

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2016 - 2017



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2017



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN 1108 - 2305**



# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2016 - 2017



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2017



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Η πρόοδος που έχει έως τώρα συντελεστεί στην εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής αποτελεί βάση για τη μετάβαση σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το 2016 ολοκληρώθηκε μια μακρά περίοδος δημοσιονομικής προσαρμογής: το ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης εμφανίζεται πλεονασματικό κατά 0,7% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ), σε σύγκριση με έλλειμμα άνω του 15% του ΑΕΠ το 2009. Η βελτίωση ήταν εντυπωσιακή και σε όρους πρωτογενούς αποτελέσματος, το οποίο από έλλειμμα 10% του ΑΕΠ το 2009 κατέληξε σε πλεόνασμα 4,2% του ΑΕΠ το 2016, βάσει του ορισμού του προγράμματος. Πρακτικά, το αποτέλεσμα αυτό καλύπτει σχεδόν το σύνολο της απαιτούμενης προσαρμογής έως το τέλος του τρέχοντος προγράμματος το 2018.

Η θετική αυτή εξέλιξη δεν θα ήταν εφικτή αν η δημοσιονομική πολιτική δεν είχε εμμένει στην εξάλειψη της κυριότερης αιτίας που οδήγησε στην κρίση, δηλαδή των υπερβολικά υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η πολιτική αυτή εφαρμόστηκε – με αυξομειούμενη ένταση – από όλες τις κυβερνήσεις της περιόδου 2010-2017, αν και με διαφορετικό μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής. Η σύμπλευση στον ίδιο στόχο καταδεικνύει ότι όντως δεν υπήρχαν εναλλακτικές λύσεις και ότι η δημοσιονομική προσαρμογή ήταν όρος *sine qua non* για την έξοδο από την κρίση. Γι' αυτό διαδοχικές κυβερνήσεις και πολιτικά κόμματα στήριξαν με την ψήφο τους μέτρα για τη δημοσιονομική εξυγίανση με βαρύ κοινωνικό κόστος. Η εκ των πραγμάτων σύγκλιση της δημοσιονομικής πολιτικής και η υπαγωγή της στο μείζονα στόχο της παραμονής στο ευρώ περιορίζει τις αβεβαιότητες και τους κινδύνους και διασφαλίζει τη συνέχεια στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που θα στηρίξουν την ανάπτυξη. Με αυτά τα δεδομένα, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι στο μέλλον δεν είναι εύκολη η διολίσθηση σε πολιτικές του παρελθόντος που διόγκωσαν τα δημοσιονομικά ελλείμματα και έφεραν τη χώρα στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Άλλωστε, οι δεσμεύσεις που ισχύουν από το πρόγραμμα στήριξης δεν αφήνουν περιθώρια για τέτοιου είδους

παρεκκλίσεις. Όπως προκύπτει εξάλλου και από το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ), που ψηφίστηκε πρόσφατα, η δημοσιονομική πολιτική θα παραμείνει στην ίδια κατεύθυνση όχι μόνο μέχρι το τέλος του προγράμματος το 2018, αλλά και τα επόμενα χρόνια.

\* \* \*

Εκτός από τη δημοσιονομική εξισορρόπηση, τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν τα τελευταία χρόνια αντιμετώπισαν με επιτυχία χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες και στρεβλώσεις. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε κατά 15 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Τα δύο τελευταία χρόνια το ισοζύγιο παραμένει ουσιαστικά ισοσκελισμένο. Ανακτήθηκε πλήρως η απώλεια ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας. Η ανταγωνιστικότητα τιμών έχει επανέλθει στο επίπεδο του 2002 και θα συνεχίσει να βελτιώνεται με την εφαρμογή περαιτέρω μεταρρυθμίσεων που θα εξασφαλίσουν πιο ανταγωνιστική λειτουργία των αγορών.

Παράλληλα, έχουν θεσπιστεί σημαντικές μεταρρυθμίσεις σε κρίσιμους τομείς, όπως στο ασφαλιστικό σύστημα, στο σύστημα υγείας, στις αγορές εργασίας και προϊόντων, στη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης, στο φορολογικό σύστημα και στους φοροεισπρακτικούς μηχανισμούς, ενώ βρίσκεται σε εξέλιξη και ένα ευρύ πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων.

Το τραπεζικό σύστημα, με την ανακεφαλαιοποίηση και την αναδιάρταξή του, έχει αρχίσει να αντιμετωπίζει αποτελεσματικά τους κινδύνους της αυξημένης αβεβαιότητας και είναι καλύτερα εξοπλισμένο για να αντιμετωπίσει το μεγάλο βάρος των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

\* \* \*

Η προσπάθεια ανασύνταξης της οικονομίας συνεχίζεται με την πρόσφατη υπερψήφιση του ν. 4472/2017, στον οποίο, εκτός από το ΜΠΔΣ 2018-2021, περιλαμβάνονται:

**α)** συμπληρωματική δέσμη μέτρων για την επίτευξη των συμφωνημένων δημοσιονομικών στόχων έως το τέλος του 2018,

**β)** λήψη μέτρων για τη μεσοπρόθεσμη περίοδο 2019-2021, που αφορούν τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος με μείωση της συνταξιοδοτικής δαπάνης και αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών, καθώς και την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων με μείωση του αφορολόγητου, και

**γ)** υιοθέτηση εξισορροπητικών παρεμβάσεων το 2019 και το 2020, υπό την προϋπόθεση επίτευξης των στόχων του προγράμματος με σκοπό τη μεταβολή του δημοσιονομικού μίγματος προς στοχευμένες κοινωνικές δαπάνες, δημόσιες επενδύσεις και φορολογικές ελαφρύνσεις.

Ο νόμος κατ' αρχάς επιτρέπει την πραγματοποίηση των δημοσιονομικών στόχων που έχουν τεθεί. Είναι όμως εξίσου σημαντικό ότι περιλαμβάνει και μεταρρυθμίσεις οι οποίες εκκρεμούν. Αν συνεπώς εφαρμοστεί χωρίς περαιτέρω καθυστερήσεις και με ισχυρή βούληση, θα συμβάλει στη βελτίωση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων, στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης και στην τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας.

\* \* \*

Οι παρεμβάσεις που προβλέπονται από το νόμο 4472/2017 και τα πρόσθετα μέτρα που ψηφίστηκαν στις 12 Ιουνίου ικανοποιούν τα προαπαιτούμενα της συμφωνίας με τους εταίρους και επέτρεψαν την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Με την απόφαση του Eurogroup της 15ης Ιουνίου:

**1<sup>ον</sup>** Εκφράζεται σαφώς η θετική εκτίμηση των εταίρων για την πορεία εφαρμογής του προγράμματος και αναγνωρίζεται ρητά ότι η ελληνική πλευρά έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τη συμφωνία.

**2<sup>ον</sup>** Συνεχίζεται η ροή της χρηματοδότησης που είναι αναγκαία για να αντιμετωπιστούν οι

άμεσες δανειακές υποχρεώσεις της χώρας και για να εξοφληθεί τμήμα των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων του κράτους προς τον ιδιωτικό τομέα. Η εξόφληση των οφειλών του κράτους θα βελτιώσει τις συνθήκες ρευστότητας του ιδιωτικού τομέα και θα έχει πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία.

**3<sup>ον</sup>** Επαναλαμβάνεται με πιο σαφή τρόπο η κατεύθυνση για αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μετά το τέλος του προγράμματος το 2018.

**4<sup>ον</sup>** Αναγνωρίζεται η δυνατότητα μείωσης του στόχου των πρωτογενών πλεονασμάτων σε επίπεδο ίσο προς ή λίγο πάνω από 2% του ΑΕΠ μετά το 2022.

Βελτιώνονται έτσι οι προϋποθέσεις για επιτυχή έξοδο στις αγορές μετά τη λήξη του προγράμματος με τη στήριξη των εταίρων.

\* \* \*

Μετά την ήπια ύφεση του 2015, το ΑΕΠ παρέμεινε αμετάβλητο το 2016. Η ανοδική τάση του β' και γ' τριμήνου του 2016 ανακοπήκε το δ' τρίμηνο. Το αρνητικό μεταφερόμενο αποτέλεσμα από το τελευταίο τρίμηνο του 2016 αποδυναμώνει την πρόβλεψη ανάπτυξης για το 2017 από 2,5% σε 1,6%. Οι λόγοι της υποχώρησης της αναπτυξιακής δυναμικής θα πρέπει να αναζητηθούν στη μεγάλη καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης και στη συνακόλουθη έξαρση της αβεβαιότητας, η οποία προκάλεσε σημαντική μείωση των επενδύσεων. Αυτό, σε συνδυασμό με τη μεγάλη αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης, αποδυνάμωσε την αρχική πρόβλεψη. Παρά τη χειροτέρευση των προβλέψεων για το 2017, οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την ανάπτυξη παραμένουν ευοίωνες, εφόσον όμως συνεχιστεί απρόσκοπτα η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα, σημαντικό ρόλο στην ανάκαμψη διαδραματίζουν και οι θετικές οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ).

\* \* \*



Η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης το 2016 μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και οι βελτιωτικές τροποποιήσεις των κεφαλαιακών περιορισμών συνέβαλαν στην καταγραφή εισροών καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ιδίως εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Συνολικά την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, δηλαδή μεταξύ Ιουνίου 2016 και Απριλίου 2017, οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν κατά 3,5 δισεκ. ευρώ, με αποτέλεσμα το αντίστοιχο υπόλοιπο να διαμορφωθεί τον Απρίλιο του 2017 σε 119 δισεκ. ευρώ. Ωστόσο, τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους πραγματοποιήθηκαν εκροές καταθέσεων, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας που σχετίζεται με την καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης.

Η πιστωτική συστολή φαίνεται να φθάνει στο τέλος της όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ενώ και ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά κοντεύει να μηδενιστεί.

Συνολικά, οι εξελίξεις όσον αφορά τα αποτελέσματα και την εν γένει ευρωστία των τραπεζών υπήρξαν ευνοϊκές. Το 2016 οι εγχώριες τράπεζες κατέγραψαν κέρδη προ φόρων, σε σύγκριση με ζημιές κατά τις αμέσως προηγούμενες χρονιές, ενώ μειώθηκε ελαφρώς το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η κεφαλαιακή επάρκεια και η ρευστότητα των τραπεζών ενισχύθηκαν.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων του συνόλου των τραπεζών εμφάνισε σταθεροποιητικές τάσεις, καθώς υπήρξαν σχετικά δείγματα βελτίωσης μετά το α' τρίμηνο του 2016. Στο τέλος Δεκεμβρίου 2016 το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων ανήλθε, σε επίπεδο τραπεζών, σε περίπου 106 δισεκ. ευρώ (2015: 108 δισεκ. ευρώ). Η βελτίωση αυτή ήταν αποτέλεσμα αφενός διαγραφών δανείων και αφετέρου του γεγονότος ότι κάποιες πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση άρχισαν και πάλι, μετά από ανα-

διάρθρωση της οφειλής, να εξυπηρετούνται, αντισταθμίζοντας έτσι, σε συνδυασμό με τις αποπληρωμές δανείων και τις εισπράξεις από ρευστοποιήσεις, τη δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Κατά το πρώτο τρίμηνο του 2017 καταγράφηκε περαιτέρω υποχώρηση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, κυρίως λόγω διαγραφών δανείων (ιδιαίτερα στο επιχειρηματικό και καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο), τα οποία διαμορφώθηκαν σε 105,1 δισεκ. ευρώ ή 45,2% των συνολικών ανοιγμάτων. Ανά κατηγορία δανείων, ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφώθηκε σε 42,2% για τα στεγαστικά δάνεια, 45,0% για τα επιχειρηματικά και 54,2% για τα καταναλωτικά δάνεια. Ειδικά για τα επιχειρηματικά δάνεια, όπου υπάρχει μεγαλύτερη ανάλυση, την καλύτερη εικόνα εμφανίζουν τα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (25,9%) και τη χειρότερη τα δάνεια προς πολύ μικρές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες (68,3%) και τα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (60,7%).

Ειδικότερα όσον αφορά τις ενέργειες εκ μέρους των τραπεζών για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, διαπιστώνεται διεύρυνση της προσφυγής σε λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα (για παράδειγμα, επιμήκυνση της αποπληρωμής ή/και μείωση του επιτοκίου) και γενικότερα οι τράπεζες σημειώνουν πρόοδο προς την εκπλήρωση των τεθέντων επιχειρησιακών στόχων, ιδίως για τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα στο χαρτοφυλάκιο των επιχειρηματικών δανείων. Ανησυχητικό είναι ωστόσο το γεγονός ότι σημαντικό ποσοστό δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης (ιδίως βραχυπρόθεσμου τύπου) εμφανίζει εκ νέου καθυστέρηση. Το πρώτο τρίμηνο του 2017, ο τριμηνιαίος δείκτης αθέτησης (default rate) παρουσίασε περαιτέρω επιβράδυνση, παραμένοντας όμως σε επίπεδα άνω του 2% και υψηλότερος από το ρυθμό αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate). Η διαφορά ανάμεσα στο ρυθμό αθέτησης και στο ρυθμό αποκατάστασης είναι υψηλότερη

στο επιχειρηματικό και το καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο. Εντούτοις, σε αντίθεση με την τάση που παρατηρήθηκε τα προηγούμενα τρίμηνα, οι τράπεζες ανέφεραν σημαντικές εισροές νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο στεγαστικό τους χαρτοφυλάκιο.

Η κάλυψη από προβλέψεις σε επίπεδο συστήματος έχει μειωθεί οριακά, φθάνοντας στο 49,1% το Μάρτιο του 2017, από 49,7% το Δεκέμβριο του 2016. Εφόσον όμως προστεθεί στις προβλέψεις και η αποτίμηση των εμπράγματων εξασφαλίσεων, το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%.

Συνολικά, το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών παραμένει πολύ υψηλό και εξακολουθεί να δρα, μέσω ποικίλων διαύλων, ανασχετικά για την πιστοδοτική τους δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά, ενισχυτικά για τη δυνατότητα των τραπεζών να δανειοδοτήσουν την πραγματική οικονομία λειτουργεί το γεγονός ότι οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειάς τους διατηρούνται υψηλοί. Ειδικότερα, το Δεκέμβριο του 2016 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 16,9% (Δεκέμβριος 2015: 16,2%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 17% (Δεκέμβριος 2015: 16,3%).

\* \* \*

Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων επιβλήθηκαν το 2015 για να ανακόψουν τις ισχυρές τάσεις φυγής κεφαλαίων, λόγω της αβεβαιότητας που επικρατούσε τότε. Ήταν ένα αναγκαίο μέτρο άμεσης παρέμβασης για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Έκτοτε, και στο βαθμό που περιοριζόταν η αβεβαιότητα, χαλάρωσαν σταδιακά για να διευκολύνουν τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Οι περιορισμοί είχαν σημαντικές επιπτώσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα, οι οποίες πρέπει να αποτιμηθούν. Η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο της συμφωνίας με τους εταίρους, έχει αναλάβει τη δέσμευση να εκτιμήσει τις επιπτώσεις αυτές και η σχετική μελέτη είναι υπό εκπόνηση.

Σήμερα, οι εναπομείναντες περιορισμοί είναι μεν σαφώς χαλαρότεροι, δεν παύουν όμως να δημιουργούν προβλήματα. Η ύπαρξη και μόνο πολιτικών κατά παράβαση της βασικής ευρωπαϊκής αρχής της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων αποτελεί εστία αβεβαιότητας που επηρεάζει αρνητικά τις επενδυτικές αποφάσεις.

Είναι συνεπώς απαραίτητο να συνεχιστεί η διαδικασία που θα καταλήξει στην άρση όλων των περιορισμών. Οι κινήσεις προς αυτή την κατεύθυνση θα πρέπει να συντονίζονται με τις βελτιώσεις του κλίματος και τη βαθμιαία αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα.

\* \* \*

Παρά τις θετικές αλλαγές που έχουν επισημανθεί, η μεγάλη και παρατεταμένη ύφεση των τελευταίων ετών και η μείωση των επενδύσεων έχουν κληροδοτήσει στην ελληνική οικονομία τρία μείζονα προβλήματα: α) την υψηλή ανεργία, β) το μεγάλο όγκο των μη εξυπηρετούμενων δανείων, και γ) το υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών θα πρέπει να είναι τώρα άμεση προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής για να επανέλθει η οικονομία σε διατηρήσιμη τροχιά ανάπτυξης. Συγκεκριμένα:

**1. Η ανάπτυξη είναι η μόνη απάντηση στο πρόβλημα της ανεργίας.** Για να αλλάξει η ελληνική οικονομία και να προσανατολιστεί σε ένα νέο εξωστρεφές πρότυπο ανάπτυξης που θα δημιουργεί νέες βιώσιμες θέσεις εργασίας, είναι αναγκαία μία σταθερή και συνεπής αναπτυξιακή πολιτική με τα εξής κύρια στοιχεία:

• **Άμεση εφαρμογή ενός μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι περισσότερο φιλικό προς την ανάπτυξη.** Η αυξημένη έμφαση στη φορολογία μέσω υψηλών φορολογικών συντελεστών πρέπει να μετριαστεί υπέρ πολιτικών οι οποίες επικεντρώνονται στη συγκράτηση και αναδιάρθρωση των μη παραγωγικών δαπανών και στη βελτίωση

της εισπραξιμότητας των φόρων και των εισφορών.

- **Επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων που έχουν ήδη αποφασιστεί και καθυστερούν**, καθώς και επέκταση των ιδιωτικοποιήσεων με χρήση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα.
- **Ταχεία αξιοποίηση της μεγάλης αργούσας περιουσίας του Δημοσίου, ιδιαίτερα της ακίνητης**, μέσω της κατάλληλης νομοθεσίας για τις χρήσεις γης.
- **Δραστηκός περιορισμός των μεγάλων καθυστερήσεων στην απονομή της δικαιοσύνης και των γραφειοκρατικών δυσκαμψιών στη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης**, οι οποίες συνιστούν από τα μεγαλύτερα προσκόμματα για την προσέλκυση ξένων επενδύσεων.
- **Μεταρρυθμίσεις στις αγορές ενέργειας, προϊόντων και υπηρεσιών, και άνοιγμα των επαγγελματιών που παραμένουν κλειστά**, με άμεσο στόχο τη βελτίωση της παραγωγικότητας.
- **Ειδικότερα για την απασχόληση, απαιτούνται πολιτικές και μεταρρυθμίσεις που θα διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και θα ενθαρρύνουν τη νέα επιχειρηματικότητα**. Προς το σκοπό αυτό, απαιτείται η ενθάρρυνση και παροχή κινήτρων για συνεργασία του ιδιωτικού τομέα με πανεπιστήμια και ερευνητικά ιδρύματα ώστε να προωθηθεί η καινοτομία, προϋπόθεση για τη μετάβαση στην οικονομία της γνώσης.

**2. Η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι η σοβαρότερη πρόκληση που αντιμετωπίζει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η ελληνική οικονομία.** Η Τράπεζα της Ελλάδος και η Πολιτεία, στη διάρκεια των τελευταίων δύο χρόνων, έχουν λάβει σειρά μέτρων για την αντιμετώπιση των παραγόντων που χρόνια τώρα εμποδίζουν τις προσπάθειες των τραπεζών να επιλύσουν το πρόβλημα. Παράλληλα, προσφάτως ολοκληρώθηκε η αναμόρφωση του νομοθετικού πλαι-

σίου, εξέλιξη που αναμένεται να διευκολύνει τη δραστική υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μέχρι το τέλος του 2019. Συγκεκριμένα, νομοθετήθηκε η εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών, προκειμένου να διευκολυνθεί ο συντονισμός μεταξύ τραπεζών και άλλων πιστωτών, συμπεριλαμβανομένων του Δημοσίου και των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης. Θεσπίστηκε η νομική προστασία των στελεχών των τραπεζών και δημόσιων φορέων που ενεργούν με καλή πίστη κατά τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, και παράλληλα η εφαρμογή ηλεκτρονικής πλατφόρμας πλειστηριασμών.

Ειδικότερα, η ενεργοποίηση του μηχανισμού για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών εκτιμάται ότι θα έχει καθοριστικό ρόλο, καθώς συγκεντρώνει ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως π.χ. η καθολική αντιμετώπιση των οφειλών στην κατεύθυνση της εξεύρεσης μιας συνολικής λύσης, η οικειοθελής προσέλευση της υπερχρεωμένης επιχείρησης, το συνεκτικό χρονοδιάγραμμα επίλυσης του προβλήματος, η ηλεκτρονική πλατφόρμα διαχείρισης κ.λπ. Τα πλεονεκτήματα αυτά θα συμβάλουν στην ταχεία, αποτελεσματική και διαφανή συνολική ρύθμιση των χρεών επιχειρήσεων προς ιδιώτες και φορείς του Δημοσίου (π.χ. εφορία, ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.), ενώ οι προϋποθέσεις που προβλέπονται από πλευράς πληροφόρησης και στοιχείων, για τη συμμετοχή στο μηχανισμό, κάνουν δύσκολη την αξιοποίησή του από στρατηγικούς κακοπληρωτές.

Παράλληλα, θετικά εκτιμάται ότι θα συμβάλει και η ανάπτυξη εφαρμογής για τη διενέργεια ηλεκτρονικών πλειστηριασμών ακινήτων, σε συνδυασμό με την τροποποίηση του θεσμικού πλαισίου αναφορικά με τις εταιρίες διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων με γνώμονα τη διευκόλυνση της εισόδου περισσότερων εταιριών στην αγορά. Υπενθυμίζεται ότι μέχρι στιγμής έχουν λάβει άδεια λειτουργίας τέσσερις εταιρίες.

Στο αμέσως προσεχές διάστημα πρέπει οι τράπεζες από την πλευρά τους να εντείνουν



τις προσπάθειές τους για την επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες οφείλουν να εντοπίσουν τις επιχειρήσεις με προοπτικές βιωσιμότητας και να ενθαρρύνουν και να στηρίξουν έμπρακτα επενδύσεις σε καινοτόμες δραστηριότητες και στρατηγικούς κλάδους της οικονομίας, ιδίως με εξαγωγικό προσανατολισμό, αξιοποιώντας τα στρατηγικά πλεονεκτήματα της χώρας. Για τις περιπτώσεις αυτές, οι τράπεζες θα πρέπει να εφαρμόσουν μακροπρόθεσμες λύσεις, επιβραβεύοντας έτσι την υπεύθνη επιχειρηματικότητα. Ταυτόχρονα όμως πρέπει να γίνουν αυστηρές με τους στρατηγικούς κακοπληρωτές, καθώς και να προωθήσουν οριστικές λύσεις για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις οι οποίες διατηρούνται τεχνητά στη ζωή.

**3. Η ελάφρυνση του δημόσιου χρέους θα διευκολύνει την έξοδο της χώρας στις αγορές με βιώσιμους όρους.** Στο Eurogroup της 15ης Ιουνίου αναγνωρίστηκε ότι η Ελλάδα έχει ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της συμφωνίας και δόθηκε μια πιο σαφής κατεύθυνση για την αναδιάρθρωση του χρέους μετά το τέλος του προγράμματος (μετάθεση τοκοχρεολυσίων από 0 έως 15 χρόνια). Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει κατ' επανάληψη τονίσει ότι τα μέτρα αυτά, με βάση τις σημερινές εκτιμήσεις και προβλέψεις, είναι αναγκαία για να καταστεί το χρέος διαχειρίσιμο. Επομένως, οι κατευθύνσεις που δόθηκαν στο Eurogroup της 15ης Ιουνίου θα μπορούσαν να οδηγήσουν στη βιωσιμότητα του χρέους εφόσον τελικά υιοθετηθεί όριο μετάθεσης των τοκοχρεολυσίων πάνω από 8,5 χρόνια.

\* \* \*

Τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν τα τελευταία επτά χρόνια αντιμετώπισαν με επιτυχία χρόνιες υστερήσεις και στρεβλώσεις της ελληνικής οικονομίας. Η διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας δημιουργούν ευοίωνες προοπτικές για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας. Ωστόσο, έχο-

ντας διορθώσει τις γενεσιουργές αιτίες της κρίσης, η Ελλάδα καλείται άμεσα να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις ταχείας οικονομικής ανόδου για να αντιμετωπίσει τα βασικά προβλήματα που κληροδότησε η οικονομική κρίση, δηλαδή το υψηλό ποσοστό ανεργίας, το μεγάλο δημόσιο χρέος και το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Γι' αυτό η οικονομική πολιτική πρέπει πλέον να επικεντρωθεί στην ανάπτυξη και ειδικότερα στη συνεπή και αποφασιστική υλοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων, στη δραστική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και στη μείωση των φορολογικών συντελεστών μέσω της υιοθέτησης μέτρων που θα βελτιώνουν την εισπραξιμότητα των φόρων και των εισφορών, καθώς και με την περαιτέρω μείωση των μη παραγωγικών δαπανών του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Η επιστροφή της οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά θα μειώσει σταδιακά την ανεργία, θα επιτρέψει στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να αποπληρώσουν τα χρέη τους και θα δημιουργήσει τα κεφάλαια για την εξυπηρέτηση και σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Ωστόσο, η ελληνική οικονομία χρειάζεται συνδρομή για να μειώσει το υψηλό δημόσιο χρέος. Συνεπώς, θα πρέπει να συγκεκριμενοποιηθεί η δέσμευση των εταίρων για τη διατύπωση μεσοπρόθεσμων μέτρων που θα διασφαλίζουν τη μεσομακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και τα οποία θα τεθούν σε ισχύ με τη λήξη του τρέχοντος προγράμματος. Κάτι τέτοιο θα βελτιώσει το οικονομικό κλίμα και θα διευκολύνει την έξοδο στις αγορές το καλοκαίρι του 2018, ή και νωρίτερα. Η παράταση της εκκρεμότητας εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους και προωινίζεται την ανάγκη νέας χρηματοδοτικής συνδρομής μετά το 2018, κάτι που απεύχονται τόσο η Ελλάδα όσο και οι εταίροι.

Η συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης

της ΕΚΤ και η συνακόλουθη βελτίωση των όρων χρηματοδότησης θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των αγορών στην ελληνική οικονομία και θα διευκολύνουν τη διατηρήσιμη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

Όλα τα παραπάνω, εφόσον πραγματοποιηθούν εγκαίρως, θα επιταχύνουν την επάνοδο

στη χρηματοπιστωτική κανονικότητα και θα σηματοδοτήσουν την έξοδο από την κρίση.

Αθήνα, Ιούνιος 2017

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής

## **ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

### **ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

Γιάννης Στουρνάρας

### **ΜΕΛΗ**

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Ηλίας Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς







# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ

1	Η πρόοδος που έχει συντελεστεί αποτελεί βάση για τη μετάβαση στην ανάπτυξη	15
2	Εξελίξεις – Προοπτικές	16
3	Ευνοϊκό το διεθνές οικονομικό περιβάλλον	17
4	Η ενιαία νομισματική πολιτική παραμένει διευκολυντική	18
5	Το τραπεζικό σύστημα σε πορεία σταθεροποίησης	19
6	Προϋποθέσεις για τη μετάβαση στην ανάπτυξη	21

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	27
1.1	Παγκόσμια οικονομία	27
1.2	Ζώνη του ευρώ	31
1.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	33
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	34

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.Ι

	Η ανάκαμψη της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ: κύρια χαρακτηριστικά και προσδιοριστικοί παράγοντες	37
--	---	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Χάραξη και εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ	45
---	--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.Ι

	Οι συνθήκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ μέσα από την έρευνα SAFE	54
--	--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	62
2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	71

3	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	72
4	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	76
4.1	Πληθωρισμός	76
4.2	Κόστος εργασίας	78
4.3	Κέρδη επιχειρήσεων	78
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	79

5	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	81
6	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	84

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.Ι

	Το παράδοξο του τουρισμού το 2016: περισσότερες αφίξεις, λιγότερα έσοδα	86
--	---	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.2

	Υποαπασχόληση και εν δυνάμει εργατικό δυναμικό την περίοδο 2008-2016	91
--	--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.3

	Ιδιωτικές επενδύσεις στην Ελλάδα: προοπτικές ανάκαμψης και χρηματοδότηση	93
--	--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.4

	Η εξέλιξη των συστάσεων και διαγραφών επιχειρήσεων την περίοδο 2011-2017 και ο ρόλος τους στην ανάκαμψη της οικονομίας	98
--	--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	107
2	Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις	113
3	Το δημόσιο χρέος	116

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.Ι

	Πρόσφατες εξελίξεις στην εισπραξιμότητα των φορολογικών εσόδων	117
--	--	-----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.2

	Δημοσιονομικές παρεμβάσεις στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης	121
--	---	-----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.3

	Τα χαρακτηριστικά της δημοσιονομικής προσαρμογής: έσοδα και δαπάνες. Μια συνθετική παρουσίαση των στατιστικών στοιχείων	125
--	---	-----

<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.4</b>		
Σενάρια βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους – Ήπια αναδιάρθρωση και μείωση του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου		131
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI</b>		
<b>ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</b>		
<b>1 Τραπεζικές καταθέσεις</b>		138
<b>2 Τραπεζικά επιτόκια</b>		141
<b>3 Πιστωτική επέκταση</b>		143
<b>4 Χρηματοπιστωτικές αγορές</b>		145
4.1 Διεθνείς κεφαλαιαγορές		145
4.2 Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου		146
4.3 Ελληνικά εταιρικά ομόλογα		147
4.4 Αγορά μετοχών		148
<b>5 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα</b>		149
<b>6 Επισκόπηση της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης και των εποπτικών εργασιών για το 2016</b>		153
6.1 Μεγέθη αγοράς		154
6.2 Διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου και μετάβαση στη Φερεγγυότητα II		155
6.3 Εποπτικές δράσεις		156
6.4 Εποπτικά μέτρα		157
6.5 Άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test)		157
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.1</b>		
Οι μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές επιδράσεις μιας κεφαλαιακής ενίσχυσης του τραπεζικού συστήματος – Συμπεράσματα από ένα δυναμικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας		158
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.2</b>		
Κεφαλαιακή βάση των τραπεζών, δάνεια σε καθυστέρηση και πιστωτική επέκταση		163
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.3</b>		
Αποτιμήσεις και θεμελιώδη μεγέθη εισηγμένων εταιριών στην Ελλάδα και στην Ευρώπη		166
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.4</b>		
Η φερεγγυότητα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων: τεχνικές προβλέψεις, κεφαλαιακή απαίτηση φερεγγυότητας και ο ρόλος της Ιδίας Αξιολόγησης Κινδύνου και Φερεγγυότητας (ORSA) ως εργαλείου διαχείρισης των κινδύνων		168
<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>		171



# I ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ

## I Η ΠΡΟΟΔΟΣ ΠΟΥ ΕΧΕΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΙ ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΒΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

### Η απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή έως τη λήξη του προγράμματος το 2018 έχει σχεδόν επιτευχθεί

Το 2016 ολοκληρώθηκε μια μακρά περίοδος δημοσιονομικής προσαρμογής: το ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης εμφανίζεται πλεονασματικό κατά 0,7% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ), σε σύγκριση με έλλειμμα άνω του 15% του ΑΕΠ το 2009. Η βελτίωση ήταν εντυπωσιακή και σε όρους πρωτογενούς αποτελέσματος, το οποίο από έλλειμμα 10% του ΑΕΠ το 2009 κατέληξε σε πλεόνασμα 4,2% του ΑΕΠ το 2016, βάσει του ορισμού του προγράμματος. Πρακτικά, το αποτέλεσμα αυτό καλύπτει σχεδόν το σύνολο της απαιτούμενης προσαρμογής έως το τέλος του τρέχοντος προγράμματος το 2018.

Η θετική αυτή εξέλιξη δεν θα ήταν εφικτή αν η δημοσιονομική πολιτική δεν είχε εμμένει στην εξάλειψη της κυριότερης αιτίας που οδήγησε στην κρίση, δηλαδή των υπερβολικά υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η πολιτική αυτή εφαρμόστηκε — με αυξομειούμενη ένταση — από όλες τις κυβερνήσεις της περιόδου 2010-2017, αν και με διαφορετικό μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής. Η σύμπλευση στον ίδιο στόχο καταδεικνύει ότι όντως δεν υπήρχαν εναλλακτικές λύσεις και ότι η δημοσιονομική προσαρμογή ήταν όρος *sine qua non* για την έξοδο από την κρίση. Γι' αυτό διαδοχικές κυβερνήσεις και πολιτικά κόμματα στήριξαν με την ψήφο τους μέτρα για τη δημοσιονομική εξυγίανση με βαρύ κοινωνικό κόστος. Η εκ των πραγμάτων σύγκλιση της δημοσιονομικής πολιτικής και η υπαγωγή της στο μείζονα στόχο της παραμονής στο ευρώ περιορίζει τις αβεβαιότητες και τους κινδύνους και διασφαλίζει τη συνέχεια στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που θα στηρίξουν την ανάπτυξη. Με αυτά τα δεδομένα, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι στο μέλλον δεν είναι εύκολη η διολίσθηση σε πολιτικές του παρελθόντος που διόγκωσαν τα

δημοσιονομικά ελλείματα και έφεραν τη χώρα στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Άλλωστε, οι δεσμεύσεις που ισχύουν από το πρόγραμμα στήριξης δεν αφήνουν περιθώρια για τέτοιου είδους παρεκκλίσεις. Όπως προκύπτει εξάλλου και από το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής, που ψηφίστηκε πρόσφατα, η δημοσιονομική πολιτική θα παραμείνει στην ίδια κατεύθυνση όχι μόνο μέχρι το τέλος του προγράμματος το 2018, αλλά και τα επόμενα χρόνια.

### Από την αρχή της κρίσης, σημαντική πρόοδος καταγράφεται και σε άλλους κίριους τομείς

Εκτός από τη δημοσιονομική εξισορρόπηση, τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν τα τελευταία χρόνια αντιμετώπισαν με επιτυχία χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες και στρεβλώσεις. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε κατά 15 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Τα δύο τελευταία χρόνια το ισοζύγιο παραμένει ουσιαστικά ισοσκελισμένο. Ανακτήθηκε πλήρως η απώλεια ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας. Η ανταγωνιστικότητα τιμών έχει επανέλθει στο επίπεδο του 2002 και θα συνεχίσει να βελτιώνεται με την εφαρμογή περαιτέρω μεταρρυθμίσεων που θα εξασφαλίσουν πιο ανταγωνιστική λειτουργία των αγορών.

Παράλληλα, έχουν θεσπιστεί σημαντικές μεταρρυθμίσεις σε κρίσιμους τομείς, όπως στο ασφαλιστικό σύστημα, στο σύστημα υγείας, στις αγορές εργασίας και προϊόντων, στη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης, στο φορολογικό σύστημα και στους φοροεισπρακτικούς μηχανισμούς, ενώ βρίσκεται σε εξέλιξη και ένα ευρύ πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων.

Το τραπεζικό σύστημα, με την ανακεφαλαιοποίηση και την αναδιάρταξή του, έχει αρχίσει να αντιμετωπίζει αποτελεσματικά τους κινδύνους της αυξημένης αβεβαιότητας και είναι καλύτερα εξοπλισμένο για να αντιμετωπίσει το μεγάλο βάρος των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

## Η πορεία ανασύνταξης συνεχίζεται με το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021

Η προσπάθεια ανασύνταξης της οικονομίας συνεχίζεται με την πρόσφατη υπερψήφιση του ν. 4472/2017, στον οποίο, εκτός από το ΜΠΔΣ 2018-2021, περιλαμβάνονται:

α) συμπληρωματική δέσμη μέτρων για την επίτευξη των συμφωνημένων δημοσιονομικών στόχων έως το τέλος του 2018,

β) λήψη μέτρων για τη μεσοπρόθεσμη περίοδο 2019-2021, που αφορούν τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος με μείωση της συνταξιοδοτικής δαπάνης και αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών, καθώς και την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων με μείωση του αφορολόγητου, και

γ) υιοθέτηση εξισορροπητικών παρεμβάσεων το 2019 και το 2020, υπό την προϋπόθεση επίτευξης των στόχων του προγράμματος με σκοπό τη μεταβολή του δημοσιονομικού μίγματος προς στοχευμένες κοινωνικές δαπάνες, δημόσιες επενδύσεις και φορολογικές ελαφρύνσεις.

Ο νόμος κατ' αρχάς επιτρέπει την πραγματοποίηση των δημοσιονομικών στόχων που έχουν τεθεί. Είναι όμως εξίσου σημαντικό ότι περιλαμβάνει και μεταρρυθμίσεις οι οποίες εκκρεμούν. Αν συνεπώς εφαρμοστεί χωρίς περαιτέρω καθυστερήσεις και με ισχυρή βούληση, θα συμβάλει στη βελτίωση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων, στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης και στην τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας.

## Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης στις 15 Ιουνίου επιβεβαιώνει την πρόοδο που έχει συντελεστεί

Οι παρεμβάσεις που προβλέπονται από το νόμο 4472/2017 και τα πρόσθετα μέτρα που ψηφίστηκαν στις 12 Ιουνίου ικανοποιούν τα προαπαιτούμενα της συμφωνίας με τους εταί-

ρους και επέτρεψαν την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Με την απόφαση του Eurogroup της 15ης Ιουνίου:

**1<sup>ον</sup>** Εκφράζεται σαφώς η θετική εκτίμηση των εταίρων για την πορεία εφαρμογής του προγράμματος και αναγνωρίζεται ρητά ότι η ελληνική πλευρά έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τη συμφωνία.

**2<sup>ον</sup>** Συνεχίζεται η ροή της χρηματοδότησης που είναι αναγκαία για να αντιμετωπιστούν οι άμεσες δανειακές υποχρεώσεις της χώρας και για να εξοφληθεί τμήμα των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων του κράτους προς τον ιδιωτικό τομέα. Η εξόφληση των οφειλών του κράτους θα βελτιώσει τις συνθήκες ρευστότητας του ιδιωτικού τομέα και θα έχει πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία.

**3<sup>ον</sup>** Επαναλαμβάνεται με πιο σαφή τρόπο η κατεύθυνση για αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μετά το τέλος του προγράμματος το 2018.

**4<sup>ον</sup>** Αναγνωρίζεται η δυνατότητα μείωσης του στόχου των πρωτογενών πλεονασμάτων σε επίπεδο ίσο προς ή λίγο πάνω από 2% του ΑΕΠ μετά το 2022.

Βελτιώνονται έτσι οι προϋποθέσεις για επιτυχή έξοδο στις αγορές μετά τη λήξη του προγράμματος με τη στήριξη των εταίρων.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Μετά την ήπια ύφεση του 2015, το ΑΕΠ παρέμεινε αμετάβλητο το 2016. Η ανοδική τάση του β' και γ' τριμήνου του 2016 ανακόπηκε το δ' τρίμηνο. Το αρνητικό μεταφερόμενο αποτέλεσμα από το τελευταίο τρίμηνο του 2016 αποδυναμώνει την πρόβλεψη ανάπτυξης για το 2017 από 2,5% σε 1,6%. Οι λόγοι της υποχώρησης της αναπτυξιακής δυναμικής κατά το δ' τρίμηνο θα πρέπει να αναζητηθούν στη μεγάλη καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης και στη συνακόλουθη έξαρση της αβεβαιότητας, η οποία προκάλεσε

σημαντική μείωση των επενδύσεων. Αυτό, σε συνδυασμό με τη μεγάλη αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης, αποδυνάμωσε την αρχική πρόβλεψη. Παρ' όλα αυτά, το πρώτο τρίμηνο του 2017 καταγράφηκε αύξηση του ΑΕΠ και πτώση της ανεργίας.

Παρά τη χειροτέρευση των προβλέψεων για το 2017, οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την ανάπτυξη παραμένουν ευοίωνες. Σημαντικό ρόλο σε αυτό διαδραματίζουν και οι θετικές οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Επισημαίνεται κατ' αρχάς η προς τα άνω αναθεώρηση των προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για την πορεία των οικονομικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ. Σημαντική είναι εξάλλου και η άμβλυση της αβεβαιότητας για το μέλλον της ευρωζώνης, μετά τις ενδείξεις (από τις εκλογές στην Ολλανδία και κυρίως στη Γαλλία) ότι αναχαιτίζεται το ρεύμα του ευρωσκεπτικισμού και ενισχύονται οι προοπτικές για τη συνοχή της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ.

Στο εσωτερικό, υπό την προϋπόθεση ότι επιταχύνεται η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, θετικοί παράγοντες είναι:

- Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, που αναμένεται να βελτιώσει το οικονομικό κλίμα.
- Η αύξηση της απασχόλησης, ταχύτερη από την άνοδο της παραγωγής, η οποία αναμένεται να προκαλέσει ήπια ανάκαμψη του διαθέσιμου εισοδήματος και της κατανάλωσης.
- Η άνοδος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, που προβλέπεται να συνεχιστεί, καθώς το διεθνές περιβάλλον αναμένεται θετικό και η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων έχει ενισχυθεί τα τελευταία χρόνια.
- Τέλος, η υπεραπόδοση του πρωτογενούς πλεονάσματος του 2016 αφήνει δημοσιονομικό χώρο για παρεμβάσεις που στηρίζουν την ανάπτυξη, όπως αύξηση των δημοσίων επενδυτικών δαπανών ή φορολογικές ελαφρύνσεις.

Οι τιμές, όπως καταγράφονται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, σταθεροποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του 2016. Ωστόσο, ο πληθωρισμός τους πρώτους μήνες του 2017 πέρασε σε θετικό έδαφος, αντανakλώντας την ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αλλά και τις αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Η επίδραση των δύο αυτών παραγόντων εκτιμάται ότι θα διατηρήσει τον εναρμονισμένο πληθωρισμό σε θετικό έδαφος σε όλη τη διάρκεια του 2017.

### 3 ΕΥΝΟΪΚΟ ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ αναμένεται να επιταχυνθεί σε 3,5% το 2017, από 3,1% το προηγούμενο έτος, παράλληλα με την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου, ο οποίος εκτιμάται ότι το τρέχον έτος και το 2018 θα είναι αισθητά υψηλότερος από τον ιδιαίτερα χαμηλό ρυθμό του 2016. Η γεωγραφική βάση της παγκόσμιας ανάπτυξης αναμένεται να διευρυνθεί, καθώς ορισμένες μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Βραζιλία και η Ρωσία, αναμένεται να εξέλθουν από την ύφεση το τρέχον έτος, ενώ τόσο οι προηγμένες όσο και οι αναδυόμενες οικονομίες προβλέπεται να καταγράψουν επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ.

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα στην αυξημένη αβεβαιότητα από οικονομικούς και γεωπολιτικούς κινδύνους: ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διατηρήθηκε ισχυρός το α' τρίμηνο του 2017 και αναμένεται σύμφωνα με το Ευρωσύστημα να διαμορφωθεί σε 1,9% για το σύνολο του έτους, με κινητήρια δύναμη την εγχώρια ζήτηση – κυρίως την ιδιωτική κατανάλωση και δευτερευόντως τις επενδύσεις – ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών θα παύσει να είναι αρνητική.

Οι θετικές προοπτικές για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από σημαντικούς οικονομικούς και γεωπολιτικούς κινδύνους, παρότι ορισμένοι εξ αυτών έχουν



υποχωρήσει το τελευταίο διάστημα: τα αποτελέσματα πρόσφατων εκλογών σε κράτη-μέλη της ΕΕ απέτρεψαν τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης των ευρωπαϊκών θεσμών και της οικονομίας, ενώ υπάρχουν επίσης ενδείξεις αποκλιμάκωσης του κινδύνου εμπορικού προστατευτισμού, οι οποίες μένει να επιβεβαιωθούν. Ωστόσο, το πολύ υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες σε συνδυασμό με το χαμηλό ρυθμό αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας αποτελούν σημαντικούς μεσοπρόθεσμους κινδύνους οι οποίοι προσωρινά μόνο επισκιάζονται από την κυκλική ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας.

#### **4 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΑΡΑΜΕΝΕΙ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΤΙΚΗ**

Η ενιαία νομισματική πολιτική υπήρξε αποτελεσματική όσον αφορά τη στήριξη της οικονομικής ανάκαμψης στη Νομισματική Ένωση, δεδομένου μάλιστα ότι η ζώνη του ευρώ επλήγη από πολλές εξωτερικές διαταράξεις καθώς και από κάποιες εντάσεις στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ σημειώνει αύξηση συνεχώς κατά τα τελευταία τέσσερα περίπου έτη με ρυθμό ο οποίος φαίνεται πλέον προοδευτικά να ενισχύεται. Η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ υλοποιήθηκε μέσω σημαντικής βελτίωσης των συνθηκών χρηματοδότησης, κατά κύριο λόγο από τον τραπεζικό τομέα, για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Εξάλλου, ευνοϊκή επίδραση στην εξαγωγική δραστηριότητα από τη ζώνη του ευρώ άσκησε και η υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ενιαίου νομίσματος, την οποία ενθάρρυνε η απόκλιση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ.

Παρά την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης και την πρόσκαιρη άνοδο του πληθωρισμού τους πρώτους μήνες του 2017, οι προβλέψεις της ΕΚΤ για το ρυθμό πληθωρισμού για την περίοδο 2017-2019 αναθεωρήθηκαν

προς τα κάτω, εξαιτίας της προβλεπόμενης υποχώρησης των τιμών της ενέργειας. Παράλληλα, ο υποκείμενος ρυθμός πληθωρισμού, ο λεγόμενος “πυρήνας” του πληθωρισμού, κινείται λίγο κάτω του 1% από τα μέσα του 2013 και εξής και δεν παρουσιάζει τάση επιτάχυνσης. Οι χαμηλοί ρυθμοί του υποκείμενου πληθωρισμού αποδίδονται στο χαμηλό ρυθμό αύξησης του κόστους εργασίας εξαιτίας του γεγονότος ότι το παραγωγικό κενό στην οικονομία της ζώνης του ευρώ παραμένει υψηλό και ο συνολικός δείκτης υποχρησιμοποίησης του εργατικού δυναμικού αποκλιμακώνεται με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το ποσοστό ανεργίας.

Όσον αφορά τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, στις 8 Ιουνίου 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι, χωρίς στήριξη από την ενιαία νομισματική πολιτική, η επιτάχυνση του πληθωρισμού έως το 2019 κατά πάσα πιθανότητα δεν θα πραγματοποιηθεί, καθώς δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι υφίστανται επαρκείς πηγές αυτοδύναμων πληθωριστικών πιέσεων. Κατά συνέπεια, είναι αναγκαία η συνέχιση της εξαιρετικώς διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος προκειμένου να επιτευχθεί περαιτέρω περιορισμός του παραγωγικού κενού και να ενισχυθεί σε μόνιμη βάση ο ρυθμός πληθωρισμού, σύμφωνα με τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος για ρυθμό πληθωρισμού λίγο κάτω του 2%.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε να καθοδηγεί τις αγορές παρέχοντας ενδείξεις για την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (forward guidance). Σε αυτό το πλαίσιο, το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, το οποίο αναμένεται να ολοκληρωθεί έως το Δεκέμβριο του 2017, θα εξακολουθήσει να διενεργείται μέχρι το χρόνο κατά τον οποίο ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα ευθυγραμμιστεί με τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος.

Παράλληλα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι οι κίνδυνοι ανάπτυξης

συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ έχουν μηδενιστεί. Κατά συνέπεια, απέκλεισε το ενδεχόμενο τα βασικά επιτόκια να αναπροσαρμοστούν και άλλο προς τα κάτω. Ωστόσο, το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι τα μέσα νομισματικής πολιτικής τα οποία χρησιμοποιεί χαρακτηρίζονται από ευκαμψία, καθώς οι τεχνικές τους παράμετροι είναι δυνατόν να τροποποιηθούν εύκολα και γρήγορα, προκειμένου να επιτευχθεί άμεση μεταβολή στο βαθμό νομισματικής χαλάρωσης. Συγκεκριμένα, εάν οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και συνεπώς για τον πληθωρισμό χειροτερεύσουν ή εάν διαμορφωθούν συνθήκες χρηματοδότησης που δεν υποβοηθούν την επάνοδο στη σταθερότητα των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεσμεύθηκε να αυξήσει εκ νέου το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος, όπως επίσης και να παρατείνει περαιτέρω τη διάρκεια διεξαγωγής του προγράμματος.

## 5 ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΕ ΠΟΡΕΙΑ ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης το 2016 μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και οι βελτιωτικές τροποποιήσεις των κεφαλαιακών περιορισμών συνέβαλαν στην καταγραφή εισροών καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ιδίως εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Συνολικά την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, δηλαδή μεταξύ Ιουνίου 2016 και Απριλίου 2017, οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν κατά 3,5 δισεκ. ευρώ, με αποτέλεσμα το αντίστοιχο υπόλοιπο να διαμορφωθεί τον Απρίλιο του 2017 σε 119 δισεκ. ευρώ. Ωστόσο, τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους πραγματοποιήθηκαν εκροές καταθέσεων, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας που σχετίζεται με την καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης.

Το 2016 και στις αρχές του 2017 όλα τα τραπεζικά επιτόκια υποχώρησαν σε πραγματικούς

όρους. Σε ονομαστικούς όρους, ωστόσο, τα επιτόκια καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης αυξήθηκαν ελαφρά, εξέλιξη που είναι συνεπής με τη συνεχιζόμενη διεύρυνση του περιθωρίου διαμεσολάβησης λόγω των επισφαλειών, την ίδια στιγμή που το κόστος δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχωρεί. Παράλληλα, η πιστωτική συστολή φαίνεται να φθάνει στο τέλος της όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ενώ και ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά κοντεύει να μηδενιστεί.

Στη διάρκεια του 2016 και στις αρχές του 2017 οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά σε σημαντικό βαθμό και των εταιρικών ομολόγων, ακολούθησαν γενικά καθοδική πορεία, παρά τις καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση των αξιολογήσεων. Αντιστοίχως, ανοδική είναι η τάση που ακολουθούν τους τελευταίους τρεις μήνες οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Στις 8 Ιουνίου 2017 το ανώτατο όριο παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) προς τις ελληνικές τράπεζες διαμορφώθηκε στο ποσό των 44,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 50,7 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2016. Η μείωση του ανώτατου ορίου αντανάκλα τις θετικές εξελίξεις στη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών, λαμβανομένων υπόψη των ροών καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα.

### Το τραπεζικό σύστημα κατέγραψε κέρδη προ φόρων

Οι εξελίξεις όσον αφορά τα αποτελέσματα και την εν γένει ευρωστία των τραπεζών υπήρξαν ευνοϊκές. Το 2016 οι εγχώριες τράπεζες κατέγραψαν κέρδη προ φόρων, σε σύγκριση με ζημιές κατά τις αμέσως προηγούμενες χρονιές, ενώ μειώθηκε ελαφρώς το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η κεφαλαιακή επάρκεια και η ρευστότητα των τραπεζών ενισχύθηκαν.

Ειδικότερα, τα καθαρά έσοδα εμφάνισαν σημαντική αύξηση, λόγω ευνοϊκών εξελίξεων

τόσο στο σκέλος των εσόδων όσο και σε εκείνων των εξόδων. Σε αυτό συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, η σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων καταθέσεων και η μείωση της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων στην έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος, που είχαν ως συνέπεια τη μείωση των εξόδων για τόκους. Επίσης, η αυξημένη χρήση των τεραπευτικών αποδοχής καρτών και η αποπληρωμή μέρους των ομολόγων του Πυλώνα II του ν. 3723/2008 ενίσχυσαν τα καθαρά έσοδα από προμήθειες. Τέλος, θετική επίδραση είχαν η καταγραφή έκτακτων κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις και η συγκράτηση του λειτουργικού κόστους. Μετά από αρκετές ζημιωγόνες χρήσεις, οι τράπεζες κατέγραψαν οριακά κέρδη πριν από φόρους (39 εκατ. ευρώ) κυρίως λόγω της σημαντικής μείωσης των προβλέψεων έναντι επισφαλών απαιτήσεων. Ωστόσο, τα συνολικά αποτελέσματα επηρεάστηκαν από ζημίες, οι οποίες αφορούσαν κυρίως αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

#### **Μικρή υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων**

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων του συνόλου των τραπεζών εμφάνισε σταθεροποιητικές τάσεις, καθώς υπήρξαν σχετικά δείγματα βελτίωσης μετά το α' τρίμηνο του 2016. Στο τέλος Δεκεμβρίου 2016 το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων ανήλθε, σε επίπεδο τραπεζών, σε περίπου 106 δισεκ. ευρώ (2015: 108 δισεκ. ευρώ). Η βελτίωση αυτή ήταν αποτέλεσμα αφενός διαγραφών δανείων και αφετέρου του γεγονότος ότι κάποιες πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση άρχισαν και πάλι, μετά από αναδιάρθρωση της οφειλής, να εξυπηρετούνται, αντισταθμίζοντας έτσι, σε συνδυασμό με τις αποπληρωμές δανείων και τις εισπράξεις από ρευστοποιήσεις, τη δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Κατά το πρώτο τρίμηνο του 2017 καταγράφηκε πραιτέρω υποχώρηση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, κυρίως λόγω διαγραφών δανείων (ιδιαίτερα στο επι-

χειρηματικό και καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο), τα οποία διαμορφώθηκαν σε 105,1 δισεκ. ευρώ ή 45,2% των συνολικών ανοιγμάτων. Ανά κατηγορία δανείων, ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφώθηκε σε 42,2% για τα στεγαστικά δάνεια, 45,0% για τα επιχειρηματικά και 54,2% για τα καταναλωτικά δάνεια. Ειδικά για τα επιχειρηματικά δάνεια, όπου υπάρχει μεγαλύτερη ανάλυση, την καλύτερη εικόνα εμφανίζουν τα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (25,9%) και τη χειρότερη τα δάνεια προς πολύ μικρές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες (68,3%) και τα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (60,7%).

Ειδικότερα όσον αφορά τις ενέργειες εκ μέρους των τραπεζών για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, διαπιστώνεται διεύρυνση της προσφυγής σε λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα (για παράδειγμα, επιμήκυνση της αποπληρωμής ή/και μείωση του επιτοκίου) και γενικότερα οι τράπεζες σημειώνουν πρόοδο προς την εκπλήρωση των τεθέντων επιχειρησιακών στόχων, ιδίως για τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα στο χαρτοφυλάκιο των επιχειρηματικών δανείων. Ανησυχητικό είναι ωστόσο το γεγονός ότι σημαντικό ποσοστό δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης (ιδίως βραχυπρόθεσμου τύπου) εμφανίζει εκ νέου καθυστέρηση. Το πρώτο τρίμηνο του 2017, ο τριμηνιαίος δείκτης αθέτησης (default rate) παρουσίασε πραιτέρω επιβράδυνση, παραμένοντας όμως σε επίπεδα άνω του 2% και υψηλότερος από το ρυθμό αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate). Η διαφορά ανάμεσα στο ρυθμό αθέτησης και στο ρυθμό αποκατάστασης είναι υψηλότερη στο επιχειρηματικό και το καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο. Εντούτοις, σε αντίθεση με την τάση που παρατηρήθηκε τα προηγούμενα τρίμηνα, οι τράπεζες ανέφεραν σημαντικές εισροές νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο στεγαστικό τους χαρτοφυλάκιο.

Η κάλυψη από προβλέψεις σε επίπεδο συστήματος έχει μειωθεί οριακά, φθάνοντας στο 49,1% το Μάρτιο του 2017, από 49,7% το Δεκέμβριο του 2016. Εφόσον όμως προστεθεί



στις προβλέψεις και η αποτίμηση των εμπράγματων εξασφαλίσεων, το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%.

Συνολικά, το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών παραμένει πολύ υψηλό και εξακολουθεί να δρα, μέσω ποικίλων διαύλων, ανασχετικά για την πιστοδοτική τους δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά, ενισχυτικά για τη δυνατότητα των τραπεζών να δανειοδοτήσουν την πραγματική οικονομία λειτουργεί το γεγονός ότι οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειάς τους διατηρούνται υψηλοί. Ειδικότερα, το Δεκέμβριο του 2016 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 16,9% (Δεκέμβριος 2015: 16,2%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 17% (Δεκέμβριος 2015: 16,3%).

Η υλοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων και η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το 2017 θα συμβάλουν στην περαιτέρω ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης, η οποία, σε συνδυασμό με τη δρομολογηθείσα χαλάρωση των περιορισμών, θα υποβοηθήσει την επιστροφή και άλλων καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα και σε υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης. Οι προαναφερθείσες αναμενόμενες εξελίξεις θα συμβάλουν σε ενίσχυση της προσφοράς και της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης.

#### Άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων

Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων επιβλήθηκαν το 2015 για να ανακόψουν τις ισχυρές τάσεις φυγής κεφαλαίων, λόγω της αβεβαιότητας που επικρατούσε τότε. Ήταν ένα αναγκαίο μέτρο άμεσης παρέμβασης για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Έκτοτε, και στο βαθμό που περιοριζόταν η αβεβαιότητα, χαλάρωσαν σταδιακά για να διευκολύνουν τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Οι περιορισμοί είχαν σημαντικές επιπτώσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα, οι οποίες πρέπει να αποτιμηθούν. Η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο της συμφωνίας με τους εταίρους, έχει αναλάβει τη

δέσμευση να εκτιμήσει τις επιπτώσεις αυτές και η σχετική μελέτη είναι υπό εκπόνηση.

Σήμερα, οι εναπομείναντες περιορισμοί είναι μεν σαφώς χαλαρότεροι, δεν παύουν όμως να δημιουργούν προβλήματα. Η ύπαρξη και μόνο πολιτικών κατά παράβαση της βασικής ευρωπαϊκής αρχής της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων αποτελεί εστία αβεβαιότητας που επηρεάζει αρνητικά τις επενδυτικές αποφάσεις.

Είναι συνεπώς απαραίτητο να συνεχιστεί η διαδικασία που θα καταλήξει στην άρση όλων των περιορισμών. Οι κινήσεις προς αυτή την κατεύθυνση θα πρέπει να συντονίζονται με τις βελτιώσεις του κλίματος και τη βαθμιαία αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα.

## 6 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Παρά τις θετικές αλλαγές που έχουν επισημανθεί, η μεγάλη και παρατεταμένη ύφεση των τελευταίων ετών και η μείωση των επενδύσεων έχουν κληροδοτήσει στην ελληνική οικονομία τρία μείζονα προβλήματα:

- **Την υψηλή ανεργία** και ιδιαίτερα τη μακροχρόνια ανεργία που καταστρέφει το ανθρώπινο κεφάλαιο. Σ' αυτό θα πρέπει να προστεθεί και η μετανάστευση μεγάλου αριθμού νέων με υψηλές δεξιότητες, που έχει αρνητικές επιπτώσεις στις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές δυνατότητες.
- **Το μεγάλο όγκο των μη εξυπηρετούμενων δανείων**, που εμποδίζει τις τράπεζες να στηρίξουν δυναμικά την ανάπτυξη με νέες δανειοδοτήσεις και δυσχεραίνει την εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος στο σύνολό του.
- **Την αύξηση του δημόσιου χρέους**, ως ποσοστού του ΑΕΠ, σε μη διατηρήσιμο επίπεδο.

Η αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών θα πρέπει να είναι τώρα άμεση προτεραιότητα

της οικονομικής πολιτικής για να επανέλθει η οικονομία σε διατηρήσιμη τροχιά ανάπτυξης. Συγκεκριμένα:

#### **A. Η ανάπτυξη μόνη απάντηση στο πρόβλημα της ανεργίας**

Την τελευταία επταετία έχουν εφαρμοστεί σημαντικές μεταρρυθμίσεις που αλλάζουν το θεσμικό περιβάλλον και καθιστούν την Ελλάδα πιο ελκυστικό προορισμό ξένων επενδύσεων. Από την άλλη πλευρά όμως, οι μεγάλες περιόδους αβεβαιότητας και οι εκκρεμότητες που παραμένουν δρουν ανασταλικά. Τα εμπόδια αυτά πρέπει να αρθούν.

Για να αλλάξει η ελληνική οικονομία και να προσανατολιστεί σε ένα νέο εξωστρεφές πρότυπο ανάπτυξης που θα δημιουργεί νέες βιώσιμες θέσεις εργασίας, είναι αναγκαία μία σταθερή και συνεπής αναπτυξιακή πολιτική με τα εξής κύρια στοιχεία:

- Άμεση εφαρμογή ενός μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι περισσότερο φιλικό προς την ανάπτυξη. Η αυξημένη έμφαση στη φορολογία μέσω υψηλών φορολογικών συντελεστών πρέπει να μετριαστεί υπέρ πολιτικών οι οποίες επικεντρώνονται στη συγκράτηση και αναδιάρθρωση των μη παραγωγικών δαπανών και στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων και των εισφορών.
- Επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων που έχουν ήδη αποφασιστεί και καθυστερούν, καθώς και επέκταση των ιδιωτικοποιήσεων με χρήση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα.
- Ταχεία αξιοποίηση της μεγάλης αργούσας περιουσίας του Δημοσίου, ιδιαίτερα της ακίνητης, μέσω της κατάλληλης νομοθεσίας για τις χρήσεις γης. Υπενθυμίζεται ότι η μείωση του δημόσιου χρέους επιτυγχάνεται με χαμηλότερο οικονομικό και κοινωνικό κόστος μέσω κάθε είδους ιδιωτικοποιήσεων και αξιοποίησης της ακίνητης δημόσιας περιουσίας παρά με αύξηση της φορολογίας και μείωση των κοινωνικών παροχών.
- Δραστικός περιορισμός των μεγάλων καθυ-

στερήσεων στην απονομή της δικαιοσύνης και των γραφειοκρατικών δυσκαμψιών στη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης. Σημειώνεται ότι η βραδύτητα της δικαιοσύνης και οι γραφειοκρατικές εμπλοκές συνιστούν σήμερα από τα μεγαλύτερα προσκόμματα για την προσέλκυση ξένων επενδύσεων.

- Μεταρρυθμίσεις στις αγορές ενέργειας, προϊόντων και υπηρεσιών, και άνοιγμα των επαγγελματιών που παραμένουν κλειστά, με άμεσο στόχο τη βελτίωση της παραγωγικότητας.
- Ειδικότερα για την απασχόληση, απαιτούνται πολιτικές και μεταρρυθμίσεις που θα διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και θα ενθαρρύνουν τη νέα επιχειρηματικότητα. Αυτό θα συμβάλει στην αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των εργαζομένων με υψηλές δεξιότητες και θα διευκολύνει την παλιννόστηση επιστημόνων, ερευνητών και στελεχών που σήμερα δραστηριοποιούνται εκτός Ελλάδος. Προς το σκοπό αυτό, απαιτείται η ενθάρρυνση και παροχή κινήτρων για συνεργασία του ιδιωτικού τομέα με πανεπιστήμια και ερευνητικά ιδρύματα ώστε να προωθηθεί η καινοτομία, προϋπόθεση για τη μετάβαση στην οικονομία της γνώσης.

#### **B. Αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων**

Ο μεγάλος όγκος των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι η σοβαρότερη πρόκληση που αντιμετωπίζει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η ελληνική οικονομία. Το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων: α) μειώνει την κερδοφορία των τραπεζών και συνεπώς περιορίζει την παροχή πιστώσεων και β) καθυστερεί την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων και ως εκ τούτου υπονομεύει την ικανότητα των βιώσιμων επιχειρήσεων να χρηματοδοτούν νέα επενδυτικά σχέδια.

Η Τράπεζα της Ελλάδος και η Πολιτεία έχουν λάβει σειρά μέτρων για την αντιμετώπιση των παραγόντων που χρόνια τώρα εμποδίζουν τις προσπάθειες των τραπεζών να επιλύσουν το πρόβλημα. Συγκεκριμένα, στη διάρκεια των τελευταίων δύο χρόνων: 1) τροποποιήθηκε ο

Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας, κυρίως αναφορικά με την ιεράρχηση των πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης, 2) συμφωνήθηκαν με τις τράπεζες οι επιχειρησιακοί στόχοι και οι βασικοί δείκτες απόδοσης με στόχο τη μείωση των συνολικών μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων κατά 38% (ή περίπου 40 δισεκ. ευρώ) μέχρι το τέλος του 2019, 3) βελτιώθηκε το κανονιστικό πλαίσιο που σχετίζεται με το νόμο για τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά, 4) αναθεωρήθηκε ο Πτωχευτικός Κώδικας, επιτρέποντας την αναδιάρθρωση υπερχρεωμένων επιχειρήσεων με πρωτοβουλία των πιστωτών σε περίπτωση μη συνεργάσιμου οφειλέτη-κύριου μετόχου, 5) ενθαρρύνθηκε η ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς μη εξυπηρετούμενων δανείων και 6) τροποποιήθηκε η φορολογική μεταχείριση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και των διαγραφών δανείων.

Προσφάτως, ολοκληρώθηκε η αναμόρφωση του νομοθετικού πλαισίου, εξέλιξη που αναμένεται να διευκολύνει τη δραστική υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μέχρι το τέλος του 2019. Συγκεκριμένα, νομοθετήθηκε η εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών, προκειμένου να διευκολυνθεί ο συντονισμός μεταξύ τραπεζών και άλλων πιστωτών, συμπεριλαμβανομένων του Δημοσίου και των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης. Θεσπίστηκε η νομική προστασία των στελεχών των τραπεζών και δημόσιων φορέων που ενεργούν με καλή πίστη κατά τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, και παράλληλα η εφαρμογή ηλεκτρονικής πλατφόρμας πλειστηριασμών.

Ειδικότερα, η ενεργοποίηση του μηχανισμού για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών εκτιμάται ότι θα έχει καθοριστικό ρόλο, καθώς συγκεντρώνει ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως π.χ. η καθολική αντιμετώπιση των οφειλών στην κατεύθυνση της εξεύρεσης μιας συνολικής λύσης, η οικειοθελής προσέλευση της υπερχρεωμένης επιχείρησης, το συνεκτικό χρονοδιάγραμμα επίλυσης του προβλήματος, η ηλεκτρονική πλατφόρμα διαχείρισης κ.λπ. Τα πλεονεκτήματα αυτά θα συμβάλουν στην ταχεία, αποτελεσματική και διαφανή συνολική ρύθμιση των

χρεών επιχειρήσεων προς ιδιώτες και φορείς του Δημοσίου (π.χ. εφορία, ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.), ενώ οι προϋποθέσεις που προβλέπονται από πλευράς πληροφόρησης και στοιχείων, για τη συμμετοχή στο μηχανισμό, κάνουν δύσκολη την αξιοποίησή του από στρατηγικούς κακοπληρωτές.

Παράλληλα, θετικά εκτιμάται ότι θα συμβάλει και η ανάπτυξη εφαρμογής για τη διενέργεια ηλεκτρονικών πλειστηριασμών ακινήτων, σε συνδυασμό με την τροποποίηση του θεσμικού πλαισίου αναφορικά με τις εταιρίες διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων με γνώμονα τη διευκόλυνση της εισόδου περισσότερων εταιριών στην αγορά. Υπενθυμίζεται ότι μέχρι στιγμής έχουν λάβει άδεια λειτουργίας τέσσερις εταιρίες.

Στο αμέσως προσεχές διάστημα πρέπει οι τράπεζες από την πλευρά τους να εντείνουν τις προσπάθειές τους για την επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες οφείλουν να εντοπίσουν τις επιχειρήσεις με προοπτικές βιωσιμότητας και να ενθαρρύνουν και να στηρίξουν έμπρακτα επενδύσεις σε καινοτόμες δραστηριότητες και στρατηγικούς κλάδους της οικονομίας, ιδίως με εξαγωγικό προσανατολισμό, αξιοποιώντας τα στρατηγικά πλεονεκτήματα της χώρας. Για τις περιπτώσεις αυτές, οι τράπεζες θα πρέπει να εφαρμόσουν μακροπρόθεσμες λύσεις, επιβραβεύοντας έτσι την υπεύθυνη επιχειρηματικότητα. Ταυτόχρονα όμως πρέπει να γίνουν αυστηρές με τους στρατηγικούς κακοπληρωτές, καθώς και να προωθήσουν οριστικές λύσεις για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις οι οποίες διατηρούνται τεχνητά στη ζωή.

Συνολικά οι ανωτέρω παρεμβάσεις αναμένεται να βελτιώσουν την ποιότητα του ενεργητικού και τις συνθήκες κερδοφορίας και ρευστότητας των τραπεζών. Επωφελούμενες από τις συνθήκες αυτές, οι τράπεζες θα είναι περισσότερο σε θέση να μειώσουν το κόστος του πιστωτικού κινδύνου και τα περιθώρια επιτοκίων. Αυτό θα βελτιώσει σημαντικά την ανταγωνιστικότητα των μη χρηματοπιστωτι-

κών επιχειρήσεων και θα διευκολύνει επίσης τη μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους των νοικοκυριών. Η μείωση του κόστους δανεισμού, η απελευθέρωση χρηματοδοτικών πόρων και η βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος θα επηρεάσουν θετικά τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, τις επενδύσεις, την απασχόληση και την ανάπτυξη.

### Γ. Ελάφρυνση του χρέους

Στο Eurogroup της 15ης Ιουνίου αναγνωρίστηκε ότι η Ελλάδα έχει ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της συμφωνίας και δόθηκε μια πιο σαφής κατεύθυνση για την αναδιάρθρωση του χρέους μετά το τέλος του προγράμματος (μετάθεση τοκοχρεολυσίων από 0 έως 15 χρόνια).

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει κατ' επανάληψη τονίσει ότι τα μέτρα αυτά, με βάση τις σημερινές εκτιμήσεις και προβλέψεις, είναι αναγκαία για να καταστεί το χρέος διαχειρίσιμο. Έχει επίσης διατυπώσει συγκεκριμένες προτάσεις για μια ήπια αναδιάρθρωση του χρέους με βάση την ακόλουθη λογική που προκύπτει από τη μελέτη βιωσιμότητας: Όταν το χρέος υπερβαίνει το 100% του ΑΕΠ, μέτρα που μεταθέτουν τη δαπάνη πληρωμής τόκων στο μέλλον βελτιώνουν ταχύτερα τη σχέση χρέους/ΑΕΠ από ό,τι η αύξηση των πρωτογενών πλεονασμάτων. Με αυτή τη λογική, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει προτείνει την κεφαλαιοποίηση των πληρωμών τόκων προς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) για την περίοδο 2022-2041 και τη σταδιακή αποπληρωμή τους εντόκως σε ορίζοντα εικοσαετίας (αυτό ισοδυναμεί με μετάθεση των τόκων μεσοσταθμικά κατά 8,5 χρόνια), χωρίς επιπρόσθετο κόστος για τους δανειστές. Οι υπολογισμοί δείχνουν ότι αυτό είναι κατ' αρχάς ικανή συνθήκη για να επιτευχθεί οριακή βιωσιμότητα του χρέους, ακόμη και αν τα πρωτογενή πλεονάσματα της γενικής κυβέρνησης διατηρηθούν στο 3,5% του ΑΕΠ μόνο μέχρι το 2020 και μειωθούν στο 2% του ΑΕΠ από το 2021 και μετά.

Επομένως, οι κατευθύνσεις που δόθηκαν στο Eurogroup της 15ης Ιουνίου για μετάθεση των

πληρωμών τόκων και των χρεολυσίων κατά 0 έως 15 χρόνια θα μπορούσαν να οδηγήσουν στη βιωσιμότητα του χρέους εφόσον τελικά υιοθετηθεί όριο μετάθεσης πάνω από 8,5 χρόνια.

Τα όποια μέτρα για την αναδιάρθρωση του χρέους θα εφαρμοστούν, όπως έχει συμφωνηθεί, μετά το τέλος του προγράμματος. Είναι ωστόσο αναγκαίο να περιγραφούν σήμερα με τη μεγαλύτερη δυνατή σαφήνεια για να βελτιωθεί το κλίμα που θα διευκολύνει την έξοδο στις αγορές το καλοκαίρι του 2018, ή και νωρίτερα. Είναι ευθύνη των εταίρων να συμβάλουν πιο αποφασιστικά στο ζήτημα του χρέους για να διευκολυνθεί η έξοδος της χώρας στις αγορές με βιώσιμους όρους. Για να επιτευχθεί αυτό, οι αγορές πρέπει να γνωρίζουν εγκαίρως ότι θα ληφθούν μέτρα που θα καταστήσουν το χρέος βιώσιμο. Η παράταση της εκκρεμότητας εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους και προοιωνίζεται την ανάγκη νέας χρηματοδοτικής συνδρομής μετά το 2018, κάτι που απεύχονται τόσο η Ελλάδα όσο και οι εταίροι.

\*\*\*

Τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν τα τελευταία επτά χρόνια αντιμετώπισαν με επιτυχία χρόνιες υστερήσεις και στρεβλώσεις της ελληνικής οικονομίας. Η διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας δημιουργούν ευοίωνες προοπτικές για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας. Ωστόσο, έχοντας διορθώσει τις γενεσιουργές αιτίες της κρίσης, η Ελλάδα καλείται άμεσα να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις ταχείας οικονομικής ανόδου για να αντιμετωπίσει τα βασικά προβλήματα που κληροδότησε η κρίση, δηλαδή το υψηλό ποσοστό ανεργίας, το μεγάλο δημόσιο χρέος και το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Γι' αυτό η οικονομική πολιτική πρέπει πλέον να επικεντρωθεί στην ανάπτυξη και ειδικότερα στη συνεπή και αποφασιστική υλοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων, στη δραστική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων

δανείων και στη μείωση των φορολογικών συντελεστών μέσω της υιοθέτησης μέτρων που θα βελτιώνουν την εισπραξιμότητα των φόρων και των εισφορών, καθώς και με την περαιτέρω μείωση των μη παραγωγικών δαπανών του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Η επιστροφή της οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά θα μειώσει σταδιακά την ανεργία, θα επιτρέψει στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να αποπληρώσουν τα χρέη τους και θα δημιουργήσει τα κεφάλαια για την εξυπηρέτηση και σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Ωστόσο, η ελληνική οικονομία χρειάζεται συνδρομή για να μειώσει το υψηλό δημόσιο χρέος. Συνεπώς, θα πρέπει να συγκεκριμενοποιηθεί η δέσμευση των εταίρων για τη δια-

τύπωση μεσοπρόθεσμων μέτρων που θα διασφαλίζουν τη μεσομακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και τα οποία θα τεθούν σε ισχύ με τη λήξη του τρέχοντος προγράμματος.

Η συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και η συνακόλουθη βελτίωση των όρων χρηματοδότησης θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των αγορών στην ελληνική οικονομία και θα διευκολύνουν τη διατηρήσιμη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

Όλα τα παραπάνω, εφόσον πραγματοποιηθούν εγκαίρως, θα επιταχύνουν την επάνοδο στη χρηματοπιστωτική κανονικότητα και θα σηματοδοτήσουν την έξοδο από την κρίση.





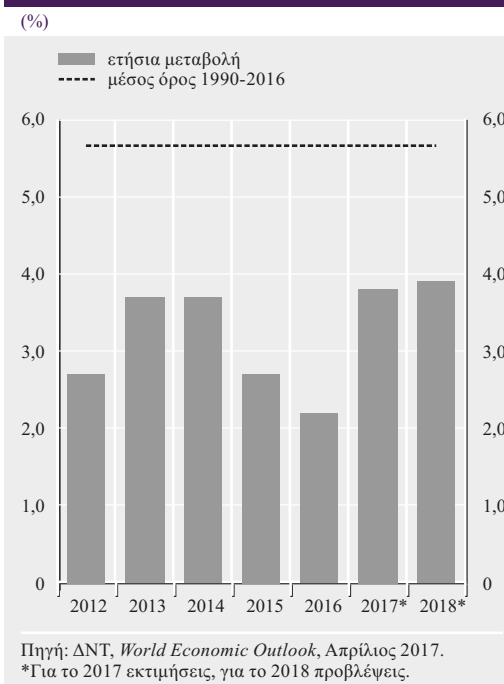
## II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ αναμένεται να επιταχυνθεί σε 3,5% το 2017, από 3,1% το προηγούμενο έτος, παράλληλα με την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου, ο οποίος εκτιμάται ότι το τρέχον έτος και το 2018 θα είναι αισθητά υψηλότερος από τον ιδιαίτερα χαμηλό ρυθμό του 2016 (βλ. Διάγραμμα II.1). Η γεωγραφική βάση της παγκόσμιας ανάπτυξης αναμένεται να διευρυνθεί, καθώς ορισμένες μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Βραζιλία και η Ρωσία, αναμένεται να εξέλθουν από την ύφεση το τρέχον έτος, ενώ τόσο οι προηγμένες όσο και οι αναδυόμενες οικονομίες προβλέπεται να καταγράψουν επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Θετικές διαγράφονται επίσης οι εξελίξεις και προοπτικές των χωρών της ΝΑ Ευρώπης για το 2017. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες προβλέπεται να αυξηθεί αισθητά το 2017, κυρίως λόγω της αύξησης της τιμής των καυσίμων.

Η οικονομική δραστηριότητα στη **ζώνη του ευρώ** επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα στην αυξημένη αβεβαιότητα από οικονομικούς και γεωπολιτικούς κινδύνους: ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε ελαφρά το α' τρίμηνο του 2017 και αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,8% περίπου το τρέχον έτος και το 2018, με κινητήρια δύναμη την εγχώρια ζήτηση – κυρίως την ιδιωτική κατανάλωση και δευτερευόντως τις επενδύσεις – ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών θα παύσει να είναι αρνητική. Ο αρκετά υψηλός ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, ο οποίος υπήρξε το κύριο χαρακτηριστικό της ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία χρόνια (βλ. Ειδικό θέμα II.1), προβλέπεται να διατηρηθεί, αν και ελαφρά χαμηλότερος, το τρέχον έτος και το 2018. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε τους πρώτους μήνες του 2017, ενισχύοντας την εκτίμηση ότι ο κίνδυνος αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ έχει πλέον εκλείψει.

Οι θετικές προοπτικές για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από σημαντικούς οικονομικούς και γεωπολιτικούς κινδύνους, παρότι ορισμένοι εξ αυτών έχουν υποχωρήσει το τελευταίο διάστημα: τα αποτελέσματα πρόσφατων εκλογών σε κράτη-μέλη της ΕΕ απέτρεψαν τον κίνδυνο αποστα-

Διάγραμμα II.1 Παγκόσμιο εμπόριο: ρυθμός μεταβολής όγκου αγαθών και υπηρεσιών



θεροποίησης των ευρωπαϊκών θεσμών και της οικονομίας, ενώ υπάρχουν επίσης ενδείξεις αποκλιμάκωσης του κινδύνου εμπορικού προστατευτισμού, οι οποίες μένει να επιβεβαιωθούν. Ωστόσο, το πολύ υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες σε συνδυασμό με το χαμηλό ρυθμό αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας αποτελούν σημαντικούς μεσοπρόθεσμους κινδύνους, οι οποίοι προσωρινά μόνο επισκιάζονται από την κυκλική ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας.

### I ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ<sup>1</sup>

#### I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα ισχυροποιήθηκε στα τέλη του 2016 και το α'

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 15.6.2017.

τρίμηνο του 2017. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου επιταχύνθηκαν, ενισχύοντας σημαντικά τη βιομηχανική παραγωγή και το διεθνές εμπόριο. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες βελτιώνονται, παρά τις σχετικά αυξημένες αβεβαιότητες που υφίσταντο σε πολιτικό επίπεδο, τουλάχιστον μέχρι και τις προεδρικές εκλογές στη Γαλλία. Το οικονομικό κλίμα έχει βελτιωθεί σημαντικά διεθνώς και οι δείκτες προσδοκιών στη μεταποίηση και οι δείκτες παραγγελιών τους πρώτους μήνες του 2017 αντανακλούν μια γενικευμένη ανάκαμψη. Ωστόσο, παρά την παρατηρούμενη επιτάχυνση του ΑΕΠ, τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ υπολείπεται του ρυθμού που καταγραφόταν προ της κρίσης (μέσος όρος δεκαετίας 1999-2008: 4,2%). Η πτώση του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας των οικονομιών σε σχέση με το ρυθμό προ κρίσης καθώς και η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με το παρελθόν εξακολουθούν να εμποδίζουν την ισχυρότερη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 3,5% το 2017, έναντι προηγούμενης πρόβλεψης 3,4% (Ιανουάριος 2017), από 3,1% το 2016 (βλ. Πίνακα Π.1). Ο ρυθμός ανάπτυξης στις **προηγμένες οικονομίες** εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο 2,0% από 1,7% το 2016, κυρίως λόγω της επιτάχυνσης του ΑΕΠ στις ΗΠΑ και στην Ιαπωνία. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, ο δείκτης PMI της ζώνης του ευρώ ήταν ο υψηλότερος τον Απρίλιο και το Μάιο του 2017, φθάνοντας μάλιστα στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων έξι ετών. Η προβλεπόμενη για το 2017 επιτάχυνση στις ΗΠΑ οφείλεται στην ανάκαμψη των ιδιωτικών επενδύσεων και στη θετική συμβολή των αποθεμάτων, ενώ η προαναγγελθείσα αύξηση των δημόσιων επενδύσεων αναμένεται να πραγματοποιηθεί το 2018. Στο Ηνωμένο Βασίλειο η οικονομία αποδεικνύεται ανθεκτική και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2017 προβλέπεται ότι θα μείνει αμετάβλητος στο 1,8%, καθώς η υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης λόγω μείωσης της αγοραστικής δύναμης του διαθέσιμου εισο-

δήματος εξαιτίας της αύξησης του πληθωρισμού, θα αντισταθμιστεί πλήρως από τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, οι οποίες θα επωφεληθούν από τη μεγάλη πτώση το 2016 της ισοτιμίας της στερελίνας. Σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας προβλέπεται όμως για το 2018.

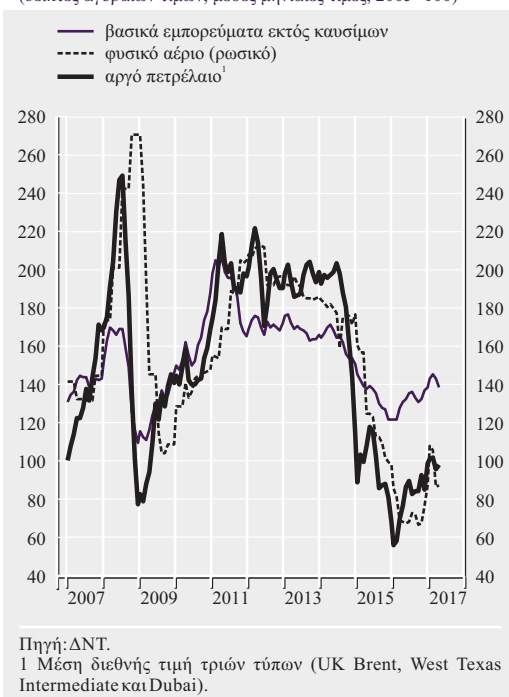
Στις **αναδυόμενες οικονομίες** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο 4,5% από 4,1% το 2016, παρά τη συνεχιζόμενη ομαλή επιβράδυνση στην Κίνα, κυρίως λόγω της εξόδου της Ρωσίας και της Βραζιλίας από την ύφεση, αλλά και της επιτάχυνσης του ΑΕΠ στην Ινδία. Από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, εκείνες της Ασίας εξακολουθούν να έχουν τον υψηλότερο ρυθμό οικονομικής ανόδου, ο οποίος προβλέπεται ότι θα μείνει αμετάβλητος στο 6,4% το 2017 και το 2018.

Το **παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών** ανακάμπτει σε όλες τις οικονομικές περιοχές και ο όγκος του εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,8% το 2017, έναντι 2,2% το προηγούμενο έτος. Αν επιβεβαιωθεί ο ρυθμός αυτός, θα είναι ο υψηλότερος από το 2011, ωστόσο θα εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά του μακροχρόνιου μέσου όρου του (βλ. Διάγραμμα Π.1). Η υποτονικότητα του ρυθμού αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με το παρελθόν, αλλά και σε σχέση με την άνοδο του παγκόσμιου ΑΕΠ, αποδίδεται κυρίως στο χαμηλό ρυθμό ανόδου των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και συνεπώς στην περιορισμένη διεθνή ζήτηση κεφαλαιακών και ενδιάμεσων αγαθών, και στην άσχεση του φαινομένου της διεθνοποίησης των αλυσίδων παραγωγής και αξίας. Το διεθνές εμπόριο ενισχύει το διεθνή ανταγωνισμό, αυξάνει την εξειδίκευση και τις οικονομίες κλίμακας, βελτιώνει την κατανομή των πόρων και επιτρέπει τη διάχυση της τεχνογνωσίας. Συνεπώς, ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου των τελευταίων ετών συντείνει στη χαμηλή άνοδο του προϊόντος και της παραγωγικότητας που παρατηρείται διεθνώς.

Οι **διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων** βρίσκονται σε ανοδική πορεία σχεδόν συνεχώς

## Διάγραμμα Π.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2007-Απρίλιος 2017)

(δείκτες αγοραίων τιμών, μέσες μηνιαίες τιμές, 2005=100)



από τις αρχές του 2016 (βλ. Διάγραμμα Π.2). Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου ανέκαμψαν από τα πολύ χαμηλά τους επίπεδα, κυρίως λόγω της συμφωνίας των κρατών-μελών του ΟΠΕΚ, της Ρωσίας και άλλων 10 κρατών τον περασμένο Νοέμβριο να περιορίσουν την παραγωγή τους προκειμένου να ενισχυθούν οι διεθνείς τιμές. Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου, αφού υποχωρούσαν επί τέσσερα συνεχόμενα έτη, προβλέπεται εφέτος ότι θα αυξηθούν σημαντικά, κατά 28,9% (σε μέσα επίπεδα έτους) στα 55,2 δολάρια το βαρέλι, παρά την προβλεπόμενη περαιτέρω επιβράδυνση της συνολικής παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου. Οι διεθνείς τιμές του φυσικού αερίου, ακολουθώντας εκείνες του αργού πετρελαίου, αυξήθηκαν έντονα προς τα τέλη του 2016, ιδίως στην Ευρώπη όπου ο χειμώνας υπήρξε δριμύτερος, ωστόσο η άφθονη συνολική προσφορά από τις ΗΠΑ και τη Ρωσία ασκεί εκ νέου πτωτικές πιέσεις. Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων, αφού υποχώρησαν κατά 1,9% το 2016,

προβλέπεται εφέτος ότι θα αυξηθούν κατά 8,5%. Η ανάκαμψη των τιμών αυτών, κυρίως των μετάλλων, οφείλεται τόσο στη συνεχιζόμενη έντονη κατασκευαστική δραστηριότητα στην Κίνα όσο και στην αναμενόμενη τόνωση των επενδύσεων σε υποδομές στις ΗΠΑ.

Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες, όπως μετρείται από τον ΔΤΚ, επιταχύνεται, κυρίως ως αποτέλεσμα της αύξησης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, ωστόσο οι πληθωριστικές προσδοκίες παραμένουν χαμηλές σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Το παραγωγικό κενό στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 0,3% του δυνητικού ΑΕΠ το 2017 από 0,8% το προηγούμενο έτος, ενώ οι ΗΠΑ, η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο εκτιμάται ότι το 2017 θα έχουν ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ ίσο ή και υψηλότερο του δυνητικού. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο 2,0% το 2017, από 0,8% το 2016.

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες συνεχίζει να ακολουθεί αποκλίνουσες κατευθύνσεις. Μεταξύ των κεντρικών τραπεζών των προηγμένων οικονομιών, μόνο η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει ξεκινήσει τη διαδικασία ομαλοποίησης της νομισματικής της πολιτικής, καθώς το ποσοστό ανεργίας έχει υποχωρήσει στα προ κρίσης επίπεδα και ο πληθωρισμός ενισχύεται.

Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** αύξησε ακόμη μία φορά (την τέταρτη συνολικά) κατά 25 μ.β. το βασικό επιτόκιο για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια στις 14 Ιουνίου 2017, καθορίζοντας το εύρος-στόχο σε 1,00%-1,25%. Οι προηγούμενες ανάλογες αυξήσεις είχαν πραγματοποιηθεί στις 16 Μαρτίου 2017, στις 15 Δεκεμβρίου 2016 και στις 17 Δεκεμβρίου 2015. Η **ΕΚΤ** αντιθέτως, αντιμετωπίζοντας έναν πολύ χαμηλό ρυθμό ανόδου του πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ μέχρι και τους πρώτους μήνες του 2017, διατήρησε μηδενικό το βασικό της επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Παράλληλα, παρέτεινε το πρόγραμμα αγοράς τίτλων

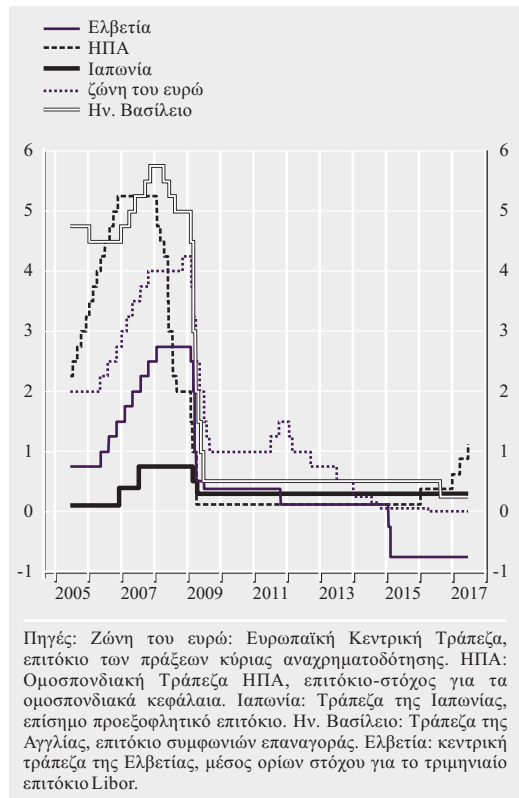
(APP) και μετά το Μάρτιο του 2017, τουλάχιστον μέχρι το Δεκέμβριο του 2017, με μείωση όμως του μηνιαίου ορίου αγορών από τα 80 δισεκ. στα 60 δισεκ. ευρώ. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** δεν έχει μεταβάλει τη νομισματική της πολιτική, όπως αυτή καθορίστηκε στις 4 Αυγούστου 2016, όταν προέβη σε μείωση του βασικού της επιτοκίου κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στο 0,25%, ενώ είχε αυξήσει το ανώτατο ύψος των αγορών περιουσιακών στοιχείων κατά 60 δισεκ. στα 435 δισεκ. στερλίνες. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, στην οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, σε μια προσπάθεια αποτροπής των ανατιμητικών πιέσεων επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα II.3).

Η **δημοσιονομική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες προσέφερε ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα το 2016 (περίπου κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας σύμφωνα με το ΔΝΤ), μετά από πέντε έτη κατά τα οποία ακολουθούσε συσταλτική κατεύθυνση. Η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του διαρθρωτικού αποτελέσματος προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υπήρξε ελαφρώς επεκτατική στις ΗΠΑ και τη Γερμανία, ενώ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και την Ιαπωνία υπήρξε ουδέτερη. Για το 2017 εκτιμάται ότι η δημοσιονομική πολιτική θα είναι ακόμη πιο υποστηρικτική προς την οικονομική δραστηριότητα, τόσο στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία όσο και στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, τα δημοσιονομικά ελλείμματα ως ποσοστά του ΑΕΠ θα υποχωρήσουν.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,7% του ΑΕΠ το 2017 από 2,9% το 2016. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 4,0% του ΑΕΠ από 4,4%, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο 108,3% του ΑΕΠ από 107,4% το 2016. Στην

**Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2005 - 15 Ιουνίου 2017)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι επίσης θα διαμορφωθεί στο 4,0% του ΑΕΠ το 2017 από 4,2% το 2016, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα σταθεροποιηθεί στο 239,2% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα παραμείνει στο 3,0% του ΑΕΠ το 2017, ενώ το δημόσιο χρέος θα υποχωρήσει ελαφρώς στο 88,6% του ΑΕΠ.

Οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα το 2017 είναι θετικές, περιβάλλονται ωστόσο από αρκετούς καθοδικούς κινδύνους. Η πολιτική αβεβαιότητα στη ζώνη του ευρώ υποχωρεί μετά τα αποτελέσματα των ολλανδικών και γαλλικών εκλογών. Περισσότερο αρνητικά ενδέχεται να επιδράσουν στις υπάρχουσες προβλέψεις για την παγκόσμια οικονομία η αβεβαιότητα σχετικά με το ύψος των μέτρων δημοσιο-



νομικής τόνωσης που θα επιλέξουν τελικά οι ΗΠΑ (καθώς ενδέχεται να είναι χαμηλότερο των προσδοκιών), ο κίνδυνος περισσότερο προστατευτικής προσέγγισης στις διεθνείς εμπορικές σχέσεις μεγάλων προηγμένων οικονομιών και οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι από τη Μέση Ανατολή και την ανατολική Ασία.

## 1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε με αμείωτη ένταση το α' τρίμηνο του 2017, καθώς ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε ελαφρά σε 0,6% από 0,5% το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους, ενώ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,7% στο σύνολο του έτους και σε ελαφρώς υψηλότερο επίπεδο το 2018.<sup>2</sup> Είναι αξιοσημείωτο ότι ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να είναι θετικός σε όλες τις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ τόσο το τρέχον έτος όσο και το 2018.

Μεταξύ των παραγόντων στους οποίους στηρίχθηκε η ανθεκτικότητα και η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία έτη, ο κυριότερος υπήρξε, και παραμένει, η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, η οποία ενίσχυσε τη ρευστότητα και διευκόλυνε τη χρηματοδότηση της οικονομίας. Σε συνδυασμό δε με την αλλαγή της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία μετά από σειρά ετών αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής έγινε ουδέτερη έως ελαφρώς επεκτατική, βελτίωσε σημαντικά το μίγμα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής. Η ωρίμανση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε πολλές χώρες-μέλη συμπλήρωσε το τρίπτυχο των ενισχυτικών της ανάπτυξης πολιτικών, ενώ θα πρέπει να σημειωθεί και η θετική συμβολή επενδυτικών πρωτοβουλιών σε επίπεδο ΕΕ όπως το Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη. Στους παραπάνω παράγοντες θα πρέπει να προστεθεί η επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η οποία αναμένεται να ενισχύσει τη ζήτηση εξαγωγών.

Η εγχώρια ζήτηση, κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση και κατά δεύτερο λόγο οι επενδύσεις,

προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2017, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών προβλέπεται να είναι ουδέτερη, από αρνητική το προηγούμενο έτος. Ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά το τρέχον έτος, καθώς η άνοδος του πληθωρισμού θα περιορίσει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Οι ιδιωτικές επενδύσεις αναμένεται να σημειώσουν μέτρια αύξηση το 2017 και μεγαλύτερη το επόμενο έτος, παράλληλα με τη βαθμιαία υποχώρηση της αβεβαιότητας, τη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και την άνοδο της διεθνούς ζήτησης.

Η βελτίωση της αγοράς εργασίας αναμένεται να συνεχιστεί το τρέχον έτος και το 2018, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης φαίνεται να σταθεροποιείται γύρω στο 1,7%-1,8% και να αποκαθίσταται σταδιακά η σχέση μεταξύ μεταβολών στο ΑΕΠ και απασχόλησης, η οποία είχε διαταραχθεί κατά την περίοδο της κρίσης (βλ. Ειδικό θέμα Π.1). Ευνοϊκή επίδραση στην απασχόληση εκτιμάται ότι είχαν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των τελευταίων ετών, ιδιαίτερα στην αγορά εργασίας, αλλά και γενικότερα στη λειτουργία της οικονομίας. Οι διαφορές στα ποσοστά ανεργίας των χωρών της ζώνης του ευρώ παραμένουν σημαντικές, αν και βαίνουν μειούμενες, με τη Γερμανία, τη Μάλτα και την Ολλανδία να καταγράφουν τη χαμηλότερη ανεργία, μεταξύ 3,9% και 5,1%, και την Ελλάδα και την Ισπανία την υψηλότερη, 23,2% και 17,8% αντίστοιχα, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία (Απρίλιος 2017). Τη μεγαλύτερη μείωση των ποσοστών ανεργίας, μεταξύ 2,6 και 1,8 ποσοστιαίων μονάδων σε διάστημα ενός έτους μέχρι και τον Απρίλιο, κατέγραψαν η Ισπανία, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, κινήθηκε ανοδικά από τα μέσα του 2016, κυρίως υπό την επίδραση

2 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2017*, Μάιος 2017. Σύμφωνα με τις πρόσφατες (Ιούνιος 2017) μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,9% το τρέχον έτος και σε 1,8% το 2018.

της αύξησης των τιμών του πετρελαίου, και διαμορφώθηκε σε 1,9% τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους, ενώ υποχώρησε εκ νέου σε 1,4% το Μάιο. Σημειώνεται ότι η άνοδος του πληθωρισμού χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής υπήρξε περισσότερο συγκρατημένη. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 1,5%, κατά μέσο όρο, το 2017, έναντι 0,2% το 2016, ενώ ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τις τιμές των τροφίμων εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,1%. Στη σταδιακή αύξηση του πληθωρισμού πλησίον του στόχου “κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα” της ΕΚΤ αναμένεται να συμβάλουν τόσο εγχώριοι παράγοντες, όπως η αύξηση του βαθμού απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών και η σταδιακή αύξηση του μισθολογικού κόστους, όσο και εξωτερικοί, όπως η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην παγκόσμια οικονομία, η οποία βαθμιαία ωθεί ανοδικά το κόστος παραγωγής.

Ο σταθερά ανοδικός ρυθμός **χρηματοδότησης της οικονομίας** στη διάρκεια του 2016 συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, ακολουθώντας βασικά το ρυθμό της σταδιακής οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ. Τον Απρίλιο ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 2,4% (έναντι 1,6% τον Απρίλιο του 2016) και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε 2,4% (έναντι 1,5%), ενώ η έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων για το α' τρίμηνο του έτους δείχνει βελτίωση των συνθηκών προσφοράς και ζήτησης δανείων. Αύξηση σημείωσε επίσης τους πρώτους μήνες του 2017 η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης ομολόγων, εξέλιξη που συνδέεται και με την πολιτική αγοράς εταιρικών ομολόγων από την ΕΚΤ. Οι συνθήκες χρηματοδότησης, τόσο μέσω του τραπεζικού δανεισμού όσο και μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, αναμένεται να παραμείνουν ευνοϊκές το τρέχον έτος, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

**Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας**

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> (%)	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
			<b>Παγκόσμιο σύνολο</b>	<b>192</b>	<b>100,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>									
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	39	41,9	1,7	2,0	2,0	0,8	2,0	1,9	-2,9	-2,7	-2,7				0,8	0,7	0,4
ΗΠΑ		15,5	1,6	2,3	2,5	1,3	2,7	2,4	-4,4	-4,0	-4,5	107,4	108,3	108,9	-2,6	-2,7	-3,3
Ιαπωνία		4,4	1,0	1,2	0,6	-0,1	1,0	0,6	-4,2	-4,0	-3,3	239,2	239,2	239,4	3,9	4,2	4,3
Ην. Βασίλειο		2,3	1,8	1,8	1,3	0,7	2,6	2,6	-3,0	-3,0	-2,3	89,3	88,6	87,9	-4,4	-3,9	-3,2
Ζώνη ευρώ	19	11,8	1,8	1,7	1,8	0,2	1,6	1,3	-1,5	-1,4	-1,3	91,3	90,3	89,0	3,4	3,0	2,9
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	153	58,1	4,1	4,5	4,8	4,4	4,7	4,4	-4,8	-4,4	-3,9				-0,3	-0,3	-0,3
Κίνα		17,8	6,7	6,6	6,2	2,0	2,4	2,3	-3,7	-3,7	-3,4	46,2	49,3	52,0	1,8	1,3	1,2
Ρωσία		3,2	-0,2	1,4	1,4	7,0	4,5	4,2	-3,7	-2,6	-1,9	17,0	17,1	17,3	1,7	3,3	3,5

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2017, *Fiscal Monitor*, Απρίλιος 2017 και για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2017*, Μάιος 2017.

Σημειώσεις: Για το 2017 εκτιμήσεις και για το 2018 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2016, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

2 ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις. Μέσα επίπεδα έτους.

3 Της γενικής κυβέρνησης.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο χαρακτηρίζονται από την πτωτική πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους ως ποσοστών του ΑΕΠ τα τελευταία έτη. Αυτή η υποχώρηση προβλέπεται να συνεχιστεί το 2017. Συγκεκριμένα, το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί σε 1,4% του ΑΕΠ το 2017 από 3,0% το 2013, ενώ το δημόσιο χρέος μειώνεται σταθερά από το 2014, όταν είχε ανέλθει σε 94,4% του ΑΕΠ, και εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σε 90,3% το 2017. Στην αποκλιμάκωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων συνέβαλε σημαντικά και η μείωση της δαπάνης για τόκους επί του δημόσιου χρέους, η οποία προβλέπεται να υποχωρήσει σε 2,1% του ΑΕΠ το τρέχον έτος από 2,8% το 2013, ως αποτέλεσμα κυρίως της εδραίωσης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ και της πώσης των επιτοκίων. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι ελαφρώς επεκτατική το 2017 και το 2018, καθώς το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να σημειώσει μικρή μείωση, εξέλιξη η οποία αντανακλά αυξημένες δαπάνες για την αντιμετώπιση της μεταναστευτικής κρίσης, φορολογικά μέτρα σε ορισμένες χώρες για την ενίσχυση της απασχόλησης, καθώς και δαπάνες για βελτίωση των υποδομών.

### 1.3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

#### Εξελίξεις στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδος

Στις 4 Απριλίου 2017 η Ευρωομάδα (Eurogroup) συμφώνησε τα βασικά στοιχεία της δέσμης μέτρων πολιτικής που είναι αναγκαία για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, συμφωνήθηκε δέσμη μέτρων ύψους 2% του ΑΕΠ, εκ του οποίου το 1% του ΑΕΠ το 2019 αφορά κυρίως μείωση των συντάξεων και το υπόλοιπο 1% του ΑΕΠ το 2020 αφορά κυρίως αύξηση του φόρου

εισοδήματος φυσικών προσώπων με μείωση του αφορολόγητου εισοδήματος. Επίσης, συμφωνήθηκε ότι, εάν η οικονομία βελτιωθεί και η πορεία των δημόσιων οικονομικών είναι καλύτερη από την αναμενόμενη, τότε η ελληνική κυβέρνηση μπορεί να νομοθετήσει επεκτατικά μέτρα, χρησιμοποιώντας το δημοσιονομικό χώρο που θα έχει δημιουργηθεί από τη λήψη των πρόσθετων μέτρων.

Στις 15 Ιουνίου η Ευρωομάδα κατέληξε σε συμφωνία για τη δεύτερη αξιολόγηση του προγράμματος, ανοίγοντας το δρόμο για την εκπαμείωση της επόμενης δόσης ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ από το Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM). Παράλληλα, επαναβεβαίωσε την προσέγγισή της για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους της Ελλάδος που συμφωνήθηκε το Μάιο του 2016, παρέχοντας περαιτέρω λεπτομέρειες σχετικά με τα μεσοπρόθεσμα μέτρα για την ελάφρυνση του χρέους που θα μπορούσαν να προκύψουν για την Ελλάδα. Τα μέτρα αυτά θα εφαρμοστούν μετά την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος το 2018 και εφόσον μια νέα ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους επιβεβαιώσει την αναγκαιότητά τους. Η Ευρωομάδα εξέφρασε την ικανοποίησή της για τη δέσμευση της Ελλάδος να διατηρήσει ένα πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ έως το 2022 και στη συνέχεια να ακολουθήσει μια δημοσιονομική πορεία που θα είναι συνεπής με το ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο. Σύμφωνα με ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η συμμόρφωση αυτή θα επιτευχθεί με ένα πρωτογενές πλεόνασμα ίσο ή μεγαλύτερο αλλά πλησίον του 2,0% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2023-2060. Επιπλέον, συμφωνήθηκε ένας μηχανισμός σύνδεσης του ρυθμού αποπληρωμής του δημόσιου χρέους με την ανάπτυξη, του οποίου οι λεπτομέρειες θα εξειδικευθούν, ως μέρος των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, μετά την επιτυχή εφαρμογή του προγράμματος.<sup>3</sup> Σε αυτό το πλαίσιο των αποφάσεων της Ευρωομάδας, η διοίκηση του ΔΝΤ σύντομα θα συστήσει στο εκτελεστικό συμβούλιο του ΔΝΤ να εγκρίνει

<sup>3</sup> Για το πλήρες κείμενο της ανακοίνωσης για την Ελλάδα, βλ. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/06/15-eurogroup-statement-greece/>.

κατ' αρχήν μια νέα ρύθμιση (Stand-by Arrangement) για την Ελλάδα διάρκειας 14 μηνών, με εκταμίευση όταν οριστικοποιηθούν τα μέτρα για τη βιωσιμότητα του χρέους.

### Στήριξη των επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ

Στις 4 Απριλίου η Ευρωομάδα συμφώνησε σε κοινές αρχές για την τόνωση των επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες παραμένουν σε χαμηλότερο επίπεδο συγκριτικά με αυτό που επικρατούσε πριν την κρίση. Οι τρεις αρχές προβλέπουν: (α) την προώθηση των ιδιωτικών επενδύσεων, (β) την προτεραιοποίηση δημόσιων επενδύσεων που ενισχύουν την παραγωγικότητα και (γ) τη διεύρυνση των πηγών χρηματοδότησης των επενδύσεων από την αγορά.<sup>4</sup>

### Εξελίξεις μετά την ενεργοποίηση του άρθρου 50 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση για την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ

Στις 29 Μαρτίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έλαβε τη γνωστοποίηση της πρόθεσης του Ηνωμένου Βασιλείου να αποχωρήσει από την ΕΕ, το οποίο σήμανε την έναρξη των διαπραγματεύσεων με καταληκτική ημερομηνία τις 29 Μαρτίου 2019. Σε ειδική σύνοδο στις 29 Απριλίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου) ενέκρινε τις κατευθυντήριες γραμμές ή αλλιώς τις γενικές θέσεις ή αρχές διαπραγμάτευσης.<sup>5</sup>

Μεταξύ αυτών, προβλέπεται η σταδιακή προσέγγιση, ώστε η αποχώρηση να γίνει κατ' εύτακτο τρόπο και να περιοριστούν, κατά το δυνατόν, στο ελάχιστο οι διαταράξεις. Προκειμένου να διατηρηθεί η ακεραιότητα της ενιαίας αγοράς, αποκλείεται συμμετοχή σε αυτήν ανά τομέα ή "επιλογή κατά το δοκούν". Παρότι η συμφωνία για τη μελλοντική σχέση μεταξύ της ΕΕ και του Ηνωμένου Βασιλείου μπορεί να διατυπωθεί οριστικά και να συναφθεί μόνον αφότου το Ηνωμένο Βασίλειο καταστεί τρίτη χώρα, προπαρασκευαστικές συζητήσεις θα λάβουν χώρα σε ένα δεύτερο στάδιο των διαπραγματεύσεων. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο είναι πρόθυμο να δρομολο-

γήσει εργασίες για μια συμφωνία για το εμπόριο, που όμως θα συναφθεί όταν το Ηνωμένο Βασίλειο δεν θα είναι πλέον κράτος-μέλος και δεν θα ισοδυναμεί με συμμετοχή στην ενιαία αγορά ή τμήματά της.

Στις 22 Μαΐου το Συμβούλιο σε σύνθεση ΕΕ-27 αποφάσισε την επίσημη έναρξη των διαπραγματεύσεων με το Ηνωμένο Βασίλειο, ορίζοντας την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως διαπραγματευτή από την πλευρά της ΕΕ.

## 2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ<sup>6</sup>

**Το 2016 οι επιδόσεις των οικονομιών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης υπήρξαν ικανοποιητικές και οι προοπτικές για το 2017-2018 παραμένουν θετικές.** Ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 3,1%, ελαφρά χαμηλότερος σε σύγκριση με το 2015, λόγω κυρίως της σημαντικής υποχώρησης του ρυθμού ανάπτυξης στην Τουρκία. Σε ορισμένες χώρες εξ αυτών, οι ρυθμοί ανάπτυξης παρουσίασαν σημαντική βελτίωση όπως στη Σερβία, στην οποία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ανήλθε σε 2,8% το 2016, μετά από μια αναιμική ανάκαμψη, 0,8%, το προηγούμενο έτος (βλ. Πίνακα Π.2). Η ιδιωτική κατανάλωση και κατά δεύτερο λόγο η επενδυτική δαπάνη και οι εξαγωγές αποτέλεσαν τους κοινούς παράγοντες οι οποίοι συνέβαλαν στην ανάπτυξη των χωρών της περιοχής, αν και η συμβολή τους διαφέρει από χώρα σε χώρα. **Η ανάκαμψη των τελευταίων χρόνων στα δυτικά Βαλκάνια ενίσχυσε επίσης την απασχόληση στην περιοχή,** με εξαίρεση το Μαυροβούνιο. Στη Σερβία και την ΠΓΔΜ η μείωση του ποσοστού ανεργίας ξεπέρασε τις 2 ποσοστιαίες μονάδες.<sup>7</sup> Όσον αφορά τις προοπτικές

<sup>4</sup> Για εκτενέστερη ανάλυση, βλ. European Commission "Investment in the euro area: common principles", Note for the Eurogroup, 4.4.2017.

<sup>5</sup> Για το πλήρες κείμενο στα ελληνικά, βλ. <http://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2017/04/29-euco-brexite-guidelines/>.

<sup>6</sup> Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

<sup>7</sup> Τα δυτικά Βαλκάνια χαρακτηρίζονται από χαμηλά επίπεδα απασχόλησης και επίμονα υψηλή ανεργία, ιδίως στους νέους. Το ποσοστό ανεργίας στην περιοχή κυμαίνεται από 15,3% στην Αλβανία έως και 25,4% στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη.

**Πίνακας II.2 Βασικοί μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης**

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)				Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)				Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			
	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2017π	2018π
Αλβανία	2,6	3,5	3,7	3,9	1,9	1,3	2,2	2,6	-10,7	-9,6	-10,9	-10,5
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	3,2	2,7	3,2	3,7	-1,0	-1,1	1,1	1,5	-5,5	-5,3π	-5,9	-5,7
Βουλγαρία	3,6	3,4	2,9	2,8	-1,1	-1,3	1,3	1,5	0,4	4,2	2,4	1,8
Μαυροβούνιο	3,4	2,5	3,3	3,5	1,4	0,1	2,6	2,1	-13,3	-18,9	-22,6	-22,5
ΠΓΔΜ	3,8	2,4	2,9	3,2	-0,3	-0,2	0,8	2,3	-2,1	-3,1	-2,2	-1,9
Ρουμανία	3,9	4,8	4,4	3,7	-0,4	-1,1	1,6	2,9	-0,6	-2,4	-2,9	-3,1
Σερβία	0,8	2,8	3,2	3,6	1,4	1,1	3,4	3,5	-4,7	-3,8	-4,3	-4,7
Τουρκία	6,1	2,9	3,0	3,3	7,7	7,8	11,1	8,6	-3,8	-4,1	-4,4	-4,3

Χώρα	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)				Πιστωτική επέκταση (ετήσιες μεταβολές %) <sup>2</sup>		Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Λάνεια σε καθυστέρηση (%)			
	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2015	2016	Φεβρ. 2017	2015	2016	Φεβρ. 2017
Αλβανία	-4,1	-1,8	-2,0	-1,9	0,3	-0,7	15,7	15,7	15,7	18,2	18,3	18,0
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	0,9	0,0	-0,2	-0,2	1,8	2,1	14,9	15,8	-	13,9	12,3	-
Βουλγαρία	-1,6	0,0	-0,4	-0,3	-1,6	1,8	22,2	22,2	22,2	21,1	19,0	19,0
Μαυροβούνιο	-8,4	-3,6	-5,8	-5,1	0,8	1,3	16,0	-	-	13,4	10,3	10,3
ΠΓΔΜ	-3,5	-2,6	-3,2	-3,0	9,1	4,6	15,5	15,2	15,2	10,6	6,5	6,1
Ρουμανία	-0,8	-3,0	-3,6	-3,9	3,0	1,2	17,5	18,3	18,3	13,6	9,5	9,5
Σερβία	-3,7	-1,4	-0,5	0,3	7,0	9,0	21,2	21,8	21,8	22,0	17,0	17,0
Τουρκία	1,3	-0,9	-1,6	-1,4	20,7	16,1	13,0	13,0	14,0	3,1	3,2	3,3

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2017*, Μάιος 2017, *EU Candidate & Potential Candidate Countries' Economic Quarterly (CCEQ)*, Απρίλιος 2017, *Post-Programme Surveillance Report: Romania, Spring 2017*, Μάιος 2017, εθνικές κεντρικές τράπεζες και Bloomberg.

π = πρόβλεψη.

1 Οι προβλέψεις της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης προέρχονται από το ΔΝΤ (Country Report No 16/291).

2 Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αναφέρεται στον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες αναφέρεται στο σύνολο.

στις χώρες των δυτικών Βαλκανίων, ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί ελαφρά σε 3,3% το 2017 και 3,6% το 2018, με κινητήρια δύναμη την εγχώρια ζήτηση, κυρίως την ιδιωτική κατανάλωση και δευτερευόντως τις επενδύσεις.<sup>8</sup>

Το 2016 οι οικονομίες της **Βουλγαρίας** και της **Ρουμανίας** συνέχισαν να καταγράφουν υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, η πρώτη 3,4% και η δεύτερη 4,8%, τον υψηλότερο ρυθμό μετά την κρίση. Ο δυναμισμός της οικονομίας της Ρουμανίας προέρχεται κυρίως από την τόνωση της κατανάλωσης λόγω των

μέτρων δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής<sup>9</sup> σε συνδυασμό με την εντατική απορρόφηση των ευρωπαϊκών επενδυτικών κονδυλίων. Η οικονομία της Βουλγαρίας και δη ο εξαγωγικός της τομέας επωφελήθηκε από την αυξημένη ζήτηση αγαθών εκ μέρους χωρών της ευρωζώνης, που είναι και οι βασικοί εμπορικοί της εταίροι, καθώς και από την

8 Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκτός της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης όπου προέρχονται από το ΔΝΤ.

9 Αύξηση των μισθών (δημοσίων υπάλληλων) και μείωση των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ), σε συνδυασμό με χαμηλά επιτόκια δανεισμού. Το παρεμβατικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας της Ρουμανίας έχει από το 2015 διαμορφωθεί σε επίπεδο κάτω του 2%.



αύξηση των εσόδων της από τον τουρισμό λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων στην περιοχή που επηρέασαν αρνητικά την ελκυστικότητα γειτονικών τουριστικών προορισμών (Τουρκία, Αίγυπτος κ.λπ.). Από το 2017, η ανάπτυξη στη Βουλγαρία θα στηριχθεί κυρίως στην εγχώρια ζήτηση, βασικά την ιδιωτική κατανάλωση, και λιγότερο στις εξαγωγές. Οι ρυθμοί ανάπτυξης τη διετία 2017-2018 και στις δύο χώρες προβλέπονται αρκετά υψηλοί, αν και επιβραδυνόμενοι.

Στην **Τουρκία**, μετά τις εξαιρετικές επιδόσεις των τελευταίων πέντε ετών, με αποκορύφωμα την αύξηση του ΑΕΠ κατά 8,5% το 2013 και 6,1% το 2015, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης το 2016 υποχώρησε στο 2,9%. Ενώ αρχικά οι επιπτώσεις της πολιτικοοικονομικής κρίσης επικεντρώθηκαν στον τουριστικό τομέα και τις επενδύσεις, σταδιακά εξαπλώθηκαν στο σύνολο της οικονομίας αποκτώντας συστημικό χαρακτήρα. Υπό την επίδραση των προσπαθειών που καταβάλλουν οι αρχές της χώρας με δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα “εκτάκτου ανάγκης”,<sup>10</sup> προβλέπεται σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας παράλληλα με τη βαθμιαία αποκατάσταση κλίματος εμπιστοσύνης. Το 2017 το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί οριακά.

Ο **πληθωρισμός** σε όλες τις χώρες της περιοχής (πλην Τουρκίας) συνέχισε το 2016 να κινείται σε πολύ χαμηλά ή και αρνητικά επίπεδα, κυρίως λόγω των χαμηλών διεθνών τιμών των εμπορευμάτων. Οι εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνουν άνοδο του πληθωρισμού το 2017-2018, καθώς ενισχύεται η εγχώρια ζήτηση σε όλες τις χώρες και μειώνεται το εκτιμώμενο παραγωγικό κενό, αν και η διαδικασία εξάλειψής του παρουσιάζεται σχετικά αργή. Στην Τουρκία ο πληθωρισμός συνέχισε να κινείται με ρυθμό 8% και με ανοδική τάση. Παρότι αυτό το μέγεθος πληθωρισμού παρουσιάζει σημαντική απόκλιση από το στόχο της κεντρικής τράπεζας (5%), δεν φαίνεται επί του παρόντος να αποτελεί σημαντικό παράγοντα ανησυχίας για τις νομισματικές αρχές.

Όσον αφορά το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ)** ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι εξελίξεις

στην περιοχή παραμένουν ανομοιογενείς. Το έλλειμμα είναι ιδιαίτερα υψηλό στην Αλβανία (9,6% του ΑΕΠ) και στο Μαυροβούνιο (18,9% του ΑΕΠ) και συνδέεται με τα μεγάλα εμπορικά τους ελλείμματα. Οι προβλέψεις για το 2017-2018 δείχνουν περαιτέρω επιδείνωση, καθώς το εξωτερικό έλλειμμα προβλέπεται να ανέλθει στην Αλβανία στο επίπεδο του 2015 (11% του ΑΕΠ), ενώ στο Μαυροβούνιο πάνω από 22%. Στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη το έλλειμμα φαίνεται να σταθεροποιείται γύρω στο 5,5% του ΑΕΠ, ενώ στην ΠΓΔΜ, μετά από μια προσωρινή άνοδο το 2016, εκτιμάται ότι θα επανέλθει σε επίπεδα γύρω στο 2%. Στη Ρουμανία η ενισχυμένη εγχώρια ζήτηση, κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, οδήγησε σε αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος το 2016 σε 2,4% του ΑΕΠ από 0,6% το 2015. Αντίθετα, στη Βουλγαρία η άνοδος της εξαγωγικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με τη συγκρατημένη εγχώρια δαπάνη, οδήγησε σε σημαντική αύξηση του πλεονάσματος στο 4,2% του ΑΕΠ.<sup>11</sup> Το έλλειμμα του ΙΤΣ στην Τουρκία αυξήθηκε ελαφρά το 2016 σε 4,1%, λόγω της σημαντικής μείωσης των εσόδων από τον τουρισμό, παρά τη θετική επίδραση από τη μείωση των τιμών του πετρελαίου.

Το 2016 αποτέλεσε μια θετική χρονιά για τα **δημόσια οικονομικά** των περισσότερων χωρών στην περιοχή, καθώς η προσπάθεια που καταβάλλουν οι υποψήφιοι προς ένταξη στην ΕΕ χώρες αποδίδει καρπούς. Η Αλβανία, η Σερβία και το Μαυροβούνιο επέτυχαν δραστική μείωση των ελλειμμάτων τους (υποδιπλασιασμό), ενώ η ΠΓΔΜ κατόρθωσε να περιορίσει το έλλειμά της σε επίπεδα κάτω του 3% του ΑΕΠ. Η Βουλγαρία, ελέγχοντας αποτελεσματικά και τις δύο πλευρές του προϋπολογισμού, κατάφερε να μηδενίσει το δημοσιονο-

<sup>10</sup> Αύξηση μισθών στο δημόσιο τομέα και των δαπανών για την ασφάλεια και άμυνα. Συνολικά, η δημόσια δαπάνη διπλασιάστηκε σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Αυξήθηκε κατά 30% ο κατώτατος μισθός. Η κεντρική τράπεζα μείωσε το επιτόκιο μίας ημέρας (overnight) κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες, μειώθηκαν τα όρια υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην κεντρική τράπεζα και χαλάρωσαν οι μακροπροληπτικοί κανόνες, ιδιαίτερα στην καταναλωτική πίστη.

<sup>11</sup> Αυτό το επίπεδο πλεονάσματος του ΙΤΣ της Βουλγαρίας εκτιμάται μη διατηρήσιμο, καθώς αναμένεται να δεχθεί την πίεση των εισαγωγών λόγω της αύξησης της εγχώριας ζήτησης, κυρίως της ιδιωτικής κατανάλωσης.

μικό έλλειμμα. Αντίθετα, η Ρουμανία αύξησε το δημοσιονομικό της έλλειμμα κατά 2,2 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόζει. Η Τουρκία, μετά από μια τριετία πλεονασματικών προϋπολογισμών, το 2016 έκλεισε με μικρό έλλειμμα της τάξεως του 0,9% του ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα των μέτρων πολιτικής που εφαρμόστηκαν στην προσπάθεια να μετριάστούν οι αρνητικές συνέπειες της πολιτικοοικονομικής κρίσης. Τη διετία 2017-2018, οι προϋπολογισμοί όλων των χωρών αναμένεται να κινηθούν στην ίδια κατεύθυνση, όπως και το 2016.

Στις περισσότερες χώρες των δυτικών Βαλκανίων η **τάση ανάκαμψης της πιστωτικής επέκτασης** που ξεκίνησε το 2015 φαίνεται ότι εδραιώθηκε το 2016. Ο υψηλότερος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης, 9%, σημειώθηκε στη Σερβία, ενώ αντίθετα στην Αλβανία διαμορφώθηκε ελαφρώς αρνητικός, -0,7%, λόγω της

υστέρησης των δανείων προς τον επιχειρηματικό τομέα, ο οποίος συνεχίζει να υφίσταται τις αρνητικές συνέπειες του μεγάλου ποσοστού μη εξυπηρετούμενων δανείων (18%). Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης παρέμειναν θετικοί, αν και υπολείπονται των ρυθμών της οικονομικής τους ανάκαμψης.<sup>12</sup> Στην Τουρκία και την ΠΓΔΜ οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, αν και μειούμενοι. Η μείωση αυτή αντανάκλα την επιβράδυνση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και την αυξημένη πολιτικοοικονομική αβεβαιότητα. Σε όρους κεφαλαιακής επάρκειας, τα τραπεζικά συστήματα της περιοχής παραμένουν ισχυρά, με τον αντίστοιχο δείκτη να κινείται μεταξύ 14% (Τουρκία) και 22,2% (Βουλγαρία), αρκετά άνω του ελάχιστου ορίου (12%).

<sup>12</sup> Παρατηρείται δηλ. το φαινόμενο της οικονομικής ανάπτυξης χωρίς (ή με αναμικτή) πιστωτική επέκταση (“creditless growth”).

## Ειδικό θέμα II.1

### Η ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ από το 2013 και μετά συνοδεύεται από σημαντική ανάκαμψη της απασχόλησης. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης υπήρξε έκτοτε συστηματικά υψηλότερος των προβλέψεων, ενώ ήδη βρίσκεται σε θετικά επίπεδα παρόμοια προς εκείνα που επικρατούσαν προ της κρίσης. Στο παρόν Ειδικό θέμα εξετάζονται τα χαρακτηριστικά και οι προσδιοριστικοί παράγοντες των θετικών αυτών εξελίξεων στην απασχόληση στη ζώνη του ευρώ. Οι μεταβολές στην κλαδική σύνθεση της απασχόλησης υπέρ των υπηρεσιών, καθώς και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας φαίνεται να εξηγούν σε σημαντικό βαθμό τις εξελίξεις αυτές.

#### 1. Περιγραφή εξελίξεων στο ΑΕΠ και την απασχόληση

Προ της κρίσης, η απασχόληση και το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ επιδείκνυαν μια σχετικά στενή συσχέτιση. Το 2008 και το 2009 όμως, όταν η παγκόσμια οικονομική κρίση έπληξε και τη ζώνη του ευρώ, καθώς και τα πρώτα χρόνια ανάκαμψης μετά την πρώτη, τη λεγόμενη “μεγάλη” ύφεση, η σχέση της μεταβολής της απασχόλησης (ή του ποσοστού ανεργίας) και της μεταβολής του ΑΕΠ (νόμος του Okun) αποδυναμώθηκε σημαντικά. Πράγματι, παρά τη μεγάλη πτώση του ΑΕΠ την περίοδο 2008-2009, η απασχόληση μειώθηκε αισθητά λιγότερο και παρά την πρώτη ανάκαμψη του ΑΕΠ από το γ' τρίμηνο του 2009 έως το γ' τρίμηνο του 2011, η ανταπόκριση της απασχόλησης ήταν αρχικά αντίστροφη και στη συνέχεια θετική αλλά περιορισμένη. Ωστόσο, από την έναρξη της δεύτερης ύφεσης στη ζώνη του ευρώ το δ' τρίμηνο του 2011, αλλά και μετά το πέρας της το β' τρίμηνο του 2013 έως και σήμερα, φαίνεται ότι υπήρξε “επανασύνδεση” της σχέσης απασχόλησης και προϊόντος.

Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνθηκε στο 1,8% το 2016 από 2,0% το 2015, ενώ υπολείπεται ακόμη του ρυθμού ανόδου προ κρίσης (μέσος όρος 2,4% τη δεκαετία 1998-2007). Αντιθέτως, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ επιταχύνθηκε περαιτέρω στο 1,4% το 2016 από 1,1% το 2015 και 0,6% το 2014, έναντι μέσου όρου 1,3% τη δεκαετία προ της κρίσης, 1998-2007, δηλαδή αποκαταστάθηκε πλήρως (βλ. Διάγραμμα Α).

Παρά την ταχύτερη των προβλέψεων ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης και την αποκλιμάκωση της ανεργίας, το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ παραμένει υψηλό (10,0% το 2016) και ακόμη υπολείπεται έναντι του επιπέδου προ της κρίσης (9% τη δεκαετία 1998-2007), ενώ υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιμέρους χωρών. Η Γαλλία και η Ιταλία λ.χ. έχουν 2,5 φορές υψηλότερο ποσοστό ανεργίας από τη Γερμανία, ενώ η Ελλάδα και η Ισπανία υπερτριπλάσια ανεργία σε σχέση με την Ολλανδία και την Αυστρία.

Σύμφωνα με μελέτη της ΕΚΤ, η ανάκαμψη της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία χρόνια οφείλεται τόσο σε κυκλικούς όσο και σε διαρθρωτικούς παράγοντες. Κυριότερες μη κυκλικές αιτίες της ισχυρής ανοδικής αντίδρασης της απασχόλησης μετά το 2013 φαίνεται ότι ήταν α) η σύνθεση της ανάκαμψης του ΑΕΠ, η οποία κατά 80% επικεντρώθηκε στις υπηρεσίες, και η μεταβολή στη σύνθεση της εργασίας υπέρ μορφών μερικής απασχόλησης και β) οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας (πολιτικές αύξησης της ευελιξίας στην αγορά εργασίας και μείωσης της υπερβολικής εργατικής προστασίας) οι οποίες υλοποιήθηκαν σε ορισμένες χώρες όπως η Ισπανία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα και η Πορτογαλία.<sup>1</sup>

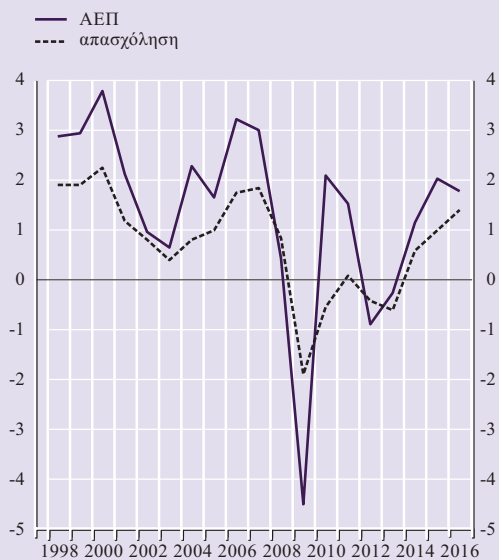
Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η ελαστικότητα μεταβολής της απασχόλησης ως προς τη μεταβολή του ΑΕΠ για το σύνολο της ζώνης του ευρώ όχι μόνο αποκαταστάθηκε κατά την περίοδο της οικονομικής ανάκαμψης, αλλά φαίνεται ότι βαίνει αυξανόμενη και ήδη υπερβαίνει την ελαστικότητα που επικρατούσε προ της κρίσης (0,62 την περίοδο από το β' τρίμηνο του 2013 έως το α' τρίμηνο του 2016, έναντι 0,58 την προ κρίσης περίοδο).<sup>2</sup>

## 2. Σύγκριση απασχόλησης μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ

Οι αγορές εργασίας επλήγησαν σοβαρά από τη μεγάλη ύφεση του 2008-09 τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ. Το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ, από 9% κατά μέσο όρο τη δεκαετία 1998-2007, αυξήθηκε στο 12% το 2013. Στις ΗΠΑ το ποσοστό ανεργίας, από μέσο όρο 4,9% τη δεκαετία 1998-2007, σχεδόν διπλασιάστηκε, φθάνοντας το 9,6% το 2009. Οι ΗΠΑ σταδιακά επέστρε-

**Διάγραμμα Α** ΑΕΠ και απασχόληση στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες % μεταβολές)



Πηγή: AMECO, Μάιος 2017.

<sup>1</sup> ECB, *Economic Bulletin*, Issue 6/2016, Article: "The employment-GDP relationship since the crisis".

<sup>2</sup> Όπ. π., Box 2 "Employment – GDP dynamics in the euro area and the United States since the crisis".

ψαν στα προ κρίσης επίπεδα ανεργίας (4,9%) το 2016, ενώ το επίπεδο απασχόλησης έφθασε στα προ κρίσης επίπεδα το 2014 (διάρκεια προσαρμογής 6,5 έτη). Στη ζώνη του ευρώ, η οποία αντιμετώπισε και δεύτερη ύφεση, το επίπεδο απασχόλησης του 2016 σχεδόν έφθασε το προηγούμενο υψηλό του 2008 (διάρκεια προσαρμογής 8 έτη), ενώ το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι θα υποχωρήσει στα προ κρίσης επίπεδα το 2018.

Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ, σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αναμένεται ότι το 2017 θα υπερβεί εκείνον των ΗΠΑ, για πρώτη φορά μετά την έναρξη της ανάκαμψης (1,2% έναντι 1,1%). Η συγκριτική υστέρηση της ζώνης του ευρώ έναντι των ΗΠΑ στη δημιουργία θέσεων εργασίας κατά τα προηγούμενα έτη ασφαλώς οφείλεται κατ' αρχάς στη διαφορετική εξέλιξη του ΑΕΠ και στη δεύτερη ύφεση που αντιμετώπισε η ευρωζώνη λόγω της κρίσης δημόσιου χρέους. Όμως τα στοιχεία δείχνουν

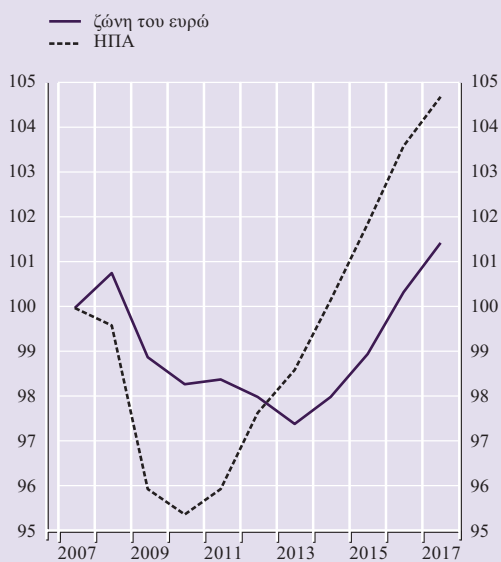
ότι οι ίδιες οι ελαστικότητες μεταβολής της απασχόλησης και του ΑΕΠ διαφέρουν μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ. Μάλιστα, σύμφωνα με υπολογισμούς της ΕΚΤ (βλ. υποσημείωση 1), κατά την περίοδο της πτώσης του ΑΕΠ στη μεγάλη ύφεση του 2008-09 η ελαστικότητα μεταβολής της απασχόλησης ως προς το ΑΕΠ στις ΗΠΑ ήταν σχεδόν τριπλάσια από εκείνη της ζώνης του ευρώ. Η απώλεια θέσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης υπήρξε ηπιότερη στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, αλλά και ο ρυθμός δημιουργίας θέσεων εργασίας τα πρώτα έτη μετά την κρίση επίσης υστερούσε στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Β). Η διαφοροποίηση αυτή εν μέρει οφείλεται στη συγκριτικά μικρότερη ευελιξία που χαρακτηρίζει την αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, παρά τη μεγάλη ετερογένεια που υπάρχει ανάμεσα στις επιμέρους χώρες της, και εν μέρει στη συγκριτικά ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας της εργασίας στις ΗΠΑ.

Ορισμένα θεσμικά χαρακτηριστικά τα οποία επικρατούν σε κάθε οικονομία και τα οποία αφορούν τη διαδικασία διαμόρφωσης των αμοιβών (λ.χ. ο βαθμός συμμετοχής στα σωματεία των εργαζομένων, οι συλλογικές διαπραγματεύσεις που καθορίζουν ενιαία μεταβολή μισθών ανεξαρτήτως της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιμέρους επιχειρήσεων ή κλάδων, η προστασία των εργαζομένων κ.λπ.), αλλά και άλλες επιδιώξεις, όπως οι μισθοί αποτελεσματικότητας για ενίσχυση της παραγωγικότητας (efficiency wages), φαίνεται ότι οδηγούν σε ακαμψίες στην αγορά εργασίας και ενδεχομένως αποτρέπουν τη δυναμικότερη ανάκαμψη της απασχόλησης στην ανοδική φάση του κύκλου, διατηρώντας το ποσοστό της διαρθρωτικής ανεργίας υψηλό. Η ΕΚΤ παρουσιάζει μια συνοπτική επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας σε μακροοικονομικό επίπεδο.<sup>3</sup>

Επιπλέον, η επεξεργασία στοιχείων σε επίπεδο επιχειρήσεων (μικροοικονομικό επίπεδο) προσφέρει πολλά και ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Σύμφωνα με τα πρώτα συμπεράσματα του τρίτου κύματος της

**Διάγραμμα Β Εξέλιξη του επιπέδου απασχόλησης**

(2007=100)



Πηγή: AMECO, Μάιος 2017.

<sup>3</sup> ECB, *Economic Bulletin*, Issue 8/2015, Box 4 “Downward wage rigidity and the role of structural reforms in the euro area”.

δειγματοληπτικής έρευνας του Δικτύου για τη Δυναμική των Μισθών (Wage Dynamics Network – WDN3) που αφορά την περίοδο 2010-2013, επιβεβαιώνεται ότι το θεσμικό πλαίσιο γύρω από τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις κ.λπ. που επικρατούσε στην αρχή της κρίσης συνέβαλε στη μισθολογική ακαμψία στην Ευρώπη και ενδεχομένως ευθύνεται για τη μεγαλύτερη απώλεια θέσεων εργασίας κατά τη διάρκεια των υφέσεων σε ορισμένες χώρες. Ωστόσο, τα συμπεράσματα αυτά υπόκεινται στον περιορισμό της μεγάλης ετερογένειας που παρατηρήθηκε σε κάθε χώρα, τόσο ως προς τη διάρκεια και το βάθος της ύφεσης όσο και ως προς τη διάρθρωση και τις εξελίξεις στην αγορά εργασίας.<sup>4</sup>

### 3. Απασχόληση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις

Η αύξηση της απασχόλησης που παρατηρείται στη ζώνη του ευρώ, ιδιαίτερα η “επανασύνδεση” του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης με αυτόν του ΑΕΠ, όπως αναφέρθηκε, αποδίδεται έως ένα βαθμό στις μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που υιοθετήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Ωστόσο, επειδή το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ, παρόλο που έχει πλέον υποχωρήσει στο 9,5%, δηλ. το χαμηλότερο από το Μάιο του 2009, παραμένει υψηλό σε σύγκριση με άλλες προηγμένες οικονομίες, είναι προφανές ότι η υπάρχουσα ανεργία κατά ένα μέρος είναι διαρθρωτική και όχι κυκλική και συνεπώς απαιτείται η συνέχιση της εφαρμογής μέτρων διαρθρωτικής φύσεως για την περαιτέρω μείωσή της.<sup>5</sup>

Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις μπορούν να δώσουν ώθηση στη μεγέθυνση του εισοδήματος και της απασχόλησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Μελέτη του 2014 είχε καταδείξει ότι το δυνητικό όφελος μιας θεωρητικής διαταραχής από την υιοθέτηση μεταρρυθμίσεων μπορεί να είναι σημαντικό. Η μείωση κατά 50% της απόστασης έναντι των χωρών οι οποίες επιτυγχάνουν τις καλύτερες επιδόσεις σε ζητήματα μεταρρυθμίσεων μπορεί να αποφέρει πρόσθετη σωρευτική αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ κατά 3% εντός 5 ετών και 6% εντός 10 ετών, ενώ το σωρευτικό όφελος για τις χώρες εκείνες που απέχουν περισσότερο από τις “άριστες πρακτικές” ενδέχεται να είναι ακόμη σημαντικότερο, λ.χ. μέχρι 10% για την Ελλάδα και μέχρι 8,5% για την Ιταλία σε βάθος δεκαετίας.<sup>6</sup>

Επιπλέον, πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, εξετάζοντας συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις που περιλαμβάνονται στα εθνικά προγράμματα μεταρρυθμίσεων της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας για την περίοδο 2013-2015, ποσοτικοποίησε τις αναμενόμενες θετικές επιδράσεις για κάθε χώρα. Την περίοδο μέχρι το 2020 η ευνοϊκή επίδραση της υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων αυτών σωρευτικά μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,0% στην Πορτογαλία, κατά 1,25% στην Ιταλία και την Ισπανία, και κατά 0,5% στη Γαλλία. Παράλληλα, λόγω της ώθησης αυτής του ΑΕΠ, τα φορολογικά έσοδα αναμένονται αυξημένα και η σωρευτική βελτίωση του δημοσιονομικού ισοζυγίου την περίοδο αυτή μπορεί να ανέλθει σε 2,2% του ΑΕΠ στην Πορτογαλία, 2,0% στην Ισπανία, 0,4% στην Ιταλία και 0,3% στη Γαλλία.<sup>7</sup>

Σημειώνεται βέβαια ότι η αύξηση της απασχόλησης μπορεί να οδηγήσει βραχυπρόθεσμα σε υποχώρηση της μέσης παραγωγικότητας της εργασίας, ωστόσο συμβάλλει στη μείωση της διαρθρωτικής ανεργίας, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η παραγωγικότητα μακροπρόθεσμα.

Σύμφωνα με την έκθεση *Going for Growth* του ΟΟΣΑ, ο βαθμός ανταπόκρισης των χωρών-μελών του στις συστάσεις για μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων με στόχο την ανά-

4 ECB, *Economic Bulletin*, Issue 1/2017, Box 3 “Wage adjustment and employment in Europe: some results from the WDN Survey”.

5 ECB, Mario Draghi and Vitor Constâncio, Press conference, Frankfurt, 27 April 2017.

6 Varga, J. and J. in 't Veld (2014), “The potential growth impact of structural reforms in the EU: a benchmarking exercise”, *European Economy, Economic Papers*, No 541.

7 European Commission (2016), *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 15, No 1, April.



πτυξη γενικά υποχώρησε την περίοδο 2015-2016 έναντι της περιόδου 2013-2014, ιδίως στον τομέα της παραγωγικότητας της εργασίας, ενώ αυξήθηκε στον τομέα της αξιοποίησης του εργατικού δυναμικού. Συγκεκριμένα, ο βαθμός ανταπόκρισης στις συστάσεις του ΟΟΣΑ υπήρξε μικρότερος σε χώρες οι οποίες είχαν εφαρμόσει εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις την προηγούμενη διετία, όπως το Μεξικό, η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ισπανία. Αντιθέτως, οι μεταρρυθμίσεις που υιοθετήθηκαν υπήρξαν εντονότερες σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο στο Βέλγιο, τη Χιλή, την Ιταλία και τη Σουηδία. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση γενικά, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί, απαιτούνται ακόμη πολλές μεταρρυθμίσεις ώστε να απελευθερωθεί το αναπτυξιακό δυναμικό, όπως λ.χ. η ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς και η βάθυνσή της.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> OECD, *Going for Growth 2017*, March 2017.



### III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

*Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ δυναμώνει ολοένα περισσότερο, με τη συνδρομή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, το παραγωγικό κενό παραμένει ακόμη σε υψηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα ο πυρήνας του πληθωρισμού να μη μπορεί να επιταχυνθεί αλλά να διατηρείται πολύ χαμηλός. Χωρίς επιτάχυνση του πυρήνα του πληθωρισμού, δεν θα καταστεί δυνατόν ο καταγραφόμενος πληθωρισμός (headline inflation) στη ζώνη του ευρώ να ευθυγραμμιστεί με το στόχο του Ευρωσυστήματος για ρυθμό λίγο κάτω του 2%. Κατά συνέπεια, είναι απαραίτητο η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να παραμείνει τόσο διευκολυντική όσο χρειάζεται προκειμένου να ενισχυθεί και άλλο η συνολική ζήτηση και να αυξηθεί περαιτέρω το ποσοστό απασχόλησης του εργατικού δυναμικού στη Νομισματική Ένωση.*

Η ενιαία νομισματική πολιτική υπήρξε αποτελεσματική όσον αφορά τη στήριξη της οικονομικής ανάκαμψης στη Νομισματική Ένωση, δεδομένου μάλιστα ότι η ζώνη του ευρώ επλήγη από πολλές εξωτερικές διαταράξεις, καθώς επίσης και από κάποιες εντάσεις στο τραπεζικό σύστημα. Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ σημειώνει αύξηση συνεχώς κατά τα τέσσερα περίπου τελευταία έτη με ρυθμό ο οποίος πλέον προοδευτικά ενισχύεται, ενώ το ποσοστό ανεργίας έχει υποχωρήσει στα χαμηλότερα επίπεδα από το 2009 και έχει καταγραφεί σημαντική αύξηση της συνολικής απασχόλησης, η οποία επιμερίζεται ευρύτερα μεταξύ των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Ο ρυθμός πληθωρισμού κινήθηκε τα τρία προηγούμενα έτη εν γένει κάτω από το 1% (συντά μάλιστα την περίοδο αυτή ήταν αρνητικός). Από τα τέλη του 2016 ο πληθωρισμός καταγράφει επιτάχυνση, σχεδόν αποκλειστικά λόγω της ανοδικής εξέλιξης των τιμών της ενέργειας και των (μη επεξεργασμένων) ειδών διατροφής. Ωστόσο, η επιτάχυνση αυτή είναι συγκυριακή και δεν πρόκειται να διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, τους τελευταίους μήνες οι κίνδυνοι ανάπτυξης συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ

έχουν μηδενιστεί. Κατ' ακολουθία, οι πληθωριστικές προσδοκίες, όπως τεκμαίρονται από τις συμφωνίες που συνομολογούνται στις χρηματοπιστωτικές αγορές, έχουν ενισχυθεί σημαντικά, αν και δεν είναι ακόμη συνεπείς με σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Πάντως, το βασικό πρόβλημα το οποίο αντιμετωπίζει η ενιαία νομισματική πολιτική είναι ότι ο υποκείμενος ρυθμός πληθωρισμού, ο λεγόμενος “πυρήνας” του πληθωρισμού, παρέμεινε κατά το πλείστον ελαφρώς κάτω του 1% από τα μέσα του 2013 και εξής και δεν παρουσιάζει ακόμη σαφή τάση επιτάχυνσης. Ο υποκείμενος αυτός ρυθμός πληθωρισμού συνδέεται στενότερα από ό,τι ο καταγραφόμενος (headline) πληθωρισμός με εγχώριους παράγοντες, δηλαδή κυρίως με τον ρυθμό με τον οποίο αυξάνονται οι μισθοί και τα ημερομίσθια.

Ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας διατηρήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα εξαιτίας του γεγονότος ότι το παραγωγικό κενό στην οικονομία της ζώνης του ευρώ έχει σημαντική έκταση και το ποσοστό ανεργίας, αν και όπως προαναφέρθηκε έχει μειωθεί, δεν έχει φθάσει ακόμη σε επίπεδα που είναι δυνατόν να θεωρηθούν χαμηλά. Κατά συνέπεια, είναι αναγκαία η συνέχιση της εξαιρετικώς διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος προκειμένου να επιτευχθεί περαιτέρω περιορισμός του παραγωγικού κενού. Μόνο η συρρίκνωση του παραγωγικού κενού είναι ικανή να εξασφαλίσει επιτάχυνση του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού, η οποία με τη σειρά της θα δημιουργήσει το κατάλληλο υπόβαθρο για ενίσχυση του καταγραφόμενου ρυθμού πληθωρισμού με διάρκεια, ώστε να επιτευχθεί ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος για ρυθμό πληθωρισμού λίγο ασθενέστερο του 2%.

Η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ υλοποιήθηκε μέσω σημαντικής βελτίωσης των συνθηκών χρηματοδότησης, κατά κύριο λόγο από το τραπεζικό σύστημα, για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η εξέλιξη των

συνθηκών χρηματοδότησης για αντιπροσωπευτικό δείγμα επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ (δηλ. για την κατηγορία επιχειρήσεων στην οποία αντιστοιχούν τα 2/3 των θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα), καθώς επίσης, ειδικότερα, και η βελτίωση της ευκολίας πρόσβασης στο τραπεζικό σύστημα για τις εν λόγω επιχειρήσεις από τις αρχές του 2016 και εξής περιγράφονται στο Ειδικό θέμα III.1. Εξάλλου, ευνοϊκή επίδραση στην εξαγωγική δραστηριότητα της ζώνης του ευρώ άσκησε και η υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ενιαίου νομίσματος, την οποία ενθάρρυνε η απόκλιση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ.

Τα συγκεκριμένα μέτρα τα οποία έλαβε το Ευρωσύστημα το 2016 και στις αρχές του 2017, προκειμένου η νομισματική πολιτική να διατηρήσει πολύ διευκολυντική κατεύθυνση και εξ αυτού του λόγου οι συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ να εξακολουθήσουν να στηρίζουν την οικονομική ανάκαμψη, είναι τα εξής:

Το Μάρτιο του 2016: (α) μείωση των βασικών επιτοκίων, ώστε το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων να διαμορφωθεί 40 μονάδες βάσης κάτω από το μηδέν, (β) υπαγωγή στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, επιπλέον των άλλων χρεογράφων που είχαν περιληφθεί τα προηγούμενα έτη, ομολογιακών τίτλων τους οποίους έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις, (γ) αύξηση της έκτασης των αγορών στο πλαίσιο του προαναφερθέντος προγράμματος από 60 δισεκ. ευρώ σε 80 δισεκ. ευρώ μηνιαίως, (δ) όσον αφορά τους τίτλους διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών, αύξηση σε 50% του ανώτατου ορίου στο ανά εκδότη και στο ανά έκδοση ποσοστό το οποίο δύναται να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα και (ε) διεξαγωγή δεύτερης σειράς στοχευμένων πράξεων ανοικτής αγοράς από τα τέλη Ιουνίου 2016 και εξής.

Το Δεκέμβριο του 2016: (α) ανακοίνωση ότι θα εξακολουθήσει κατά το 2017 η διεξαγωγή

του προγράμματος αγοράς και η επανεπένδυση σε τίτλους του προϊόντος της εξόφλησης τίτλων που είχαν κηθεί κατά το παρελθόν στο πλαίσιο του προγράμματος, (β) περιορισμός του μεγέθους των μηνιαίων αγορών τίτλων σε 60 δισεκ. ευρώ μετά το Μάρτιο του 2017, (γ) μείωση της ελάχιστης επιτρεπόμενης εναπομένουσας διάρκειας των αποκτώμενων, από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος, χρεογράφων τα οποία έχουν εκδοθεί από οντότητες του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ (κεντρικές κυβερνήσεις κ.ο.κ.) από δύο έτη σε ένα έτος, (δ) στην περίπτωση χρεογράφων του δημόσιου τομέα, άρση της απαγόρευσης αγορών τίτλων με αποδόσεις κάτω από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Το Ευρωσύστημα θα προβαίνει σε αγορές τέτοιων στοιχείων μόνο εφόσον δεν υφίστανται περαιτέρω περιθώρια απόκτησης τίτλων του δημόσιου τομέα ενός κράτους-μέλους, με αποδόσεις που δεν υπολείπονται του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Επιπροσθέτως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε να καθοδηγεί τις αγορές παρέχοντας ενδείξεις για την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (forward guidance). Σε αυτό το πλαίσιο, η πρώτη πιθανή ημερομηνία για την ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων μετατέθηκε τελικά στο Δεκέμβριο του 2017. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο επισημαίνει ότι στην πραγματικότητα αυτή η ημερομηνία είναι απλώς ενδεικτική και το πρόγραμμα αγοράς τίτλων θα εξακολουθήσει να διενεργείται μέχρι το χρόνο κατά τον οποίο ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα ευθυγραμμιστεί με τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος.

Ειδικότερα, είναι δυνατόν να κριθεί ότι το πρόγραμμα αγοράς τίτλων έχει ολοκληρωθεί μόνο εφόσον ο ρυθμός αύξησης του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, σε αντιδιαστολή με το ρυθμό πληθωρισμού σε μεμονωμένα κράτη-μέλη, τεθεί σε πορεία η οποία να οδηγή, μετά την πάροδο εύλογου χρονικού δια-

στήματος, στην επίτευξη ρυθμών λίγο κάτω από το 2%. Η προσέγγιση της σταθερότητας των τιμών δεν θα πρέπει να έχει πρόσκαιρο χαρακτήρα, αλλά αντιθέτως θα πρέπει να είναι σαφές ότι θα αποβεί διατηρήσιμη, θα πρέπει δηλαδή να εκτιμάται ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα σταθεροποιηθεί σε επίπεδα λίγο κάτω του 2%. Τέλος, η επιτάχυνση του πληθωρισμού, η οποία θα οδηγήσει στην προαναφερθείσα σταθεροποίηση, θα πρέπει να είναι αυτοτελής υπό την έννοια ότι θα πρέπει να μην υφίσταται κίνδυνος να αντιστραφεί αν η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής παύσει να είναι τόσο διευκολυντική όσο επί του παρόντος.

Η ελαφρώς ανοδική πορεία του ρυθμού πληθωρισμού η οποία ενσωματώνεται στις πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές του Ευρωσυστήματος (ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού 1,5% το 2017, 1,3% το 2018 και πάλι 1,6% το 2019) δεν κρίνεται ως αυτοδύναμη αλλά θα λάβει χώρα μόνο υπό την προϋπόθεση της διατήρησης πολύ ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ με τη βοήθεια της νομισματικής πολιτικής. Χωρίς στήριξη από την ενιαία νομισματική πολιτική, η προβλεπόμενη επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά πάσα πιθανότητα δεν θα πραγματοποιηθεί, καθώς δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι υφίστανται άλλες πηγές αυτοδύναμων πληθωριστικών πιέσεων. Σημειώνεται επίσης ότι ο δείκτης για τον πυρήνα του πληθωρισμού, για τον οποίο δημοσιεύεται μακροοικονομική προβολή (ετήσιος ρυθμός μεταβολής τιμών εκτός τιμών ενέργειας και ειδών διατροφής), αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά και μόνο κατά την τριετία 2017-2019, κυρίως λόγω της αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας η οποία προβλέπεται.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμιανε μέχρι και τον Απρίλιο του 2017 το ενδεχόμενο τα βασικά επιτόκια να αναπροσαρμόζονταν και άλλο προς τα κάτω, αν αυτό καθίστατο αναγκαίο προκειμένου να προσεγγιστεί η σταθερότητα των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανειλημμένως σημείωσε ότι τα μέσα νομι-

σματικής πολιτικής τα οποία χρησιμοποιεί χαρακτηρίζονται από ευλυγισία, καθώς οι τεχνικές τους παράμετροι είναι δυνατόν να τροποποιηθούν εύκολα και γρήγορα, προκειμένου να επιτευχθεί άμεση μεταβολή στο βαθμό νομισματικής χαλάρωσης. Συγκεκριμένα, εάν οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και συνεπώς για τον πληθωρισμό χειροτερεύσουν ή εάν διαμορφωθούν συνθήκες χρηματοδότησης που δεν υποβοηθούν την επάνοδο στη σταθερότητα των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεσμεύθηκε να αυξήσει εκ νέου το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος, όπως επίσης και να παρατείνει περαιτέρω τη διάρκεια διεξαγωγής του προγράμματος.

## **I ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Το 2016 και στις αρχές του 2017 το Ευρωσύστημα έλαβε μια σειρά μέτρων προκειμένου η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του να διατηρηθεί πολύ διευκολυντική. Συγκεκριμένα, το Μάρτιο του 2016:

(α) μειώθηκαν τα βασικά επιτόκια, ώστε το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης να μηδενιστεί και το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων να διαμορφωθεί 40 μονάδες βάσης κάτω από το μηδέν,

(β) περιλήφθηκαν στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων ομόλογα τα οποία έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις. Για αυτούς τους τίτλους καθορίστηκε ανώτατο όριο 70% στο ποσοστό της συνολικής αξίας κάθε έκδοσης το οποίο επιτρέπεται να συγκεντρώνει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα,

(γ) δρομολογήθηκε αύξηση του ύψους των αγορών στο πλαίσιο του προαναφερθέντος προγράμματος από 60 δισεκ. ευρώ σε 80 δισεκ. ευρώ μηνιαίως,

(δ) όσον αφορά τους τίτλους διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπε-



## Πίνακας III.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος (2016-2017\*)

### 1. Πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης:

1.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για μία εβδομάδα	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά την εβδομάδα. <b>Διαδικασία:</b> Τουλάχιστον μέχρι τον Ιανουάριο του 2018, δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Το υπόλοιπο των πράξεων αυτών το 2017 διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 22 δισεκ. ευρώ.
1.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για τρεις μήνες	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά το μήνα (συνήθως στα τέλη του μηνός). <b>Διαδικασία:</b> Τουλάχιστον μέχρι τον Ιανουάριο του 2018, δημοπρασία για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό με επιτόκιο το οποίο υπολογίζεται εκ των υστέρων ως ο μέσος όρος του σταθερού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης οι οποίες έχουν διεξαχθεί κατά τη διάρκεια των τριμήνων πράξεων. Το υπόλοιπο των πράξεων αυτών το 2017 διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 7 δισεκ. ευρώ.

### 2. Πράξεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ:

2.1 Πράξεις διάρκειας μίας εβδομάδας	<b>Διαδικασία:</b> Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ χωρίς ποσοτικό περιορισμό έναντι των εξασφαλίσεων που είναι αποδεκτές από το Ευρωσύστημα στις διάφορες πράξεις χορήγησης ευρώ.
--------------------------------------	--

### 3. Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations-TLTRO):

3.1 Σειρά TLTRO-I:	Τον Ιούνιο του 2014 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε την ανά τριμήνιο διεξαγωγή, από το Σεπτέμβριο του 2014, μίας σειράς 8 συνολικά στοχευμένων πράξεων αναχρηματοδότησης διάρκειας έως 4 έτη, με σκοπό να ενισχυθεί η πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών προς την πραγματική οικονομία, με δυνατότητα πρόωξης εθελοντικής αποπληρωμής μετά από δύο έτη. Το επιτόκιο των δύο πρώτων πράξεων προβλεπόταν ίσο με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος κατά το χρόνο διεξαγωγής της κάθε πράξης προσαυξημένο κατά 10 μονάδες βάσης, ενώ για τις έξι πρόσθετες TLTRO (της περιόδου Μαρτίου 2015-Ιουνίου 2016) το επιτόκιο εξισώθηκε με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Σε περίπτωση που η καθαρή ροή των δανείων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ (πλην στεγαστικών δανείων) των αντισυμβαλλομένων που είχαν συμμετάσχει στις πράξεις αυτές δεν υπερέβαινε συγκεκριμένο όριο αναφοράς, προβλεπόταν υποχρεωτική πρόωξη αποπληρωμής των αντληθέντων ποσών το Σεπτέμβριο του 2016.
3.2 Σειρά TLTRO-II:	Το Μάρτιο του 2016 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε την ανά τριμήνιο διεξαγωγή, από τον Ιούνιο του 2016, δεύτερης σειράς 4 στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας έως 4 έτη με δυνατότητα πρόωξης αποπληρωμής μετά από δύο έτη. Το επιτόκιο στις πράξεις αυτές προβλέπεται αρχικά ίσο με το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Οι τράπεζες με επαρκή ροή χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία, δηλ. πιστώσεις πάνω από ένα προκαθορισμένο όριο αναφοράς, θα απολαύουν μειωμένο επιτόκιο χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα το οποίο μπορεί να φθάσει μέχρι το επίπεδο του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Η έκταση της μείωσης του επιτοκίου θα είναι ανάλογη με το βαθμό κατά τον οποίο η πιστοδοτική δραστηριότητα κάθε τράπεζας την περίοδο Φεβρουαρίου 2016-Ιανουαρίου 2018 θα υπερβεί το όριο αναφοράς. Σε αντίθεση με τη σειρά TLTRO-I, οι τράπεζες δεν υποχρεούνται να αποπληρώσουν πρόωρα τα κεφάλαια που έχουν αντλήσει από το Ευρωσύστημα εφόσον η πιστοδοτική τους δραστηριότητα δεν είναι αρκετά έντονη σε σύγκριση με το παρελθόν. Το Μάρτιο του 2016 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε να δώσει στις τράπεζες τη δυνατότητα εθελοντικής πρόωξης αποπληρωμής (από τον Ιούνιο του 2016) των ποσών που είχαν αντλήσει μέσω TLTRO-I ταυτόχρονα με το διακανονισμό των πράξεων TLTRO-II, γεγονός που τους επέτρεψε να μεταβιβάσουν σημαντικά ποσά στο TLTRO-II. Μετά και την καταληκτική πράξη TLTRO-II το Μάρτιο του 2017, το υπόλοιπο της συνολικής αντληθείσας χρηματοδότησης μέσω TLTRO ανήλθε σε 762 δισεκ. ευρώ (TLTRO-II: 740 δισεκ. ευρώ, TLTRO-I: 22 δισεκ. ευρώ).

### 4. Διευρυμένο Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (Asset Purchase Programme-APP)

4.1 Πρόγραμμα Αγοράς Προϊόντων Τίτλου (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τον Ιούνιο και τον Οκτώβριο του 2014 για τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ τα οποία διέπονται από διαφάνεια και απλότητα. Από το Νοέμβριο του 2014 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 24 δισεκ. ευρώ.**
4.2 Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme 3-CBPP3)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τον Οκτώβριο του 2014 για τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών που έχουν εκδοθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ. Από τον Οκτώβριο του 2014 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 222 δισεκ. ευρώ.**
4.3 Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τον Ιανουάριο του 2015 για τη διεξαγωγή, επιπλέον των δύο προηγούμενων προγραμμάτων, προγράμματος αγοράς από τη δευτερογενή αγορά τίτλων που έχουν εκδώσει κεντρικές κυβερνήσεις ή άλλοι δημόσιοι φορείς των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ καθώς επίσης και αναγνωρισμένοι, διεθνείς οργανισμοί και πολυμερείς τράπεζες ανάπτξης στη ζώνη του ευρώ. Από το Μάρτιο του 2015 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 1.580 δισεκ. ευρώ.**
4.4 Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων Μη Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων (Corporate Sector Purchase Programme - CSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Μάρτιο του 2016 να συμπεριλάβει στο διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων ομόλογα που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ. Οι αγορές πραγματοποιούνται από τη δευτερογενή αγορά ή (εφόσον οι εκδότες δεν είναι δημόσιες επιχειρήσεις) και κατά την έκδοση. Από τον Ιούνιο του 2016 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 92 δισεκ. ευρώ.**

Πηγή: ΕΚΤ.

\* Ο πίνακας ενσωματώνει στοιχεία και πληροφορίες διαθέσιμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017.\*\* Αφαιρούμενων των εξοφλήσεων.

ζών, αναπροσαρμόστηκε σε 50% από 33% το ανώτατο όριο στο ανά εκδότη και στο ανά έκδοση ποσοστό το οποίο δύναται να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα συνολικά μέσω του προγράμματος ή άλλων συναλλαγών (δηλ. μέσω της επένδυσης των ιδίων κεφαλαίων των εθνικών κεντρικών τραπεζών κ.ο.κ.),

(ε) δρομολογήθηκε η δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων ανοικτής αγοράς με τεχνικά χαρακτηριστικά τα οποία παρουσίαζαν διαφορές με αυτά της πρώτης σειράς, ώστε οι πράξεις της δεύτερης σειράς να συνεπάγονται ακόμη μεγαλύτερα πλεονεκτήματα για τα πιστωτικά ιδρύματα (βλ. Πίνακα III.1). Η καταληκτική πράξη στη δεύτερη σειρά διεξήχθη το Μάρτιο του 2017.

Το Δεκέμβριο του 2016:

(στ) επιβεβαιώθηκε ότι θα συνεχιστεί το πρόγραμμα αγοράς τίτλων καθ' όλο το 2017. Μέχρι το Μάρτιο, οι αγορές τίτλων παρέμειναν στα 80 δισεκ. ευρώ μηνιαίως. Κατόπιν το μέγεθος των μηνιαίων αγορών μειώθηκε σε 60 δισεκ. ευρώ,

(ζ) επίσης επιβεβαιώθηκε ότι δεν θα διακοπεί η πολιτική του Ευρωσυστήματος να επανεπενδύει σε τίτλους το προϊόν της εξόφλησης χρεογράφων που είχαν κτηθεί κατά το παρελθόν στο πλαίσιο του προγράμματος,

(η) διευρύνθηκε εκ νέου το σύνολο των τίτλων τους οποίους είναι δυνατόν να αποκτήσει το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος, πρώτον, επειδή μειώθηκε, από δύο έτη σε ένα έτος, η ελάχιστη επιτρεπόμενη εναπομένουσα διάρκεια των αποκτώμενων τίτλων του δημόσιου τομέα. Επίσης, επιτράπηκαν αγορές χρεογράφων με αποδόσεις κάτω από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Τον Ιανουάριο του 2017 διευκρινίστηκε ότι αυτή η δυνατότητα αγοράς τίτλων με πολύ αρνητικές αποδόσεις αφορά αποκλειστικά χρεόγραφα του δημόσιου τομέα, σε αντιδιαστολή με τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις τραπεζών, τις καλυμμένες ομολογίες και τα εται-

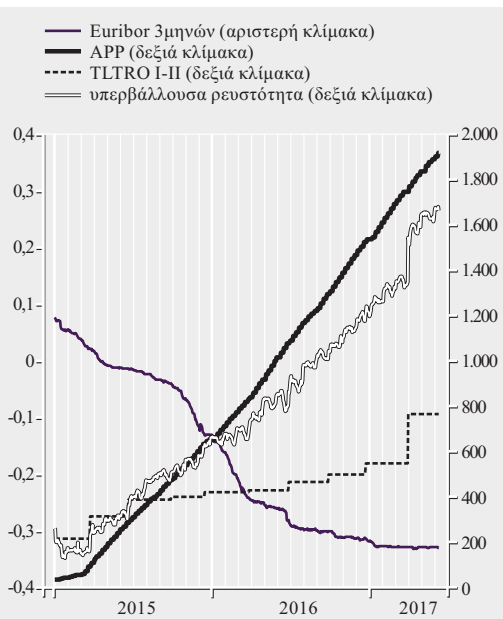
ρικά ομόλογα. Υπογραμμίστηκε επίσης ότι το Ευρωσύστημα θα προσφεύγει σε αγορές τέτοιων χρεογράφων μόνο εφόσον εξαντλήσει τα περιθώρια για την απόκτηση τίτλων του δημόσιου τομέα ενός κράτους-μέλους, με αποδόσεις που δεν υπολείπονται του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος, κυρίως η διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων αλλά και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (βλ. Πίνακα III.1), συνέβαλαν στη δημιουργία, κατά το 2016 και στις αρχές του 2017, συνθηκών υπερβάλλουσας ρευστότητας στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ, όπως εξάλλου είχε συμβεί και τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα III.1). Συγκεκριμένα, κατά μέσο όρο το 2016 και τους πέντε πρώτους μήνες του 2017, το 69% της συνολικής παροχής ρευστότητας από το Ευρωσύστημα υλοποιήθηκε μέσω του προγράμματος αγοράς και το 28% μέσω των στοχευμένων πράξεων. Ιδιαίτερος εκτεταμένη ήταν η συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων στην τελευταία σχετική δημοπρασία. Περισσότερο από τα 2/3 της υπερβάλλουσας ρευστότητας συσσωρεύθηκε στους τρεχούμενους λογαριασμούς των εμπορικών τραπεζών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες επιπλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων (excess reserves), σε αντιδιαστολή με το 1/3 που τοποθετήθηκε από τις τράπεζες στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

Εξαιτίας της πλεονάζουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας (EONIA) υποχώρησαν σε επίπεδα κατά τι λιγότερο αρνητικά από το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Τα επιτόκια για τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά έναντι ορισμένων κατηγοριών εξασφαλίσεων (όπως κρατικά ομόλογα συγκεκριμένων χωρών), στο πλαίσιο συναλλαγών repos, διαμορφώθηκαν ακόμη χαμηλότερα από το προαναφερθέν βασικό επιτόκιο του Ευρωσυστήματος. Τα επιτόκια Euribor συνέχισαν να μειώνονται σε ακόμη αρνητικότερες τιμές (βλ. Διάγραμμα III.1).

**Διάγραμμα III.1 Παροχή ρευστότητας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), υπερβάλλουσα ρευστότητα και επιτόκιο Euribor 3 μηνών (1 Ιανουαρίου 2015-12 Ιουνίου 2017)**

(ποσοστό % ετησίως, δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: European Money Markets Institute, EKT και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων (και άλλων αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος) στο πλαίσιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος συν τοποθετήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων (ή άλλων αντισυμβαλλομένων) σε τρεχούμενους λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα μείον υποχρεωτικές καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων (ή άλλων αντισυμβαλλομένων) στο Ευρωσύστημα.

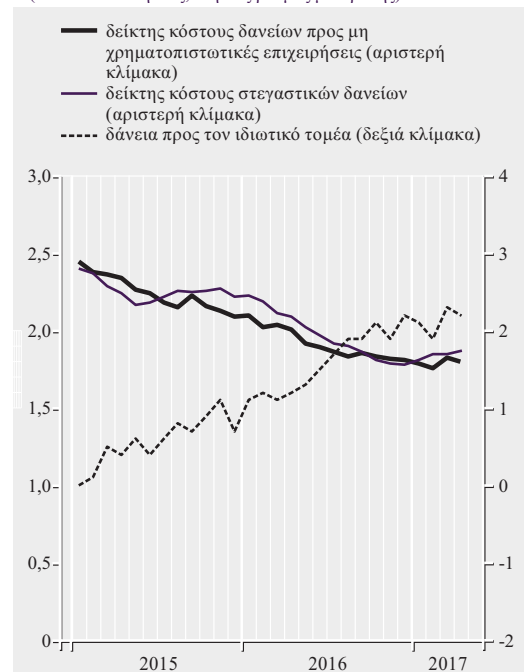
Με τη βοήθεια των προαναφερθεισών παρεμβάσεων και άλλων μη συμβατικών και συμβατικών μέτρων που είχαν υιοθετηθεί κατά την περίοδο από τα μέσα του 2014 και εξής, η ενιαία νομισματική πολιτική, συντελώντας κατ' αρχάς σε διαμόρφωση των διατραπεζικών επιτοκίων σε πολύ χαμηλά επίπεδα, όπως επισημάνθηκε παραπάνω, έχει επιφέρει σημαντική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, αφενός από το τραπεζικό σύστημα (και μάλιστα σχετικά περισσότερο για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους και ευρύτερα για τους δανειολήπτες στα ευάλωτα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ) και

αφετέρου από τις ανοικτές αγορές κεφαλαίων. Η βελτίωση των συνθηκών αφορά τόσο το κόστος όσο και γενικότερα τον όγκο της διαθέσιμης χρηματοδότησης (βλ. Διάγραμμα III.2).

Επισημαίνεται ότι στην ενίσχυση της ροής χρηματοδοτικών πόρων μέσω των τραπεζών προς την πραγματική οικονομία της Νομισματικής Ένωσης συνετέλεσε επίσης η πρόοδος η οποία επιτεύχθηκε ως προς την εξυγίανση των ισολογισμών στο χρηματοπιστωτικό όπως και στο μη χρηματοπιστωτικό τομέα, με καταγραφή αποκλιμάκωσης των λόγων χρέους προς ΑΕΠ τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά, ιδίως στα ευάλωτα κράτη-μέλη. Πάντως, αυτή η διαδικασία εξυγίανσης δεν θεωρείται ότι έχει ολο-

**Διάγραμμα III.2 Κόστος τραπεζικού δανεισμού και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ**

(ποσοστό % ετησίως, ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: EKT.

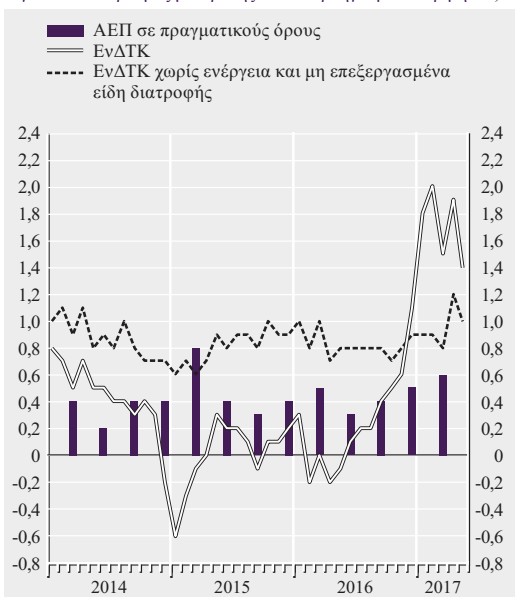
1 Ο δείκτης αυτός καταρτίζεται από την EKT για τα στεγαστικά δάνεια των νοικοκυριών και για τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Υπολογίζεται με βάση το σταθμικό μέσο όρο των επιτοκίων στα νέα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια αυτών των κατηγοριών, ενσωματώνοντας ορισμένες προσαρμογές που βελτιώνουν τη συγκρισιμότητα του κόστους δανεισμού μεταξύ των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ.

κληρωθεί. Τέλος, ευνοϊκή επίδραση στην εξαγωγική δραστηριότητα της ζώνης του ευρώ άσκησε η προηγηθείσα υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, την οποία κυρίως ενθάρρυνε η απόκλιση μεταξύ της εξέλιξης της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ (όπου η κεντρική τράπεζα έχει ήδη αυξήσει το στόχο της για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια τέσσερις φορές) και της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ πρόσφατα<sup>1</sup> χαρακτήρισε την ενιαία νομισματική πολιτική ως ιδιαίτερος επιτυχή όσον αφορά τη στήριξη της ανάκαμψης στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Το μέγεθος αυτής της επιτυχίας παρουσιάζεται ακόμη σημαντικότερο εάν ληφθεί υπόψη ότι η ζώνη του ευρώ επλήγη αφενός από πολλές εξωτερικές αναταράξεις, οι οποίες προκάλεσαν εξασθένηση του διεθνούς εμπορίου επηρεάζοντας έτσι δυσμενώς την οικονομική δραστηριότητα στη Νομισματική Ένωση, και αφετέρου από κάποιες εντάσεις που ξέσπασαν στο τραπεζικό σύστημα.

### Διάγραμμα III.3 Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν και Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ

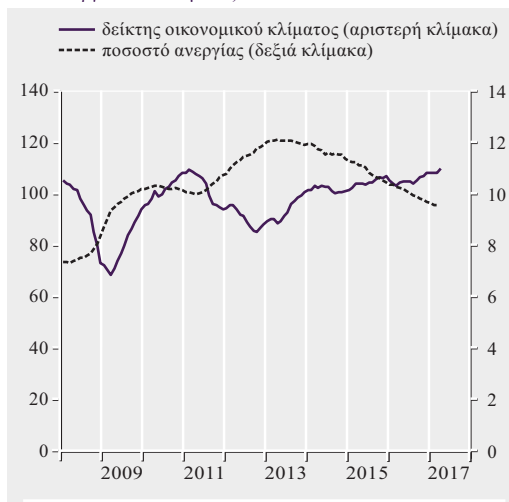
(για τον ΕνΔΤΚ: ετήσιος ρυθμός μεταβολής, για το ΑΕΠ: ρυθμός μεταβολής έναντι προηγούμενου τριμήνου)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

### Διάγραμμα III.4 Ποσοστό ανεργίας και δείκτης οικονομικού κλίματος στη ζώνη του ευρώ

(δείκτης με μακροχρόνιο μέσο όρο από το 1990=100, % του εργατικού δυναμικού)



Πηγές: Eurostat και Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Βεβαίως, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι επίσης αποφασιστική για την εξέλιξη του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ υπήρξε και η επίδραση που άσκησε η έντονη υποχώρηση των τιμών του αργού πετρελαίου, η οποία είχε καταγραφεί τα αμέσως προηγούμενα έτη.

Πράγματι, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ σημειώνει αύξηση συνεχώς κατά τα τελευταία 16 τρίμηνα, με ρυθμό ο οποίος εξασθένησε μεν στα μέσα του 2014 αλλά πλέον φαίνεται να ενισχύεται προοδευτικά προϊόντος του χρόνου (βλ. Διάγραμμα III.3). Πρόσφατα ο δείκτης οικονομικού κλίματος (ESI) και ο σύνθετος δείκτης PMI διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα από την αρχή της δεκαετίας. Το ποσοστό ανεργίας στη Νομισματική Ένωση έχει υποχωρήσει στα χαμηλότερα επίπεδα από το 2009 και έχει καταγραφεί σημαντική αύξηση της συνολικής απασχόλησης (βλ. Διάγραμμα III.4). Μάλιστα η αύξηση της απασχόλησης δεν συγκεντρώνεται σε περιορισμένο αριθμό κρατών-μελών, αλλά επιμερίζεται ευρύτερα μεταξύ πολλών συμμετεχουσών χωρών.

1 Βλ. ομιλία του M. Draghi, με τίτλο "Monetary policy and the economic recovery in the euro area", 6.4.2017, διαθέσιμη, όπως και όλες οι αναφορές παρακάτω, στον ιστότοπο της ΕΚΤ.

Κατά τα τελευταία τρίμηνα, η ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ διευρύνεται ώστε να περιλάβει ολοένα περισσότερους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας σε ολοένα περισσότερα κράτη-μέλη, δεδομένου ότι η χρηματοπιστωτική κατάπτωση, η οποία συντελούσε σε διαφοροποίηση του κόστους χρηματοδότησης από χώρα σε χώρα, ώστε σε ορισμένες οικονομίες οι συνθήκες χρηματοδότησης να μη σημειώνουν ουσιώδη βελτίωση στην πράξη, πλέον έχει σχεδόν εξαλειφθεί. Ειδικότερα, η απόκλιση των ρυθμών αύξησης της συνολικής προστιθέμενης αξίας μεταξύ των χωρών-μελών της Νομισματικής Ένωσης, αλλά και μεταξύ των διαφόρων κλάδων, έχει λάβει τη μικρότερη τιμή των τελευταίων είκοσι ετών.<sup>2</sup>

Σημαντικό μέρος της ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αποδίδεται στην εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, την οποία τροφοδοτεί η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Με τη σειρά της η αύξηση της αγοραστικής δύναμης των ονομαστικών εισοδημάτων οφείλεται στη μείωση του κόστους χρηματοδότησης και στη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, όπου παρατηρείται αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας, ενώ στις αρχές του 2016 σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος έπαιξε και η αποκλιμάκωση των τιμών της ενέργειας. Όσον αφορά τις λοιπές συνιστώσες της συνολικής δαπάνης στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, αναμένεται να συνεχιστεί η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων, εν όψει της υπό εξέλιξη ανόδου του ΑΕΠ, της συνακόλουθης θετικής μεταβολής της κερδοφορίας και των προαναφερθεισών εξαιρετικώς ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, αν και σε σύγκριση με το παρελθόν η επενδυτική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ παραμένει περιορισμένη.

Επιπροσθέτως, τα τελευταία χρόνια η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, συνολικά στη Νομισματική Ένωση, έχει εξελιχθεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μην ασκεί πλέον αρνητική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα, αλλά μάλλον να έχει σχεδόν ουδέ-

τερο αποτέλεσμα. Επιπλέον, πρόσφατα παρουσιάστηκαν διάφορες ενδείξεις ενίσχυσης της παγκόσμιας ανάκαμψης και αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου. Γενικότερα, οι επιμέρους ανοδικοί κίνδυνοι στους οποίους υπόκεινται οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ τείνουν πλέον να εξισορροπήσουν τους καθοδικούς κινδύνους, πηγές των οποίων είναι πιθανόν να αποτελέσουν οι γεωπολιτικές εξελίξεις.

Έχει επανειλημμένως επισημανθεί ότι η συνεισφορά της διαρθρωτικής πολιτικής στην οικονομική ανάκαμψη, μέσω ενίσχυσης της συνολικής προσφοράς στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ, δεν υπήρξε ανάλογη της συμβολής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η εμπέλευση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που εφαρμόστηκαν παρέμεινε περιορισμένη, καθώς ήταν μικρός ο αριθμός των μέτρων τα οποία έχουν υιοθετηθεί, προκειμένου να καταστήσουν πιο ευέλικτες τις αγορές προϊόντων και να συμβάλουν σε βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Αυτό σημαίνει ότι χάθηκαν ευκαιρίες ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας και του παραγωγικού δυναμικού στη Νομισματική Ένωση, δεδομένου ότι, όπως είναι γνωστό, μέτρα τέτοιας μορφής είναι ικανά να προκαλέσουν αύξηση της συνολικής δαπάνης στην οικονομία ήδη κατά την τρέχουσα περίοδο, επειδή οδηγούν σε αναθεώρηση προς τα άνω των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών σχετικά με τα μελλοντικά τους εισοδήματα.

Παρά το γεγονός ότι η συμβολή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην οικονομική ανάκαμψη υπήρξε κρίσιμη, η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και ο συνακόλουθος περιορισμός του παραγωγικού κενού δεν έχουν λάβει ακόμη ικανή έκταση. Αυτό έχει ως συνέπεια να μην έχει αναθερμανθεί επαρκώς ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ και έτσι να μην έχει εκπληρωθεί μέχρι στιγμής ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος για ρυθμό πληθωρισμού όχι πολύ κάτω του

<sup>2</sup> Βλ. ομιλία του P. Praet, μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, με τίτλο "The economic situation in the euro area and the implications for monetary policy", 27.3.2017.



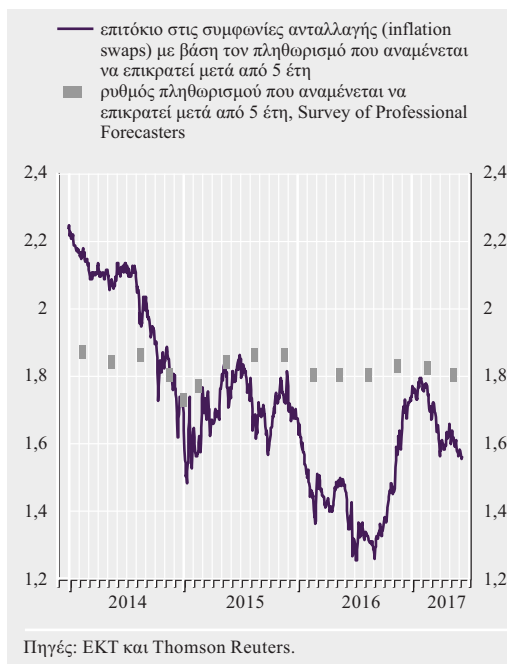
2%. Ο ρυθμός πληθωρισμού κινήθηκε τα τρία προηγούμενα έτη εν γένει κάτω από το 1% (διαμορφωνόμενος επί πολλούς μήνες σε αρνητικές τιμές).

Από τα τέλη του 2016 ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ καταγράφει επιτάχυνση, σχεδόν αποκλειστικά λόγω της ανοδικής εξέλιξης των τιμών της ενέργειας και των (μη επεξεργασμένων) ειδών διατροφής (βλ. Διάγραμμα III.3). Ωστόσο, η επιτάχυνση αυτή είναι συγκυριακή και δεν πρόκειται να διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι τους τελευταίους μήνες οι κίνδυνοι ανάπτυξης συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ έχουν μηδενιστεί. Κατ' ακολουθία, οι πληθωριστικές προσδοκίες, όπως τεκμαίρονται από τη συνολογηση συμφωνιών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, έχουν ενισχυθεί σημαντικά, αν και δεν είναι ακόμη συνεπείς με επικράτηση σταθερότητας των τιμών ούτε βραχυπρόθεσμα ούτε καν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (βλ. Διάγραμμα III.5).

Τον Ιούνιο του 2017 δημοσιεύθηκαν οι οικονομικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, σύμφωνα με τις οποίες ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού θα ανέλθει σε 1,5% το 2017, 1,3% το 2018 και 1,6% το 2019. Όσον αφορά το εγγύς μέλλον, δεδομένων των τιμών του αργού πετρελαίου στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, ο πληθωρισμός αναμένεται να κυμανθεί προσωρινά γύρω στο 1,5%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε πρόσφατα (όπως εξάλλου είχε επισημάνει και στο παρελθόν κατά τη διάρκεια του 2016) ότι, προκειμένου να αξιολογηθεί κατά πόσον καταγράφεται πρόοδος προς την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, δεν πρέπει να λαμβάνονται υπόψη μεταβολές του πληθωρισμού, υπολογιζόμενες με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη, για τις οποίες κρίνεται ότι είναι παροδικές και ότι δεν επηρεάζουν τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές των τιμών. Σχετικά, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής, που αποτελεί εναλλακτικό δείκτη του πυρήνα του πληθωρισμού, αναμέ-

### Διάγραμμα III.5 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2014 - 12 Ιουνίου 2017)

(ποσοστά % ετησίως)



νεται να ενισχυθεί λόγω αύξησης του κόστους εργασίας, σταδιακά και μόνο σε 1,7% το 2019.

Εξάλλου, η αύξηση του ρυθμού πληθωρισμού, σε σύγκριση με το έτος 2016, η οποία ενσωματώνεται στις παραπάνω μακροοικονομικές προβολές, δεν είναι αυτοδύναμη, αλλά προβλέπεται να λάβει χώρα μόνο υπό την προϋπόθεση της διατήρησης πολύ ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης για την πραγματική οικονομία στη ζώνη του ευρώ με τη βοήθεια της εξαιρετικής διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Χωρίς στήριξη από τη νομισματική πολιτική, η επιτάχυνση του πληθωρισμού, έναντι του 2016, η οποία αναμένεται επί του παρόντος να καταγραφεί κατά τα επόμενα έτη, κατά πάσα πιθανότητα δεν θα πραγματοποιηθεί, καθώς δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι υφίστανται άλλες αυτοτελείς πηγές πληθωριστικών πιέσεων.

Έτσι, το βασικό πρόβλημα με το οποίο βρίσκεται αντιμέτωπη η ενιαία νομισματική πολιτική στην παρούσα συγκυρία είναι ότι ο υπο-

κείμενος ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, ο λεγόμενος “πυρήνας” του πληθωρισμού (ο οποίος προσεγγίζεται συνήθως με το δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του τιμαρίθμου εκτός τιμών ενέργειας και μη επεξεργασμένων τροφίμων) δεν παρουσιάζει τάση επιτάχυνσης, αλλά παραμένει πολύ αδύναμος, καθώς κινείται ως επί το πλείστον λίγο κάτω του 1% από τα μέσα του 2014 και εξής. Ο υποκείμενος αυτός ρυθμός πληθωρισμού συνδέεται στενότερα από ό,τι ο καταγραφόμενος (headline) πληθωρισμός με εγχώριους παράγοντες και, με τη σειρά του, διαθέτει προβλεπτική ικανότητα για το ρυθμό πληθωρισμού που πρόκειται να επικρατήσει στο μεσοπρόθεσμο μέλλον. Ο βασικός εγχώριος παράγοντας ο οποίος επηρεάζει τον πυρήνα του πληθωρισμού είναι η εξέλιξη των μισθών και των ημερομισθίων.

Η αιτία λόγω της οποίας ο πυρήνας του πληθωρισμού και ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας στη Νομισματική Ένωση διατηρούνται επί του παρόντος σε πολύ χαμηλά επίπεδα είναι ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ απέχει ακόμη πολύ από συνθήκες πλήρους απασχόλησης. Υφίσταται δηλαδή στη Νομισματική Ένωση παραγωγικό κενό σημαντικής έκτασης, όπως προαναφέρθηκε, και το ποσοστό ανεργίας, αν και όπως σημειώθηκε ακολουθεί πτωχική τροχιά, δεν έχει φθάσει ακόμη σε επίπεδα που είναι δυνατόν να θεωρηθούν χαμηλά. Κατά συνέπεια, προκειμένου να εξασφαλιστεί επιτάχυνση του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού, η οποία θα στηρίξει περαιτέρω ενίσχυση του καταγραφόμενου ρυθμού πληθωρισμού προς εκπλήρωση του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος, είναι αναγκαία η συνέχιση της εξαιρετικώς διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής ώστε να επιτευχθεί περαιτέρω περιορισμός του παραγωγικού κενού στη ζώνη του ευρώ.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι, εκτός από τη διατήρηση του παραγωγικού κενού, συντρέχουν και άλλοι ειδικότεροι παράγοντες που συμβάλλουν στη διαμόρφωση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ σε χαμηλά επίπεδα. Στους παράγοντες

αυτούς συγκαταλέγονται ο χαμηλός ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας και το γεγονός ότι οι μισθολογικές διαπραγματεύσεις δεν λαμβάνουν βεβαίως χώρα σε συνεχή χρόνο αλλά περιοδικά και υπόκεινται σε διάφορες χρονικές υστερήσεις, ώστε οι τρέχουσες μισθολογικές συμφωνίες να εξακολουθούν να αντανακλούν τις παρελθούσες συνθήκες αρνητικών ρυθμών πληθωρισμού και κατ’ ακολουθία πολύ εξασθενημένων πληθωριστικών προσδοκιών.

Το 2016 και το α’ εξάμηνο του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε να καθοδηγεί τις αγορές ως προς την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (forward guidance). Στη διάρκεια των πρώτων ένδεκα μηνών του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι τα βασικά επιτόκια θα παρέμεναν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα, πιθανότατα και μετά το Μάρτιο του 2017 που αποτελούσε την ενωριότερη ημερομηνία η οποία είχε τεθεί για την ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων. Ακολούθως, στα τέλη του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο μετέθεσε επί εννεάμηνο την ενωριότερη αυτή ημερομηνία στο Δεκέμβριο του 2017. Μέχρι στιγμής, η προθεσμία αυτή δεν έχει παραταθεί εκ νέου. Καθ’ όλη τη διάρκεια του 2016 και του α’ εξαμήνου του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμαινε ότι στην πραγματικότητα, ανεξάρτητα από την κατά τα ανωτέρω ενδεικτική ημερομηνία, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων θα εξακολουθήσει να διενεργείται μέχρι το χρόνο κατά τον οποίο ο ρυθμός μεταβολής των τιμών στη ζώνη του ευρώ θα ευθυγραμμιστεί με το στόχο για πληθωρισμό όχι πολύ ασθενέστερο από το 2% ετησίως.

Τα κριτήρια βάσει των οποίων θα αξιολογηθεί κατά πόσον έχει επιτευχθεί η εν λόγω ευθυγράμμιση ώστε η διατήρηση πολύ διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να μην είναι πλέον απαραίτητη, και ειδικότερα να μην είναι αναγκαία η συνέχιση του προγράμματος αγοράς τίτλων, έχουν ως ακολούθως:<sup>3</sup>

3 Βλ. συνέντευξη τύπου του Μ. Draghi μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 19ης Ιανουαρίου 2017.

Κατά πρώτον, ο πληθωρισμός θα πρέπει να έχει τεθεί σε πορεία η οποία να οδηγήσει μετά την πάροδο εύλογου χρονικού διαστήματος στην επίτευξη ρυθμών λίγο κάτω από το 2%. Κατά δεύτερον, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ πρόσφατα υπενθύμισε ότι, σύμφωνα με το Καταστατικό της ΕΚΤ, θεωρείται ότι εκπληρώνεται ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος, όταν ο ρυθμός αύξησης του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, σε αντιδιαστολή με το ρυθμό πληθωρισμού σε μεμονωμένα κράτη-μέλη, διαμορφωθεί μεσοπρόθεσμα σε κατάλληλο επίπεδο λίγο κάτω του 2%. Κατά τρίτον, με τη σειρά της, η κατά τα ανωτέρω προσέγγιση της σταθερότητας των τιμών δεν θα πρέπει να εκτιμάται ως πρόσκαιρη, αλλά αντιθέτως θα πρέπει να είναι σαφές ότι θα αποβεί διατηρήσιμη, θα πρέπει δηλαδή ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ κατ' ουσίαν να πρόκειται να σταθεροποιηθεί σε επίπεδα λίγο κάτω του 2%. Τέλος, η επιτάχυνση του πληθωρισμού, η οποία θα οδηγήσει στην προαναφερθείσα σταθεροποίηση, θα πρέπει να είναι αυτοτελής, υπό την έννοια ότι θα πρέπει να μπορεί να διατηρηθεί ακόμη και αν η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σταματήσει να είναι τόσο διευκολυντική όσο επί του παρόντος.

Επίσης, καθ' όλη τη διάρκεια του 2016 και τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμιανε το ενδεχόμενο τα βασικά επιτόκια να αναπροσαρμοστούν και άλλο προς τα κάτω, αν αυτό καθίστατο αναγκαίο προκειμένου να απο-

τραπεί η εδραίωση συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Όπως προαναφέρθηκε όμως, πλέον το ενδεχόμενο ανάπτυξης συνθηκών αποπληθωρισμού θεωρείται απόμακρο. Γενικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε σε πολλές ευκαιρίες μέχρι και τον Ιανουάριο του 2017 (αλλά όχι έκτοτε) ότι θα ενεργήσει κατάλληλα εάν χρειαστεί να επιτευχθεί μεταβολή στο βαθμό νομισματικής χαλάρωσης, χρησιμοποιώντας κάθε μέσο νομισματικής πολιτικής το οποίο είναι συμβατό με το καταστατικό της ΕΚΤ. Σχετικά, το Διοικητικό Συμβούλιο επανειλημμένως σημείωσε ότι τα μέσα νομισματικής πολιτικής τα οποία χρησιμοποιεί χαρακτηρίζονται από ευλυγισία, καθώς οι τεχνικές τους παράμετροι είναι δυνατόν να τροποποιηθούν με ευκολία και ταχύτητα, όπως εξάλλου συνέβη σε διάφορες ευκαιρίες κατά το 2015 και το 2016.

Σε κάθε περίπτωση, εάν οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και συνεπώς για τον πληθωρισμό χειροτερεύσουν ή εάν διαμορφωθούν συνθήκες χρηματοδότησης που δεν υποβοηθούν την επάνοδο στη σταθερότητα των τιμών, κατόπιν εντάσεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εν όψει γεωπολιτικών εξελίξεων ή εξαιτίας μεταβολών της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, εξακολουθεί να υφίσταται ρητή δέσμευση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να αυξήσει εκ νέου το ύψος των μηνιαίων αγορών εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του προγράμματος, όπως επίσης και να παρατείνει περαιτέρω τη διάρκεια διεξαγωγής του προγράμματος.

### ΟΙ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ SAFE<sup>1</sup>

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ εκτιμούν ότι στις δύο τελευταίες επαναλήψεις της έρευνας που καλύπτουν το 2016,<sup>2</sup> η χρηματοοικονομική τους κατάσταση βελτιώθηκε συγκριτικά με το προηγούμενο έτος. Περισσότερες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ – προερχόμενες από όλες τις κατηγορίες μεγέθους και από την πλειονότητα των χωρών της ζώνης του ευρώ – ανέφεραν το 2016 ότι ο κύκλος εργασιών τους αυξήθηκε (καθαρό ποσοστό<sup>3</sup> επιχειρήσεων 2016: 19%, 2015: 17%), εύρημα που είναι συνεπές με σταδιακή εξάπλωση της ανάκαμψης στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Οι επιχειρήσεις εκτιμούν ότι η κερδοφορία τους παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη, μετά από μια μακρά περίοδο συνεχούς υποχώρησης και παρά το γεγονός ότι συνέχισαν να αντιμετωπίζουν αυξημένο εργατικό και μη εργατικό κόστος. Η διαδικασία προσαρμογής των ισολογισμών των επιχειρήσεων μέσω απομόχλευσης συνεχίστηκε, καθώς ελαφρώς περισσότερες επιχειρήσεις διαπίστωσαν μείωση του δείκτη χρέους προς ενεργητικό (καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων 2016: -8%, 2015: -7%). Επίσης, η έρευνα καταγράφει τα δύο τελευταία έτη πτώση των εξόδων για τόκους με τα οποία επιβαρύνονται οι επιχειρήσεις, αντανακλώντας την ευνοϊκή επίδραση της ακολουθούμενης εξαιρετικά διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής στο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους των επιχειρήσεων.

Ο κυριότερος προβληματισμός των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ σχετίζεται με την εύρεση πελατών (2016: 25%, 2015: 26%) και ακολουθεί η διαθεσιμότητα εξειδικευμένου ή έμπειρου ανθρώπινου δυναμικού, ενώ η πρόσβαση σε χρηματοδότηση θεωρείται συνολικά ως το λιγότερο σημαντικό ζήτημα. Αν και η βαρύτητα που αποδίδουν στο ζήτημα της χρηματοδότησης οι επιχειρήσεις στις ευάλωτες χώρες, όπως η Ισπανία, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ιταλία, έχει μειωθεί σημαντικά τα τελευταία έτη, παρατηρείται ακόμη – μικρότερης έκτασης – διαφοροποίηση της σπουδαιότητας που αποδίδεται στο πρόβλημα αυτό μεταξύ των επιχειρήσεων στις εν λόγω χώρες και των επιχειρήσεων σε χώρες όπως η Γερμανία, η Αυστρία και το Βέλγιο.

Η παρούσα ανάλυση επικεντρώνεται στα τραπεζικά προϊόντα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (δηλ. τα τραπεζικά δάνεια και τις πιστωτικές γραμμές), καθώς τα προϊόντα αυτά αποτελούν τη συνηθέστερη πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ (54% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων δήλωσαν το 2016 ότι έκαναν χρήση τραπεζικής χρηματοδότησης ή ότι τη θεωρούν μορφή χρηματοδότησης σχετική με την επιχείρησή τους). Ακολουθούν οι υπηρεσίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, τα επιδοτούμενα από δημόσιους φορείς τραπεζικά δάνεια, οι εμπορικές πιστώσεις, τα μη διανεμόμενα κέρδη, τα λοιπά δάνεια, η έκδοση μετοχών, οι υπηρεσίες πρακτορείας απαιτήσεων, η έκδοση χρεογράφων και οι λοιπές πηγές χρηματοδότησης.

Η αύξηση των αναγκών (δηλ. της ζήτησης) των μικρομεσαίων επιχειρήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση ήταν αρκετά συγκρατημένη: καθαρό ποσοστό 4% των επιχειρήσεων εκτίμησε ότι οι

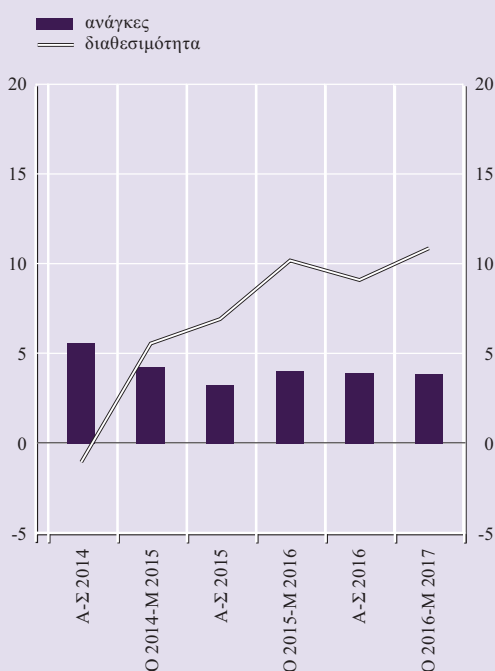
1 Η έρευνα για την πρόσβαση των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ σε χρηματοδότηση (SAFE) συγκεντρώνει τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων, κυρίως μικρομεσαίων, για την εξέλιξη της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης, των χρηματοδοτικών τους αναγκών και των συνθηκών πρόσβασης σε εξωτερική χρηματοδότηση. Διεξάγεται κάθε έξι μήνες από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Το δείγμα των επιχειρήσεων στην τελευταία επανάληψη της έρευνας αριθμούσε 11.724 επιχειρήσεις, το 91% των οποίων ήταν μικρομεσαίες, δηλ. απασχολούσαν λιγότερους από 250 εργαζομένους.

2 Ειδικότερα, οι δύο τελευταίες επαναλήψεις της έρευνας καλύπτουν συνολικά το διάστημα Απριλίου 2016-Μαρτίου 2017 (εφεξής η περίοδος αυτή καλείται “2016”), ενώ οι δύο αμέσως προηγούμενες επαναλήψεις καλύπτουν το διάστημα Απριλίου 2015-Μαρτίου 2016 (εφεξής “2015”). Τα αναφερόμενα αποτελέσματα είναι ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων των δύο επαναλήψεων της έρευνας για κάθε έτος.

3 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.

### Διάγραμμα Α Μεταβολή των αναγκών και της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη εξαμηνιαία περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων<sup>2</sup>)



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area.

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση καλύπτοντας τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.

2 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες/διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης (δανείου ή πιστωτικής γραμμής) αυξήθηκαν μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες/διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης μειώθηκαν.

Η βελτίωση είναι εντονότερη όσο μεγαλύτερο το μέγεθος των επιχειρήσεων: οι πολύ μικρές επιχειρήσεις ανέφεραν το 2016 οριακή βελτίωση της διαθεσιμότητας (καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων: 2%), ενώ οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις κατέγραψαν εντονότερη βελτίωση (13% και 20% αντίστοιχα). Η εκτίμηση αυτή είναι συνεπής με την εξέλιξη του ετήσιου ρυθμού μεταβολής των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ, ο οποίος ενισχύθηκε σε 1,8% το 2016 από -0,3% το 2015 και -2,6% το 2014. Είναι επίσης συνεπής με τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ το 2016 και το α' τρίμηνο του 2017, που γενικά καταγράφουν προοδευτική βελτίωση των συνθηκών χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων από την πλευρά της προσφοράς.

Από τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, θετικά εκτιμάται ότι συνέβαλαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο οι παράγοντες που σχετίζονται με τη φερεγγυότητα της επιχείρησης, όπως το πιστωτικό ιστορικό (καθαρό ποσοστό 2016: 19%, 2015: 16%), τα ίδια κεφάλαια (2016: 18%, 2015: 14%) και οι εν γένει προοπτικές της επιχειρηματι-

εν λόγω ανάγκες αυξήθηκαν το 2016, δηλ. όσο περίπου και το προηγούμενο έτος (βλ. Διάγραμμα Α). Οι ανάγκες των επιχειρήσεων φαίνεται ότι διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα λόγω της προοδευτικής ανάκαμψης, από το 2015 και μετά, των ροών εξωτερικής χρηματοδότησης μέσω εναλλακτικών πηγών. Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ διακρατούν τα τελευταία έτη πολύ υψηλά επίπεδα διαθεσίμων (με τη μορφή μετρητών ή βραχυπρόθεσμων καταθέσεων), γεγονός που περιορίζει τις ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Προς την κατεύθυνση αυτή συνηγορούν και οι ενδείξεις που παρέχει η έρευνα ότι, λόγω της επάρκειας εσωτερικών πόρων, ένα μεγάλο ποσοστό επιχειρήσεων δεν υπέβαλε αίτημα δανείου (39%) ή θεωρεί ότι δεν χρειάζεται αυτή τη μορφή χρηματοδότησης (33%), καθώς και το γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις επιθυμούν μείωση του επιπέδου του χρέους στον ισολογισμό τους (39%) κυρίως για να βελτιώσουν τη μελλοντική πιστοληπτική τους ικανότητα ή την πιστοληπτική τους αξιολόγηση.

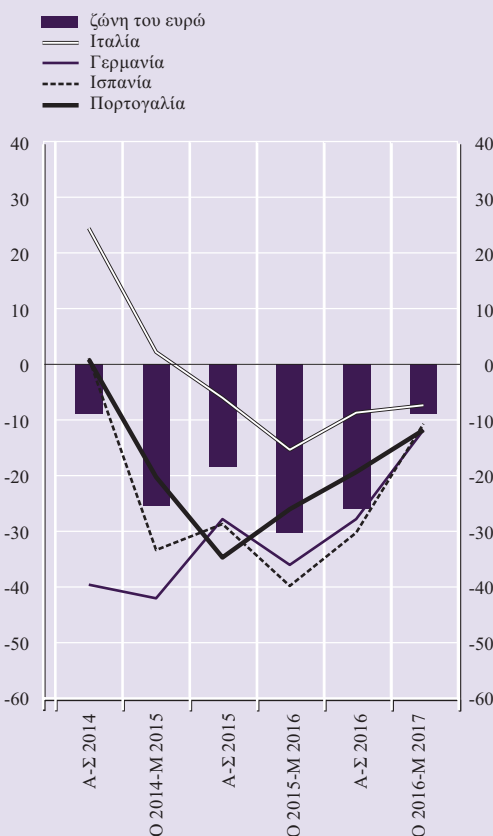
Τη σημαντικότερη θετική συμβολή στη ζήτηση χρηματοδότησης είχαν το 2016 οι ανάγκες για πάγιες επενδύσεις και αποθέματα και για κεφάλαια κίνησης – η έκταση των αναγκών αυτών αυξάνεται καθώς αυξάνεται το μέγεθος των ερωτώμενων επιχειρήσεων.

Το 2016 οι επιχειρήσεις ανέφεραν για τρίτο συνεχές έτος ότι η διαθεσιμότητα (δηλ. η προσφορά) τραπεζικής χρηματοδότησης βελτιώ-



## Διάγραμμα Β Μεταβολή του επιπέδου των επιτοκίων τραπεζικών δανείων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη εξαμηνιαία περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων<sup>2</sup>)



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area.

<sup>1</sup> Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση καλύπτοντας τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.

<sup>2</sup> Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχαν υποβάλει αίτημα τραπεζικού δανείου και απάντησαν ότι το επιτόκιο αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι το επιτόκιο μειώθηκε.

ποσοστό 2016: -18%, 2015: -24%), η οποία επιτεύχθηκε μέσω της εφαρμογής των μέτρων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα Β). Παρόμοια διαπίστωση προκύπτει και από το μέσο επιτόκιο με το οποίο δήλωσαν οι επιχειρήσεις ότι επιβαρύνθηκαν για τις πιστωτικές γραμμές τις οποίες έλαβαν (2,4% το 2016, έναντι 3,2% το 2015).

Επιπρόσθετα, η υποχώρηση των επιτοκίων συνοδεύθηκε από τη βελτίωση και άλλων όρων δανεισμού των επιχειρήσεων, όπως το διαθέσιμο ποσό και η διαθέσιμη διάρκεια των πιστώσεων, εξελίξεις που παρατηρήθηκαν στην πλειονότητα των χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Β). Αντίθετα, το 2016 εξακολούθησαν να αυξάνονται οι απαιτήσεις των τραπεζών για εξασφαλίσεις (18%), ενώ άνοδο σημείωσαν οι λοιπές χρεώσεις (προμήθειες) επί των δανείων (2016: 27%, 2015: 23%).

κής δραστηριότητας (2016: 15%, 2015: 13%). Επιπρόσθετα, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις διαπίστωσαν ότι αυξήθηκε η προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν δάνεια (2016: 15%, 2015: 13%). Θετική έγινε στη διάρκεια του 2016, για πρώτη φορά από την έναρξη διεξαγωγής της έρευνας, η συμβολή των γενικότερων προοπτικών της οικονομίας στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης (2016: 0,4%, 2015: -3%). Αρνητική παρέμεινε η συμβολή της πρόσβασης σε επιδοτούμενα από δημόσιους φορείς προγράμματα χρηματοδότησης (-9% έναντι -10%).

Βαθμιαία βελτιούμενη εικόνα προκύπτει επίσης όσον αφορά την επιτυχία έκβασης των αιτημάτων για δάνειο που υπέβαλαν οι επιχειρήσεις στις τράπεζες, αν και το ποσοστό των επιχειρήσεων που πράγματι υπέβαλε αίτημα για δάνειο ή πιστωτική γραμμή διατηρήθηκε περίπου σταθερό (32%). Ειδικότερα, το 2016 αυξήθηκαν οι επιχειρήσεις που ανέφεραν πλήρη ή κατά το μεγαλύτερο μέρος ικανοποίηση του αιτήματός τους από την τράπεζα (2016: 77%, 2015: 73%) και μειώθηκαν ελαφρά εκείνες που ανέφεραν απόρριψη του αιτήματός τους (2016: 7%, 2015: 8%) ή περιορισμένη κάλυψή του (2016: 6%, 2015: 8%). Το ποσοστό των επιχειρήσεων που αρνήθηκαν να λάβουν το δάνειο ή την πιστωτική γραμμή λόγω πολύ υψηλού κόστους παρέμεινε περίπου σταθερό (2%).

Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων στα ερωτήματα της έρευνας σχετικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις λήψης τραπεζικών δανείων δείχνουν ότι το 2016 συνεχίστηκε η υποχώρηση των τραπεζικών επιτοκίων (καθαρό

Συνολικά, τα αποτελέσματα της έρευνας SAFE δείχνουν ότι το 2016 συνεχίστηκε η βελτίωση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, κυρίως από την πλευρά της προσφοράς: η διαθεσιμότητα τραπεζικών πιστώσεων εκτιμάται ότι αυξήθηκε, όπως επίσης και η προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν πιστώσεις με χαμηλότερα επιτόκια, εξελίξεις οι οποίες υποβοηθήθηκαν από την ακολουθούμενη εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά, οι ανάγκες των επιχειρήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα, αφενός λόγω βελτίωσης της εξωτερικής χρηματοδότησης μέσω εναλλακτικών πηγών και αφετέρου λόγω επάρκειας εσωτερικών πόρων.



## IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

*Η αναπτυξιακή δυναμική που παρατηρήθηκε στη διάρκεια του 2016 ανακόπηκε το τελευταίο τρίμηνο του έτους, λόγω της αβεβαιότητας από την παρατεταμένη διαδικασία διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Ωστόσο, η καταναλωτική δαπάνη, οι εξαγωγές, αλλά και η αγορά εργασίας διατήρησαν στοιχεία δυναμισμού, με αποτέλεσμα να καταγραφεί θετικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2017.*

*Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης και η εφαρμογή του σχετικού μεταρρυθμιστικού έργου εκτιμάται ότι θα εδραιώσουν τις αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο υπόλοιπο του έτους, καθώς αναμένεται ότι (α) η δημοσιονομική πολιτική θα είναι, σε αντίθεση με το 2016, υποβοηθητική, (β) το Δημόσιο θα αποπληρώσει με ταχύτερο ρυθμό μέρος των ληξιπρόθεσμων οφειλών του, (γ) το κλίμα εμπιστοσύνης θα αποκατασταθεί και (δ) η παγκόσμια οικονομία θα ενισχυθεί και θα καταγράψει υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης.*

*Οι αβεβαιότητες που χαρακτηρίζουν τις προοπτικές της οικονομίας συνδέονται αφενός με τυχόν αποχίες ή καθυστερήσεις στην εφαρμογή της συμφωνίας με τους θεσμούς και αφετέρου με το εξωτερικό περιβάλλον λόγω της ανόδου του προστατευτισμού στο παγκόσμιο εμπόριο και των γεωπολιτικών εξελίξεων στην ευρύτερη περιοχή. Από την άλλη πλευρά, ενδεχόμενη ένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ θα συμβάλει θετικά στην ανάκαμψη.*

### ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Στο σύνολο του 2016 η ιδιωτική κατανάλωση και οι εξαγωγές αγαθών συνέβαλαν θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ, κατά 1 και 0,5 ποσοστιαία μονάδα αντίστοιχα. Αντίθετα, αρνητικά συνέβαλαν η δημόσια κατανάλωση και οι εξαγωγές υπηρεσιών (-0,5 και -1,1 ποσ. μον. αντίστοιχα) (βλ. Διάγραμμα IV.1).

Με την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης ενισχύθηκε το οικονομικό κλίμα (βλ. Διάγραμμα IV.2), ξεκίνησε η άμεση αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου και βελτιώθηκαν οι συνθήκες ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας.<sup>2</sup> Ωστόσο, οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης επέδρασαν αρνητικά στην εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας, με αποτέλεσμα να παρατηρηθεί πτώση της δραστηριότητας το τελευταίο τρίμηνο του 2016. Επιπλέον, η υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος του 2016 έναντι του στόχου είχε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία, καθώς επιτεύχθηκε μέσω της άντλησης σημαντικών πόρων από την παραγωγική διαδικασία, με τη μορφή της αύξησης της φορολογίας, καθώς και μέσω μειωμένων δαπανών.<sup>3</sup>

Η βελτίωση στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη το α' τρίμηνο του 2017, κυρίως λόγω της ανόδου της εγχώριας ζήτησης αλλά και της εξαγωγικής δυναμικής, επανέφερε την οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά. Αναλυτικότερα, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2016 συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2017, υποστηριζόμενη από την ανάληψη των αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών, καθώς και από την αύξηση της μισθωτής κυρίως απασχόλησης.

Η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας επηρεάστηκε σημαντικά το δ' τρίμηνο του 2016 από την άνοδο της αβεβαιότητας, καθώς δημόσιες<sup>4</sup> και ιδιωτικές επενδυτικές δράσεις φαίνεται ότι αναβλήθηκαν προσωρινά. Ωστόσο, το α' τρίμηνο του 2017 παρατηρήθηκε ανάκαμψη

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 13.6.2017.

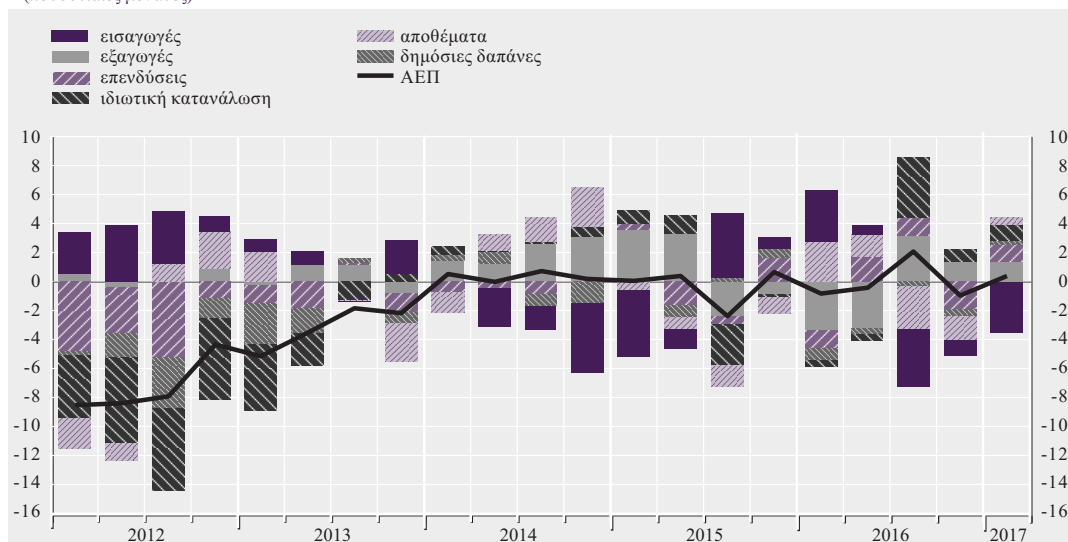
<sup>2</sup> Ιδιαίτερα μέσω της επαναφοράς του waiver – δηλαδή της αποδοχής ελληνικών κρατικών τίτλων ως εξασφαλίσεων για την άντληση ρευστότητας εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών από το Ευρωσύστημα – και της συνακόλουθης μείωσης του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών.

<sup>3</sup> Οι πόροι αυτοί εναλλακτικά θα μπορούσαν να ενισχύσουν την ιδιωτική κατανάλωση ή να αυξήσουν την αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα προκειμένου να εξευρεθούν πόροι χρηματοδότησης ιδιωτικών επενδύσεων, συμβάλλοντας στην τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

<sup>4</sup> Οι πληρωμές του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων υπερέσχαν κατά 462 περίπου εκατ. ευρώ έναντι του προγραμματισμένου στόχου για το σύνολο του έτους.

### Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμ. 2012-α' τρίμ. 2017)

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί.

Σημείωση: Τα στοιχεία των συνιστωσών του ΑΕΠ αναφέρονται σε σταθερές τιμές του έτους 2010 και είναι εποχικά διορθωμένα.

των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου χάρη κυρίως στην πολύ μεγάλη άνοδο της κατηγορίας “μεταφορικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα”.

Η ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, όπως έχει καταγραφεί ήδη από το 2010 ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της εγχώριας οικονομίας, συνεχίστηκε το 2016 και το α' τρίμηνο του 2017. Επισημαίνεται ότι η αύξηση των εξαγωγών αγαθών υπερέκρασε την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης τα έτη 2014-2016.

Η μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών για το 2016 αποδίδεται τόσο στη μείωση των εσόδων από τη ναυτιλία, εξαιτίας και των συνεχιζόμενων επιπτώσεων από τους κεφαλαιακούς περιορισμούς, όσο και στην υποχώρηση των τουριστικών εισπράξεων, η οποία συνδέεται κυρίως με τη μείωση των ξενοδοχειακών τιμών (βλ. Ειδικό θέμα IV.1). Σημειώνεται ότι, παρά τη μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών, το μερίδιο των εξαγωγών (αγαθών και υπηρεσιών) στο ΑΕΠ για το 2016 παρέμεινε στο 31,9%, έναντι 19% το 2009, ενισχύοντας τις ενδείξεις

για την ανάπτυξη κυρίως των κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες.<sup>5</sup> Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη συνδέεται στενά με την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο 2009-2015 και την υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, χωρίς τη συνέχιση των οποίων η εξωστρέφεια των επιχειρήσεων δεν θα είναι διατηρήσιμη.

Οι τιμές, όπως καταγράφονται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, σταθεροποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του 2016. Ωστόσο, ο πληθωρισμός τους πρώτους μήνες του 2017 πέρασε σε θετικό έδαφος, αντανakλώντας την ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αλλά και τις αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Η επίδραση των δύο αυτών παραγόντων εκτιμάται ότι θα διατηρήσει τον εναρμονισμένο πληθωρισμό σε θετικό έδαφος σε όλη τη διάρκεια του 2017.

<sup>5</sup> Το σχετικό μέγεθος των τομέων των εμπορεύσιμων, μετρούμενο σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του συνόλου της οικονομίας, αυξήθηκε κατά περίπου 12% την περίοδο 2010-2015 σε σταθερές τιμές και κατά περίπου 24% σε τρέχουσες τιμές, ενώ σε όρους απασχόλησης αυξήθηκε κατά περίπου 8%.

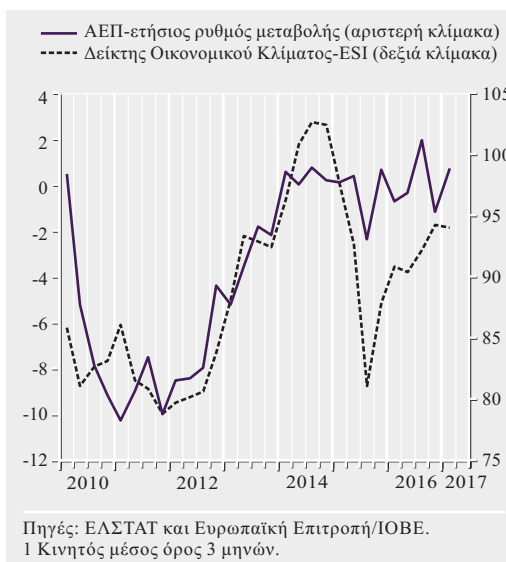


Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2016 κατέγραψε έλλειμμα που αντιστοιχεί στο 0,6% του ΑΕΠ. Η θετική επίδραση από τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων αντισταθμίστηκε από τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα, καθώς και από τη συρρίκνωση των καθαρών εισπράξεων από τη ναυτιλία και τον τουρισμό. Το α' τετράμηνο του 2017 η άνοδος των τιμών του πετρελαίου συνέβαλε στην επιδείνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Ωστόσο, η δυναμική των εξαγωγών αγαθών διατηρήθηκε τόσο στις συνολικές εξαγωγές συμπεριλαμβανομένων των καυσίμων όσο και στις εξαγωγές χωρίς καύσιμα. Τέλος, το α' τετράμηνο του 2017 οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία μειώθηκαν σημαντικά σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα των περασμένων ετών.

Το 2016 οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας παρέμειναν θετικές. Η απασχόληση αυξήθηκε, αν και ο ρυθμός αύξησής της επιβραδύνθηκε στη διάρκεια του έτους, και το μέσο ποσοστό ανεργίας κατέγραψε αισθητή πτώση σε σχέση με το 2015. Το α' πεντάμηνο του 2017 η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, όπως καταγράφεται στο πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, διατηρεί στοιχεία δυναμισμού, χάρη κυρίως στις υψηλές προσδοκίες στον τομέα του τουρισμού.

Η αύξηση της απασχόλησης προήλθε κυρίως από την άνοδο της μισθωτής απασχόλησης και των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό, ενώ από κλαδική άποψη συνδέεται κυρίως με την ανάπτυξη της βιομηχανίας και των υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό. Οι ευέλικτες μορφές απασχόλησης συνέχισαν να υπερτερούν έναντι της πλήρους απασχόλησης και στη διάρκεια του 2016. Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αναμένεται να συνεχιστεί και το 2017, αλλά η απορρόφηση των ανέργων αναμένεται να πραγματοποιηθεί σταδιακά. Παράλληλα, οι στοχευμένες ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, τα προγράμματα επιμόρφωσης των ανέργων, αλλά και οι δράσεις για την αύξηση της νόμιμης απασχόλησης, εκτιμάται ότι θα βοηθήσουν στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας και την αντιμετώπιση της υποα-

**Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI<sup>1</sup> (α' τρίμ. 2010 - α' τρίμ. 2017)**



πασχόλησης του εργατικού δυναμικού (βλ. Ειδικό θέμα IV.2).

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, από το β' τρίμηνο του 2017 και ύστερα αναμένεται ταχεία ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, ως αποτέλεσμα της υποστηρικτικής δημοσιονομικής πολιτικής (καθώς το 2016 παρατηρήθηκε μη επαναλαμβανόμενη εισπράξη εσόδων και συγκράτηση δαπανών), της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης και της βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,6%, 2,4% και 2,7% για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αντίστοιχα. Η μεγέθυνση της οικονομίας μεσοπρόθεσμα εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στην ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές.

Οι κύριες παράμετροι που εκτιμάται ότι θα συμβάλουν θετικά στις εξελίξεις και κυρίως στη διατηρησιμότητα των αναπτυξιακών τάσεων τα επόμενα έτη είναι οι εξής:

- Η αποκατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία, στην οποία αναμένεται να συμβάλει ιδιαίτερα

η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις σχεδόν εξαλείφθηκε και αντικαταστάθηκε εν μέρει μόνο από εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης (βλ. Ειδικό θέμα IV.3).

- Η επιτάχυνση και η περαιτέρω θεσμική στήριξη του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, τα έσοδα του οποίου αναμένεται να ξεπεράσουν τα 4 δισεκ. ευρώ στη διετία 2017-18, εκτιμάται ότι θα ενισχύσουν τις επιχειρηματικές επενδύσεις.<sup>6</sup>

- Η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, κυρίως στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, είναι απαραίτητη για την περαιτέρω ενίσχυση του εξωστρεφούς προσανατολισμού των επιχειρήσεων.<sup>7</sup> Επίσης, η διαφαινόμενη μετακίνηση πόρων και δραστηριοτήτων προς την παραγωγή εμπορεύσιμων προϊόντων χρειάζεται να ενδυναμωθεί και μέσω συνεργασιών των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, προκειμένου να διευκολυνθεί η πρόσβασή τους στις διεθνείς αγορές και να αυξηθεί ο κύκλος εργασιών τους (βλ. Ειδικό θέμα IV.4).

- Οι αισιόδοξες εκτιμήσεις για την τρέχουσα τουριστική περίοδο, αλλά και οι ευνοϊκές μεσοπρόθεσμες προοπτικές του ελληνικού τουρισμού, προοιωνίζονται περαιτέρω ανάπτυξη του τουριστικού τομέα.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιέχουν αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, επισημαίνεται ότι τυχόν καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων ενδεχομένως θα οδηγούσαν σε επιδείνωση του κλίματος εμπιστοσύνης, η οποία θα επιβραδύνει την ανάκαμψη της οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το διεθνές περιβάλλον, ο κίνδυνος ανόδου του προστατευτισμού παγκοσμίως αλλά και οι γεωπολιτικές εξελίξεις ενδέχεται να περιορίσουν τη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών σε διεθνή κλίμακα. Επιπλέον, ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορεί να έχουν επιπτώσεις σε τομείς της οικονομικής δραστηριότητας.

## Ι ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

**Η οικονομική δραστηριότητα σταθεροποιήθηκε το 2016**, καθώς ο θετικός ρυθμός ανάπτυξης το πρώτο εννεάμηνο του έτους αντισταθμίστηκε από τη σημαντική υποχώρηση του ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του έτους, η οποία αποδίδεται κυρίως στη σημαντική υστέρηση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου λόγω καθυστερήσεων στην απορρόφηση διαρθρωτικών πόρων από την ΕΕ, καθώς και στη μείωση της δημόσιας κατανάλωσης. Θετικά συνέβαλαν στο ρυθμό ανάπτυξης το 2016 η ιδιωτική κατανάλωση, που στηρίχθηκε στην αύξηση της απασχόλησης (με συμβολή 1,0 ποσοστιαία μονάδα στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ) και οι εξαγωγές αγαθών (με συμβολή 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας). Προς την αντίθετη κατεύθυνση επέδρασαν η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης και των εξαγωγών υπηρεσιών και η αύξηση των εισαγωγών αγαθών (βλ. Πίνακα IV.1).

Η οικονομική δραστηριότητα επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς μεταβολής το α' τρίμηνο του 2017 (+0,4% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους) λόγω της θετικής συμβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης, των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου (κυρίως επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό και ειδικότερα σε πλοία), καθώς και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

**Η ιδιωτική κατανάλωση** ήταν η κινητήρια δύναμη της οικονομικής δραστηριότητας το 2016, καταγράφοντας αύξηση κατά 1,4% (βλ. Πίνακα IV.1). Η επίδοση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέεται με την αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών το β' εξάμηνο του έτους (3,6%), ως αποτέλεσμα της σταδιακής σταθεροποίησης του διαθέσιμου

<sup>6</sup> Η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων έχει πρωτεύοντα ρόλο στην επίτευξη και διατήρηση υψηλού ρυθμού ανάπτυξης στα επόμενα χρόνια, μέσω της ανόδου της παραγωγικότητας των παραγωγικών συντελεστών.

<sup>7</sup> Βλ. Πλαίσιο VI.1 της Έκθεσης του Διοικητή για το έτος 2016, σελ. 150.

## Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2012-α' τρίμ. 2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες, σταθερές αγοραίες τιμές 2010)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-7,9 (-5,5)	-2,7 (-1,9)	0,6 (0,4)	-0,3 (-0,2)	1,4 (1,0)	1,7 (1,2)
Δημόσια κατανάλωση	-7,1 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	0,0 (0,0)	-2,1 (-0,5)	1,0 (0,2)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-23,4 (-3,6)	-8,3 (-1,1)	-4,4 (-0,5)	-0,2 (0,0)	0,0 (0,0)	11,2 (1,2)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-38,1 (-1,8)	-31,1 (-1,0)	-53,1 (-1,2)	-26,0 (-0,3)	-12,6 (-0,1)	-11,2 (-0,1)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,4 (-0,4)	-0,2 (-0,2)	0,5 (0,5)	2,5 (2,6)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,6%	-0,8%	0,2%	-0,8%	-0,8%	2,1%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	-9,8 (-10,4)	-4,4 (-4,5)	0,5 (0,6)	-1,1 (-1,1)	0,7 (0,7)	2,3 (2,5)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1,1 (0,3)	1,2 (0,3)	7,7 (2,1)	3,1 (0,9)	-1,7 (-0,5)	4,8 (1,4)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-9,4 (2,9)	-3,4 (1,0)	7,6 (-2,3)	0,3 (-0,1)	0,6 (-0,2)	10,9 (-3,5)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (3,1)	... (1,3)	... (-0,1)	... (0,8)	... (-0,7)	... (-2,1)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς</b>	-7,3	-3,2	0,4	-0,3	0,0	0,4

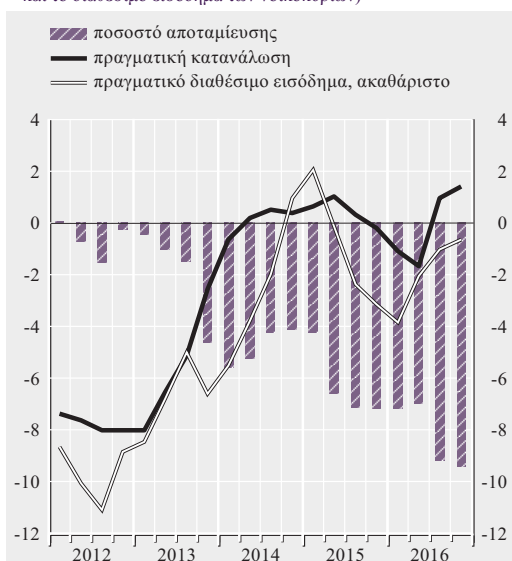
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 2 Ιουνίου 2017, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

## Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμ. 2012 - δ' τρίμ. 2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων.

1 Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

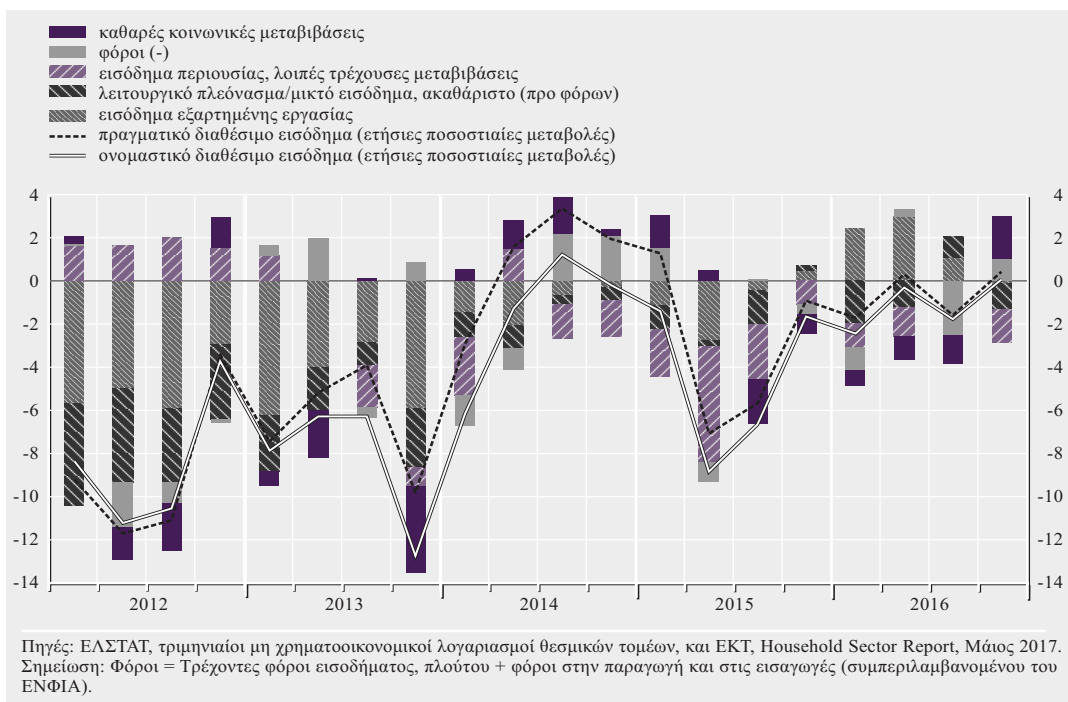
εισοδήματος, καθώς αυξήθηκαν η απασχόληση και το εισόδημα από εργασία.

Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης υποστηρίχθηκε από την ανάληψη αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών, με το ποσοστό αποταμίευσης να είναι έντονα αρνητικό<sup>8</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.3), καθώς και από τη σχετική σταθερότητα του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ)<sup>9</sup> αφού, για πρώτη φορά από το 2009, αυξήθηκε το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας. Η αύξηση αυτή συνδέεται με

<sup>8</sup> Οι αποταμιεύσεις στήριξαν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών σε όλη τη διάρκεια της κρίσης, με το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ να είναι σε πτωτική πορεία από το 2010 και σε αρνητικό έδαφος από το 2012, καταγράφοντας τη χαμηλότερη τιμή το 2016 (-9,4%), σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων (βλ. και Μάνου Κ. και Ε. Παπαπέτρου (2016), "Η οικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα: πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 44).

<sup>9</sup> Το εισόδημα αυτό, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, κατέγραψε θετικό ρυθμό ανόδου το δ' τρίμηνο του 2016 (0,4%), ενώ για το σύνολο του έτους μειώθηκε ελαφρά (-0,7%).

**Διάγραμμα IV.4 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμ. 2012 - δ' τρίμ. 2016)**



**Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2012-2017)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές<sup>1</sup>)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-12,2	-8,1	-0,4	-1,5	-0,6	2,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-11,8	-8,4	-0,7	-0,5	0,5	2,4 (Ιαν.-Μάρ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός <sup>2</sup>	-9,0	-9,1	0,5	-2,1	0,0	1,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Ένδυση-υπόδηση	-20,6	-2,2	5,4	7,9	5,4	5,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-16,3	-6,2	-1,4	-3,8	-1,2	2,0 (Ιαν.-Μάρ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-12,1	-0,1	7,0	7,0	4,4	11,3 (Ιαν.-Μάρ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	-12,8	-6,5	-0,4	1,9	11,0	1,9 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-3,1	22,9	27,1	-9,1	20,9	-2,2 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-74,8	-69,4	-54,0	-50,7	-68,0	-69,7 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-41,7	3,1	30,1	13,8	10,7	13,7 (Ιαν.- Μάιος)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4	-10,7	-1,4 (Ιαν.-Απρ.)
Καταναλωτική πίστη <sup>3</sup>	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,7 (Απρίλιος)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα), Υπουργείο Οικονομικών (έσοδα ΦΠΑ, τέλη κινητής τηλεφωνίας), IOBE (προσδοκίες), IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών), Τράπεζα της Ελλάδος (καταναλωτική πίστη).

1 Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων).

2 Περιλαμβάνει τα μεγάλα καταστήματα τροφίμων και τα ειδικευμένα καταστήματα τροφίμων-ποτών-καπνού.

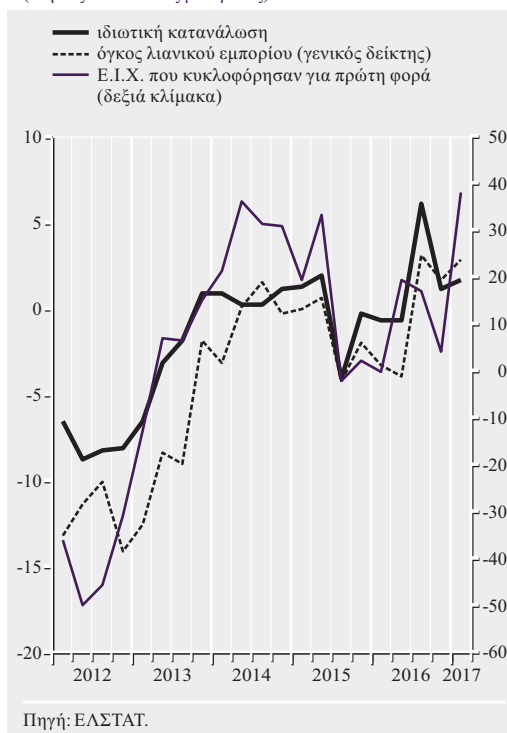
3 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες για τις διαγραφές δανείων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησης.

την ενίσχυση της μισθωτής απασχόλησης και δευτερευόντως με την αύξηση των αμοιβών ανά απασχολούμενο. Η σημαντική επίδραση της αύξησης της απασχόλησης στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών εκλαμβάνεται ως αύξηση του “μόνιμου” εισοδήματος των νοικοκυριών σε σχέση με μια αντίστοιχη αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, ενισχύοντας την καταναλωτική τους δαπάνη. Επομένως, το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας στήριξε το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, αντισταθμίζοντας εν μέρει τη μείωση του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων και του εισοδήματος από περιουσία, την αύξηση των τρεχόντων φόρων εισοδήματος/πλούτου και των φόρων στην παραγωγή (συμπεριλαμβανομένου του ΕΝΦΙΑ), καθώς και την αύξηση των κοινωνικοασφαλιστικών εισφορών (βλ. Διάγραμμα IV.4).

Η διατήρηση των θετικών ρυθμών μεταβολής της απασχόλησης τους πρώτους μήνες του έτους εκτιμάται ότι στήριξε το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και οδήγησε σε αύξηση της κατανάλωσης το α' τρίμηνο του 2017 κατά 1,7% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους. Η θετική επίδοση της κατανάλωσης το α' τρίμηνο του έτους αποτυπώνεται στην αύξηση των λιανικών πωλήσεων και των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία (βλ. Διάγραμμα IV.5), στη συνεχιζόμενη αύξηση των εσόδων από ΦΠΑ, καθώς και στην επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της καταναλωτικής πίστης (βλ. Πίνακα IV.2). Για το σύνολο του 2017 προβλέπεται ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα εξακολουθήσει να συμβάλλει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα. Η βελτίωση του οικονομικού κλίματος ως αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης και οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση αναμένεται να στηρίξουν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών. Η αύξηση των καθαρών κοινωνικών μεταβιβάσεων και η άνοδος της απασχόλησης<sup>10</sup> αναμένεται να αποτελέσουν τις βασικές συνιστώσες στήριξης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, αντισταθμίζοντας την αρνητική επίδραση της φορολογικής επιβάρυνσης.

**Διάγραμμα IV.5** Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2012 - α' τρίμ. 2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες το 2016, καθώς η σταδιακή βελτίωση του οικονομικού κλίματος και η αύξηση των επενδυτικών ροών το β' και το γ' τρίμηνο αντισταθμίστηκαν από τη σημαντική υστέρηση του δ' τριμήνου (-13,8%). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την παράταση της αβεβαιότητας αλλά και με την υστέρηση των εισροών από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ. Αναλυτικότερα (βλ. Πίνακα IV.3), για το σύνολο του 2016, οι επενδυτικές δαπάνες για μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό μειώθηκαν κατά 1%, ενώ πτωτικά κινήθηκαν και οι επενδύσεις σε κατοικίες (-12,6%), καθώς το απόθεμα ακινήτων και η φορολογική επιβάρυνση εξακολουθούν να ασκούν αρνητικές πιέσεις στην αγορά ακινή-

<sup>10</sup> Η διατήρηση θετικών ρυθμών της απασχόλησης το 2017 αποτυπώνεται στα θετικά στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις ροές εξαρτημένης εργασίας στον ιδιωτικό τομέα τους μήνες Φεβρουάριο, Μάρτιο, Απρίλιο και Μάιο (βλ. αναλυτικότερα την ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου).



### Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2012-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές<sup>1</sup>)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	2,9	11,1 (Ιαν.-Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	58,2	61,4	64,7	62,1	65,5	59,7 (Ιαν.-Μάιος)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων <sup>2</sup>	-4,3 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	-0,9 (Ιαν.-Απρ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) <sup>3</sup>	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	-1,8	-41,8 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,45	-8,20	15,47	3,08	22,90	-
Όγκος νέων οικοδομών και προσηκτών βάσει αδειών	-30,6	-25,6	-5,8	-0,2	-6,9	16,7 (Ιαν.-Μάρ.)
Παραγωγή τσιμέντου	-12,8	3,4	-3,4	3,6	23,6	5,2 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,7	-29,9	-1,1	-27,9 (Ιαν.-Μάιος)
Στεγαστική πίστη <sup>4</sup>	-3,3 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,2 (Ιαν.-Απρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή τσιμέντου, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (βαθμός χρησιμοποίησης, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (χρηματοδότηση επιχειρήσεων, οικισμούς και εκταμιεύσεις ΠΔΕ).

<sup>1</sup> Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).

<sup>2</sup> Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα. Από τον Ιούνιο του 2010 δεν περιλαμβάνονται τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινομήσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

<sup>3</sup> Από τον Ιανουάριο του 2012 τα στοιχεία αφορούν πραγματικές πληρωμές και όχι πιστώσεις του λογαριασμού δημοσίων επενδύσεων.

<sup>4</sup> Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινομήσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων, οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών και η μεταβίβαση δανείων σε εγχώρια θυγατρική εταιρεία παροχής πιστώσεων το 2009.

των. Θετικά κινήθηκαν οι επενδύσεις στις κατασκευές εκτός κατοικιών (+4,6%).

Στη διάρκεια του 2017, η επενδυτική ζήτηση αναμένεται να ανακάμψει, αντανακλώντας αύξηση των δημοσίων επενδύσεων και των ιδιωτικών επενδύσεων εκτός κατοικιών, καθώς η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης αίρει τις αβεβαιότητες γύρω από την εφαρμογή του προγράμματος και επιταχύνει τις δράσεις όσον αφορά τα θέματα των ιδιωτικοποιήσεων και των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Στην τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας αναμένεται να συμβάλουν παράγοντες όπως:

- Η αύξηση του προϋπολογισμού του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) σε σύγκριση με τις πληρωμές του Προγράμματος για το 2016. Για το 2017, το ύψος των δημοσίων επενδύσεων προβλέπεται να ανέλθει στα

6,75 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 5,74 δισεκ. ευρώ αφορούν συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα.

- Η ταχύτερη υλοποίηση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων,<sup>11</sup> προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος των εσόδων για το 2017 και το 2018 (2,1 και 2,0 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα).<sup>12</sup> Επίσης, εκτιμάται ότι οι ρυθμίσεις που περιλαμβάνονται στο άρθρο 81 του ν. 4472/2017 και αφορούν τη μεταβίβαση κρατικών επιχει-

<sup>11</sup> Καθώς και η έγκαιρη έναρξη και απρόσκοπτη εξέλιξη των επενδύσεων που συνδέονται με τις ιδιωτικοποιήσεις, όπως π.χ. στην περίπτωση των περιφερειακών αεροδρομίων, όπου προβλέπονται επενδύσεις ύψους 330 εκατ. ευρώ για τα πρώτα 4 χρόνια, του ΟΛΠ 350 εκατ. ευρώ για τα πρώτα 10 χρόνια, του Ελληνικού 1,2 δισεκ. ευρώ και του συγκροτήματος του Αστέρρα Βουλιαγμένης 600 εκατ. ευρώ.

<sup>12</sup> Για το 2017, τα έσοδα προέρχονται είτε από δόσεις διαγωνισμών προηγούμενων ετών (π.χ. ΟΠΑΠ και ψηφιακό μέρισμα), είτε από την ολοκλήρωση της συμφωνίας παραχώρησης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων και την πώληση λοιπών ακινήτων, είτε, τέλος, από διαγωνισμούς που πρόκειται να ολοκληρωθούν εντός του έτους (π.χ. ΤΡΑΙΝΟΣΕ, ΕΕΣΣΤΥ και ΟΛΘ). Για το 2018, αναμένονται έσοδα από νεότερους διαγωνισμούς, όπως ΕΓΝΑ-ΤΙΑ, Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών, ΕΛΠΕ και ΔΕΣΦΑ.

ρήσεων στην Εταιρεία Δημοσίων Συμμετοχών (ΕΔΗΣ) καθώς και την επίλυση θεσμικών εκκρεμοτήτων τόσο στην ΕΔΗΣ όσο και στο ΤΑΙΠΕΔ θα επιταχύνουν τους σχετικούς διαγωνισμούς.

- Η βελτίωση στις συνθήκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, η οποία εκτιμάται ότι θα προκύψει σταδιακά ως αποτέλεσμα της υποχώρησης του ασφαλιστικού κινδύνου της χώρας και της βελτίωσης του θεσμικού πλαισίου για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

### Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Στη διάρκεια του 2016 η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** σημείωσε οριακή μείωση, καθώς η άνοδος του δευτερογενούς τομέα – κυρίως της βιομηχανίας – σχεδόν αντιστάθμισε την κάμψη του τομέα των υπηρεσιών (-0,3% έναντι του προηγούμενου

έτους) και της πρωτογενούς παραγωγής (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.6). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, η προστιθέμενη αξία της **βιομηχανίας** (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) κινήθηκε ανοδικά σε όλα τα τρίμηνα του έτους. Το 2016 η αύξηση της βιομηχανικής δραστηριότητας, σε όρους όγκου, έφθασε στο 2,5% χάρη στον τομέα της **μεταποίησης** (+4,2%). Η παραγωγή των κλάδων των παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα, των τροφίμων, των χημικών προϊόντων, των βασικών μετάλλων και των μη μεταλλικών ορυκτών ξεπέρασε τα επίπεδα του έτους βάσης του σχετικού δείκτη (2010) και συνδέθηκε με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα. Η παραγωγή του ηλεκτρισμού σημείωσε αύξηση, ενώ σε αρνητικό έδαφος κινήθηκε η παραγωγή των ορυχείων.

Η αυξητική τάση της **βιομηχανικής παραγωγής** συνεχίστηκε και στη διάρκεια του α' τετραμήνου του 2017. Η ταυτόχρονη άνοδος του

**Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2012-α' τρίμ. 2017)**

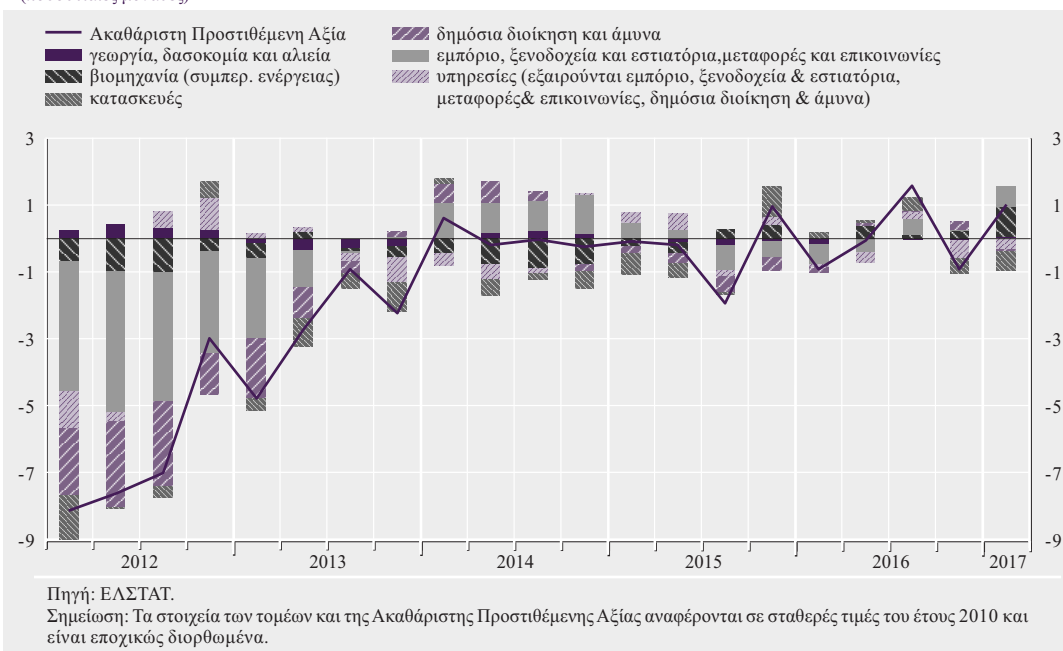
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές 2010)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (α' τρίμ.)
<b>Γεωργία, δασοκομία και αλιεία</b>	9,0 (0,3)	-6,2 (-0,3)	3,5 (0,1)	-2,2 (-0,1)	-1,3 (-0,1)	1,7 (0,1)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	-6,8 (-1,0)	-5,0 (-0,8)	-6,5 (-1,0)	-0,2 (0,0)	1,6 (0,2)	2,2 (0,3)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-6,3 (-0,7)	-1,2 (-0,1)	-6,0 (-0,7)	0,3 (0,0)	1,6 (0,2)	7,7 (0,9)
Κατασκευές	-8,6 (-0,3)	-17,4 (-0,6)	-8,3 (-0,2)	-1,9 (-0,1)	1,3 (0,0)	-20,5 (-0,6)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	-7,2 (-5,8)	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,1)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	0,3 (0,2)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-15,7 (-3,8)	-4,1 (-0,9)	4,7 (1,0)	-0,6 (-0,1)	-0,5 (-0,1)	2,8 (0,6)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-11,5 (-0,4)	5,5 (0,2)	-10,5 (-0,4)	-1,1 (0,0)	0,0 (0,0)	0,3 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-5,0 (-0,2)	0,9 (0,0)	-4,6 (-0,2)	0,9 (0,0)	-2,1 (-0,1)	-5,2 (-0,2)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	5,4 (0,9)	1,0 (0,2)	3,1 (0,6)	1,2 (0,3)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-8,4 (-0,4)	-12,6 (-0,7)	-3,3 (-0,2)	2,0 (0,1)	-3,9 (-0,2)	-3,1 (-0,1)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-9,1 (-2,1)	-3,3 (-0,7)	1,5 (0,3)	-1,5 (-0,3)	0,2 (0,0)	-0,2 (-0,1)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	3,4 (0,1)	1,2 (0,0)	-3,1 (-0,1)	-3,5 (-0,1)	1,4 (0,1)	0,2 (0,0)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 2 Ιουνίου 2017, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.  
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

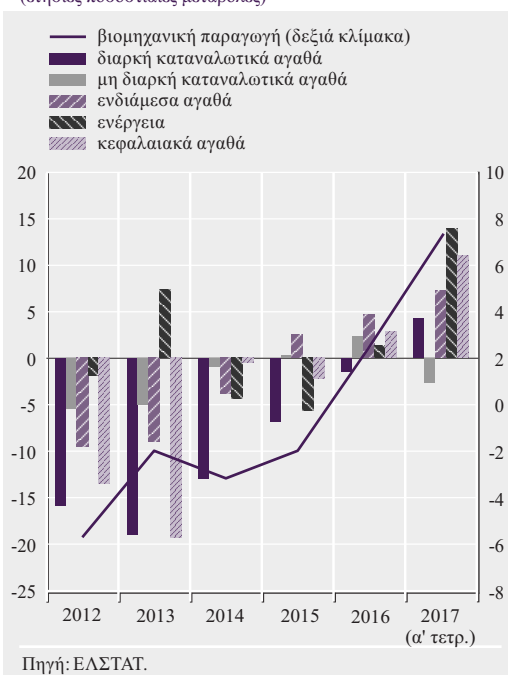
**Διάγραμμα IV.6 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς (α' τρίμηνο 2012 - α' τρίμηνο 2017)**

(ποσοστιαίες μονάδες)



**Διάγραμμα IV.7 Βιομηχανική παραγωγή (2012 - α' τετράμηνο 2017)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



όγκου παραγωγής της μεταποίησης, των ορυχείων-λατομείων και του ηλεκτρισμού οδήγησαν το Γενικό Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής σε αύξηση 7,2% (βλ. Διάγραμμα IV.7). Ιδιαίτερα αυξημένες εμφανίζονται και οι βιομηχανικές πωλήσεις το α' τρίμηνο του έτους, τόσο στην εγχώρια όσο και στην εξωτερική αγορά. Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν την ενίσχυση της εξωστρέφειας πολλών μεταποιητικών κλάδων από το 2010 και ύστερα, η οποία αποτελεί μια διαδικασία προσαρμογής του μεταποιητικού τομέα στη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης.<sup>13</sup>

Η εξέλιξη πάντως του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση (βλ. Διάγραμμα IV.8) ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από εκείνη του Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής, ενσωματώνοντας ενδεχομένως σημαντικό μέρος της αβεβαιότητας λόγω των καθυστερήσεων στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης.

<sup>13</sup> Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Φεβρουάριος 2017, Πλαίσιο V.3.

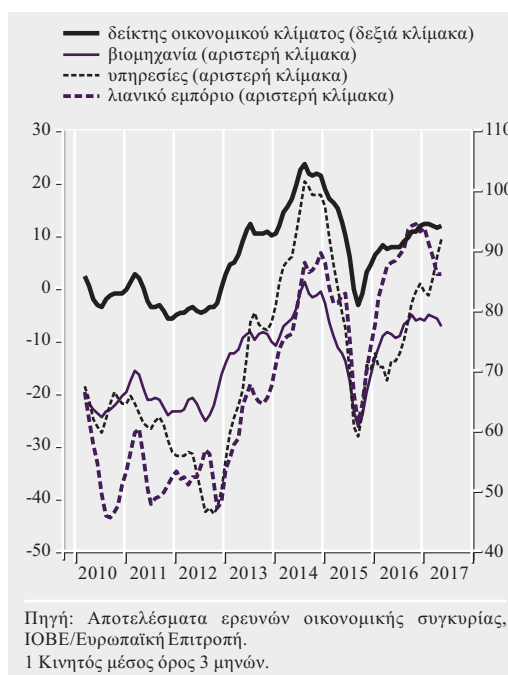
**Διάγραμμα IV.8 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> και δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (Ιανουάριος 2012 - Μάιος 2017)**



Η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα στη διάρκεια του 2016 ήταν θετική (1,3%). Ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές κατέγραψε άνοδο, προερχόμενη κυρίως από το δείκτη έργων πολιτικού μηχανικού και την πρόοδο των μεγάλων έργων. Επίσης, ο όγκος των οικοδομικών αδειών, ο οποίος υποχώρησε το 2016, κινείται ανοδικά το α' τρίμηνο του 2017. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου παραμένουν σε ιδιαίτερα αρνητικό έδαφος και το α' πεντάμηνο του 2017.

Η υποχώρηση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των **υπηρεσιών** με ετήσιο ρυθμό 0,3% το 2016 συνέβαλε αρνητικά κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο (για αναλυτικά στοιχεία βλ. Πίνακα IV.4). Το α' τρίμηνο του 2017 παρατηρείται οριακή αύξηση (0,3%) στους κλάδους του τριτογενούς τομέα, λόγω κυρίως της αύξησης του κλάδου του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστια-

**Διάγραμμα IV.9 Δείκτης οικονομικού κλίματος<sup>1</sup> και δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών<sup>1</sup> σε επιμέρους κλάδους (Μάρτιος 2010-Μάιος 2017)**



τοριών και των μεταφορών-αποθήκευσης, ενώ οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών κινούνται θετικά (βλ. Διάγραμμα IV.9).

Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2016 (βλ. Πίνακα IV.5), τα οποία καταγράφουν αύξηση στις υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, αλλά μείωση στις επαγγελματικές και επιστημονικές υπηρεσίες και σε αυτές που συναρτώνται με τον κλάδο του εμπορίου – όπως το χονδρικό και το λιανικό εμπόριο (οι υπηρεσίες του εμπορίου όμως επανήλθαν σε θετικό έδαφος κατά το α' τρίμηνο του 2017). Στις υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, οι υπηρεσίες παραχής καταλύματος και εστίασης και οι αεροπορικές μεταφορές καταγράφουν αύξηση, ενώ τα ταξιδιωτικά πρακτορεία και οι θαλάσσιες μεταφορές καταγράφουν μείωση, ενδεχομένως αντανακλώντας μεταβολές στον τρόπο οργάνωσης και πραγματοποίησης ταξιδιών.

**Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2012-2017)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (διαθέσιμη περίοδος)
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>						
<b>1. Εμπόριο</b>						
Χονδρικό εμπόριο	-12,1	-12,1	0,2	-4,4	-1,6	7,4 (Ιαν.-Μάρ.)
Λιανικό εμπόριο	-11,0	-8,6	-1,1	-2,9	-2,0	4,2 (Ιαν.-Μάρ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	-29,3	-3,1	18,6	7,8	7,2	16,0 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>2. Μεταφορές</b>						
Χερσαίες μεταφορές	-3,2	-4,1	-4,4	-5,9	-2,1	8,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Θαλάσσιες και ακτοπολικές μεταφορές	-15,4	-7,4	-8,1	-5,4	-4,6	-13,2 (Ιαν.-Μάρ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-1,1	3,9	7,1	7,8	3,9	3,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-4,8	-7,0	5,5	2,5	7,7	1,6 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστίαση</b>						
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-17,2	4,8	11,8	3,1	0,1	1,0 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>						
Τηλεπικοινωνίες	-5,1	-11,7	-4,3	-1,3	0,5	
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-ηλεκτρονικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-4,9	-5,0	-0,8	-24,3	0,1	-14,7 (Ιαν.-Μάρ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-16,4	-7,9	12,6	-22,3	-13,7	-10,8 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>						
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	2,7	0,4	2,3	-12,7	-12,9	
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-12,3	-13,9	-15,0	4,7	-9,1	
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-16,7	-21,0	-7,0	1,0	-5,9	
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-27,0	11,3	6,4	-4,2	-4,0	-4,3 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>						
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-10,4	-3,2	21,2	19,0	10,7	7,5 (Ιαν.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	-5,8	44,6	14,4	15,2	7,0	4,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-17,5	1,0	12,7	-9,7	-3,0	-10,1 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>						
	-11,2	28,4	23,9	-19,0	8,1	13,7 (Ιαν.-Μάιος)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και IOBE (προσδοκίες).

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

Η αύξηση του μεριδίου των εμπορεύσιμων υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό (από 11% το 2009 σε 12,5% το 2015) στην προστιθέμενη αξία ενδέχεται να αντανάκλα τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν συντελεστεί στον κλάδο τα τελευταία χρόνια.<sup>14</sup> Επίσης, τα τελευταία έτη παρατηρείται αύξηση του μεριδίου των υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης στην προστιθέμενη αξία (από 4,6% το 2009 σε 6,0% το 2015) και στην απασχόληση (από 6,7% το 2009 σε 8,0%

το 2015). Επιπλέον, την περίοδο 2009-2016 παρατηρείται αύξηση των διαθέσιμων κλινών κατά 7% και των κλινών πολυτελών ξενοδοχείων (5 αστέρων) κατά 46%, υποδηλώνοντας αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος. Το 2015 οι επενδύσεις στον ίδιο κλάδο (καταλύματα και εστίαση) ανήλθαν σε 415 εκατ. ευρώ

<sup>14</sup> Βλ. Κασομάτη, Ε. και Δ. Σιδέρης (2015), "Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό: Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης (2008-2014)", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 42, ενότητα 3.



ή 2,0% των συνολικών επενδύσεων – το ποσοστό ουσιαστικά παραμένει σταθερό (1,9% κατά μέσο όρο για την περίοδο 2009-2015).

Το 2016 ο ελληνικός τουρισμός αντιμετώπισε μια σειρά από ιδιαίτερες προκλήσεις μετά το ρεκόρ αφίξεων και εσόδων που είχε σημειωθεί το 2015. Οι τάσεις μεταβολής του τουριστικού προϊόντος που παρατηρήθηκαν την περίοδο 2008-2014, όπως για παράδειγμα η επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου και η ανάδειξη των πόλεων ως τουριστικών προορισμών, συνέχισαν να παρατηρούνται και το 2016.<sup>15</sup> Το 2016 οι αφίξεις τουριστών σημείωσαν αύξηση κατά 5,1%, η οποία όμως δεν αντανάκλαται στην εξέλιξη των εσόδων (τα οποία μειώθηκαν κατά 6,8%), υποδηλώνοντας κυρίως μείωση των ξενοδοχειακών τιμών (βλ. Ειδικό θέμα IV.1). Από την άλλη πλευρά, οι αφίξεις ταξιδιωτών κρουαζιέρας και οι εισπράξεις από την κρουαζιέρα εμφανίζουν αύξηση κατά 5% και 1% αντίστοιχα.

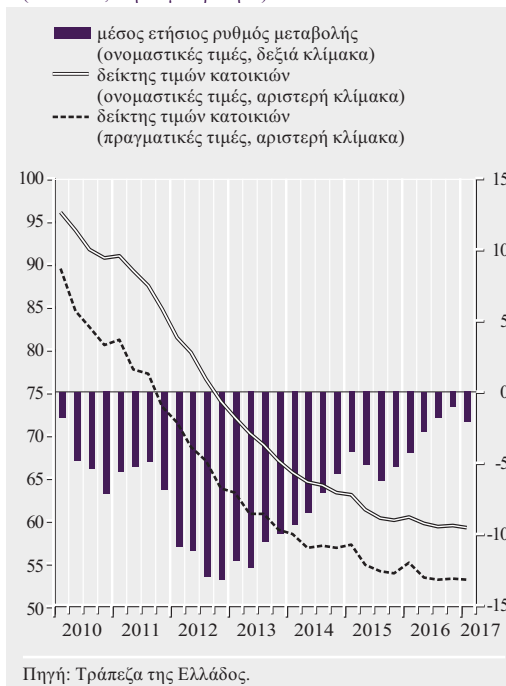
Για το 2017 τα μηνύματα είναι αισιόδοξα για τον τουρισμό με βάση στοιχεία για προκρατήσεις τουριστικών πακέτων και αεροπορικών θέσεων με προορισμό την Ελλάδα, επηρεάζοντας θετικά και τις προσδοκίες των επιχειρηματιών του τομέα. Επιπροσθέτως, η ιδιωτικοποίηση και η αναβάθμιση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων (με επενδύσεις που αναμένεται να προχωρήσουν από τη Fraport Greece), σε συνδυασμό με τη δραστηριοποίηση διεθνών ξενοδοχειακών αλυσίδων που έρχονται ή επεκτείνουν την παρουσία τους στην Ελλάδα, δείχνουν ότι τα επόμενα χρόνια η Ελλάδα θα εξακολουθήσει να συγκεντρώνει μεγάλο τουριστικό και επενδυτικό ενδιαφέρον.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2016 συνεχίστηκαν, αν και με μικρότερη ένταση, οι πιέσεις στις τιμές και τα μισθώματα τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων. Βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς ήταν η περιορισμένη

Διάγραμμα IV.10 Δείκτης τιμών κατοικιών

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



ζήτηση και η υπερβάλλουσα προσφορά, που μπορούν να αποδοθούν κυρίως στο δυσμενές οικονομικό περιβάλλον και τη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας.

Στην **αγορά των κατοικιών**, η μείωση των τιμών συνεχίστηκε με σημαντικά μικρότερη ένταση το 2016 και το α' τρίμηνο του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Αναλυτικότερα, με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, εκτιμάται ότι οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) το α' τρίμηνο του 2017 ήταν κατά μέσο όρο μειωμένες κατά 1,8% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2016. Για το σύνολο του 2016, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,4%, έναντι μείωσης κατά 5,1% το 2015. Σωρευτικά, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 41,9% από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως το α' τρίμηνο του 2017 με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα. Με διάκριση κατά γεω-

<sup>15</sup> Βλ. προηγούμενη υποσημείωση.

γραφική περιοχή, η υποχώρηση των τιμών ήταν εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα (Αθήνα: -44,1% και Θεσσαλονίκη: -46,3%).

Στον **κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων**, υπάρχουν ενδείξεις σταθεροποίησης για τα υψηλών προδιαγραφών ακίνητα σε περιοχές με αυξημένη εμπορικότητα. Η τάση αυτή αφορά τις κατηγορίες των γραφείων και καταστημάτων, ενώ είναι ακόμη εντονότερη στην περίπτωση των τουριστικών ακινήτων. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, για το 2016 στο σύνολο της χώρας, οι ονομαστικές τιμές γραφειακών χώρων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 0,6%, ενώ οι ονομαστικές τιμές καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών παρουσίασαν οριακή υποχώρηση κατά 0,4%. Ωστόσο, το β' εξάμηνο του 2016 καταγράφηκαν θετικοί ρυθμοί μεταβολής των τιμών και για τις δύο προηγούμενες κατηγορίες ακινήτων σε σχέση με το α' εξάμηνο.

Αν και οι πιέσεις για επαναδιαπραγμάτευση και μείωση των ενοικίων συνεχίστηκαν και το 2016, ο δείκτης μισθωμάτων καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών κατέγραψε το β' εξάμηνο του 2016, για πρώτη φορά από το 2010, οριακή αύξηση 0,3%, σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2016. Αντίθετα, τα μισθώματα των γραφείων σημείωσαν μικρή υποχώρηση, της τάξεως του 0,6%.

Κατά τη διάρκεια του 2016 παρατηρήθηκε αυξημένη κινητικότητα στον κλάδο των **τουριστικών ακινήτων**. Ένας σημαντικός αριθμός επενδύσεων δρομολογήθηκε, τόσο στην Αττική όσο και σε τουριστικούς προορισμούς της χώρας, οι οποίες αφορούν την επαναλειτουργία ή αναβάθμιση παλαιών αλλά και την ανάπτυξη νέων μονάδων υψηλής κατηγορίας (τεσσάρων ή πέντε αστέρων).

Αναφορικά με την πρόοδο της **αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου**, το 2016 ολοκληρώθηκαν ή δρομολογήθηκαν σημαντικές παραχωρήσεις και έργα ανάπτυξης (Αστέρας Βουλιαγμένης, Ελληνικό, Κασσιόπη

Κέρκυρας κ.λπ.), ενώ τον Απρίλιο του 2017 ολοκληρώθηκε και η διαγωνιστική διαδικασία για διάθεση του 67% των μετοχών του Οργανισμού Λιμένος Θεσσαλονίκης Α.Ε. Ωστόσο, ο ρυθμός ολοκλήρωσης των διαδικασιών και υλοποίησης του προγράμματος παραμένει αργός.

Η επιτάχυνση της υλοποίησης του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων είναι καθοριστική τόσο για την εισροή κεφαλαίων στην οικονομία και τη στήριξη της απασχόλησης όσο και για την ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης και σταθερότητας που θα οδηγήσει στην προσέλκυση νέων ιδιωτικών επενδύσεων στην ελληνική κτηματαγορά. Παράλληλα, η τόνωση της ζήτησης στην αγορά ακινήτων προϋποθέτει τη βελτίωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τη βελτίωση των όρων τραπεζικής χρηματοδότησης, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας και τη σταθεροποίηση του φορολογικού πλαισίου.

### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας το 2016 παρέμειναν θετικές, καθώς η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,7% (έναντι 2,1% το 2015) παρά τη στασιμότητα που παρατηρήθηκε στην οικονομία. Ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 5,5% το 2016 και το μέσο ποσοστό ανεργίας ανήλθε στο 23,5%, αισθητά μειωμένο σε σχέση με το 2015 (24,9%). Εντούτοις, η δυναμική που παρατηρήθηκε στις αρχές του έτους άρχισε να εξασθενεί σταδιακά, καθώς ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης μειώθηκε βαθμιαία (2,9%, 2,1%, 1,8% και 0,2% το α', β', γ' και δ' τρίμηνο του 2016 αντίστοιχα) και η αποκλιμάκωση της ανεργίας το β' εξάμηνο του 2016 επιβραδύνθηκε. Ιδιαίτερα το δ' τρίμηνο του έτους παρουσιάστηκε αντιστροφή της τάσης, με οριακή ετήσια αύξηση της απασχόλησης, αύξηση του ποσοστού ανεργίας και σημαντική επιδείνωση στο ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα, ως αποτέλεσμα της ύφεσης στην οικονομία κατά το εν λόγω τρίμηνο και της αβεβαιότητας

εξαιτίας της μη έγκαιρης ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης. Τους πρώτους μήνες του 2017 το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να αποκλιμακώνεται και το Μάρτιο του 2017 διαμορφώθηκε σε 22,5% (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), από 22,9% το Φεβρουάριο και 23,2% τον Ιανουάριο του 2017.

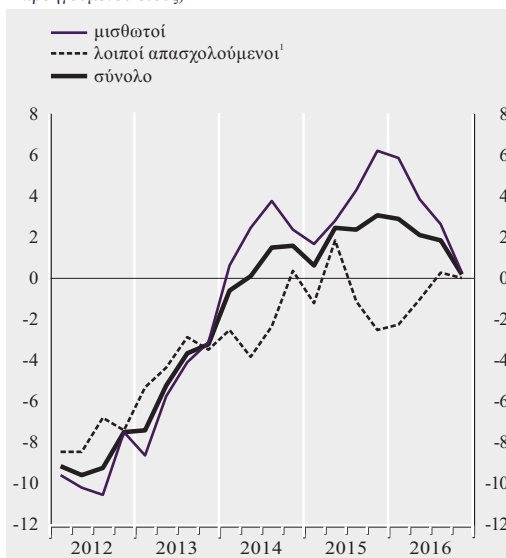
Η αύξηση της απασχόλησης που σημειώθηκε το 2016 παρά τη στασιμότητα της οικονομίας οφείλεται κυρίως στην ανάπτυξη ορισμένων κλάδων της ελληνικής οικονομίας, π.χ. του τουρισμού και της μεταποίησης, όπως αποτυπώνεται από την αύξηση του αριθμού των τουριστών και του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής αντίστοιχα. Στην αύξηση της απασχόλησης συνετέλεσαν επίσης οι μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα τα προηγούμενα έτη, οι οποίες βελτίωσαν την ευελιξία και την κινητικότητα στην αγορά εργασίας, ενώ διατήρησαν το κόστος εργασίας σε χαμηλά επίπεδα.

Σε **κλαδικό επίπεδο**, η αύξηση της απασχόλησης το 2016 προήλθε από τη μεταποίηση και τις υπηρεσίες που σχετίζονται με τον τουρισμό, αν και σημείωσαν ηπιότερους ρυθμούς αύξησης σε σύγκριση με το 2015 (3,9% και 4,8% αντίστοιχα έναντι 5,7% και 9,6% το 2015), από τη δημόσια διοίκηση και άμυνα (6,0%) και από τις διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες (3,3%). Αξίζει να σημειωθεί ότι κλάδοι όπως οι μεταφορές και η αποθήκευση, οι κατασκευές και η ενήμερωση και επικοινωνία, που είχαν καταγράψει το 2015 αρνητική εξέλιξη, αντέστρεψαν την πτωτική πορεία τους το 2016 και παρουσίασαν θετικούς ρυθμούς μεταβολής. Αντίθετα, το χονδρικό και λιανικό εμπόριο, που είχε σημειώσει αύξηση της απασχόλησης το προηγούμενο έτος, παρουσίασε πτώση το 2016.

Η αύξηση της απασχόλησης το 2016 οφείλεται στη σημαντική αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης** (3,1%) και των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό (9,4%) για δεύτερη συνεχή χρονιά. Αντίθετα, σημαντική μείωση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων, και κυρίως των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (-2,2%), που αντιπροσωπεύουν το

**Διάγραμμα IV.11 Απασχόληση (α' τρίμ. 2012-δ' τρίμ. 2016)**

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

1 Λοιποί απασχολούμενοι=αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες)+αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό+βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

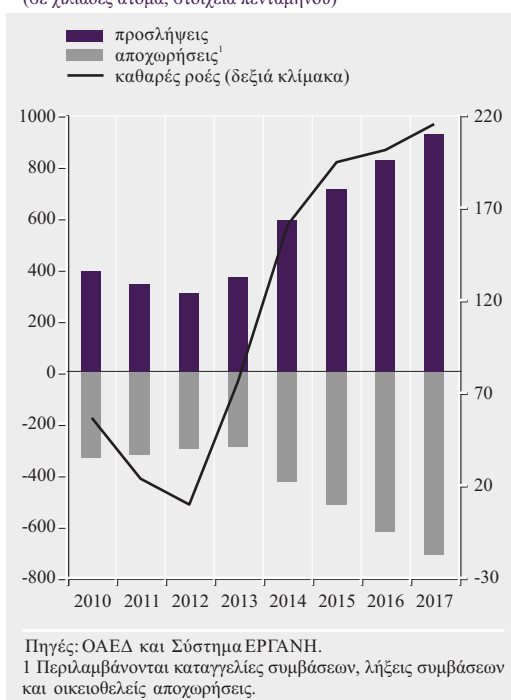
22,8% του συνόλου των απασχολούμενων, και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση, που αποτελούν το 3,9% του συνόλου των απασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, όπως αποτυπώνεται από το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ), συνεχίστηκε και το α' πεντάμηνο του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.12), με το ισοζύγιο να εμφανίζεται υψηλότερο έναντι του προηγούμενου έτους (215,3 χιλ. έναντι 201,1 χιλ. νέες θέσεις εργασίας σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα το 2016). Η θετική εικόνα οφείλεται στο θετικό ισοζύγιο των τελευταίων τεσσάρων μηνών και κυρίως στην ενίσχυση των ροών απασχόλησης το δίμηνο Απριλίου-Μαΐου εν όψει και της έναρξης της τουριστικής περιόδου.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Το πρώτο πεντάμηνο του 2017 οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης αποτελούσαν το 49,8% των συνολικών προσλήψεων, ενώ οι προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης αποτελούσαν το 50,2% (έναντι 49,6% και 50,4% αντίστοιχα το ίδιο διάστημα του 2016).

**Διάγραμμα IV.12 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2017)**

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία πενταμήνου)



Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** αυξήθηκε το 2016 στο 9,9% του συνόλου των απασχολούμενων, από 9,5% το 2015, καθώς ο αριθμός των μερικώς απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 5,8% το 2016 (2,3% το 2015). Δύσκολη εξακολουθεί να είναι η εύρεση εργασίας πλήρους απασχόλησης. Αυξημένα ποσοστά μερικής απασχόλησης παρατηρούνται στους κλάδους του εμπορίου και των υπηρεσιών τουρισμού, στη γεωργία και την εκπαίδευση. Το 2016 οι ευρύτεροι δείκτες υποαπασχόλησης στην αγορά εργασίας – οι οποίοι λαμβάνουν επίσης υπόψη ομάδες του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας που εργάζονται ακούσια με μερική απασχόληση ή που έχουν αποσυρθεί από την αγορά εργασίας – παρουσίασαν μικρή αύξηση παρά τη μείωση της συνολικής ανεργίας (βλ. Ειδικό θέμα IV.2).<sup>17</sup>

Το **ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 20-64 ετών** αυξήθηκε κατά 1,3 ποσοστιαία μονάδα, από 54,9% το 2015 σε 56,2% το 2016, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση

σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28 (μέσος όρος ΕΕ-28: 71,1%). Αύξηση του ποσοστού απασχόλησης παρατηρήθηκε και στα δύο φύλα, αλλά η αύξηση ήταν μεγαλύτερη για τους άνδρες (1,8 ποσοστιαία μονάδα) από ό,τι για τις γυναίκες (0,8 της ποσοστιαίας μονάδας), καθώς η αύξηση της απασχόλησης παρατηρήθηκε σε κλάδους όπου η απασχόληση των ανδρών είναι υψηλότερη σε σχέση με εκείνη των γυναικών. Επισημαίνεται ότι το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών (46,8%) υπολείπεται σημαντικά των ανδρών εργαζομένων (65,8%).

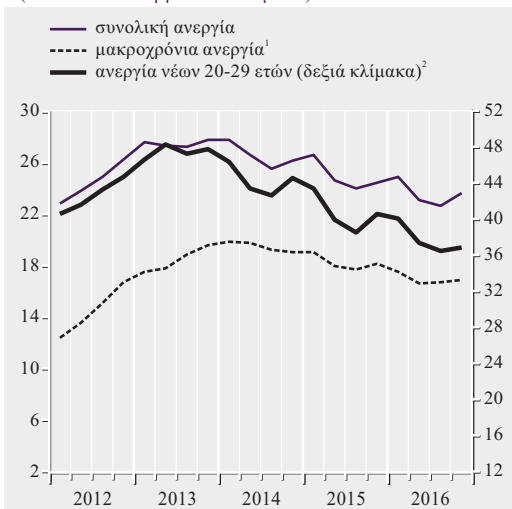
Το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το 2016 συνέχισε να αυξάνεται. Η είσοδος και παραμονή στην αγορά εργασίας περισσότερων εργαζομένων μπορεί να βοηθήσει στην εξισορρόπηση της επίδρασης της συρρίκνωσης του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, καθώς και στη μείωση της πίεσης στα δημόσια οικονομικά και στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης.

Η σταδιακή αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας συνοδεύθηκε από μείωση του ποσοστού ανεργίας στις ηλικιακές ομάδες κάτω των 45 ετών. Το ποσοστό ανεργίας των νέων 20-29 ετών υποχώρησε σημαντικά σε ετήσια βάση από 40,6% το 2015 σε 37,7% το 2016, διατηρώντας όμως τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28. Οι νομοθετικές παρεμβάσεις στο διάστημα 2012-2014 που επέτρεψαν την πρόσληψη νέων (κάτω των 25 ετών) με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, τα προγράμματα απασχόλησης, καθώς και ο υψηλός βαθμός απασχόλησης των νέων στις τουριστικές υπηρεσίες και το εμπόριο συνετέλεσαν στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων. Ωστόσο, το ποσοστό των νέων εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης ή κατάρτισης, παρά τη μείωσή του το 2016 έναντι του 2015, παραμένει υψηλό

<sup>17</sup> Συγκεκριμένα, το ποσοστό των υποαπασχολούμενων μερικής απασχόλησης επί του εργατικού δυναμικού για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών αυξήθηκε από 5,1% το 2015 σε 5,6% το 2016. Επίσης, ο αριθμός των ατόμων που ήταν άμεσα διαθέσιμα για εργασία αλλά δεν αναζητούσαν εργασία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών αυξήθηκε από 2,0% το 2015 σε 2,2% το 2016.

**Διάγραμμα IV.13 Ποσοστά ανεργίας (2012 - 2016)**

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.

2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

σε σύγκριση με τα αντίστοιχα μεγέθη άλλων χωρών της ΕΕ. Η στήριξη της απασχόλησης των νέων και η αντιμετώπιση της υψηλής ανεργίας των νέων, μέσω συντονισμένων δράσεων και πρωτοβουλιών (όπως η θέσπιση προγραμμάτων μετάβασης από την εκπαίδευση στην εργασία για την απόκτηση εργασιακής εμπειρίας, η νεανική επιχειρηματικότητα, η ενίσχυση της επαγγελματικής εκπαίδευσης και κατάρτισης κ.ά.) θα περιορίσουν τα αρνητικά αποτελέσματα της ανεργίας των νέων και θα αποτρέψουν την αποθάρρυνση και την περιθωριοποίησή τους σε περίπτωση μακροχρόνιας ανεργίας. Σε αντίθεση με τη μείωση της ανεργίας στο σύνολο και στις νεότερες ηλικιακές ομάδες, το ποσοστό ανεργίας για την ηλικιακή ομάδα 45-64 ετών αυξήθηκε οριακά (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Παράλληλα, μειώθηκε το **ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας** σε 16,9% το 2016 (18,2% το 2015), το οποίο όμως παραμένει το υψηλότερο στην ΕΕ-28 (μέσος όρος ΕΕ: 4%). Όσο αυξάνεται η διάρκεια της ανεργίας, η διασύνδεση με την αγορά εργασίας επιδεινώνεται, ενώ σταδιακά απαξιώνονται οι δεξιότητες των από-

μων και αυξάνεται η πιθανότητα απόσυρσης από την αγορά εργασίας, ενισχύοντας τον κίνδυνο κοινωνικού αποκλεισμού, φτώχειας και αύξησης των ανισοτήτων. Η σύνθεση της ανεργίας και ειδικότερα της μακροχρόνιας ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση και την καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας.<sup>18</sup>

Η επαναφορά σε διατηρήσιμους ρυθμούς μεγέθυνσης της οικονομικής δραστηριότητας το 2017, η άρση της αβεβαιότητας και η συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών θα συμβάλουν στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας – ιδιαίτερα των νέων και των μακροχρόνια ανέργων.<sup>19</sup> Η απορρόφηση των ανέργων αναμένεται να συνεχίσει να είναι μια σταδιακή διαδικασία, η οποία θα απαιτήσει χρόνο, δεδομένου και του τρέχοντος βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού. Η αύξηση της απασχόλησης και ιδιαίτερα της μισθωτής απασχόλησης αναμένεται να οδηγήσει σε ενίσχυση του εισοδήματος από μισθωτή εργασία και συνολικά του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Παράλληλα, η συνεχιζόμενη υλοποίηση του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία που είχε συμφωνηθεί το Σεπτέμβριο του 2016 θα οδηγήσει σε

<sup>18</sup> Μελέτες της ΕΕ επισημαίνουν ότι για τη μετάβαση από τη μακροχρόνια ανεργία στην απασχόληση πρέπει να ενισχυθεί η αγορά εργασίας με πολιτικές απασχόλησης που ευνοούν την προσφορά και τη ζήτηση εργασίας, ώστε να ενισχυθεί η επανένταξη των ανέργων στην αγορά εργασίας και να αποτραπεί η πιθανότητα μετάβασής τους εκτός του εργατικού δυναμικού. Επίσης αναδεικνύεται η σημασία της επιχειρηματικότητας για τον περιορισμό της ανεργίας (βλ. μεταξύ άλλων, European Commission, *Joint Employment Report 2017*).

<sup>19</sup> Ο ν. 4472/2017 περιλαμβάνει εργασιακές ρυθμίσεις για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Ως προς τον έλεγχο των ομαδικών απολύσεων, η αρμοδιότητα της διοικητικής έγκρισής τους μεταφέρεται από τον Υπουργό ή τον Νομάρχη στο Ανώτατο Συμβούλιο Εργασίας (Α.Σ.Ε.) τόσο ως προς την κοινοποίηση των σχετικών εγγράφων κατά το στάδιο των διαβουλεύσεων μεταξύ των εκπροσώπων των εργαζομένων και του εργοδότη όσο και σε σχέση με την κοινοποίηση του πρακτικού των διαβουλεύσεων και τη διενέργεια του ελέγχου των σχεδιαζόμενων απολύσεων. Επίσης ο νόμος προβλέπει την υιοθέτηση μέτρων άμβλυνσης των επιπτώσεων της απόλυσης καθώς και την ίδρυση τμήματος Ελέγχου Ομαδικών Απολύσεων του Α.Σ.Ε. Επιπλέον, θεσπίζεται ένα ενιαίο πλαίσιο για τις συνδικαλιστικές άδειες και θεσμοθετείται η ταχεία εκδίκαση του συνόλου των διαφορών μεταξύ εργοδοτών και εργαζομένων που μπορούν να προκύψουν σε περίπτωση κήρυξης απαργίας στην επιχείρηση. Τέλος στον ν. 4475/2017 διευκρινίζεται ότι οι διατάξεις που αφορούν την αναστολή των αρχών της επεκτασιμότητας και της ευνοϊκότερης ρύθμισης ισχύουν ως το τέλος του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής.



μείωση της παραοικονομίας και αύξηση της νόμιμης απασχόλησης, προκειμένου να διασφαλιστούν η στήριξη του συνταξιοδοτικού συστήματος, η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εργασίας και η ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς.<sup>20</sup> Τέλος, η εφαρμογή στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και προγραμμάτων επιμόρφωσης των ανέργων με τον κατάλληλο σχεδιασμό και την ορθή αξιοποίηση των διαθέσιμων, κυρίως ευρωπαϊκών, πόρων θα οδηγήσει στην αποκλιμάκωση της μακροχρόνιας ανεργίας που παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα.

#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

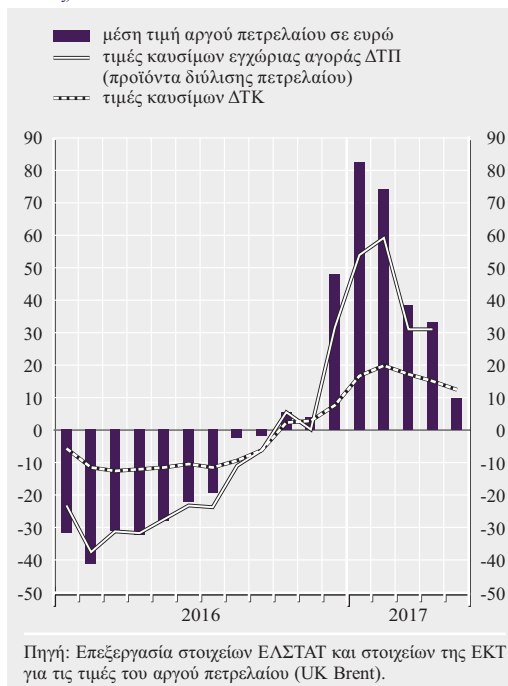
##### 4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο πληθωρισμός βάσει του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή, μετά την τριετή παραμονή του σε αρνητικό έδαφος (2013-2015) και τη σταθεροποίησή του το 2016 (0,0%), επανήλθε με ένταση, καταγράφοντας υψηλούς θετικούς ετήσιους ρυθμούς κατά τους πέντε πρώτους μήνες του 2017. Υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού καταγράφηκαν την περίοδο αυτή και στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ο κύριος λόγος της ανόδου του μέσου επιπέδου των τιμών είναι οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου, οι οποίες συγκρινόμενες με τις αντίστοιχες περυσινές βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.14). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η μέση τιμή του πετρελαίου Brent αυξήθηκε κατά 63,1% το α' τρίμηνο του 2017 (σε 50,85 ευρώ ανά βαρέλι από 31,18 ευρώ το α' τρίμηνο του 2016).

Στην Ελλάδα, πέραν της ανοδικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου, σημαντική συμβολή στην αύξηση του πληθωρισμού είχαν και οι αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Πιο συγκεκριμένα, από την αρχή του τρέχοντος έτους αυξήθηκαν οι ειδικοί φόροι κατανάλωσης στα καύσιμα αυτοκινήτου (αμόλυβδη βενζίνη, πετρέλαιο κίνησης, υγραέριο κίνησης), στον καπνό, στον καφέ και στη σταθερή τηλε-

**Διάγραμμα IV.14 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2016 - Μάιος 2017)**

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



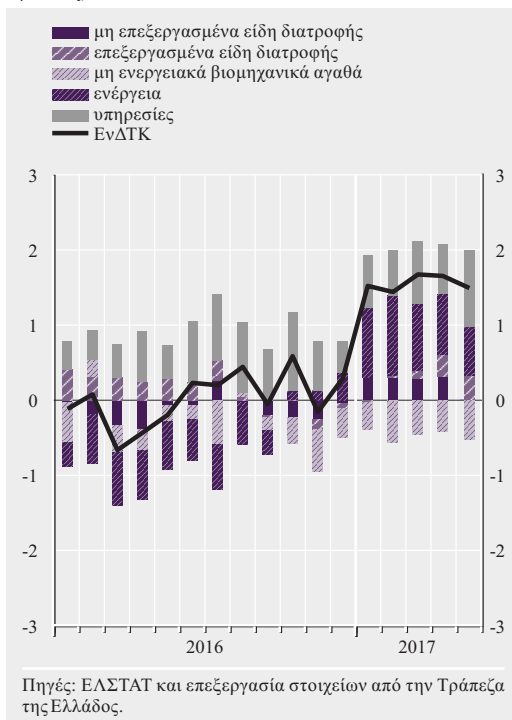
φωνία. Η επίδραση αυτών των φορολογικών μέτρων στον πληθωρισμό θα διαρκέσει καθ' όλο το 2017. Οι επιπτώσεις της φορολογίας όμως αναμένεται να είναι ιδιαίτερα εμφανείς και έντονες κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, λόγω και της μεταφερόμενης επίδρασης από την αύξηση του Ειδικού Φόρου Κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο πετρέλαιο θέρμανσης τον Οκτώβριο του 2016.

Παρατηρείται ότι όλες οι συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού κινούνται

<sup>20</sup> Στο άρθρο 15 του ν. 4468/2017 προβλέπεται η ίδρυση τμήματος καταπολέμησης της αδήλωτης εργασίας στο Ανώτατο Συμβούλιο Εργασίας, προκειμένου να ενισχυθεί η επιβολή της νομιμότητας στην αγορά εργασίας. Το τμήμα θα λειτουργεί με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εργαζομένων, των εργοδοτών και του Υπουργείου Εργασίας και θα συστηματοποιήσει τις προσπάθειες για την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας, ενισχύοντας το συντονισμό των ελεγκτικών μηχανισμών. Επίσης ανακοινώθηκε το "πilotικό πρόγραμμα για την αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας". Το πρόγραμμα αυτό αποτελεί δράση του τριετούς οδικού χάρτη που αφορά την εφαρμογή μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής για την αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας στην Ελλάδα (βλ. δελτίο τύπου Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, 27.4.2017).

**Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2016-Μάιος 2017)**

(ΕνΔΤΚ σε ετήσιες (%) μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



πλέον σε θετικό έδαφος, με εξαίρεση τις τιμές των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.15). Τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής κατέγραψαν υψηλούς θετικούς ετήσιους ρυθμούς κατά το πρώτο τετράμηνο του 2017 ως αποτέλεσμα, σε μεγάλο βαθμό, των δυσμενών καιρικών συνθηκών. Τα επεξεργασμένα τρόφιμα αφενός υπόκεινται στον ανταγωνισμό των ποικίλων προσφορών στις λιανικές αγορές τροφίμων και αφετέρου έχουν επιβαρυνθεί από τις πρόσφατες αυξήσεις των ΕΦΚ στον καπνό και στον καφέ. Επιπλέον, οι κακές καιρικές συνθήκες περιορίσαν την παραγωγή ελαιολάδου στην Ελλάδα, την Ιταλία και την Ισπανία, με αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση της τιμής του. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν τον πληθωρισμό των επεξεργασμένων τροφίμων σε θετικό έδαφος μετά την καταγραφή αρνητικών ετήσιων ρυθμών στα τέλη του 2016. Οι υπηρεσίες καταγράφουν υψηλούς ετήσιους ρυθμούς αύξησης κατά το

πρώτο πεντάμηνο του 2017, ωθούμενες κυρίως από μεμονωμένους υποδείκτες όπως τα “αεροπορικά εισιτήρια”, που καταγράφουν έντονες αυξήσεις.

Ο μόνος κύριος υποδείκτης που συνεχίζει να κινείται σε αρνητικό έδαφος είναι ο υποδείκτης των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών. Πρόκειται για αγαθά που υπόκεινται σε έντονο διεθνή ανταγωνισμό και που λόγω της χαμηλής εγχώριας ζήτησης προσφέρονται, πέραν των θεσμοθετημένων εκπαιδευτικών περιόδων, σε κυλιόμενες περιόδους έκτακτων προσφορών καθ’ όλη τη διάρκεια του έτους. Ο συνεχιζόμενος αποπληθωρισμός των ειδών αυτών συμβάλλει και στη διατήρηση του πυρήνα του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής και την ενέργεια) σε χαμηλούς ετήσιους ρυθμούς επίσης.

Η πορεία των πέντε κύριων συνιστωσών του εναρμονισμένου πληθωρισμού προϋδεάζει για τη διατήρηση της συνισταμένης τους, δηλαδή του γενικού δείκτη, σε θετικό έδαφος καθ’ όλο το 2017 βάσει της αναμενόμενης πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αλλά και της επιβάρυνσης από τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων. Μέσο ετήσιο ρυθμό με θετικό πρόσημο αναμένεται να καταγράψει το 2017 και ο πυρήνας του πληθωρισμού, με τη διαφορά ότι θα κυμαίνεται χαμηλότερα από εκείνον του γενικού δείκτη.

Η επάνοδος του εναρμονισμένου πληθωρισμού σε θετικό έδαφος υπήρξε αποτέλεσμα εξωγενών κυρίως παραγόντων, όπως η αύξηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αλλά και εγχώριων, όπως είναι οι σημαντικές επιβαρύνσεις από τις συνεχείς αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Η διατήρησή του σε αρνητικό έδαφος για περισσότερα από τρία έτη, κατά την περίοδο 2013-2016, αντανάκλασε τη χαμηλή εγχώρια ζήτηση. Η εγχώρια ζήτηση παραμένει υποτονική, αλλά οι αποπληθωριστικές πιέσεις έχουν πλήρως αντισταθμιστεί από το υψηλότερο ενεργειακό κόστος λόγω των υψηλότερων διεθνών τιμών του πετρελαίου και από την αυξημένη φορολογία.

#### Πίνακας IV.6 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2015-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-2,2	2,9	2,6
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-2,9	0,8	0,2
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-0,7	-1,3	0,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-2,2	2,1	0,1
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-1,4	0,0	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	-2,7	4,7	...

Πηγές: Για το 2015 και το 2016: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 6.3-26.4.2017. Για το 2017: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

#### 4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Μετά από μια εξαετία συνεχών μειώσεων, το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε το 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, αντανakλώντας τόσο την αισθητή αύξηση της μισθωτής απασχόλησης (2,1%) όσο και τη συγκρατημένη αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό (0,8%). Η άνοδος της συνολικής απασχόλησης κατά 1,7%, σε συνθήκες στασιμότητας του ΑΕΠ, ενδεχομένως αντανakλούσε την αυξημένη ευελιξία στην αγορά εργασίας, οδήγησε όμως σε υποχώρηση της παραγωγικότητας και συνετέλεσε σε αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (βλ. Πίνακα IV.6).

Το 2017, στο σύνολο της οικονομίας προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί η αύξηση του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης αισθητής ανόδου της μισθωτής απασχόλησης και δευτερευόντως λόγω της πολύ περιορισμένης αύξησης των αμοιβών ανά μισθωτό που αναμένεται. Ταυτόχρονα, αναμένεται περιορισμένη ανάκαμψη της παραγωγικότητας, με αποτέλεσμα πολύ μικρή αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Μέχρι στιγμής, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα ταμειακά στοιχεία που αφορούν το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2017, οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης

για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 2,6%, αλλά για ολόκληρο το έτος ο ρυθμός αναμένεται να είναι πολύ χαμηλότερος. Στον επιχειρηματικό τομέα, στο πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2017 υπογράφηκαν – σύμφωνα με τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ – 147 επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι περισσότερες από τις οποίες προβλέπουν σταθερότητα των αποδοχών, ενώ ορισμένες προβλέπουν μείωση. Επίσης, σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Εργασίας, στο ίδιο διάστημα υπογράφηκαν και 7 κλαδικές/ομοιοεπαγγελματικές συμβάσεις, ενώ στις 30 Μαρτίου οι κοινωνικοί εταίροι υπέγραψαν νέα Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση, με την οποία παρατείνεται η ισχύς των όρων της προηγούμενης.

#### 4.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το 2016 η ελληνική οικονομία σταθεροποιήθηκε και η ίδια εικόνα αντανakλάται και στον κύκλο εργασιών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, που όμως βελτίωσαν αισθητά την κερδοφορία τους. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 154 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,<sup>21</sup> ο κύκλος εργασιών μειώθηκε κατά μόλις 0,4% το 2016, ενώ τα μικτά κέρδη αυξήθηκαν κατά 0,6%. Εντούτοις, ο σημαντικός περιορισμός των χρηματοοικονομικών

<sup>21</sup> Στις 154 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιστήρια.

εξόδων κατά 21,9% σε συνδυασμό με τη σταθεροποίηση των εξόδων διοίκησης-διάθεσης (μείωση κατά 0,1%) οδήγησαν σε σημαντική αύξηση των καθαρών κερδών κατά 40% σε σχέση με το 2015.

Ο κλάδος της βιομηχανίας παρουσίασε αρνητική εικόνα, με μείωση του κύκλου εργασιών κατά 1,0% και μείωση των καθαρών κερδών κατά 55%, λόγω της αύξησης τόσο των εξόδων διοίκησης-διάθεσης όσο και των χρηματοοικονομικών εξόδων. Αντίθετα, ο κλάδος του εμπορίου σημείωσε άνοδο τόσο του κύκλου εργασιών (κατά 10,5%) όσο και των καθαρών κερδών (κατά 17,3%).

Το περιθώριο καθαρού κέρδους αυξήθηκε από 2,0% το 2015 σε 2,8% το 2016 για το σύνολο των επιχειρήσεων, όπως και η αποδοτικότητα των ιδίων και συνολικών κεφαλαίων (από 1,8% και 0,8% το 2015 σε 2,6% και 1,1% το 2016 αντίστοιχα). Η δανειακή επιβάρυνση παρέμεινε σταθερή, λόγω της έλλειψης ρευστότητας και της αβεβαιότητας, οι οποίες αποθαρρύνουν τις νέες επενδύσεις που απαιτούν τραπεζικό δανεισμό.

Οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ δείχνουν μια πιο αρνητική εικόνα. Πιο αναλυτικά, το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών το 2016 μειώθηκε κατά 10,5% έναντι του 2015, κυρίως λόγω της αύξησης της δαπάνης των εταιριών αυτών για αμοιβές εξαρτημένης εργασίας κατά 6,0%.

#### 4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά από εξαετή πορεία ανάκαμψης, το 2016 υποχώρησε τόσο σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας όσο και σε διαρθρωτικούς όρους. Για το 2017, με βάση τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία, προβλέπεται μικρή βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όλα τα επίπεδα.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας

ανά μονάδα προϊόντος υποχώρησε το 2016, κυρίως λόγω της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος. Ο εγχώριος πληθωρισμός παρέμεινε χαμηλότερος από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Αντιθέτως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα εκτιμάται ότι αυξήθηκε ταχύτερα από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταίρων, οδηγώντας σε απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας το 2016.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την Ελλάδα η Τράπεζα της Ελλάδος, η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** ενισχύθηκε κατά 1,3%, έναντι πτώσης της κατά 2,7% το 2015 (μέσα επίπεδα έτους). Η αύξηση αυτή του δείκτη αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την ανατίμηση της διμερούς ισοτιμίας του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας σε σχέση με το 2015 (12,9% σε μέσα επίπεδα έτους), η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από την υποτίμηση του ευρώ έναντι του ιαπωνικού γιεν (10,5% σε μέσα επίπεδα έτους), ενώ η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη σε μέσα επίπεδα έτους.

Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** στο σύνολο της οικονομίας, σε μέσα επίπεδα έτους, αυξήθηκε κατά 1,6% το 2016, έναντι μείωσης κατά 6,0% το 2015, καθώς η ταχύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων προστέθηκε στην αρνητική επίδραση από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή**, σε μέσα επίπεδα έτους, αυξήθηκε κατά 0,7% το 2016 έναντι μείωσης κατά 4,5% το 2015, καθώς η διαφορά του πληθωρισμού τιμών παρέμεινε αρνητική για την Ελλάδα αλλά μικρότερη σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, αντισταθμίζοντας μόνο εν μέρει την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Πίνακα IV.7).

**Πίνακας IV.7 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)<sup>1</sup> (2009-2017)**

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Δείκτης έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,6	128,3	3,9	109,2	1,0	118,3	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,5	126,3	-1,6	112,6	3,1	120,9	2,1
2011	112,7	0,5	118,8	0,4	123,4	-2,2	113,0	0,4	118,3	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	115,4	-6,5	111,3	-1,6	113,4	-4,1
2013	112,7	2,0	113,7	-0,8	107,7	-6,6	108,7	-2,3	104,3	-8,0
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	104,5	-3,0	106,7	-1,8	101,1	-3,1
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	98,3	-6,0	105,5	-1,2	98,7	-2,3
2016**	111,8	1,3	107,5	0,7	99,8	1,6	105,3	-0,2	99,9	1,2
2017**	111,9	0,1	107,0	-0,5	99,2	-0,7	104,9	-0,4	99,6	-0,4

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Τα στοιχεία για συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προέρχονται από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτιμήσεις για το 2016 και προβλέψεις για το 2017.

1 Οι ευρείς δείκτες πραγματικής ΣΣΙ περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC 5-8).

Σύμφωνα με τα στοιχεία του δ' τριμήνου του 2016 και του α' τριμήνου του 2017 της ΕΚΤ, οι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας εμφανίζουν ελαφρά βελτίωση έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου τόσο στην Ελλάδα όσο και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Μακροπρόθεσμα, η σημαντική αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας, η οποία έχει επιτευχθεί στην Ελλάδα, εάν διατηρηθεί τα επόμενα έτη, θα εξακολουθήσει να αποτελεί έναν στέρεο θετικό παράγοντα για την περαιτέρω αύξηση της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρή-

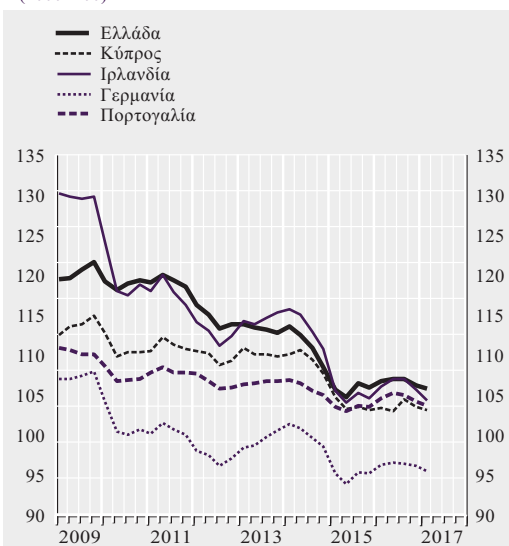
σεων και την περαιτέρω άνοδο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

**Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας**, η οποία συμπεριλαμβάνει ένα πλήθος άλλων παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πέραν των τιμών, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, παρουσιάζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και οπισθοχώρησης, σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας. Σύμφωνα με τους δείκτες αυτούς, η Ελλάδα συνεχίζει να κατατάσσεται στη χαμηλότερη θέση μεταξύ των προηγμένων οικονομιών. Σημαντικότερα εμπόδια για τη βελτίωση



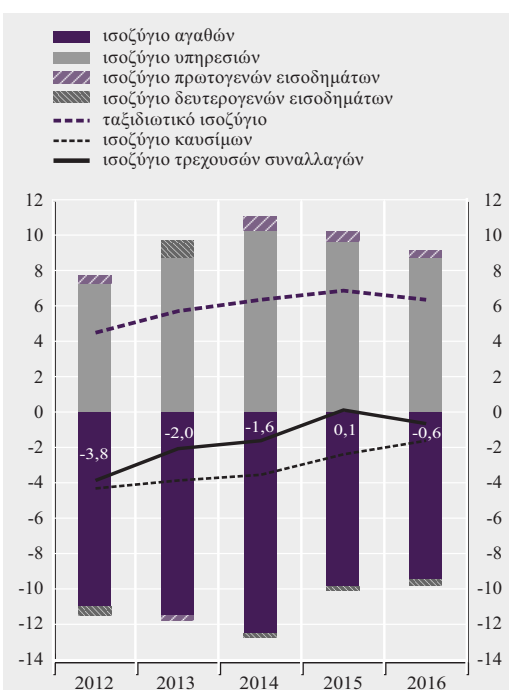
**Διάγραμμα IV.16 Δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους ΔΤΚ (α' τρίμ. 2009 - α' τρίμ. 2017)**

(2000=100)



Πηγή: EKT, SDW, Εναρμονισμένοι Δείκτες Ανταγωνιστικότητας.

**Διάγραμμα IV.17 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ**



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών, και ΕΛΣΤΑΤ, εθνικοί λογαριασμοί (ΑΕΠ).

της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων εξακολουθούν να θεωρούνται η πρόσβαση στη χρηματοδότηση και η αναποτελεσματική γραφειοκρατία της δημόσιας διοίκησης. Δύο άλλα εμπόδια στο επιχειρείν αναδεικνύονται όμως πλέον ως σοβαρότερα όλων: η αστάθεια της πολιτικής και οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ)**, το 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, παρουσίασε έλλειμμα ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ (0,6% του ΑΕΠ). Θετική επίδραση στο ΙΤΣ είχε η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, που αντισταθμίστηκε κυρίως από τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και τη συρρίκνωση των καθαρών εισπράξεων από τη ναυτιλία και τον τουρισμό (βλ. Διάγραμμα IV.17 και Πίνακα 2 στο Στατιστικό Παράρτημα).

Το α' τετράμηνο του 2017 το ΙΤΣ βελτιώθηκε σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2016, ως αποτέλεσμα της ανόδου του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, που οφείλεται στη θετική πορεία των εισπράξεων, πρωτίστως από μεταφορές και λοιπές υπηρεσίες και δευτερευόντως από τον τουρισμό, και της βελτίωσης των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Οι εξελίξεις αυτές υπερέκλυψαν την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών ως συνέπεια κυρίως της αντιστροφής της θετικής επίδρασης από το ισοζύγιο καυσίμων.

Το 2017, το ΙΤΣ αναμένεται να είναι σχεδόν ισοσκελισμένο, επηρεαζόμενο θετικά από την άνοδο των εξαγωγών αγαθών και των εισπράξεων από τη ναυτιλία και τον τουρισμό. Το διεθνές περιβάλλον αναμένεται καλύτερο το 2017 σε σχέση με το 2016 για τη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών, λόγω της επιτάχυνσης του ρυθμού ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών και του παγκόσμιου εμπορίου. Επιπλέον, οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν μέχρι

τώρα ενισχύσει σημαντικά την εξωστρέφειά τους, αυξάνοντας το μερίδιο της παραγωγής τους που εξάγεται. Το 2017 αναμένεται ενίσχυση της επενδυτικής δραστηριότητας, ως συνέπεια και της βελτίωσης των συνθηκών χρηματοδότησης, με θετικά αποτελέσματα στις εξαγωγές. Όμως η ανάκαμψη των επενδύσεων και της οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα θα δημιουργήσει αυξημένες ανάγκες και για εισαγωγές, με αρνητική επίδραση στο ισοζύγιο.

Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από τον τουρισμό είναι θετικές, καθώς αναμένεται άνοδος της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία των προκρατήσεων ξενοδοχείων και αεροπορικών θέσεων, καθώς και τις εκτιμήσεις για την πορεία του τουρισμού διεθνώς (UNWTO). Επίσης, η εικόνα της χώρας ως τουριστικού προορισμού έχει βελτιωθεί, καθώς ανέβηκε κατά 7 θέσεις στην παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας που αφορά τον τουρισμό (WTTC). Παράλληλα, η ελληνική ναυτιλία έχει ανακτήσει τη δυναμική της, όπως φαίνεται και από τις αυξημένες εισαγωγές πλοίων<sup>22</sup> και την ανοδική τάση στους ναύλους, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί λόγω της ανάκαμψης του παγκόσμιου εμπορίου, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθεί παράλληλα και η τάση για διαλύσεις πλοίων που εξασφαλίζει εξομάλυνση της προσφοράς χωρητικότητας.

Το **ισοζύγιο αγαθών** το 2016 παρουσίασε βελτίωση, επηρεαζόμενο θετικά κυρίως από τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων, ως αποτέλεσμα της διατήρησης σε χαμηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου σε συνδυασμό με την υποτίμηση του ευρώ, αλλά και της ενίσχυσης της εξωστρέφειας των ελληνικών διυλιστηρίων.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2017 η αύξηση του ελλείμματος του **ισοζυγίου καυσίμων**, λόγω άνοδου των τιμών του πετρελαίου, ήταν η κύρια αιτία διεύρυνσης του συνολικού ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Το έλλειμμα του **ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα** παρουσίασε αύξηση, καθώς η αξία των εισα-

γωγών αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι η αξία των εξαγωγών, μια τάση που εμφανίστηκε το 2016 και συνεχίστηκε.

Οι **εξαγωγές** χωρίς καύσιμα αυξήθηκαν κατά 6,1% σε τρέχουσες τιμές (κατά 3,5% σε σταθερές τιμές), με ρυθμό παραπλήσιο εκείνου που παρατηρείται στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.18). Εκτός από τον κλάδο των καυσίμων, ιδιαίτερα σημαντική συμβολή στην άνοδο των εξαγωγών είχαν οι κλάδοι των μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων, των χημικών, φαρμακευτικών και πλαστικών προϊόντων, καθώς και των προϊόντων κλωστοϋφαντουργίας και ένδυσης. Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή** των ελληνικών εξαγωγών χωρίς καύσιμα, δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές μέχρι τώρα.<sup>23</sup>

Η αύξηση των **εισαγωγών** χωρίς καύσιμα (κατά 4,8% σε τρέχουσες τιμές, κατά 4,0% σε σταθερές τιμές) οφείλεται κυρίως στην άνοδο των εισαγωγών ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών.<sup>24</sup>

Το **πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών** περιορίστηκε το 2016, ως αποτέλεσμα της σημαντικής πτώσης των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών κυρίως, αλλά και από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, εξελίξεις οι οποίες αντισταθμίστηκαν εν μέρει από τη βελτίωση του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.19). Το α' τετράμηνο του 2017 το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών παρουσίασε άνοδο, δεδομένου ότι όλα τα επιμέρους ισοζύγια δείχνουν βελτίωση.

Η βελτίωση του **ταξιδιωτικού ισοζυγίου** το α' τετράμηνο του 2017 οφείλεται τόσο στην άνοδο των εισπράξεων από τον τουρισμό (κατά 2,4%) όσο και στη μείωση των δαπανών

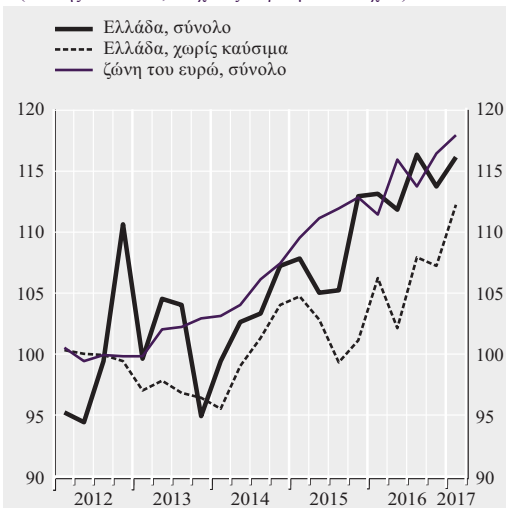
<sup>22</sup> Οι εισαγωγές πλοίων, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2017 έφθασαν τα 2,0 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,9 δισεκ. ευρώ σε ολόκληρο το 2016, γεγονός που αντανάκλα τις θετικές προσδοκίες που επικρατούν στον κλάδο της ναυτιλίας.

<sup>23</sup> Όσον αφορά τις συνολικές εξαγωγές αγαθών, παρατηρείται άνοδος, σε όρους αξίας, του ποσοστού που κατευθύνεται σε προορισμούς εκτός ΕΕ, λόγω αύξησης των τιμών των καυσίμων που εξάγονται στις χώρες αυτές.

<sup>24</sup> Στην κατηγορία των κεφαλαιακών αγαθών περιλαμβάνονται και τα πλοία.

**Διάγραμμα IV.18 Εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές (α' τρίμ. 2012 - α' τρίμ. 2017)**

(δείκτης 2012=100, εποχικός διορθωμένα στοιχεία)

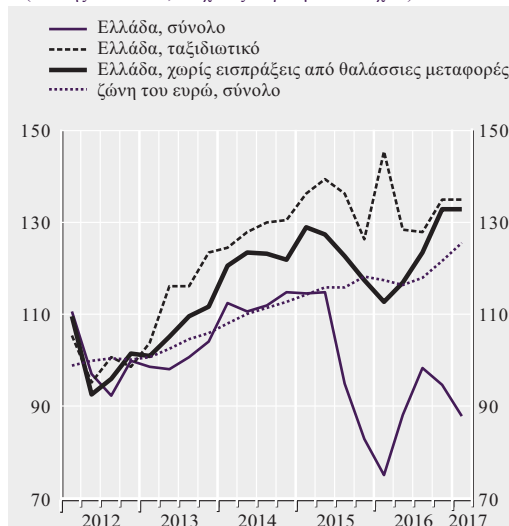


Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος και της Eurostat.

1 Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με το δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές (ΕΛΣΤΑΤ) για την Ελλάδα και τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (Eurostat) για τη ζώνη του ευρώ.

**Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές υπηρεσιών σε σταθερές τιμές (α' τρίμ. 2012 - α' τρίμ. 2017)**

(δείκτης 2012=100, εποχικός διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος και της Eurostat.

1 Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (ΕΛΣΤΑΤ) για την Ελλάδα και Eurostat για τη ζώνη του ευρώ.

κατοίκων στο εξωτερικό. Οι συνολικές αφίξεις παρουσίασαν άνοδο κατά 3,2%. Ειδικότερα, οι αεροπορικές αφίξεις αυξήθηκαν κατά 11%. Αξιόλογη άνοδο παρουσίασαν οι εισπράξεις και οι αφίξεις επισκεπτών από τις χώρες της ζώνης του ευρώ, στους οποίους αντιστοιχεί υψηλή μέση δαπάνη ανά ταξίδι. Τέλος, η συνολική μέση δαπάνη ανά ταξίδι παρέμεινε περίπου σταθερή.

Οι συνολικές αφίξεις τουριστών το 2017, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ), αναμένεται να φθάσουν τα 28,5 εκατομμύρια (άνοδος 2,0% σε σχέση με το 2016<sup>25</sup>), ενώ οι συνολικές εισπράξεις αναμένεται να αυξηθούν περίπου κατά 7,5%.<sup>26</sup>

Η βελτίωση του **ισοζυγίου μεταφορών** το α' τετράμηνο του 2017 αντανάκλα την άνοδο των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές κατά 20,9%, η οποία οφείλεται στην άνοδο των ναύλων ξηρού φορτίου, ως αποτέλεσμα της αυξημένης ζήτησης το τελευταίο διάστημα και

στη μερική άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Ήδη παρατηρείται άνοδος του ClarkSea Index κατά 2,5% περίπου την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2017 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2016, η οποία οφείλεται στον υπερδιπλασιασμό των ναύλων ξηρού φορτίου.<sup>27</sup> Αντίθετα, οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων παρουσιάζουν πτώση κατά 40%, καθώς περιορίστηκε πλέον η ζήτηση για αποθεματοποίηση.

Το 2016 τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και το ισοζύγιο κεφαλαίων** επέδρασαν αρνητικά στο ΙΤΣ. Το α' τετράμηνο του 2017 τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτε-

<sup>25</sup> Υπάρχει όμως αβεβαιότητα σχετικά με τις εξελίξεις στον τομέα της κρουαζιέρας λόγω της γεωπολιτικής κατάστασης στη ΝΑ Μεσόγειο.

<sup>26</sup> Επίσης, σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του World Travel and Tourism Council (WTTC), το 2017 αναμένεται η συνολική συμβολή του τουρισμού στο ΑΕΠ της Ελλάδος να αυξηθεί κατά 6,9% σε σχέση με το 2016 και οι θέσεις εργασίας στον τουρισμό να φθάσουν τις 914,5 χιλ. (860 χιλ. το 2016), ενώ οι τουριστικές επενδύσεις να αυξηθούν κατά 6,6%.

<sup>27</sup> Σημειώνεται ότι το Φεβρουάριο του 2016 ο συγκεκριμένος δείκτης διαμορφώθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

ρογενών εισοδημάτων παρουσίασαν βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016, ενώ το ισοζύγιο κεφαλαίων χειροτέρευσε.

Οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ, αν και σημαντικές, βαίνουν μειούμενες την τελευταία τριετία. Το 2016 μειώθηκαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ, καθώς η απορρόφηση του νέου ΕΣΠΑ ήταν χαμηλότερη της αναμενόμενης. Το α' τετράμηνο του 2017 οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία ανήλθαν σε 264 εκατ. ευρώ, αισθητά περιορισμένες σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2016, αλλά και με τα προηγούμενα έτη. Μέχρι τώρα, η Ελλάδα έχει απορροφήσει λιγότερο από το 1/5 των κονδυλίων του νέου ΕΣΠΑ 2014-2020, ωστόσο είναι σύνηθες ο ρυθμός απορρόφησης να επιταχύνεται σημαντικά προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου. Οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες σε 2,6 δισεκ. ευρώ το 2016, ενώ το α' τετράμηνο του 2017 ανήλθαν σε 1,7 δισεκ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους.

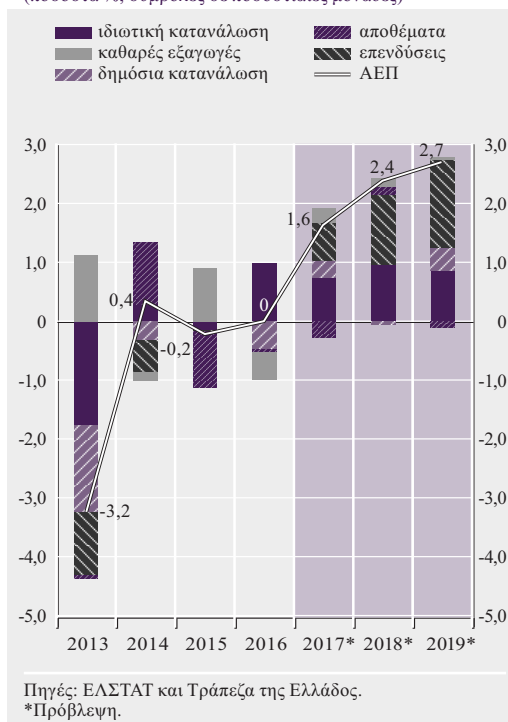
Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, το 2016 οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, οι οποίες αντιπροσωπεύουν εισροή άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα από μη κατοίκους, παρουσίασαν άνοδο κατά 2,8 δισεκ. ευρώ (1,6% του ΑΕΠ), από τα οποία το 40% αντιστοιχεί σε συγχωνεύσεις και εξαγωγές. Το α' τετράμηνο του 2017 η σχετική εισροή έφθασε τα 1,3 δισεκ. ευρώ και αντιπροσωπεύει κυρίως επενδύσεις σε νέες μετοχές (ίδρυση υποκαταστημάτων και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) και χορήγηση ενδοομιλικών δανείων.<sup>28</sup>

## 6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση των εθνικών λογαριασμών, καθώς και των βραχυχρόνιων δεικτών δραστηριότητας και οικονομικού κλίματος που εκτείνονται στο β' τρίμηνο του 2017. Επίσης ενσωματώνουν

Διάγραμμα IV.20 Ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και συμβολές

(ποσοστά %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



όλα τα διευκρινισμένα μέτρα που έχουν ψηφιστεί με βάση τη δεύτερη αξιολόγηση, στο πλαίσιο της συμφωνίας χρηματοδότησης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Για την εξέλιξη εξωγενών μεγεθών που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθετεί τις προβλέψεις της ΕΚΤ.

Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία δείχνουν ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας που ξεκινά από το β' τρίμηνο του 2017 και συνεχίζεται τα έτη 2018 και 2019. Αναλυτικότερα, αναμένεται ανάπτυξη κατά 1,6%, 2,4% και 2,7% για το 2017, το 2018 και το 2019 αντίστοιχα (βλ. Πίνακα IV.8 και Διάγραμμα IV.20). Οι προβλέψεις για το 2017 βασίζονται στην υπόθεση ότι οι δημοσιονομικές εξελίξεις

<sup>28</sup> Η σημαντικότερη συναλλαγή στην κατηγορία αυτή αφορά τη συμμετοχή των εταιριών Fraport AG (Γερμανία) και Sntel Ltd (Κύπρος) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των θυγατρικών τους, που ανέλαβαν τη διαχείριση των περιφερειακών αεροδρομίων στην Ελλάδα, και την παράλληλη χορήγηση ενδοομιλικών δανείων προς τις θυγατρικές αυτές.

## Πίνακας IV.8 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2016	2017	2018	2019
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	0,0	1,6	2,4	2,7
Ιδιωτική κατανάλωση	1,4	1,1	1,4	1,3
Δημόσια κατανάλωση	-2,1	1,4	-0,2	1,8
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	0,1	5,6	10,1	11,6
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-2,0	5,5	4,7	4,3
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-0,4	4,4	4,1	3,9
Αποθέματα	-0,1	-0,3	0,1	-0,1
ΕνΔΤΚ	0,0	1,2	1,1	1,2
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,5	0,7	1,1	1,2
Απασχόληση	1,8	1,5	2,0	2,3
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	23,5	22,4	20,9	19,1
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-0,6	0,4	0,3	0,5

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

θα έχουν θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα, αφού το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2016 βασίστηκε εν μέρει σε μη επαναλαμβανόμενη εισπραξη εσόδων και συγκράτηση τιμών. Επίσης βασίζονται στις ενδείξεις για αύξηση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών (κυρίως τουριστικών). Επιπλέον, αναμένεται ότι η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης θα επιδράσει θετικά στις συνθήκες χρηματοδότησης της οικονομίας και στο οικονομικό κλίμα, με σημαντικές θετικές συνέπειες στην εξέλιξη των βασικών συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης.

Για τα έτη 2017-2019, η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί. Καθοριστικό παράγοντα της εξέλιξης της πραγματικής κατανάλωσης αποτελεί το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, το οποίο εκτιμάται ότι θα αυξηθεί ως αποτέλεσμα της αύξησης των συνολικών αμοιβών των μισθωτών, λόγω και της ανόδου της απασχόλησης. Η αύξηση της κατανάλωσης συνδέεται επίσης με την υπόθεση ότι οι νεοεισερχόμενοι στην αγορά εργασίας έχουν υψηλότερη ροπή προς κατανάλωση.

Η συμβολή των επενδύσεων για τα έτη 2017-2019 αναμένεται θετική, κυρίως λόγω της

αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων, η οποία αντανακλά τη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και την έναρξη προγραμματών συγχρηματοδοτούμενων από ευρωπαϊκούς πόρους.<sup>29</sup>

Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν τη θετική πορεία της περιόδου 2014-2016, αυξανόμενες ταχύτερα από ό,τι η εξωτερική ζήτηση για ελληνικά αγαθά (γεγονός που υποδηλώνει σταδιακή διεύρυνση των μεριδίων αγοράς των ελληνικών προϊόντων στην παγκόσμια οικονομία). Οι εξαγωγές υπηρεσιών αναμένεται να είναι ιδιαίτερα αυξημένες, ακολουθώντας την εκτιμώμενη αύξηση της ζήτησης ναυτιλιακών και τουριστικών υπηρεσιών. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα αυξηθούν, ακολουθώντας τις εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση.

Η απασχόληση αναμένεται ότι θα αυξάνεται την περίοδο 2017-2019, ακολουθώντας την

<sup>29</sup> Εντούτοις, η πιστοδοτική ικανότητα των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θα παραμείνει περιορισμένη έως ότου διευθετηθούν τα υφιστάμενα θέματα των μη εξυπηρετούμενων δανείων.



#### Πίνακας IV.9 Προβλέψεις και εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών για το ΑΕΠ της Ελλάδος

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	2016	2017	2018
ΟΟΣΑ	Ιούνιος 2017	0,0	1,1	2,5
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2017	0,0	2,1	2,5
Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	Απρίλιος 2017	0,0	2,2	2,7
Consensus Economics	Μάιος 2017	0,0	1,2	2,1

Πηγές: ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Ιούνιος 2017), Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*European Economic Forecast, Spring 2017*, Μάιος 2017), ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Απρίλιος 2017), Consensus Economics (*Consensus Forecasts*, Μάιος 2017).

πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση, και ιδιαίτερα για τη μισθωτή απασχόληση, υποστηρίζονται από τη θετική πορεία της μεταποίησης και του τουριστικού κλάδου, το χαμηλό μισθολογικό κόστος, την ευελιξία που παρέχει το θεσμικό πλαίσιο ως προς τις μορφές απασχόλησης, καθώς και από τα συνεχιζόμενα προγράμματα απασχόλησης του ΟΑΕΔ. Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω.

Όσον αφορά τις εξελίξεις των τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), προβλέπεται ότι η ανοδική πορεία των τιμών θα συνεχιστεί καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης με σχετικά ήπιους ρυθμούς. Η αναμενόμενη αύξηση των τιμών το 2017 αντανάκλα αφενός την ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και αφετέρου την επιβάρυνση από τις αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας. Εξαιρουμένης της ενέργειας, η μεταβολή του ΕνΔΤΚ αναμένεται να είναι θετική, αλλά να κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα του γενικού

δείκτη καθ' όλη την περίοδο 2017-2019.

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος διαφέρουν από τις προβλέψεις άλλων οργανισμών. Κατά κύριο λόγο αυτό οφείλεται σε διαφορές στο χρόνο διεξαγωγής των προβλέψεων, με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος να ενσωματώνουν πιο πρόσφατη πληροφόρηση για το ΑΕΠ και τους βραχυχρόνιους δείκτες δραστηριότητας (βλ. Πίνακα IV.9).

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν το βασικό σενάριο προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ισορροπημένοι. Η πιο θετική του αναμενόμενου έκβαση σχετίζεται με την ταχύτερη από το αναμενόμενο αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών και την ταχύτερη βελτίωση της ρευστότητας. Μια πιο αρνητική έκβαση σχετίζεται με τις επιπτώσεις πιθανών καθυστερήσεων στην υλοποίηση των συμφωνημένων μέτρων. Σχετίζεται επίσης με εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον, όπως με την έξαρση του προστατευτισμού διεθνώς και με τις γεωπολιτικές εξελίξεις.

#### Ειδικό θέμα IV.1

##### ΤΟ ΠΑΡΑΔΟΞΟ ΤΟΥ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ ΤΟ 2016: ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΕΣ ΑΦΙΞΕΙΣ, ΛΙΓΟΤΕΡΑ ΕΣΟΔΑ

Κατά τη διάρκεια του 2016 παρατηρήθηκε μείωση των ταξιδιωτικών εσόδων, παρά την άνοδο των τουριστικών αφίξεων (της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης).<sup>1</sup> Στο παρόν Ειδικό θέμα επιχειρείται μια σύντομη διερεύνηση των παραγόντων που ερμηνεύουν αυτό το φαινόμενο.

1 Το θέμα απασχόλησε συχνά τους οικονομικούς αναλυτές και τους επιχειρηματίες του κλάδου κατά τη διάρκεια του 2016 και μέχρι πρόσφατα (βλ. μεταξύ άλλων Μαρούλης, Δ. και Α. Τζκος (2017), "Ελληνικός Τουρισμός, - Εξελίξεις - Προοπτικές", ΙΝΣΕΤΕ, Τεύχος 2, Ιανουάριος, και ΣΕΤΕ (2017), *Στατιστικό Δελτίο*, 18, Απρίλιος).

## 1. Το παράδοξο: οι αφίξεις αυξάνονται, τα έσοδα μειώνονται

Σύμφωνα με την Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος,<sup>2</sup> το 2016 **οι ετήσιες αφίξεις και οι διανυκτερεύσεις ταξιδιωτών αυξήθηκαν** (κατά 5,1% και 2,9% αντίστοιχα), ενώ **οι ταξιδιωτικές εισπράξεις μειώθηκαν** (κατά 6,8%).<sup>3</sup> Αυτό συνέβη παρά την οριακή αύξηση (κατά 0,2%) των **τιμών διανυκτέρευσης σε ξενοδοχεία** με βάση το σχετικό δείκτη της ΕΛΣΤΑΤ.

Όμως, εξετάζοντας την τελευταία εξαετία, διαπιστώνεται ότι οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αριθμού των αφίξεων/διανυκτερεύσεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων **αποκλίνουν ήδη από το 2014** και τελικώς κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση το 2016 (βλ. Πίνακα Α). Ουσιαστικά, ο ρυθμός μεταβολής των ταξιδιωτικών εσόδων βαίνει μειούμενος από το 2014, με επιταχυνόμενο ρυθμό, και τελικά γίνεται αρνητικός το 2016.

**Πίνακας Α Ταξιδιωτικές εισπράξεις, αφίξεις και διανυκτερεύσεις (2011-2016)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

Έτος	Ταξιδιωτικές εισπράξεις	Αφίξεις	Διανυκτερεύσεις
2011	9,3	9,5	7,7
2012	-4,6	-5,5	-6,7
2013	16,8	15,5	13,7
2014	11,1	23	15,3
2015	5,2	7,1	0,1
2016	-6,8	5,1	2,9

Πηγή: Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα παραπάνω μεγέθη δεν περιλαμβάνουν στοιχεία για τις κρουαζιέρες.

## 2. Η εξέλιξη των διανυκτερεύσεων πιο αντιπροσωπευτικός δείκτης για την πορεία των εσόδων

Στο Διάγραμμα Α καταγράφεται πιο λεπτομερώς η εξέλιξη των τριών υπό εξέταση μεγεθών (ταξιδιωτικών εισπράξεων, αφίξεων και διανυκτερεύσεων) σε μηνιαία συχνότητα, για την περίοδο Ιανουαρίου 2013-Δεκεμβρίου 2016. Ενώ την περίοδο μέχρι το Μάρτιο του 2014 οι εξελίξεις των τριών μεταβλητών συμβαδίζουν, μετά τον Απρίλιο του 2014 οι συσχετίσεις μεταξύ των τριών μεταβλητών είναι λιγότερο ισχυρές. Ειδικότερα, η συσχέτιση μεταξύ αφίξεων και διανυκτερεύσεων είναι ιδιαίτερα χαμηλή για τους μήνες εκτός αιχμής (Οκτώβριος 2014-Μάιος 2015). Αυτό επιβεβαιώνει το γεγονός ότι υπάρχει αύξηση των αφίξεων σε περιόδους εκτός αιχμής στις μεγάλες πόλεις (Αθήνα και Θεσσαλονίκη) για λιγότερες ημέρες, π.χ. Σαββατοκύριακο (city breaks).<sup>4,5</sup>

2 Τα στοιχεία (εισπράξεις, αφίξεις, διανυκτερεύσεις) προέρχονται από συνεντεύξεις δείγματος ταξιδιωτών στο πλαίσιο της Έρευνας Συνόρων και επομένως αποκλείεται η περίπτωση τα στοιχεία για τις εισπράξεις (και το διερευνώμενο παράδοξο) να αντανακλούν φοροδιαφυγή (π.χ. των ιδιοκτητών καταλυμάτων Airbnb).

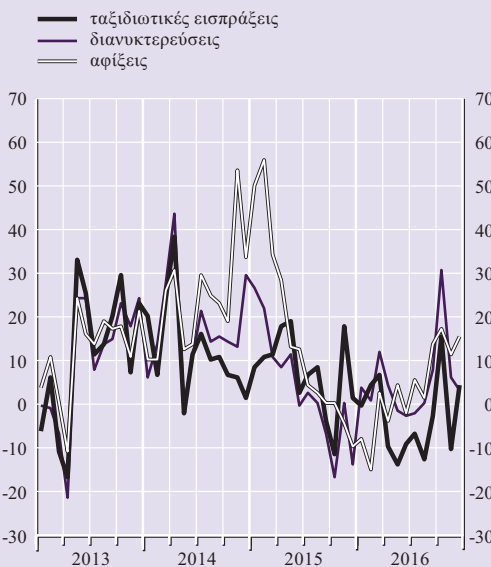
3 Τα μεγέθη δεν περιλαμβάνουν στοιχεία για τις κρουαζιέρες.

4 Βλ. Κασσιμάτη, Ε. και Δ. Σιδέρης (2015), "Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό: διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 42, Δεκέμβριος.

5 Βέβαια, η αύξηση των αφίξεων που παρατηρείται το δωδεκάμηνο από τον Απρίλιο του 2014 έως το Μάρτιο του 2015 αντανακλά και την έναρξη της δραστηριοποίησης αεροπορικών εταιριών χαμηλού κόστους στην ελληνική αγορά (π.χ. η Ryanair ξεκίνησε τη δραστηριότητά της τον Απρίλιο του 2014).

### Διάγραμμα Α Ταξιδιωτικές εισπράξεις, αφίξεις και διανυκτερεύσεις (Ιανουάριος 2013 - Δεκέμβριος 2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, μηνιαίες παρατηρήσεις)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

τιμών και πληροφοριών.<sup>8</sup> Δεδομένου ότι το ποσοστό των κρατήσεων που γίνεται διαδικτυακά βαίνει αυξανόμενο και ότι η trivago καταγράφει τη μεταβολή των τιμών σε πραγματικό χρόνο, θεωρείται ότι η χρήση του δείκτη τιμών της προσφέρει σημαντική επιπλέον πληροφόρηση. Σε κάθε περίπτωση, ο υπολογισμός των εισπράξεων από διανυκτερεύσεις με τη χρήση των δύο δεικτών πρέπει να θεωρηθεί ως μια προσέγγισή τους, καθώς οι τιμές ενδέχεται να είναι ακόμη χαμηλότερες.<sup>9</sup>

Η εξέλιξη των ξενοδοχειακών τιμών και των διανυκτερεύσεων το 2016 δείχνει ότι το μεγαλύτερο μέρος των διανυκτερεύσεων πραγματοποιήθηκε την περίοδο αιχμής (Μάιο έως Οκτώβριο), η οποία χαρακτηρίστηκε από πτώση των ξενοδοχειακών τιμών (βλ. Διάγραμμα Β).

Από την εμπειρική ανάλυση<sup>10</sup> διαπιστώνονται τα εξής: (α) η εξέλιξη των συνολικών ταξιδιωτικών εισπράξεων ακολουθεί την εξέλιξη των εισπράξεων από διανυκτερεύσεις και (β) η μείωση των τιμών διαμονής είναι ο πρωταρχικός παράγοντας της μείωσης των ταξιδιωτικών εσόδων από διανυκτερεύσεις (βλ. Διάγραμμα Γ). Ειδικότερα, τους μήνες Μάιο-Ιούλιο η μείωση των εσόδων οφείλεται κυρίως στη πτώση των τιμών και κατά πολύ λιγότερο στην ελαφρά μείωση των διανυκτερεύσεων.

Επιπλέον, η στατιστική συσχέτιση των διανυκτερεύσεων με τα ταξιδιωτικά έσοδα είναι σαφώς ισχυρότερη από τη στατιστική συσχέτιση μεταξύ των αφίξεων και των εσόδων.<sup>6</sup> Κατά συνέπεια, η εξέλιξη των διανυκτερεύσεων φαίνεται να ερμηνεύει καλύτερα την εξέλιξη των εσόδων.

### 3. Τα έσοδα από διανυκτερεύσεις και η επίπτωση των ξενοδοχειακών τιμών διαμονής

Ο αριθμός των διανυκτερεύσεων, όπως αναμένεται, καθορίζει και τα έσοδα από διανυκτερεύσεις, τα οποία αποτελούν το υψηλότερο μερίδιο των δαπανών ενός ταξιδιού ή/και ενός τουριστικού πακέτου (βλ. Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος). Μια εκτίμηση για τις εισπράξεις από διανυκτερεύσεις μπορεί να γίνει υπολογίζοντας το γινόμενο: Διανυκτερεύσεις x Ξενοδοχειακές Τιμές. Στην ανάλυση χρησιμοποιούνται δύο εναλλακτικοί δείκτες ξενοδοχειακών τιμών, της ΕΛΣΤΑΤ και της trivago.<sup>7</sup> Η trivago είναι μια μηχανή/πλατφόρμα διαδικτυακής αναζήτησης ξενοδοχειακών

6 Βλ. Σιδέρης, Δ. (2017), "Μειωμένα τα έσοδα από τον τουρισμό παρά την αύξηση των τουριστικών αφίξεων στην Ελλάδα το 2016: η επίπτωση των τιμών διανυκτέρευσης», αδημοσίευτη μελέτη, Τράπεζα της Ελλάδος, Μάρτιος 2017.

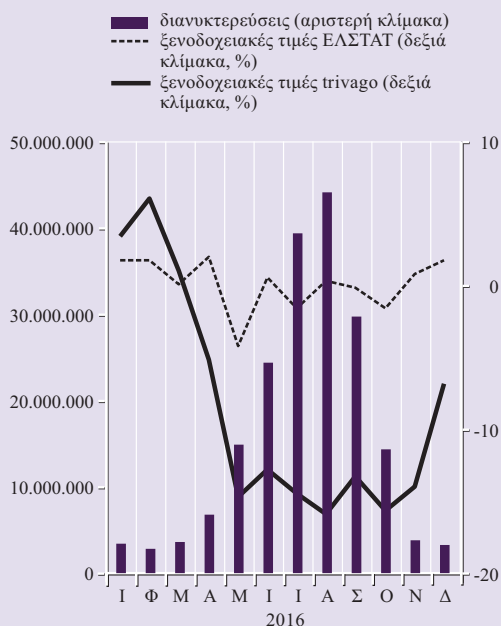
7 Trivago (2016), Trivago Hotel Price Index 2015, <http://company.trivago.gr/thpi/>.

8 Συγκρίνει τις τιμές 700.000 ξενοδοχείων, προερχόμενων από περισσότερες από 200 ιστοσελίδες ξενοδοχειακών κρατήσεων.

9 Μεγάλο μέρος των κρατήσεων εξακολουθεί να πραγματοποιείται μέσω των μεγάλων tour operators, οι οποίοι έχουν μεγάλη δύναμη στη διαμόρφωση των τιμών και επιβάλλουν χαμηλότερες τιμές λόγω των προβλημάτων ρευστότητας των Ελλήνων ξενοδόχων. Επιπλέον, ο αριθμός των διανυκτερεύσεων σε μη καταγεγραμμένα καταλύματα (και τύπου Airbnb) αυξάνεται. Και στις δύο περιπτώσεις, οι τιμές διανυκτέρευσης πιθανόν να είναι χαμηλότερες από τις καταγεγραμμένες, γεγονός που ουσιαστικά ενδυναμώνει το επιχείρημα ότι η μείωση των εσόδων αντανακλά μείωση των τιμών διανυκτέρευσης.

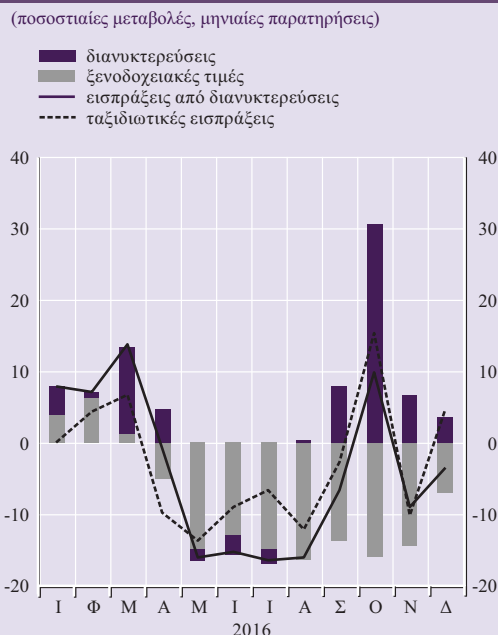
10 Στο παρόν Ειδικό θέμα παρουσιάζεται η ανάλυση με βάση το δείκτη τιμών της trivago. Τα συμπεράσματα επιβεβαιώνονται και με το δείκτη τιμών της ΕΛΣΤΑΤ, αλλά είναι λιγότερο έντονα (βλ. υποσημ. 6).

**Διάγραμμα Β Αριθμός διανυκτερεύσεων και μεταβολές ξενοδοχειακών τιμών**



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ και trivago.

**Διάγραμμα Γ Ταξιδιωτικές εισπράξεις, εισπράξεις από διανυκτερεύσεις και οι συμβολές των διανυκτερεύσεων και των τιμών**



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και trivago.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι μετά την παρατηρούμενη μείωση των διανυκτερεύσεων κατά την έναρξη της τουριστικής περιόδου, οι ιδιοκτήτες ξενοδοχείων προχώρησαν σε επιθετικές πολιτικές προσέλκυσης τουριστών, μειώνοντας τις τιμές των καταλυμάτων — ειδικά στις διαδικτυακές πλατφόρμες στις οποίες γίνονται κρατήσεις από ιδιώτες και πολύ πιθανόν κρατήσεις της τελευταίας στιγμής — με στόχο την αύξηση των διανυκτερεύσεων. Η στρατηγική τους αυτή οδήγησε σε οριακή αύξηση των διανυκτερεύσεων τον Αύγουστο και σε σημαντικές αυξήσεις το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο. Είχε όμως ως αποτέλεσμα τη μείωση των συνολικών εσόδων.

#### 4. Μείωση των εσόδων – η επίπτωση της καταναλωτικής δαπάνης των ταξιδιωτών

Η μείωση των ταξιδιωτικών εισπράξεων παρά την αύξηση των αφίξεων το 2016 αντανακλά, εκτός από τις μειώσεις των τιμών διαμονής στις οποίες προέβη ο ελληνικός ξενοδοχειακός κλάδος, και τη μείωση των λοιπών δαπανών των τουριστών. Η μείωση των λοιπών δαπανών των τουριστών στην Ελλάδα πιθανόν να συνδέεται και με άλλους παράγοντες στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή αγορά τουρισμού, όπως το γεγονός ότι ο εξωτερικός τουρισμός γίνεται σταδιακά προσιτός σε νοικοκυριά χαμηλότερου εισοδήματος, η ευρεία διάδοση του Διαδικτύου, η διάδοση νέων μορφών τουρισμού (όπως σύντομα ταξίδια σε πόλεις – city breaks) και νέων μορφών διανυκτερεύσεων (όπως σε καταλύματα τύπου Airbnb), αλλά και, ενδεχομένως, χαμηλότερους προϋπολογισμούς για αναψυχή των νοικοκυριών, ιδιαίτερα στην ΕΕ.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Οι αφίξεις κατοίκων χωρών της ΕΕ αποτελούν το 59% των αφίξεων κατά μέσο όρο την περίοδο 2010-2016. Κατά συνέπεια, τα έσοδα από τον τουρισμό συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με την οικονομική δραστηριότητα στην ΕΕ.

## Πίνακας Β Δαπάνη ανά ταξιδιώτη στην Ελλάδα και σε ανταγωνιστικούς προορισμούς το 2016

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	Αφίξεις	Ταξιδιωτικές εισπράξεις	Δαπάνη ανά ταξιδιώτη
Ελλάδα	5.1	-6.5	-11
Ισπανία	10.3	7.1	-3
Ιταλία	3.7	3.3	-0.4
Κροατία	8.8	8.5	-0.5
Κύπρος	19.8	11.9	-6.6
Μάλτα	10.2	4.8	-5.5
Πορτογαλία	12.7	10.7	-1.8
Τουρκία	-28.5	-29.6	-1.5

Πηγή: UNWTO.

Σημείωση: Στις ταξιδιωτικές εισπράξεις της Ελλάδος ο UNWTO περιλαμβάνει τα έσοδα από κρουαζιέρα, αλλά στα στοιχεία αφίξεων δεν περιλαμβάνει τις αφίξεις επιβατών κρουαζιέρας.

Η παρουσία και συμβολή αυτών των παραγόντων επιβεβαιώνεται, μεταξύ άλλων, από το γεγονός ότι το 2016 η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε και στις ανταγωνίστριες χώρες της Ελλάδος (βλ. Πίνακα Β).

Η εξέλιξη των εσόδων και η μείωση της καταναλωτικής δαπάνης των ταξιδιωτών πιθανόν επίσης να συνδέονται με την αβεβαιότητα και τις χαμηλές ή στάσιμες οικονομικές προσδοκίες που χαρακτήρισαν την παγκόσμια και ιδίως την ευρωπαϊκή οικονομία το 2016. Οι χαμηλές προσδοκίες σχετίζονται στενά και με πολιτικές εξελίξεις όπως οι τρομοκρατικές επιθέσεις στη Γαλλία, το Βέλγιο και την Τουρκία, το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος για έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ κ.λπ. Οι παραπάνω λόγοι άλλωστε πιθανόν να οδήγησαν στην παρατηρούμενη μείωση των αφίξεων στην Ελλάδα από τη Γαλλία, την Τουρκία και το Βέλγιο (κατά 22,8%, 13,7% και 3,2% αντίστοιχα) – ενώ οι αφίξεις από τις άλλες βασικές χώρες προέλευσης ταξιδιωτών αυξήθηκαν – καθώς και στις μεγάλες μειώσεις των δαπανών ανά διανυκτέρευση των ταξιδιωτών από το Ηνωμένο Βασίλειο και την Τουρκία (κατά 13,9% και 12,1% αντίστοιχα).

### 5. Συμπεράσματα

Συνοπτικά, η εμπειρική ανάλυση των στοιχείων για τον τουρισμό το 2016 δείχνει ότι (α) οι διανυκτερεύσεις και όχι οι αφίξεις έχουν ισχυρότερη συσχέτιση με τα ταξιδιωτικά έσοδα και (β) αύξηση των αφίξεων (και των διανυκτερεύσεων) σημειώθηκε κυρίως σε περιόδους, κατά τις οποίες οι τιμές διανυκτέρευσης ήταν χαμηλές. Λαμβάνοντας υπόψη αυτές τις δύο παραμέτρους, καθώς και άλλες μεταβολές στην αγορά τουρισμού, διαπιστώνεται ότι (γ) βασική αιτία μείωσης των ταξιδιωτικών εσόδων στην Ελλάδα το 2016 είναι η πτώση των τιμών διανυκτέρευσης στα καταλύματα, ιδιαίτερα την περίοδο αιχμής, γεγονός που συνέβαλε σημαντικά στη συνολική μείωση των ταξιδιωτικών εσόδων. (δ) Η γενική μείωση στις δαπάνες ανά ταξίδι αποτυπώνει επιπρόσθετα μια παγκόσμια τάση στον κλάδο του τουρισμού, προς οικονομικότερες τουριστικές προτάσεις σε νοικοκυριά χαμηλότερου εισοδήματος. Επίσης, ενδεχομένως συνδέεται με τις πολιτικές εξελίξεις και την αβεβαιότητα που χαρακτήρισε την οικονομική δραστηριότητα σε αρκετές χώρες από τις οποίες προέρχονται οι ταξιδιώτες. Για την Ελλάδα, η δαπάνη ανά ταξιδιώτη σχετίζεται επίσης με τη χώρα προέλευσης και τους προορισμούς που επισκέπτονται στην Ελλάδα οι ταξιδιώτες (βλ. Κασιμάτη και Σιδέρης 2015). Περαιτέρω ανάλυση προς αυτές τις κατευθύνσεις θα προσθέσει νέα επιχειρήματα για την ερμηνεία του φαινομένου.

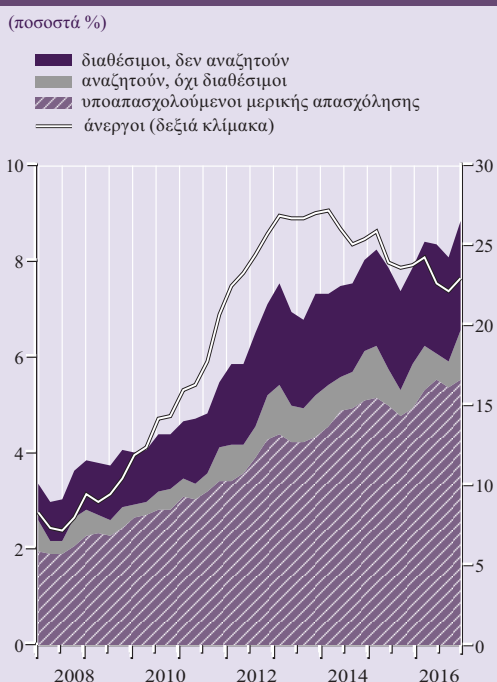


**ΥΠΟΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΕΝ ΔΥΝΑΜΕΙ ΕΡΓΑΤΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2008-2016**

Όπως έχει επισημανθεί παλαιότερα από την Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>1</sup> την περίοδο της οικονομικής κρίσης παρατηρήθηκε επιταχυνόμενη άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης στην Ελλάδα. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), το 5,7% του εργατικού δυναμικού (ή 271,7 χιλιάδες άτομα) κατά το δ' τρίμηνο του 2016 ήταν σε κατάσταση υποαπασχόλησης ή ακούσιας μερικής απασχόλησης, έναντι 5,1% του εργατικού δυναμικού (ή 244,5 χιλιάδων ατόμων) ένα χρόνο πριν και 2,0% του εργατικού δυναμικού (ή 99,1 χιλιάδες άτομα) το α' τρίμηνο του 2008 (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>2</sup> Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι το εργατικό δυναμικό υποχρησιμοποιείται (underutilised) περισσότερο από ό,τι αντικατοπτρίζει το ποσοστό ανεργίας.

Προκειμένου να απεικονιστεί αριστερά η κυκλική θέση της αγοράς εργασίας (labour market slack) θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το εν δυνάμει (potential) εργατικό δυναμικό.<sup>3</sup> Αυτό περιλαμβάνει τις εξής δύο ομάδες ατόμων: “άτομα που αναζητούν εργασία αλλά δεν είναι διαθέσιμα

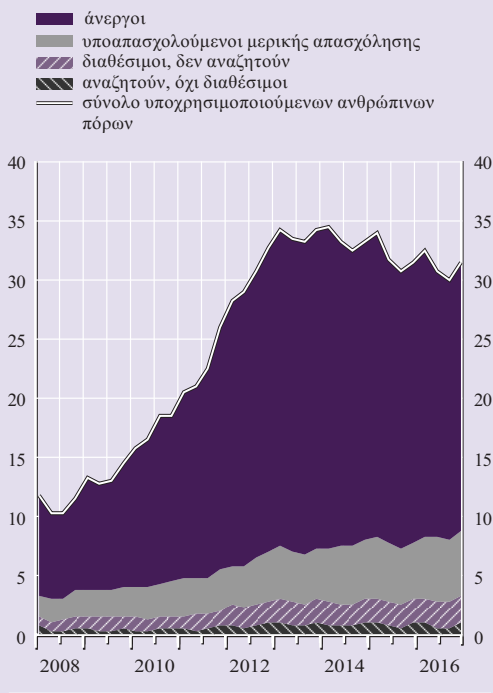
**Διάγραμμα Α** Ανεργία, υποαπασχολούμενοι μερικής απασχόλησης και εν δυνάμει εργατικό δυναμικό ως ποσοστό του διευρυμένου εργατικού δυναμικού



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
 Σημείωση: Διευρυμένο εργατικό δυναμικό = εργατικό δυναμικό + εν δυνάμει εργατικό δυναμικό. Εν δυνάμει εργατικό δυναμικό = Διαθέσιμοι, δεν αναζητούν + Αναζητούν, όχι διαθέσιμοι.

**Διάγραμμα Β** Υποχρησιμοποιούμενοι ανθρώπινοι πόροι

(% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού)



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
 Σημείωση: Διευρυμένο εργατικό δυναμικό = εργατικό δυναμικό + εν δυνάμει εργατικό δυναμικό. Εν δυνάμει εργατικό δυναμικό = Διαθέσιμοι, δεν αναζητούν + Αναζητούν, όχι διαθέσιμοι.

1 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Δεκέμβριος 2016, Ειδικό θέμα IV.1, σελ. 78-88.  
 2 Σύμφωνα με την ΕΕΔ, ως υποαπασχολούμενοι μερικής απασχόλησης ορίζονται τα άτομα ηλικίας 15-74 ετών τα οποία την εβδομάδα αναφοράς εργάστηκαν με μερική απασχόληση, επιθυμούσαν να εργαστούν περισσότερες ώρες και ήταν διαθέσιμα να εργαστούν περισσότερο αν τους δινόταν η ευκαιρία.  
 3 Βλ. European Commission, *European Economic Forecast, Spring 2017*, σελ. 28-29.

άμεσα να εργαστούν” και “άτομα διαθέσιμα για εργασία που δεν αναζητούν”. Η τελευταία ομάδα αφορά τους λεγόμενους “αποθαρρυσμένους” εργαζομένους (discouraged workers), οι οποίοι δεν αναζητούν εργασία διότι θεωρούν ότι δεν υπάρχουν διαθέσιμες θέσεις εργασίας.<sup>4</sup> Ωστόσο, αναμένεται να επανενταχθούν στο εργατικό δυναμικό όταν βελτιωθούν οι οικονομικές συνθήκες.<sup>5</sup> Το δ’ τρίμηνο του 2016 η πρώτη ομάδα αντιστοιχούσε περίπου στο 1,0% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού<sup>6</sup> (49,9 χιλιάδες άτομα) και η δεύτερη περίπου στο 2,3% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού (112,8 χιλιάδες άτομα), έναντι 0,66% και 0,74% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού αντίστοιχα στις αρχές του 2008 (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>7</sup>

Όπως επισημαίνουν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), ένα ευρύτερο μέτρο της κυκλικής θέσης της αγοράς εργασίας θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη, πέρα από το ποσοστό ανεργίας,<sup>8</sup> το ποσοστό ακούσιας μερικής απασχόλησης,<sup>9</sup> καθώς και το εν δυνάμει εργατικό δυναμικό.<sup>10</sup> Το εν λόγω άθροισμα, από 11,7% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού στις αρχές του 2008 διαμορφώθηκε σε 31,6% στο τέλος του 2016 (βλ. Διάγραμμα Β). Συνεπώς, περίπου το 1/3 του (διευρυμένου) εργατικού δυναμικού υποαπασχολείται. Δηλαδή, βρίσκεται είτε σε κατάσταση αργίας είτε δεν μπορεί να απασχοληθεί στο βαθμό που επιθυμεί. Στη ζώνη του ευρύ το αντίστοιχο ποσοστό διαμορφώνεται σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα, δηλαδή σε περίπου 18% του (διευρυμένου) εργατικού δυναμικού στο τέλος του 2016.

Παράλληλα, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ (2017), η Ελλάδα είναι είναι κάτω από το μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ σε εννέα δείκτες οι οποίοι μετρούν την απόδοση της αγοράς εργασίας σε όρους ποσότητας, ποιότητας και κοινωνικών αποκλεισμών (inclusiveness). Η αγορά εργασίας στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα χαμηλή απόδοση (performance) εξαιτίας, μεταξύ άλλων, του υψηλού ποσοστού ανεργίας, του χαμηλού ποσοστού απασχόλησης σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης (full-time equivalent employment rate), της υψηλής εργασιακής ανασφάλειας (labour market insecurity) και του μεγάλου εργασιακού άγχους (job strain), καθώς και λόγω του υψηλού ποσοστού ατόμων σε ηλικία εργασίας (working-age persons) που αναγκάζεται να επιβιώσει με πολύ χαμηλά εισοδήματα (low income rate).<sup>11</sup>

### Συμπεράσματα

Παρά τη σημαντική αύξηση της απασχόλησης το 2016 και τη σταδιακή υποχώρηση της ανεργίας, ένα σημαντικό τμήμα του ανθρώπινου δυναμικού αντιμετωπίζει προβλήματα απασχόλησης. Ένα αυξανόμενο τμήμα του πληθυσμού απασχολείται μερικώς ή εκ περιτροπής παρά τη θέλησή του (5,5% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού ή 271,7 χιλιάδες άτομα), ενώ περίπου 162,7 χιλιάδες άτομα (3,3% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού) χαρακτηρίζονται ως εν δυνάμει εργα-

4 Σύμφωνα με την ΕΕΔ, η ομάδα “άτομα που αναζητούν εργασία αλλά δεν είναι διαθέσιμα άμεσα να εργαστούν” περιλαμβάνει τα άτομα ηλικίας 15-74 ετών τα οποία δεν είναι ούτε εργαζόμενοι ούτε άνεργοι και: 1) αναζητούσαν ενεργά εργασία τις τελευταίες τέσσερις εβδομάδες, αλλά δεν ήταν διαθέσιμα να αναλάβουν εργασία τις επόμενες δύο εβδομάδες, 2) είχαν βρει μια εργασία την οποία θα αναλάβουν μέσα στους επόμενους 3 μήνες, αλλά δεν ήταν διαθέσιμα να αναλάβουν εργασία τις επόμενες δύο εβδομάδες, 3) είχαν βρει μια εργασία την οποία θα αναλάβουν μετά από 3 μήνες ή περισσότερο, 4) αναζητούσαν παθητικά εργασία τις τελευταίες τέσσερις εβδομάδες και ήταν διαθέσιμα να την αναλάβουν άμεσα (παθητική αναζήτηση εργασίας είναι η αναμονή κατόπιν προηγούμενων ενεργειών, π.χ. αναμονή των αποτελεσμάτων ενός διαγωνισμού). Η ομάδα “άτομα διαθέσιμα για εργασία που δεν αναζητούν” περιλαμβάνει τα άτομα ηλικίας 15-74 ετών τα οποία δεν είναι ούτε εργαζόμενοι ούτε άνεργοι και δεν αναζητούν εργασία, αλλά θα ήθελαν να έχουν μια εργασία και είναι διαθέσιμα να την αναλάβουν τις επόμενες δύο εβδομάδες.

5 Οι αποθαρρυσμένοι εργαζόμενοι κατά την επάνοδό τους στο εργατικό δυναμικό αναμένεται σε πρώτη φάση να ασκήσουν αυξητική πίεση στην ανεργία έως ότου βρουν απασχόληση.

6 Το διευρυμένο εργατικό δυναμικό περιλαμβάνει το υφιστάμενο εργατικό δυναμικό (απασχολούμενοι συν άνεργοι) και το εν δυνάμει εργατικό δυναμικό. Βλ. European Central Bank, *Economic Bulletin*, Issue 3/2017, Box 3 “Assessing labour market slack”.

7 Στις αρχές του 2008 η πρώτη ομάδα περιλάμβανε 33,1 χιλιάδες άτομα και η δεύτερη 37,4 χιλιάδες άτομα.

8 Στο τέλος του 2016 οι άνεργοι ως ποσοστό του διευρυμένου εργατικού δυναμικού ήταν 22,8% (και 23,6% ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού).

9 Το 5,5% του διευρυμένου εργατικού δυναμικού κατά το δ’ τρίμηνο του 2016 ήταν σε κατάσταση υποαπασχόλησης ή ακούσιας μερικής απασχόλησης.

10 Βλ. European Commission, *European Economic Forecast, Spring 2017*, σελ. 28-29, Διάγραμμα I.27, και European Central Bank, ό.π.

11 Βλ. OECD (2017), *Employment Outlook*, Paris.

τικό δυναμικό, καθώς, παρότι βρίσκονται εκτός αγοράς εργασίας, είτε αναζητούν είτε είναι διαθέσιμα για απασχόληση. Συνολικά, εκτιμάται ότι περίπου το 1/3 των διαθέσιμων ανθρώπινων πόρων αντιμετωπίζει περιορισμούς ή προβλήματα πρόσβασης στην απασχόληση.

Η ανοδική τάση της υποαπασχόλησης και του εν δυνάμει εργατικού δυναμικού υποδηλώνει ότι σημαντικό μέρος των ανθρώπινων πόρων βρίσκεται σε αργία ή υποαπασχόληση παρά τη θέλησή του. Συνεπώς, παρά τη θετική συμβολή της μερικής απασχόλησης στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης και στην ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος στην οικονομία, η συνέχιση της ανοδικής τάσης της υποαπασχόλησης επί μακρόν δημιουργεί προβλήματα στο ασφαλιστικό σύστημα και στα δημόσια οικονομικά και επιτείνει την κοινωνική και εισοδηματική ανισότητα. Παράλληλα, η αύξηση του εν δυνάμει εργατικού δυναμικού υποδηλώνει αύξηση του τμήματος του πληθυσμού εκτός εργατικού δυναμικού που θα ήθελε να εισέλθει στην αγορά εργασίας και να βρει απασχόληση αλλά δεν το επιτυγχάνει, εξέλιξη που μπορεί να οδηγήσει σε κοινωνικό αποκλεισμό, περιθωριοποίηση και φτώχεια. Επιπρόσθετα, η συνέχιση της αυξητικής τάσης της υποχρησιμοποίησης των ανθρώπινων πόρων επιδρά αρνητικά στην κυκλική ανάκαμψη της οικονομίας, καθώς συμβάλλει στη συγκράτηση της ανόδου των αποδοχών ανά εργαζόμενο. Η αυξητική τάση της υποχρησιμοποίησης των ανθρώπινων πόρων δύναται επίσης να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο δυνητικό προϊόν και στο μακροπρόθεσμο δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η υποχρησιμοποίηση των ανθρώπινων πόρων, απαιτείται αφενός η δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης μέσω νέων επενδύσεων και αφετέρου η βελτίωση των προοπτικών πλήρους απασχόλησης των υποαπασχολούμενων και όσων είναι εκτός εργατικού δυναμικού. Ειδικότερα, παράλληλα με την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής κανονικότητας, κρίνεται αναγκαία η υιοθέτηση πολιτικών που διευκολύνουν τη σύσταση νέων επιχειρήσεων, την προσέλκυση νέων επενδύσεων και τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας πλήρους απασχόλησης. Σε αυτές περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων, η μείωση των φορολογικών επιβαρύνσεων, η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και οι ιδιωτικοποιήσεις.

Στοχευμένα προγράμματα απασχόλησης και μαθητείας με σκοπό την επανεκπαίδευση και τη βελτίωση των δεξιοτήτων όσων είναι είτε εκτός εργασίας είτε εκτός εργατικού δυναμικού θα ενισχύσουν τις προοπτικές απασχόλησης. Τέλος, δράσεις αντιμετώπισης της φτώχειας, των ανισοτήτων και του κοινωνικού αποκλεισμού θα περιορίσουν τα αρνητικά αποτελέσματα που επέφεραν η οικονομική κρίση και η αδυναμία πρόσβασης στην απασχόληση.

### Ειδικό θέμα IV.3

#### ΙΔΙΩΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ<sup>1</sup>

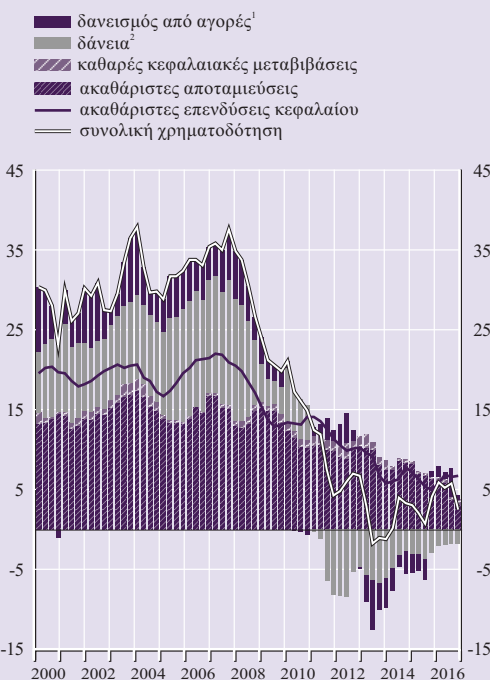
Οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα (νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις)<sup>2</sup> συρρικνώθηκαν σημαντικά την τελευταία δεκαετία από 21% του ΑΕΠ το 2006 σε 7% του ΑΕΠ το 2016 σε τρέχουσες τιμές (βλ. Διάγραμμα Α). Το μεγαλύτερο ποσοστό της μείωσης αυτής οφείλεται σε συρρίκνωση των επενδύσεων των νοικοκυριών (από 14% του ΑΕΠ το 2006 σε 2% του ΑΕΠ το 2016 σε τρέχουσες τιμές), κυρίως για κατοικίες. Οι επιχειρηματικές επεν-

1 Η ανάλυση στηρίζεται σε στατιστικά στοιχεία των εθνικών και χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων. Για περισσότερες λεπτομέρειες και μια εισαγωγική ανάλυση, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2013*, Ειδικό θέμα III.1.

2 Στα νοικοκυριά συμπεριλαμβάνονται οι ελεύθεροι επαγγελματίες, οι ατομικές επιχειρήσεις, οι αγρότες και τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ).

## Διάγραμμα Α Χρηματοδότηση και επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ.

1 Περιλαμβάνει εταιρικά ομόλογα, εισηγμένες και μη εισηγμένες μετοχές, χρηματοοικονομικά παράγωγα και λοιπά.  
2 Περιλαμβάνει δάνεια από νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI) του εσωτερικού, δάνεια από μη NXI του εσωτερικού, καθώς και δάνεια από το εξωτερικό.

χής αβεβαιότητα για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας μείωσαν τη συνολική ζήτηση επενδύσεων. Παράλληλα, η πτώση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και του μικτού εισοδήματος των νοικοκυριών, η αυξημένη φορολογική επιβάρυνση και ο περιορισμός των τραπεζικών δανείων, μεταξύ άλλων, δυσχέρησαν τη δυνατότητα χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων.

Το παρόν Ειδικό θέμα εστιάζει αποκλειστικά στις εξελίξεις και προοπτικές των *επιχειρηματικών επενδύσεων*, καθώς αυτές μπορούν να συμβάλουν καθοριστικά στην αλλαγή και τον εκσυγχρονισμό του παραγωγικού προτύπου της χώρας, στην επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης και στην αύξηση της απασχόλησης. Από την ανάλυση των εθνικών λογαριασμών προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα παρουσιάζουν τα τελευταία χρόνια σημαντικό έλλειμμα σε καθαρές επενδύσεις κεφαλαίου. Η εξάλειψη αυτού του “επενδυτικού κενού” και, ακόμη περισσότερο, η αναγκαία αύξηση των καθαρών επενδύσεων κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις προϋποθέτει σημαντική ενίσχυση της συνολικής χρηματοδότησής τους, ιδιαίτερα με τη μορφή της εξωτερικής χρηματοδότησης από τράπεζες και κεφαλαιαγορές, συμπληρωματικά προς τα μη διανεμόμενα κέρδη.

### I ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΕΝΟ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι καθαρές επενδύσεις κεφαλαίου των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, οι οποίες υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των ακαθάριστων επενδύσεων κεφαλαίου και των αποσβέσεων,

δύσεις παρουσίασαν μικρή μείωση, από 7% του ΑΕΠ το 2006 σε 5% του ΑΕΠ το 2016 σε τρέχουσες τιμές, παραμένοντας ωστόσο σε ανησυχητικά χαμηλά επίπεδα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 2016 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ αντιστοιχούσαν σε 12% του ονομαστικού ΑΕΠ.

Παράλληλα, την τελευταία δεκαετία η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα συρρικνώθηκε ραγδαία από 34% του ΑΕΠ το 2006 σε 2% του ΑΕΠ το 2016 σε τρέχουσες τιμές. Η μεγάλη αυτή μείωση προήλθε τόσο από τον περιορισμό της “εσωτερικής χρηματοδότησης” του ιδιωτικού τομέα από ίδιους πόρους (ακαθάριστη αποταμίευση) όσο και από την κατάρρευση της “εξωτερικής χρηματοδότησής” του από την εγχώρια χρηματοπιστωτική αγορά. Ιδιαίτερα έντονη ήταν η μείωση της χρηματοδότησης με τη μορφή δανείων, κυρίως από τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα, με την πιστωτική επέκταση να παρουσιάζει αρνητικό ρυθμό από το 2010.

Διάφοροι παράγοντες ερμηνεύουν τη συρρίκνωση των ιδιωτικών επενδύσεων στην Ελλάδα. Η ανάγκη απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα, η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση και η συνε-

παραμένουν αρνητικές από τα μέσα του 2009, παρά τις έντονες διακυμάνσεις τους. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, οι καθαρές επενδύσεις κεφαλαίου μειώθηκαν έντονα μετά την κρίση του 2008, τόσο επειδή περιορίστηκε ο ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου όσο και επειδή αυξήθηκαν οι αποσβέσεις. Στο τέλος του 2016, το επενδυτικό κενό των επιχειρήσεων ανερχόταν σε περίπου 6,5 δισεκ. ευρώ ή 3,6% του ονομαστικού ΑΕΠ.

Η αύξηση του ρυθμού απόσβεσης πιθανώς οφείλεται σε μεταβολές στη σύνθεση του αποθέματος κεφαλαίου που σχετίζονται με τη συρρίκνωση του κατασκευαστικού κλάδου, αλλά και με το κύμα πτωχεύσεων επιχειρήσεων στον ιδιωτικό τομέα λόγω της κρίσης. Γενικά, ο υψηλός ρυθμός απόσβεσης, *ceteris paribus*, συνεπάγεται μεγαλύτερη ανάγκη για επενδύσεις αντικατάστασης κεφαλαιακού εξοπλισμού, προκειμένου να διατηρηθεί το απόθεμα κεφαλαίου σταθερό. Η αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου – και συνεπώς της δυνητικής ανάπτυξης – προϋποθέτει θετικές καθαρές επενδύσεις.

Εάν υποθέσουμε αύξηση των ακαθάριστων επενδύσεων κεφαλαίου των επιχειρήσεων με ετήσιο ρυθμό 8% (ο μέσος όρος προ κρίσης) και αμετάβλητο το τρέχον επίπεδο αποσβέσεων, θα χρειαστούν έξι χρόνια για να εξαλειφθεί το επενδυτικό κενό και εννιά χρόνια για να επιστρέψει το απόθεμα κεφαλαίου των επιχειρήσεων στα προ κρίσης επίπεδα του 2008.

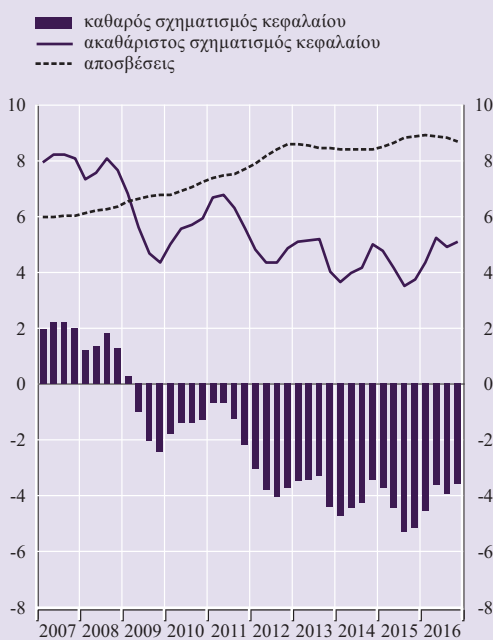
Συνεπώς, η ελληνική οικονομία χρειάζεται ένα επενδυτικό σοκ, με έμφαση στις πιο παραγωγικές και εξωστρεφείς επιχειρηματικές επενδύσεις, ώστε να αποφευχθούν χρόνιες και διαρθρωτικές επιπτώσεις στο δυνητικό προϊόν λόγω της παρατεταμένης ύφεσης, καθώς και το φαινόμενο της υστέρησης του προϊόντος (*output hysteresis*)<sup>3</sup>. Μολονότι θα χρειαστεί χρόνος να ανακάμψουν οι καθαρές επενδύσεις κεφαλαίου, δεδομένου του υψηλού ρυθμού απόσβεσης, ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι το ύψος των αποσβέσεων παραμένει στάσιμο τα τελευταία χρόνια (μολονότι σε πολύ υψηλά επίπεδα). Συνεπώς, οποιαδήποτε επιδείνωση του επενδυτικού κενού οφείλεται αποκλειστικά στην έλλειψη νέων επενδύσεων. Για το λόγο αυτό, έμφαση θα πρέπει να δοθεί όχι μόνο στην εξάλειψη των υπαρχόντων θεσμικών και οικονομικών εμποδίων, αλλά και στην παροχή σημαντικών επενδυτικών κινήτρων, προκειμένου οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου των επιχειρήσεων να επιταχυνθούν άμεσα και αποφασιστικά.

## 2 Η ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η συνολική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκε περίπου στο ήμισυ ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης και έπειτα, από ένα μέγι-

Διάγραμμα Β Καθαρές επενδύσεις κεφαλαίου

(% του ΑΕΠ)



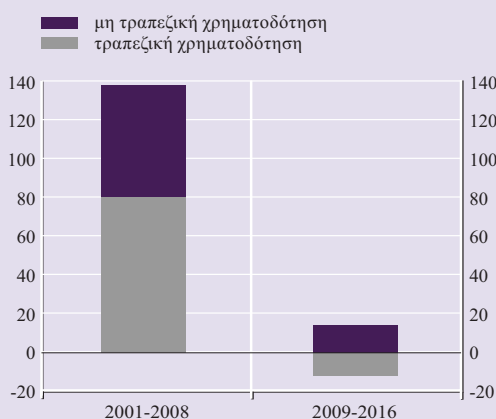
Πηγές: ΕΚΤ και ΕΛΣΤΑΤ.

<sup>3</sup> Το φαινόμενο της υστέρησης του προϊόντος περιγράφει μια κατάσταση όπου βραχυχρόνιες διαταραχές που πλήττουν την οικονομία επιφέρουν πιο μόνιμες (ή παρατεταμένες) επιπτώσεις στο μέσο ρυθμό ανάπτυξης, παρεμποδίζοντας την ανάκαμψη της οικονομίας μακροχρόνια.



### Διάγραμμα Γ Τραπεζική και μη τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

(δισεκ. ευρώ, σωρευτικές ροές)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Η τραπεζική χρηματοδότηση περιλαμβάνει, εκτός από τα δάνεια από τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΝΧΙ) του εσωτερικού, τα χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και διακρατούν τα ΝΧΙ. Η μη τραπεζική χρηματοδότηση περιλαμβάνει εταιρικά ομόλογα, μετοχές, χρηματοοικονομικά παράγωγα, δάνεια από μη ΝΧΙ του εσωτερικού και δάνεια από το εξωτερικό (στην πλειοψηφία τους μη τραπεζικά). Τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής στατιστικής, στα οποία βασίζεται το διάγραμμα, δεν διορθώνονται για τις μεταβιβάσεις δανείων από εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα σε ξένα πιστωτικά ιδρύματα και εταιρίες ειδικού σκοπού (σε αντίθεση με τα στοιχεία της τραπεζικής στατιστικής).

στο 25% του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2008 σε 12% του ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2016, ή από 60 δισεκ. ευρώ σε 21 δισεκ. ευρώ σε ετήσιους όρους (κινητό άθροισμα τεσσάρων τριμήνων). Η βασική αιτία αυτής της πτώσης ήταν η έντονη μείωση της εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, η οποία μάλιστα εμφάνισε αρνητική ροή από τα τέλη του 2011 μέχρι τα τέλη του 2015. Έκτοτε η εξωτερική χρηματοδότηση έχει ανακάμψει, αλλά παραμένει χαμηλή σε σύγκριση με τα προ κρίσης επίπεδα, ενώ εκ νέου επιδεινώση παρατηρήθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2016.

Η οικονομική κρίση επηρέασε βαθύτατα το μέγεθος και τη σύνθεση της εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και ιδιαίτερα η κρίση χρέους του 2010 περιόρισαν και τελικώς εξάλειψαν σε απόλυτο μέγεθος το δανεισμό των επιχειρήσεων από την εγχώρια τραπεζική αγορά (βλ. Διάγραμμα Γ). Σε ένα περιβάλλον έλλειψης εγχώριου τραπεζικού δανεισμού και αυστηρότερων πιστοδοτικών κριτηρίων, οι επιχειρήσεις μετά την κρίση στράφηκαν, πέρα των ιδίων πόρων τους, σε εναλλακτικές μορφές εξωτερικής χρηματο-

δότησης για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών.

Μεταξύ αυτών των εναλλακτικών μορφών, οι επιχειρήσεις άντλησαν κεφάλαια κυρίως από μη τραπεζικά δάνεια, δηλαδή τα δάνεια από εγχώρια λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς επίσης και από δάνεια από το εξωτερικό, στην πλειοψηφία τους ενδοομιλικά δάνεια και ομολογιακά δάνεια.<sup>4</sup> Παράλληλα, αντλήθηκε χρηματοδότηση από μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές, ενώ ιδιαίτερα υποτονική παρέμεινε η έκδοση εταιρικών ομολόγων και εισηγμένων μετοχών στην εγχώρια αγορά (βλ. Διάγραμμα Δ). Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες αποτελούν τη συντριπτική πλειοψηφία του συνόλου των επιχειρήσεων, επλήγησαν δυσανάλογα από τη συνεχιζόμενη συρρίκνωση των εγχώριων τραπεζικών χορηγήσεων, καθώς βασιζόνταν σχεδόν αποκλειστικά στον τραπεζικό δανεισμό ως την κύρια μορφή εξωτερικής χρηματοδότησής τους, συγκριτικά με τις μεγάλες επιχειρήσεις με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση.

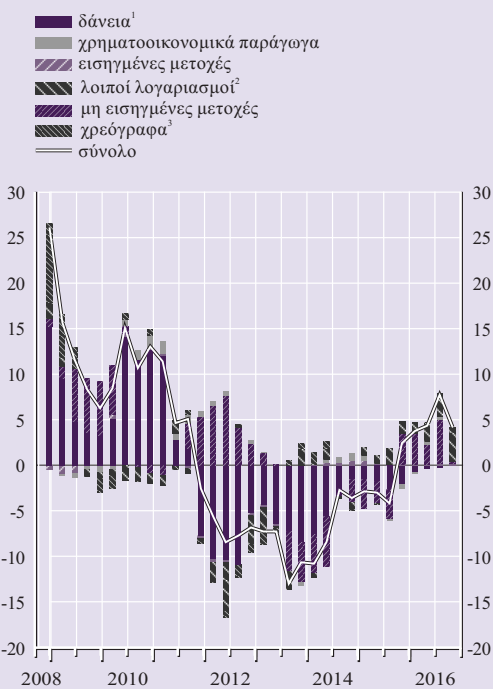
### 3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΑΛΜΑΤΟΣ

Η δυνατότητα εσωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων παραμένει σχετικά περιορισμένη. Η ακαθάριστη αποταμίευσή τους – η οποία μερικώς διατηρήθηκε, υποβοηθούμενη από τη συμπίεση του μισθολογικού κόστους ώστε να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας – λειτουργεί επί του παρόντος ως “ανάχωμα” (buffer) κατά της οικονομικής αβεβαιό-

<sup>4</sup> Σημειώνεται ότι στην κατηγορία των δανείων από το εξωτερικό περιλαμβάνονται και κάποια τραπεζικά δάνεια μεγάλων επιχειρήσεων, τα οποία όμως δεν μπορούν να διαχωριστούν.

## Διάγραμμα Δ Συνιστώσες της εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων

(ροές, κινητό άθροισμα τεσσάρων τριμήνων, σε δισεκ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα δάνεια περιλαμβάνονται, εκτός των δανείων από νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI) του εσωτερικού, δάνεια από μη NXI του εσωτερικού, καθώς και δάνεια από το εξωτερικό (ενδοομικά δάνεια, ομολογιακά δάνεια και τραπεζικός δανεισμός μεγάλων επιχειρήσεων).

2 Οι λοιποί λογαριασμοί περιλαμβάνουν κυρίως μη ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις προς το Δημόσιο (για φόρους), τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης και τους προμηθευτές.

3 Στα εταιρικά ομόλογα δεν περιλαμβάνονται αυτά που έχουν εκδοθεί από ελληνικές εταιρίες εκτός Ελλάδος και τα οποία μεταξύ 2012-2014 ανέρχονται περίπου σε 6,7 δισεκ. ευρώ.

ριες πηγές χρηματοδότησης, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην ενίσχυση της πιστοδοτικής ικανότητας του τραπεζικού τομέα, λόγω της αποφασιστικής σημασίας του ως πηγής κεφαλαίων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η αποτελεσματική διαχείριση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα συμβάλει στην απελευθέρωση πόρων για τη χρηματοδότηση της υγιούς επιχειρηματικότητας και τη στροφή προς καινοτόμους και εξαγωγικούς κλάδους. Καίριας σημασίας είναι η διευκόλυνση της παροχής οικονομικής στήριξης σε νεοφυείς επιχειρήσεις (start-ups), οι οποίες παρουσιάζουν υψηλότερη δυναμικότητα σε σύγκριση με τις ήδη εδραιωμένες και δύνανται να συμβάλλουν σημαντικά στην αύξηση της απασχόλησης. Δευτερευόντως, θα πρέπει να αξιοποιηθούν πλήρως τόσο οι ευκαιρίες για βάθυνση των τοπικών κεφαλαιαγο-

τητας.<sup>5</sup> Η ενίσχυση της κερδοφορίας και της αποταμίευσης των επιχειρήσεων, καθώς η οικονομία θα ανακάμπτει και η αβεβαιότητα θα μειώνεται, συνεπάγεται περισσότερους ιδίους πόρους για επενδύσεις μελλοντικά, ενισχύοντας το θετικό ανατροφοδοτικό κύκλο μεταξύ επενδύσεων και ανάπτυξης.

Παράλληλα, το τελευταίο διάστημα υπάρχουν ενδείξεις βελτίωσης των συνθηκών εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, δημιουργώντας ευνοϊκές προϋποθέσεις για την τόνωση των επενδύσεών τους. Ο ρυθμός της εγχώριας τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης σταθεροποιήθηκε το 2016 σε σύγκριση με το 2015 και το 2014, ενώ, όπως προαναφέρθηκε, αύξηση παρουσίασε η χρηματοδότηση μέσω μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών. Επισημαίνεται ότι η τάση αύξησης των μη ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων των επιχειρήσεων προς το Δημόσιο (για φόρους), τους προμηθευτές και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης τα τελευταία τρίμηνα, όπως καταγράφεται από την αύξηση της κατηγορίας των “λοιπών λογαριασμών” στο Διάγραμμα Δ, ενώ έμμεσα υποβοηθά τη ρευστότητα των επιχειρήσεων, δεν αποτελεί υγιή και διατηρήσιμη πρακτική και δεν αφορά απαραίτητα εύρωστες επιχειρήσεις.

Για να μπορέσει όμως να υπάρξει ένα επενδυτικό άλμα, χρειάζονται μέτρα για την περαιτέρω ενίσχυση της εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Εστιάζοντας στις εγχώ-

5 Η επιλογή της εξωτερικής ή εσωτερικής χρηματοδότησης (αυτοχρηματοδότηση) από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης (μέγεθος, κερδοφορία, προοπτικές ανάπτυξης, ύψος εταιρικού χρέους, ρευστότητα), τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Συνήθως σε περιόδους υψηλής οικονομικής αβεβαιότητας οι επιχειρήσεις επιλέγουν την εσωτερική χρηματοδότηση έναντι της εξωτερικής. Βλ. μεταξύ άλλων ECB, *Monthly Bulletin*, November 2014, Box 5 “Integrated euro area accounts for the second quarter of 2014”, και ECB (2013), “Corporate finance and economic activity in the euro area – Structural Issues Report 2013”, Occasional Paper Series No 151, August 2013.

ρών και διασύνδεσή τους με το εξωτερικό – όπως αυτές προκύπτουν, μεταξύ άλλων, από το σχέδιο δράσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ένωση των κεφαλαιαγορών στην ΕΕ μέχρι το 2019 – όσο και οι κοινοτικές πρωτοβουλίες για καλύτερη πρόσβαση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε δανεισμό από τις κεφαλαιαγορές ή σε εναλλακτική χρηματοδότηση (π.χ. crowdfunding, business angels, venture capital). Επίσης, η ανάπτυξη και ενδυνάμωση της αγοράς ελληνικών εταιρικών ομολόγων που θα εκδίδονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών θα μπορούσε δυνητικά να αποτελέσει μια ακόμα πηγή χρηματοδότησης, τουλάχιστον για τις μεγάλες επιχειρήσεις που μπορούν να απορροφήσουν το πάγιο κόστος έκδοσης. Βεβαίως, η πορεία της αγοράς αυτής είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την απαιτούμενη βελτίωση του οικονομικού κλίματος της χώρας.

Παρ' όλα αυτά, οι εγχώριες πηγές χρηματοδότησης μάλλον δεν επαρκούν μελλοντικά για ένα σημαντικό άλμα των επιχειρηματικών επενδύσεων, καθιστώντας αναγκαία μια επιθετική πολιτική προσέλκυσης κεφαλαίων από το εξωτερικό, κυρίως μέσω στρατηγικών ξένων άμεσων επενδύσεων.<sup>6</sup> Προς το σκοπό αυτό, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην προώθηση των συγχρηματοδοτούμενων έργων, με συστηματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων των διαρθρωτικών ταμείων στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ 2014-2020, καθώς και άλλων προγραμμάτων όπως αυτά του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.<sup>7</sup>

6 Αναλυτικότερα βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Κεφάλαιο II και Πλαίσιο V.4.

7 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2016, Ειδικό θέμα II.1.

#### Ειδικό θέμα IV.4

### Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΦΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2011-2017 ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

#### Οι συστάσεις και διαγραφές επιχειρήσεων και ο ρόλος τους στην ανάκαμψη της οικονομίας

Η σύσταση νέων επιχειρήσεων συνεπάγεται κατά κανόνα αύξηση της απασχόλησης και δημιουργία νέων επενδύσεων. Παράλληλα, ενισχύει τον ανταγωνισμό με τις υφιστάμενες επιχειρήσεις, προωθεί την καινοτομία και συμβάλλει στην ανάπτυξη νέων, τεχνολογικά προηγμένων, προϊόντων και υπηρεσιών. Έτσι, στο βαθμό που η πλειονότητα των νεοσυσταθεισών επιχειρήσεων αφορά κλάδους υψηλής τεχνολογίας και έντασης γνώσης και ταυτόχρονα οι εν λόγω επιχειρήσεις αποκτούν προοδευτικά σημαντικό μερίδιο αγοράς, μεσομακροπρόθεσμα επιτυγχάνεται αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας και επιτάχυνση του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας.<sup>1</sup>

Ειδικά σε συνθήκες οικονομικής στασιμότητας ή ύφεσης, όπως στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, η διευκόλυνση της ομαλής παύσης της λειτουργίας των μη βιώσιμων επιχειρήσεων, της δημιουργίας νέων επιχειρήσεων και της μετακίνησης των πόρων που θα τεθούν σε αργία προς πιο παραγωγικές επιχειρήσεις και χρήσεις κρίνεται αναγκαία. Τα ανωτέρω καθιστούν εφικτή την παραγωγική αναδιάρθρωση της οικονομίας η οποία με τη σειρά της συμβάλλει στην ταχύτερη οικονομική ανάκαμψη.<sup>2</sup> Αντίθετα, η παραμονή σε λειτουργία μη βιώσιμων επιχειρήσεων (που αποκαλούνται και “εταιρίες ζόμπι”) θα παρατείνει την κατάσταση στασιμότητας της οικο-

1 Βλ. Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης (2016), *Η δημογραφία των επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας στην Ελλάδα: Σύσταση και διαγραφή επιχειρήσεων την περίοδο 2011-2015*, καθώς και τις μελέτες στις οποίες γίνονται παραπομπές.

2 Βλ. OECD (2015), *The Future of Productivity*, Paris.

νομίας και την υποαπασχόληση των διαθέσιμων πόρων. Η αύξηση του μεριδίου των μη βιώσιμων επιχειρήσεων στην οικονομία περιορίζει την ανάπτυξη των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων, καθώς αποθαρρύνει τις επενδύσεις. Κάτι τέτοιο υπονομεύει την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και ειδικά του κεφαλαίου, οδηγώντας σε επιβράδυνση της συνολικής παραγωγικότητας. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ, αν το μερίδιο του κεφαλαίου που απασχολείται σε μη βιώσιμες επιχειρήσεις στην Ελλάδα περιοριστεί στο ελάχιστο επίπεδο του ΟΟΣΑ, τότε οι επενδύσεις κάθε βιώσιμης επιχείρησης θα αυξηθούν κατά 4,7% το χρόνο, συμβάλλοντας στην παραγωγική αναδιάρθρωση αλλά και την ταχεία ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.<sup>3</sup>

### Πρόσφατα δεδομένα

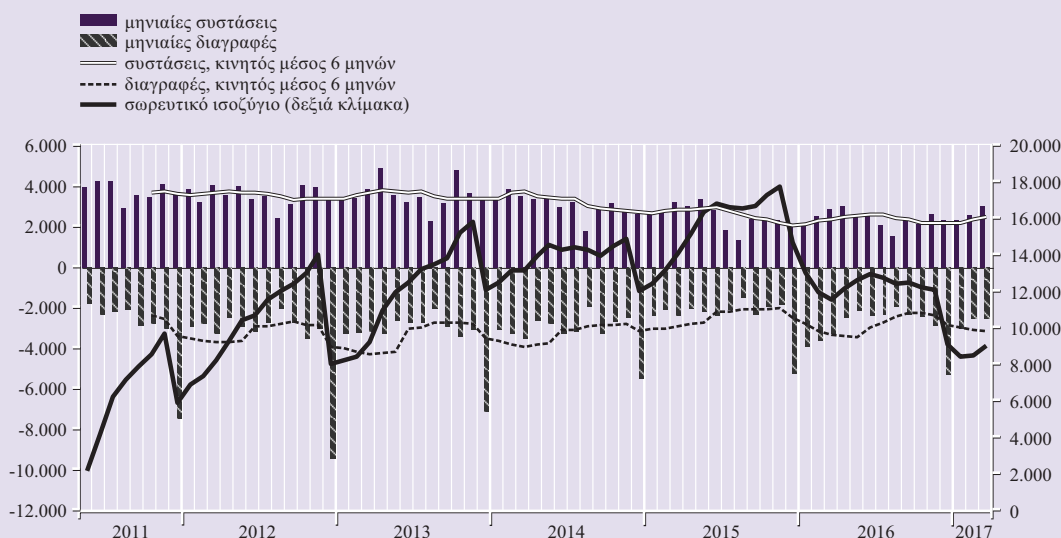
Σύμφωνα με τα στοιχεία του Γενικού Εμπορικού Μητρώου (ΓΕΜΗ),<sup>4</sup> το σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων-διαγραφών στο σύνολο των επιχειρήσεων καταγράφει θετικές τιμές σε όλη τη διάρκεια της περιόδου από το Μάιο του 2011 έως το Μάρτιο του 2017, δηλαδή οι συστάσεις νέων επιχειρήσεων υπερβαίνουν τις διαγραφές σωρευτικά (βλ. Διάγραμμα Α). Ωστόσο, το σωρευτικό ισοζύγιο στο σύνολο των επιχειρήσεων εμφανίζει ανακοπή της ανοδικής τάσης που κατέγραφε έως το Νοέμβριο του 2015 και υποχωρεί έκτοτε σημαντικά ως αποτέλεσμα τόσο του περιορισμού του ρυθμού δημιουργίας νέων επιχειρήσεων όσο και της επιτάχυνσης των διαγραφών τους (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>5</sup> Αν εξαιρεθούν οι ατομικές επιχειρήσεις (οι οποίες κατά κανόνα χαρακτηρίζονται από αυξημένη μεταβλητότητα και προσωρινότητα, π.χ. παροχή υπηρεσιών με μπλοκάκια), το

3 Adalet McGowan M., D. Andrews and V. Millot (2017), "The Walking Dead: Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers No. 1372.

4 Τα στοιχεία του ΓΕΜΗ αφορούν την περίοδο Μάιος 2011-Μάρτιος 2017. Αξιοποιούνται στοιχεία τα οποία ήταν διαθέσιμα στην ιστοσελίδα του ΓΕΜΗ έως και τις 10 Απριλίου 2017.

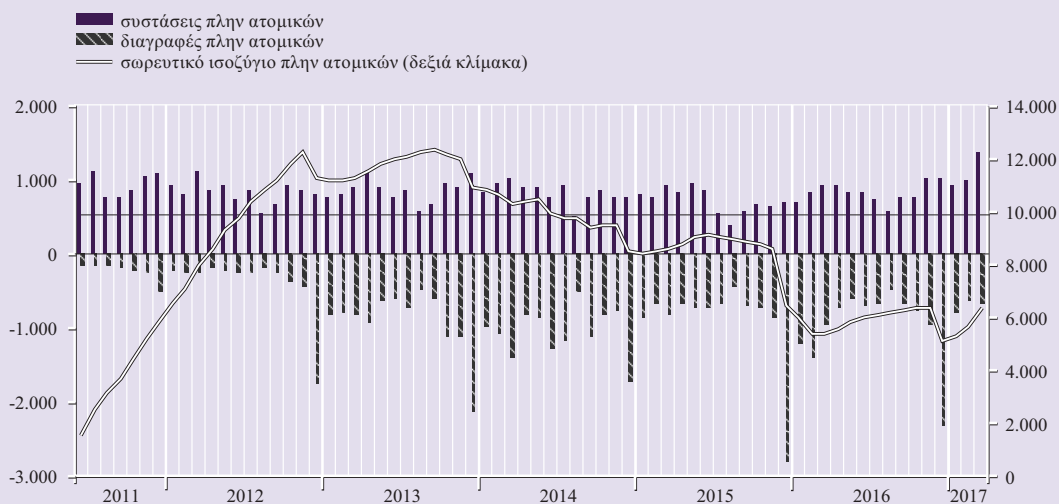
5 Επιχειρήσεις που, στις συγκεκριμένες ημερομηνίες/περιόδους, είναι σε κάποια από τις παρακάτω καταστάσεις: πτώχευση, διακοπή (Δ.Ο.Υ.), λύση-εκκαθάριση, υπό εκκαθάριση, διαδικασία συνδιαλλαγής, διαγραφή, διαγραφή λόγω συγχώνευσης, αναγκαστική διαχείριση, διαγραφή λόγω διάσπασης.

**Διάγραμμα Α Μηνιαίες συστάσεις και διαγραφές επιχειρήσεων, σωρευτικό ισοζύγιο**



Πηγή: ΓΕΜΗ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Ισοζύγιο = συστάσεις - διαγραφές. Οι διαγραφές εμφανίζονται με αρνητικό πρόσημο.

**Διάγραμμα Β Μηνιαίες συστάσεις και διαγραφές επιχειρήσεων πλην ατομικών επιχειρήσεων, σωρευτικό ισοζύγιο**



Πηγή: ΓΕΜΗ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Ισοζύγιο = συστάσεις - διαγραφές. Οι διαγραφές εμφανίζονται με αρνητικό πρόσημο.

σωρευτικό ισοζύγιο των υπόλοιπων επιχειρήσεων ακολουθούσε καθοδική πορεία ήδη από το τέλος του 2013, η οποία επιταχύνθηκε το φθινόπωρο του 2015 (βλ. Διάγραμμα Β). Παρ' όλα αυτά, από το β' τρίμηνο του 2016 και έπειτα παρουσιάζει σημάδια σταθεροποίησης και οριακής ανάκαμψης, εξαιτίας της ελαφράς ανόδου των συστάσεων τα τελευταία δύο τρίμηνα.

Όπως προκύπτει από τα Διαγράμματα Γ και Δ, οι ατομικές επιχειρήσεις (ελεύθεροι επαγγελματίες, παροχή υπηρεσιών κ.ά.) ερμηνεύουν το μεγαλύτερο μερίδιο των συστάσεων και διαγραφών και εξακολουθούν να επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό το ισοζύγιο στο σύνολο των επιχειρήσεων. Ωστόσο, στο ισοζύγιο συστάσεων-διαγραφών αυξανόμενη είναι η συμβολή των ΙΚΕ (Ιδιωτικών Κεφαλαιουχικών Εταιριών), οι οποίες, σύμφωνα με τον ν. 4072/2012, είναι δυνατόν να συσταθούν με χαμηλό ή και μηδενικό κόστος, στοιχείο που διευκολύνει σημαντικά την ίδρυσή τους. Συνολικά, η κινητικότητα πρωτίστως των ΙΚΕ και δευτερευόντως των ατομικών επιχειρήσεων επηρεάζει καθοριστικά την εξέλιξη του συνολικού ισοζυγίου. Εξαιρώντας τις ατομικές επιχειρήσεις, το σωρευτικό ισοζύγιο των υπόλοιπων επιχειρήσεων καταγράφει θετικές τιμές εξαιτίας της καθοριστικής συμβολής των ΙΚΕ από το 2014 και έπειτα (βλ. Διάγραμμα Ε).

Η οικονομική κρίση και η περιορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση (μέσω του τραπεζικού δανεισμού καθώς και μέσω των αγορών κεφαλαίων) επέδρασαν αρνητικά στο ισοζύγιο των συστάσεων και διαγραφών σε κάθε επιμέρους νομική μορφή επιχείρησης, με εξαίρεση τις ΙΚΕ. Αναλυτικότερα, στην κατά νομική μορφή ανάλυση παρατηρούνται τα εξής: α) Στις ανώνυμες εταιρίες (Α.Ε.) το σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων και διαγραφών παρουσιάζει πτωχική τάση από το τέλος του 2013, η οποία επιταχύνθηκε από το φθινόπωρο του 2015 και έπειτα, καθώς οι διαγραφές ενισχύθηκαν σημαντικά περισσότερο έναντι των συστάσεων. β) Το σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων-διαγραφών των ετερόρρυθμων εταιριών (Ε.Ε.) καταγράφει φθίνουσα πορεία από τα τέλη του 2012 με αποτέλεσμα να γίνει αρνητικό στο τέλος του 2016, για πρώτη φορά την επισκοπούμενη περίοδο. γ) Δυσμενέστερη είναι η εικόνα που παρατηρείται στο σωρευτικό ισοζύ-



### Διάγραμμα Γ Σωρευτικές συστάσεις και διαγραφές και συμβολή κάθε επιμέρους νομικής μορφής



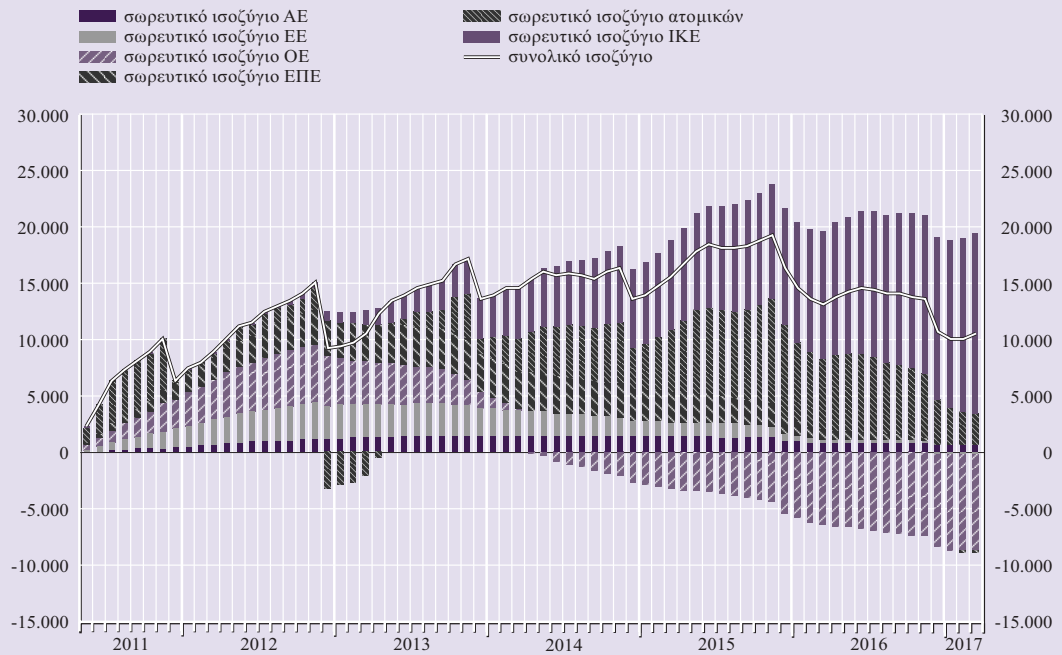
Πηγή: ΓΕΜΗ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Οι διαγραφές εμφανίζονται με αρνητικό πρόσημο.

γιο των ομόρρυθμων εταιριών (Ο.Ε.), το οποίο ήδη από τις αρχές του 2014 λαμβάνει αρνητικές τιμές, καθώς ολοένα περισσότερες επιχειρήσεις αυτής της νομικής μορφής διαγράφονται. Μάλιστα, στις αρχές του τρέχοντος έτους παρατηρήθηκε ότι κατά την τελευταία δετία σωρευτικά διαγράφηκαν περίπου 10.000 περισσότερες επιχειρήσεις αυτής της νομικής μορφής έναντι εκείνων που συστάθηκαν. δ) Το σωρευτικό ισοζύγιο των εταιριών περιορισμένη ευθύνης (Ε.Π.Ε.) καταγράφει διαρκή πτώση από το φθινόπωρο του 2013 και, όμοια με τις Ε.Ε., από τα τέλη του 2016 και έπειτα κινείται σε αρνητικές τιμές. ε) Εντονότερη κινητικότητα σε νέες συστάσεις και διαγραφές παρουσιάζουν οι ατομικές επιχειρήσεις (αυτές σχετίζονται με τη δράση των ελεύθερων επαγγελματιών και με παροχή υπηρεσιών), των οποίων το ισοζύγιο παραμένει (με εξαίρεση μερικών μηνών) σε θετικό επίπεδο κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου.<sup>6</sup> στ) Τέλος, έντονα θετικό και προοδευτικά αυξανόμενο είναι το σωρευτικό ισοζύγιο των ΙΚΕ, κυρίως λόγω των προαναφερόμενων διευκολύνσεων που προβλέπει ο ν. 4072/2012 για τη σύστασή τους (έναντι άλλων νομικών μορφών που αφορούν μικρομεσαίες επιχειρήσεις).

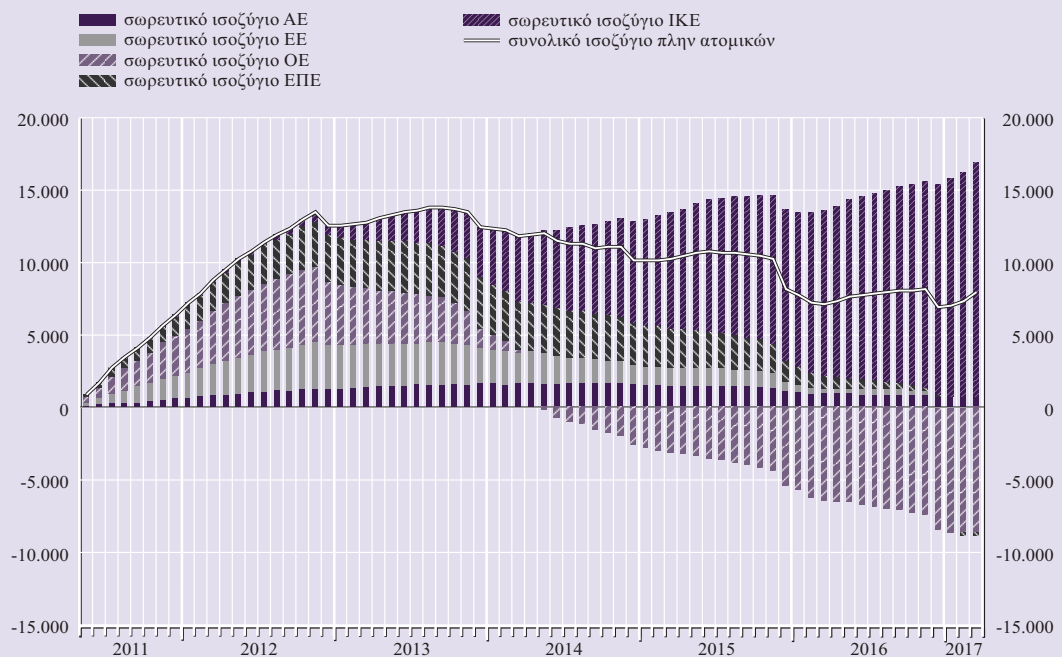
Ο προβληματισμός που γεννάται από τη φθίνουσα πορεία του σωρευτικού ισοζυγίου συστάσεων-διαγραφών και την αυξανόμενη συμβολή νομικών μορφών που αφορούν κατά κύριο λόγο επι-

<sup>6</sup> Θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα στοιχεία συστάσεων και διαγραφών επηρεάζονται και από πρόσφατες αποφάσεις του Υπουργείου Οικονομίας, Ανάπτυξης και Τουρισμού που δίνουν τη δυνατότητα αναδρομικής διαγραφής σε επιχειρήσεις οι οποίες είχαν διακόψει την επιχειρηματική τους δραστηριότητα σε παρελθόντα χρόνο. Για παράδειγμα, σύμφωνα με σχετική ανακοίνωση της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου και Καταναλωτή, η ΠΟΛ.1045/10.2.2015 είχε ως αποτέλεσμα τη διαγραφή από το ΓΕΜΗ 6.600 επιχειρήσεων το 2015 και 1.600 το 2016 που ήταν ανενεργές για μεγάλο χρονικό διάστημα.

**Διάγραμμα Δ Σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων – διαγραφών και συμβολή κάθε επιμέρους νομικής μορφής**



**Διάγραμμα Ε Σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων – διαγραφών πλην ατομικών επιχειρήσεων και συμβολή κάθε επιμέρους νομικής μορφής**



Πηγή: ΓΕΜΗ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Ισοζύγιο = συστάσεις - διαγραφές.

χειρήσεις μικρού μεγέθους (IKE και ατομικές επιχειρήσεις) εντείνεται αν στην ανάλυση συμπεριληφθούν ορισμένες ποιοτικές παράμετροι. Ειδικότερα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα πρόσφατης μελέτης της Endeavor Greece, το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων που συστάθηκαν το 2016 εξακολουθούν να δραστηριοποιούνται σε κλάδους με προσανατολισμό την εγχώρια κατανάλωση (κατά κύριο λόγο αφορούν την εστίαση και τη διασκέδαση) και όχι σε κλάδους μεταποίησης ή υψηλού τεχνολογικού περιεχομένου. Εξαιρέση συνιστά η θετική συμβολή των τουριστικών επιχειρήσεων οι οποίες έχουν εξαγωγικό προσανατολισμό.<sup>7</sup>

Επιπρόσθετα, σε πρόσφατη μελέτη του Εθνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης (2016), που αφορά την περίοδο 2011-2015, επισημαίνεται ότι το ισοζύγιο μεταξύ συστάσεων και διαγραφών επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας στη μεταποίηση και υψηλής τεχνολογίας έντασης γνώσης στις υπηρεσίες διευρύνεται αρνητικά υπέρ των διαγραφών από το 2013 και έπειτα. Η εξέλιξη αυτή, δεδομένων των χρονικών υστερήσεων με τις οποίες επιδρά, περιορίζει το τεχνολογικό περιεχόμενο και την ένταση γνώσης των παραγόμενων και εξαγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, υπονομεύει τη διάχυση των νέων τεχνολογιών και την απασχόληση του υψηλά καταρτισμένου ανθρώπινου δυναμικού και εν τέλει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές τις ελληνικής οικονομίας.<sup>8</sup>

### Συμπεράσματα

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία του ΓΕΜΗ, το σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων-διαγραφών, αν και παραμένει θετικό, καταγράφει καθοδική πορεία από το φθινόπωρο του 2015 και έπειτα. Παράλληλα, το τελευταίο διάστημα παρατηρείται αυξανόμενη συμβολή νομικών μορφών που αφορούν κατά κύριο λόγο επιχειρήσεις μικρού μεγέθους (όπως IKE και ατομικές επιχειρήσεις) και αντίστοιχη υποχώρηση της θετικής συμβολής των Α.Ε. (που συνήθως είναι μεγαλύτερων μεγέθους εταιρίες) στο σωρευτικό ισοζύγιο συστάσεων-διαγραφών. Αυτό ενδέχεται να έχει ως συνέπεια την αύξηση του μεριδίου των μικρών επιχειρήσεων στην ελληνική οικονομία, εξέλιξη που θα μπορούσε να έχει αρνητικές προεκτάσεις στο βαθμό που η πλειοψηφία των νέων επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται ακόμη από χαμηλή ένταση τεχνολογίας και γνώσης.<sup>9</sup> Ένα τέτοιο ενδεχόμενο μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα λιγότερες ευκαιρίες για δημιουργία οικονομιών κλίμακας, μικρότερη δυνατότητα πραγματοποίησης και χρηματοδότησης έρευνας και καινοτομίας στο εσωτερικό των επιχειρήσεων, αυξανόμενα κόστη και υψηλότερους φραγμούς στην πρόσβαση σε νέες εξαγωγικές αγορές και μικρότερες δυνατότητες διασύνδεσης με διεθνή δίκτυα διανομής και παραγωγής και συνεπώς χαμηλότερη παραγωγικότητα.

Ταυτόχρονα, τα τελευταία έτη καταγράφεται αρνητικό ισοζύγιο μεταξύ συστάσεων και διαγραφών επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας και έντασης γνώσης, εξέλιξη που έχει ως αποτέλε-

7 Η Ελληνική επιχειρηματικότητα σε αριθμούς, 1 Φεβρουαρίου 2017, Endeavor Greece. <http://endeavor.org.gr/meletes/>.

8 Οι κλάδοι υψηλής τεχνολογίας στη μεταποίηση είναι οι ακόλουθοι (σε παρένθεση οι διψήφιοι κωδικοί NACE Rev.2): παραγωγή βασικών φαρμακευτικών προϊόντων και φαρμακευτικών σκευασμάτων (21), κατασκευή ηλεκτρονικών υπολογιστών, ηλεκτρονικών και οπτικών προϊόντων (26). Οι κλάδοι υψηλής τεχνολογίας έντασης γνώσης στις υπηρεσίες είναι οι ακόλουθοι: παραγωγή κινηματογραφικών ταινιών, βίντεο και τηλεοπτικών προγραμμάτων, ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις (59), δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εικόνων (60), τηλεπικοινωνίες (61), δραστηριότητες προγραμματισμού ηλεκτρονικών υπολογιστών, παροχής συμβουλών και συναφείς δραστηριότητες (62), δραστηριότητες υπηρεσιών πληροφορίας (63), επιστημονική έρευνα και ανάπτυξη (72). Βλ. Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης, όπ.π.

9 Σύμφωνα με τη Eurostat, μικρομεσαίες (ΜΜΕ) θεωρούνται οι επιχειρήσεις που απασχολούν λιγότερους από 250 εργαζομένους και ταξινομούνται στις ακόλουθες κατηγορίες: πολύ μικρές επιχειρήσεις (λιγότεροι από 10 εργαζόμενοι), μικρές επιχειρήσεις (10-49) και μεσαίες επιχειρήσεις (50-249). Στην Ελλάδα, κατά το 2012, οι ΜΜΕ αντιπροσώπευαν το 86,5% της απασχόλησης και το 72,8% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (ΑΠΑ) των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Τα αντίστοιχα μερίδια για τις πολύ μικρές επιχειρήσεις ήταν 58,6% της απασχόλησης και 35,9% της ΑΠΑ, για τις μικρές και μεσαίες 17,0% και 10,9% της απασχόλησης και 20,1% και 16,8% της ΑΠΑ αντίστοιχα (οι μεγάλες επιχειρήσεις, με προσωπικό πάνω από 250 άτομα, αντιπροσώπευαν το 13,5% της απασχόλησης και το 27,2% της ΑΠΑ). Η συμβολή των ΜΜΕ στην ΑΠΑ ήταν 13,5 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερη από τη συμβολή τους στην απασχόληση (για τις πολύ μικρές επιχειρήσεις ήταν 22,7 ποσ. μον. μικρότερη), γεγονός που αποκαλύπτει και το χαμηλότερο επίπεδο παραγωγικότητας της εργασίας για αυτές τις επιχειρήσεις. Στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28), οι ΜΜΕ αντιπροσώπευαν το 67,1% του εργατικού δυναμικού στο μη χρηματοπιστωτικό τομέα και το 57,3% της ΑΠΑ το 2012, ενώ οι πολύ μικρές επιχειρήσεις αντιπροσώπευαν το 29,1% του εργατικού δυναμικού στο μη χρηματοπιστωτικό τομέα και το 21,0% της ΑΠΑ.

σμα την υποβάθμιση του τεχνολογικού περιεχομένου των νέων επιχειρήσεων και την εξειδίκευση σε κλάδους εντάσεως εργασίας, ενώ παράλληλα δεν φαίνεται να ενισχύεται ο εξαγωγικός προσανατολισμός των επιχειρήσεων (με εξαίρεση τη θετική συμβολή του τουρισμού). Όλα τα ανωτέρω υποδηλώνουν την ύπαρξη σημαντικών δυσχερειών στην αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας προς ένα εξωστρεφές υπόδειγμα οικονομικής ανάπτυξης που θα βασίζεται σε προϊόντα και υπηρεσίες υψηλής προστιθέμενης αξίας.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, η πολιτεία θα πρέπει να ενισχύσει τις δράσεις<sup>10</sup> που υποστηρίζουν την επιχειρηματικότητα, μεταξύ άλλων με την τόνωση του ανταγωνισμού, την ενθάρρυνση της καινοτομίας και την εξωστρέφεια. Ειδικότερα, προς την κατεύθυνση αυτή λειτουργούν το άνοιγμα των αγορών προϊόντων, εργασίας και κεφαλαίων και ιδίως η ενίσχυση του ανταγωνισμού σε κλειστά επαγγέλματα και σε κλάδους δικτύων υποδομής. Παράλληλα, για να υποστηριχθεί η αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων και κατ' επέκταση η συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, απαιτείται η διευκόλυνση της εισόδου νέων επιχειρήσεων και της ομαλής παύσης της λειτουργίας των μη βιώσιμων επιχειρήσεων μέσω μιας αποτελεσματικής πτωχευτικής διαδικασίας, καθώς και η επαναπασχόληση των διαθέσιμων πόρων, κατά πρώτο λόγο των ανθρώπινων, που τίθενται σε αργία. Αναγκαίες προϋποθέσεις είναι η εύρυθμη λειτουργία του δικαστικού συστήματος και του μηχανισμού για τον εξωδικαστικό συμβιβασμό μεταξύ οφειλετών και δανειστών, η ύπαρξη ενός σταθερού φορολογικού περιβάλλοντος, ο περιορισμός της γραφειοκρατίας με την απλοποίηση των διαδικασιών στη δημόσια διοίκηση, η διαθεσιμότητα υψηλού επιπέδου δημόσιων υποδομών, καθώς και ένα ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο το οποίο ενθαρρύνει τον ανταγωνισμό.<sup>11</sup>

Επιπρόσθετα, επιτακτικά αναγκαία είναι η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το οποίο καθυστερεί την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων και περιορίζει τη δυνατότητα των βιώσιμων επιχειρήσεων να χρηματοδοτήσουν νέες επενδύσεις και νέα επιχειρηματικά σχήματα. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων, η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και του προγράμματος αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας, καθώς και η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και της λειτουργίας του δημόσιου τομέα θα πρέπει να συνοδευθούν απαραίτητα από την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής κανονικότητας και τη διευκόλυνση της πρόσβασης σε χρηματοδότηση.

Εξαιτίας του μεγάλου μεριδίου των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην ελληνική οικονομία θα πρέπει επίσης να δοθεί έμφαση (μέσω αξιοποίησης των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων και πρωτοβουλιών) στη δημιουργία συστάδων (clusters) ειδικά για τις ΜΜΕ. Η συνέργεια και συνεργασία μεταξύ των ΜΜΕ μπορεί να τις καταστήσει πιο καινοτόμες, με αποτέλεσμα να κατοχυρώσουν περισσότερα διεθνή εμπορικά σήματα (international trademarks) και διπλώματα ευρεσιτεχνίας (patents), να διευκολύνει την πρόσβασή τους στις διεθνείς αγορές και να αυξήσει τον κύκλο εργασιών τους. Κάτι τέτοιο θα συμβάλει στη δημιουργία θέσεων εργασίας, ενώ παράλληλα θα ενισχύσει τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας. Η δημιουργία συστάδων επιχειρήσεων θα πρέπει να συνδυαστεί με πρόσθετα κίνητρα επέκτασης και αύξησης του μεγέθους των ΜΜΕ (και των νεοφυών επιχειρήσεων – startups) μέσω διευκόλυνσης της πρόσβασής τους σε νέα χρηματοδοτικά εργαλεία (π.χ. χρηματοδότηση μέσω προγραμμάτων της Ευρωπαϊκής Τρά-

10 Στο πλαίσιο αυτό ο αναπτυξιακός νόμος 4399/2016 παρέχει κίνητρα για να ενισχυθούν καινοτόμες επιχειρήσεις και επενδυτικά σχέδια που θα τόνωσουν την ανάπτυξη.

11 Βλ. OECD (2016), *Economic Surveys: Greece*, March, European Commission (2016), *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 15, No. 3, Institutional Paper 046, και Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα σε εκδήλωση του Wharton Club of Greece στην Αθήνα με θέμα “Η Ελλάδα και η ζώνη του ευρώ: προκλήσεις και προοπτικές”, 25.1.2017.

πεζας Επενδύσεων, μέσω συμμετοχικής χρηματοδότησης (crowdfunding), venture capital, angel funds κ.ά.) και στις αγορές κεφαλαίων.

Όλα τα ανωτέρω συμβάλλουν στη δημιουργία νέων δυναμικών επιχειρήσεων και στην ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών που αφενός ενισχύουν την απασχόληση και αφετέρου υποστηρίζουν τη μεσομακροπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας.



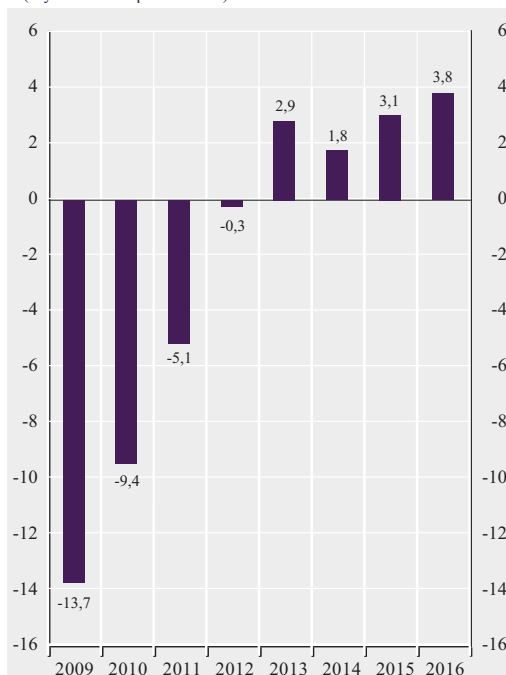


## V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Τους πρώτους μήνες του 2017 η εικόνα στα δημόσια οικονομικά παρουσίασε ομοιότητες με το αντίστοιχο διάστημα του 2016, καθώς η πορεία για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης στο πλαίσιο της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης χαρακτηρίστηκε από παρατεταμένη περίοδο διαπραγματεύσεων, όπως συνέβη και με την πρώτη αξιολόγηση το αντίστοιχο περυσινό διάστημα. Ως εκ τούτου, κατά το διάστημα αυτό πάγωσε ξανά η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του νέου προγράμματος και παρατηρήθηκε συγκράτηση των δημόσιων δαπανών και ανακοπή της εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης, ενώ οι αποδόσεις των ελληνικών τίτλων διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα. Σημαντική εξέλιξη αποτέλεσε η διαμόρφωση του πρωτογενούς πλεονάσματος του 2016, σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος, σε επίπεδο 4,2% του ΑΕΠ, οκταπλάσιο του στόχου 0,5% του ΑΕΠ, με περιορισμένη ωστόσο μεταφερόμενη επίδραση στα επόμενα έτη και με υπεράντληση πόρων από την πραγματική οικονομία. Προκειμένου να ολοκληρωθεί η δεύτερη αξιολόγηση, υιοθετήθηκε νέα δέσμη μέτρων που αφορά μεταξύ άλλων συνταξιοδοτικές και φορολογικές παρεμβάσεις για τα έτη 2018-2021 σωρευτικού ύψους 2,3% του ΑΕΠ, καθώς και δέσμη πιθανών αντισταθμιστικών μέτρων τα έτη 2019 και 2020 υπό την προϋπόθεση επίτευξης των στόχων του προγράμματος, ενώ παράλληλα ψηφίστηκε το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021. Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης θα αποκαταστήσει την ομαλή χρηματοδότηση στο πλαίσιο του προγράμματος και αναμένεται να συμβάλει σημαντικά στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Η αποφυγή περαιτέρω καθυστερήσεων στην εφαρμογή του προγράμματος αποτελεί επιτακτική ανάγκη προκειμένου να διασφαλιστούν τα έως τώρα δημοσιονομικά επιτεύγματα. Έμφαση πρέπει να δοθεί στη δημιουργία προϋποθέσεων για την αλλαγή του φοροκεντρικού χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής και τη μετατόπιση του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυναμικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης υπολογίζεται βάσει μεθοδολογίας του Ευρωσυστήματος.

μείωσης των φορολογικών συντελεστών και της ανακατανομής της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα. Η περαιτέρω ενίσχυση της εισπραξιμότητας των φορολογικών εσόδων μέσω δραστικότερων μέτρων ενδυνάμωσης της φορολογικής διοίκησης και του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας μπορούν να αποτελέσουν την κινητήρια δύναμη.

### I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το 2016 ολοκληρώθηκε η πρώτη αξιολόγηση του προγράμματος και παρουσιάστηκε σημαντική βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέ-

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 15.6.2017.

σματος. Εντούτοις, η πορεία δεν ήταν απρόσκοπτη, καθώς το πρώτο εξάμηνο του 2016 χαρακτηρίστηκε από συγκράτηση των δημόσιων δαπανών, αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης και ενίσχυση της αβεβαιότητας εξαιτίας της παρατεταμένης διαπραγμάτευσης για την πρώτη αξιολόγηση και της έλλειψης χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος. Η αβεβαιότητα αποκλιμακώθηκε στην αρχή του δεύτερου εξαμήνου με την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, μετά τη λήψη σειράς δημοσιονομικών μέτρων, και την αποκατάσταση της ρευστότητας, στο πλαίσιο της οποίας παρατηρήθηκε έντονη προσπάθεια εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης. Ωστόσο, προς το τέλος του έτους η αβεβαιότητα αναζωπυρώθηκε, καθώς παρατηρήθηκε εκ νέου καθυστέρηση στις διαπραγματεύσεις στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης.

Ως αποτέλεσμα της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, η γενική κυβέρνηση παρουσίασε πλεόνασμα το 2016 για πρώτη φορά μετά από δεκαετίες,<sup>2</sup> ενώ το διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα, στο οποίο δεν περιλαμβάνονται οι τόκοι, η επίδραση του οικονομικού κύκλου και οι έκτακτοι παράγοντες, βελτιώθηκε έναντι του 2015 (βλ. Διάγραμμα V.1).

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2013-2016 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), το ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) για το 2016 παρουσιάζει πλεόνασμα της τάξεως του 0,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 5,9% του ΑΕΠ το 2015, και πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 3,9% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς ελλείμματος 2,3% του ΑΕΠ το 2015 (βλ. Πίνακα V.1). Η μεγάλη βελτίωση σε σχέση με το 2015 οφείλεται αφενός στην επίδραση από τη βάση σύγκρισης, καθώς το αποτέλεσμα του 2015 είχε επιβαρυνθεί από την επίπτωση της καθαρής κρατικής υποστήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και αφετέρου σε

αυξημένα τρέχοντα έσοδα και σε περιστολή λειτουργικών και επενδυτικών δαπανών.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2016 με βάση το πρόγραμμα εκτιμάται<sup>3</sup> σε πλεόνασμα 4,2% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο του προγράμματος για πρωτογενές πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ. Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσε σημαντικά η καλύτερη πορεία των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί και στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των εσόδων από τους φόρους εισοδήματος και του ΦΠΑ (βλ. Ειδικό θέμα V.1). Επιπρόσθετα, η αύξηση των εσόδων από τον ΦΠΑ μπορεί να αποδοθεί και στην αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών που παρατηρήθηκε από τον Ιούλιο του 2015 μετά την επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών.<sup>4</sup> Εντούτοις, το μεγαλύτερο μέρος της υπέρβασης αποδίδεται σε ορισμένους έκτακτους παράγοντες, που σχετίζονται μεταξύ άλλων με την υπεραπόδοση του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων, καθώς και με μειωμένες δαπάνες επενδύσεων. Ως εκ τούτου, μέρος μόνο της υπέρβασης αυτής του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του στόχου αναμένεται να έχει θετική επίδραση στο επόμενο έτος. Η υπέρβαση αυτή, αν και συνέβαλε στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, είχε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία, καθώς αντλήθηκαν σημαντικοί πόροι από την παραγωγική διαδικασία, μέσω της αύξησης της φορολογίας και της είσπραξης εσόδων που δεν είναι επαναλαμβανόμενα τα επόμενα έτη. Οι πόροι αυτοί θα μπορούσαν εναλλακτικά να ενισχύσουν την ιδιωτική κατανάλωση ή να αυξήσουν την αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα, διευκολύνοντας τη χρημα-

2 Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, η τελευταία φορά που η Ελλάδα παρουσίασε πλεόνασμα στη γενική κυβέρνηση ήταν το 1971.

3 Για το 2016 στο πρωτογενές αποτέλεσμα με βάση το πρόγραμμα δεν υπολογίζονται η επίπτωση της στήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η μεταβολή του αποθέματος των επιστροφών φόρων (χωρίς ατομικό φύλλο έκπτωσης (ΑΦΕΚ)), ορισμένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων, η απόδοση κερδών ANFA/SMP από την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς και ορισμένες δαπάνες που σχετίζονται με τη μετανάστευση.

4 Βλ. Hondroyiannis, G. and D. Papaikononou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, σελ. 17-20.

## Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(% του ΑΕΠ)

	2013	2014	2015	2016
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	<b>-13,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,9</b>	<b>0,7</b>
– Κεντρική κυβέρνηση	-15,4	-4,4	-5,9	-0,8
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	2,3	0,7	-0,1	1,5
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,7</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>3,9</b>
<b>Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού</b>				
Δημοσιονομικά στοιχεία <sup>2</sup>	<b>-3,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,6</b>
Ταμειακά στοιχεία <sup>3</sup>	<b>-7,1<sup>4</sup></b>	<b>-2,4<sup>5</sup></b>	<b>-1,9<sup>6</sup></b>	<b>-2,0<sup>7</sup></b>

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

1 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος). Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

2 Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης ΚΠ, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2017).

3 Στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος. Τα στοιχεία αυτά αφορούν μόνο το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση χωρίς την κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

4 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2 δισεκ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 6.155 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

5 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 62 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 1.152 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP).

7 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

τοδότηση ιδιωτικών επενδύσεων και συμβάλοντας στην τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Όπως συνέβη και το 2016, το πρώτο διάστημα του 2017 χαρακτηρίστηκε από έντονη διαπραγματευτική προσπάθεια προκειμένου να ολοκληρωθεί η δεύτερη αξιολόγηση στο πλαίσιο του τρίτου προγράμματος, η οποία ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2016. Η οικονομία περιήλθε εκ νέου σε στάση αναμονής, η αβεβαιότητα παρατάθηκε και παρεμποδίστηκε η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών στην ελληνική οικονομία.

Η καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης οδήγησε για άλλη μια φορά σε πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Όπως συνέβη και το αντίστοιχο διάστημα του 2016, εξαιτίας της περιορισμένης

ρευστότητας και προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι υφιστάμενες υποχρεώσεις πληρωμών του Δημοσίου, αυξήθηκε ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης, ενώ ταυτόχρονα ανακόπηκε η πορεία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης που υπήρξε έντονη το δεύτερο εξάμηνο του 2016.

Υπό αυτές τις συνθήκες παρατεταμένης αβεβαιότητας, το επενδυτικό κλίμα παρέμεινε ασταθές το α' τρίμηνο του έτους, καθώς οι αγορές συνέχισαν να αξιολογούν με επιφύλαξη τους ελληνικούς τίτλους. Ειδικότερα, η απόδοση των εντόκων γραμματίων διάρκειας 13 εβδομάδων διατηρήθηκε στο υψηλό επίπεδο του 2,7%, τόσο στην τελευταία δημοπρασία του Απριλίου 2017 (12.4.2017) όσο και καθ' όλη τη διάρκεια του 2015 και του 2016, από 1,7% το Νοέμβριο του 2014 (14.11.2014).

Επίσης, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου διατηρήθηκε σε επίπεδο άνω του 7,0% το α' τρίμηνο του έτους.

Η ένταση αποκλιμακώθηκε τον Απρίλιο, αφού συμφωνήθηκε σειρά δημοσιονομικών και άλλων μέτρων, επιπλέον του υφιστάμενου προγράμματος, προκειμένου να διασφαλιστεί η συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς στόχους του προγράμματος σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου αποκλιμακώθηκε σημαντικά το Μάιο, λόγω της προσδοκίας ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης, στο 5,6% (22.5.2017), σηματοδοτώντας μια βελτίωση του επενδυτικού κλίματος που θα βοηθήσει στην επιστροφή της ελληνικής οικονομίας στις αγορές για χρηματοδότηση. Εντούτοις, το επόμενο διάστημα παρουσίασε εκ νέου αύξηση (6,1% στις 30.5.2017) εξαιτίας της επιπλέον παράτασης των διαπραγματεύσεων, ενώ μειώθηκε ξανά (5,85% στις 13.6.2017) εν όψει της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης. Αναμφισβήτητα, η διακύμανση της αβεβαιότητας που παρατηρείται τα τελευταία έτη εξαιτίας της μη ομαλής πορείας υλοποίησης του προγράμματος έχει επιβραδύνει σημαντικά την επάνοδο της οικονομικής δραστηριότητας σε πορεία σταθερής ανάπτυξης.

Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του πρώτου τετραμήνου εμφάνισε βελτίωση έναντι του στόχου. Τα συνολικά έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού (ΤΠ) ήταν αυξημένα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου και κινήθηκαν καλύτερα από τον αντίστοιχο στόχο περιόδου. Όσον αφορά τα φορολογικά έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού, παρότι είναι μειωμένα έναντι του περσινού τετραμήνου λόγω διαφοράς στο χρονοδιάγραμμα είσπραξης του ΕΝΦΙΑ στα δύο έτη, υπερβαίνουν το στόχο τους για το τετράμηνο. Ωστόσο, η φοροδοτική ικανότητα των φορολογουμένων συνεχίζει να εξασθενεί, όπως υποδηλώνει η σημαντική αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο το α' τρίμηνο του έτους.<sup>5</sup> Επιπλέον, οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ καθώς και οι δαπάνες των δημοσίων επενδύσεων υπολείπονται σημαντικά του στόχου, ενώ οι

ληξιπρόθεσμες οφειλές προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο, με αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα. Με την αποκατάσταση της ρευστότητας μετά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης αναμένεται αντιστροφή της τάσης αυτής στο υπόλοιπο του έτους και το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2017 αναμένεται να ξεπεράσει το στόχο του προγράμματος για πρωτογενές πλεόνασμα 1,75% του ΑΕΠ. Το 2017 η δημοσιονομική πολιτική προβλέπεται να είναι περισσότερο υποστηρικτική έναντι του 2016, καθώς το 2016 παρατηρήθηκε μη επαναλαμβανόμενη είσπραξη εσόδων και συγκράτηση δαπανών.

Στις δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις που συμφωνήθηκαν στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης συγκαταλέγονται μια δέσμη συμπληρωματικών παραμετρικών μέτρων προκειμένου να διασφαλιστεί το αποτέλεσμα του 2018 σύμφωνα με το πρόγραμμα, καθώς και μεσοπρόθεσμες μεταρρυθμίσεις για τα έτη 2019-2021 που αποσκοπούν στην αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος προς ενίσχυση της ανάπτυξης. Με τον ν. 4472/2017<sup>6</sup> του Μαΐου ψηφίστηκε το σύνολο των παρεμβάσεων, καθώς και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021. Ειδικότερα, ο νόμος προβλέπει μεταξύ άλλων:

– Συμπληρωματική δέσμη παραμετρικών μέτρων για την επίτευξη των συμφωνημένων δημοσιονομικών στόχων έως το τέλος του 2018, σωρευτικής απόδοσης 0,3% του ΑΕΠ, που θα περιλαμβάνει: α) εξορθολογισμό των παροχών κοινωνικής πρόνοιας και κατάργηση των φοροαπαλλαγών στο πλαίσιο της αναθεώρησης του συστήματος κοινωνικής πρόνοιας, β) εξορθολογισμό των δαπανών για υγειονο-

<sup>5</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία Ιανουαρίου-Μαρτίου 2017 για την παρακολούθηση της φορολογικής διοίκησης, ο όγκος των νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών που προστέθηκαν τους τρεις πρώτους μήνες του 2017 ανέρχεται σε 3,3 δισεκ. ευρώ, ενώ το σύνολο των ληξιπρόθεσμων οφειλών το Μάρτιο του 2017 ανήλθε σε 94,3 δισεκ. ευρώ.

<sup>6</sup> “Συνταξιοδοτικές διατάξεις Δημοσίου και τροποποίηση διατάξεων του ν. 4387/2016, μέτρα εφαρμογής των δημοσιονομικών στόχων και μεταρρυθμίσεων, μέτρα κοινωνικής στήριξης και εργασιακές ρυθμίσεις, Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021 και λοιπές διατάξεις”.



μική περίθαλψη και μείωση των ανώτατων ορίων της αυτόματης επιστροφής που επιβάλλεται στους παρόχους υγείας (claw-back), γ) φορολόγηση των εισοδημάτων από βραχυπρόθεσμη ενοικίαση ακινήτων ως εισόδημα από ελευθέρια επαγγέλματα, δ) εξορθολογισμό των κινήτρων απόδοσης στο μισθολόγιο του δημόσιου τομέα και ε) εξορθολογισμό ορισμένων επιδομάτων των στρατιωτικών.

– Διαρθρωτικές παρεμβάσεις για τη μεσοπρόθεσμη περίοδο 2019-2021 που αφορούν: α) τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος με στόχο την εξοικονόμηση πόρων σωρευτικά ύψους 1,3% του ΑΕΠ το 2019-2021 και β) την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων, με καθαρή απόδοση ύψους 1% του ΑΕΠ για το 2020, με ενδεχόμενη εφαρμογή από το 2019 εφόσον κριθεί απαραίτητο για την επίτευξη του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,5%.

– Υιοθέτηση εξισορροπητικών παρεμβάσεων που είναι δυνατόν να εφαρμοστούν από το 2019 έως το 2021, εφόσον αξιολογηθεί και συμφωνηθεί από τα θεσμικά όργανα σε συνεργασία με τις ελληνικές αρχές ότι από την εφαρμογή τους δεν διακινδυνεύεται η επίτευξη των μελλοντικών στόχων. Στο πλαίσιο αυτό αποφασίστηκαν: α) μια δέσμη φορολογικών μέτρων για την ενίσχυση της ανάπτυξης ως αντιστάθμιση της επίπτωσης από την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων, η οποία περιλαμβάνει: i) μείωση στον κατώτατο φορολογικό συντελεστή του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων, ii) αναπροσδιορισμό (μειωτικά) των συντελεστών της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης, iii) μείωση του φορολογικού συντελεστή για τα νομικά πρόσωπα, πλην των πιστωτικών ιδρυμάτων, και iv) μείωση στον ενιαίο φόρο ιδιοκτησίας ακινήτων (ΕΝΦΙΑ), και β) μια στοχευμένη δέσμη δαπανών ως αντιστάθμιση της επίπτωσης από τη συνταξιοδοτική μεταρρύθμιση, η οποία περιλαμβάνει: i) αύξηση των δαπανών για στοχευμένες παροχές κοινωνικής πρόνοιας, ii) υψηλής ποιότητας επενδύσεις σε δημόσιες υποδομές και iii) ενεργητικές πολιτικές για την αγορά εργασίας.

– Το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021, το οποίο ενσωματώνει το σύνολο των διαρθρωτικών και εξισορροπητικών παρεμβάσεων, καθώς και ορισμένες διαρθρωτικές φορολογικές παρεμβάσεις που δεν έχουν ακόμη νομοθετηθεί, προβλέπει την επίτευξη των στόχων βάσει του προγράμματος. Συγκεκριμένα, προβλέπει πρωτογενή πλεονάσματα σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος ύψους 1,9% του ΑΕΠ για το 2017, 3,5% του ΑΕΠ για το 2018 και 4,0% του ΑΕΠ για τα έτη 2019, 2020 και 2021, έναντι στόχων προγράμματος 1,75% του ΑΕΠ για το 2017 και 3,5% του ΑΕΠ για το 2018 και έπειτα, βασιζόμενα στις διαρθρωτικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις για τη μεσοπρόθεσμη περίοδο 2019-2021, σωρευτικής απόδοσης ύψους 4,9 δισεκ. ευρώ ή 2,3% του ΑΕΠ, καθώς και στις εξισορροπητικές παρεμβάσεις σωρευτικής απόδοσης 7,6 δισεκ. ευρώ ή 3,6% του ΑΕΠ (βλ. Ειδικό θέμα V.2).

Με συμπληρωματικό πολυνόμο ν. 4474/2017<sup>7</sup> ψηφίστηκαν επιπλέον ρυθμίσεις που προβλέπουν: i) εξαίρεση των αγροτεμαχίων από το συμπληρωματικό φόρο του ΕΝΦΙΑ για τα έτη 2017 και 2018, ii) επέκταση της επιβολής προστίμου για τη μη έκδοση αποδείξεων στις πράξεις που δεν επιβαρύνονται από ΦΠΑ, iii) επιβολή προστίμου για τη μη συμμόρφωση με την υποχρέωση χρήσης ηλεκτρονικών μέσων πληρωμής για αγαθά και υπηρεσίες άνω των 500 ευρώ, iv) δυνατότητα άρσης του επαγγελματικού απορρήτου για όσα επαγγέλματα ισχύει, μετά από αίτημα της ΑΑΔΕ, και v) παράταση της προθεσμίας οικειοθελούς αποκάλυψης φορολογητέας ύλης παρελθόντων ετών.

Στη συνεδρίαση του συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης (Eurogroup) στις 22 Μαΐου 2017, αναγνωρίστηκε η πρόοδος της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας όσον αφορά τη δέσμη μέτρων που ψηφίστηκε και άνοιξε ο δρόμος για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Παράλληλα, διεξήχθη μια εις βάθος συζήτηση για τη

7 “Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις της Οδηγίας (ΕΕ) 2015/2376 και άλλες διατάξεις”.



βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους που όμως δεν κατέληξε σε συνολική συμφωνία. Στην επόμενη συνεδρίαση του συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης (Eurogroup) στις 15 Ιουνίου 2017 ολοκληρώθηκε η δεύτερη αξιολόγηση. Το επόμενο διάστημα αναμένεται η εκταμίευση ποσού ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ προκειμένου να εξυπηρετηθούν οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου, να προχωρήσει η αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης και πιθανόν να δημιουργηθεί αποθεματικό. Σύμφωνα με το σχετικό ανακοινωθέν, μεταξύ άλλων, προτείνεται η ανάπτυξη μιας ολιστικής αναπτυξιακής στρατηγικής, αναγνωρίζεται η δυνατότητα μείωσης του πρωτογενούς πλεονάσματος σε 2% του ΑΕΠ κατ' ελάχιστον για την περίοδο 2023-2060 και επαναδιατυπώνεται η δυνατότητα λήψης πρόσθετων μέτρων για την ελάφρυνση του χρέους μετά το τέλος του προγράμματος (βλ. Ειδικό θέμα V.4).

Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης αναμένεται να επηρεάσει θετικά την οικονομία, μέσω της άμεσης αποκατάστασης της ρευστότητας του Δημοσίου με την αποδέσμευση δόσης στο πλαίσιο του προγράμματος, καθώς και μέσω της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Η ψήφιση του ΜΠΔΣ 2018-2021 αποτελεί παράγοντα σταθερότητας, καθώς ορίζει τους δημοσιονομικούς στόχους και περιγράφει το μακροοικονομικό πλαίσιο και τη δημοσιονομική πορεία προς την επίτευξή τους. Υπό την προϋπόθεση ότι δεν διακινδυνεύεται η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων, το ΜΠΔΣ προβλέπει μεσοπρόθεσμα (2019-2021) αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος υπέρ της μείωσης των φορολογικών συντελεστών και της ανακατανομής των δημόσιων δαπανών προς μια περισσότερο αναπτυξιακή κατεύθυνση. Ωστόσο, σύμφωνα με τις προβλεπόμενες άμεσες παρεμβάσεις, το μίγμα πολιτικής παραμένει φοροκεντρικό για άλλα δύο έτη προτού καταστεί εφικτή μια μερική αναδιάρθρωση του προς την κατεύθυνση της μεί-

ωσης των φορολογικών συντελεστών. Το γεγονός αυτό αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα για την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης, καθώς η δημοσιονομική υπερπόδοση, στο βαθμό που στηρίζεται στην υπερφορολόγηση, ενθαρρύνει τη φοροδιαφυγή και οδηγεί σε σημαντική πτώση του διαθέσιμου εισοδήματος.

Η αλλαγή του φοροκεντρικού χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής και η μετατόπιση του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών, της αύξησης των δημόσιων επενδύσεων και της ανακατανομής της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα είναι καίριας σημασίας για να καταστεί η δημοσιονομική πολιτική εργαλείο οικονομικής ανάπτυξης. Εξοικονόμηση από τον περαιτέρω εξορθολογισμό των δομών του δημόσιου τομέα, καθώς και του συστήματος προμηθειών του Δημοσίου θα μπορούσε να διοχετευθεί σε νευραλγικούς αναπτυξιακούς τομείς όπως η εκπαίδευση, η υγεία, οι μεταφορές, η καινοτομία και η έρευνα, καθώς και ο πολιτισμός. Ταυτόχρονα, η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας αποτελεί ένα κρίσιμο συμπληρωματικό εργαλείο οικονομικής ανάπτυξης που όχι μόνο αυξάνει άμεσα τα δημόσια έσοδα, αλλά και συνεισφέρει σημαντικά στη βελτίωση της δημόσιας υποδομής και στην ενθάρρυνση της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτοβουλίας, με θετικό αντίκτυπο στην αύξηση της απασχόλησης και του εθνικού προϊόντος (βλ. Ειδικό θέμα V.3).

Στο πλαίσιο αυτό, κρίσιμη είναι η αποφυγή περαιτέρω καθυστερήσεων στην εφαρμογή του προγράμματος μέσω της ταχείας υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων που προβλέπονται, προκειμένου να έχουν θετικά αποτελέσματα στην οικονομική δραστηριότητα τα οποία θα αντισταθμίσουν τις αρνητικές επιδράσεις των φορολογικών και ασφαλιστικών ρυθμίσεων και θα δημιουργήσουν τις προϋποθέσεις για τη σταδιακή μείωση της φορολογίας. Κινητήρια δύναμη μπορεί να αποτελέσει η περαιτέρω ενίσχυση της εισπρα-

ξιμότητας των φορολογικών εσόδων μέσω δραστηριοτήτων ενδυνάμωσης της φορολογικής διοίκησης και του φοροεισπρακτικού μηχανισμού (βλ. Ειδικό θέμα V.1).

Επιπλέον, στο νέο ΜΠΔΣ οι δημοσιονομικοί στόχοι διατηρούνται στο επίπεδο του 3,5% του ΑΕΠ σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Εντούτοις, ο στόχος αυτός κρίνεται πολύ υψηλός για να είναι διατηρήσιμος σε βάθος χρόνου και η δημοσιονομική προσπάθεια που χρειάζεται για την επίτευξη του μακροπρόθεσμου αποτελέσματος ανασχετικό παράγοντα της οικονομικής ανάπτυξης που απαιτείται ώστε αυτή να αποδώσει. Όπως έχει αναφερθεί και σε παλαιότερες εκθέσεις,<sup>8</sup> ο επαναπροσδιορισμός του δημοσιονομικού στόχου σε πρωτογενές πλεόνασμα 2% του ΑΕΠ αποτελεί μια περισσότερο ρεαλιστική προσέγγιση της απαραίτητης δημοσιονομικής προσαρμογής. Ως εκ τούτου, η σχετική απόφαση του Eurogroup της 15.6.2017 που αναφέρεται στη δυνατότητα μείωσης του πρωτογενούς πλεονάσματος σε επίπεδο ίσο προς ή λίγο πάνω από 2% του ΑΕΠ την περίοδο 2023-2060 κρίνεται προς τη σωστή κατεύθυνση. Η μείωση αυτή, σε συνδυασμό με την προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που προαναφέρθηκαν και μια ήπια μορφή αναδιάρθρωση, είναι δυνατόν να δημιουργήσει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για τη σταδιακή μείωση της φορολογίας και την περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και των επενδύσεων, χωρίς να θέτει σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους (βλ. Ειδικό θέμα V.4).

## 2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

### Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2017 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρέμεινε σταθερό έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,1% του ΑΕΠ. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ κατά την ίδια

περίοδο, ενώ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα οριακά υψηλότερο της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, επιδεινώθηκε οριακά ως ποσοστό του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,4% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2016.

Στην υπό εξέταση περίοδο παρατηρήθηκε μείωση των εσόδων καθώς και μείωση των πρωτογενών δαπανών. Η μείωση των εσόδων οφείλεται κυρίως στις μειωμένες εισπράξεις από την ΕΕ, και λιγότερο στο γεγονός ότι το αντίστοιχο περυσινό διάστημα είχε εισπραχθεί μια επιπλέον δόση ΕΝΦΙΑ. Αντίθετα, τα έσοδα ενισχύθηκαν από αυξημένες εισπράξεις ασφαλιστικών εισφορών, καθώς και εσόδων από πωλήσεις μη χρηματοοικονομικών παγίων που σχετίζονται με την παραχώρηση δικαιωμάτων χρήσης των περιφερειακών αεροδρομίων. Η μείωση των πρωτογενών δαπανών εντοπίζεται κυρίως στις δαπάνες για συντάξεις και λιγότερο στις μεταβιβάσεις και στις αγορές μη χρηματοοικονομικών παγίων.

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών το δεύτερο εξάμηνο του 2016, η πορεία εκκαθάρισής τους αντιστάθηκε τους δύο πρώτους μήνες του 2017 και οριακά συνεχίστηκε το Μάρτιο και τον Απρίλιο. Το συνολικό ύψος των ληξιπρόθεσμων οφειλών (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων) στο τέλος Απριλίου του 2017 διαμορφώθηκε σε περίπου 5,0 δισεκ. ευρώ, έναντι 4,6 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2016. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία το α' τρίμηνο του 2017 αποπληρώθηκαν συνολικά ληξιπρόθεσμες οφειλές ύψους 282 εκατ. ευρώ (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων και των εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης).

### Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2017 το αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού

<sup>8</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Ιούλιος 2016 και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Φεβρουάριος 2017.

**Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού**

(εκατ. ευρώ)

	Ιενομήσιος-Δεχόμενος			Ποσοστιαίες μεταβολές			Ετήσια στοιχεία		Ποσοστιαίες μεταβολές	
	2015	2016	2017*	2016/15	2017*/16	2016	2017	2016/15	2017/16	
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8=7:5)		
<b>I. Έσοδα</b>	<b>15.815</b>	<b>16.017</b>	<b>15.300</b>	<b>1,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>54.161</b>	<b>54.529</b>		<b>0,7</b>	
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	14.291	14.107	14.558	-1,3	3,2	49.983	50.374		0,8	
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	15.043	15.033	14.865	-0,1	-1,1	53.140	51.619		-2,9	
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων	191	52	956			106	2.044			
Επιστροφές φόρων	943	978	1.262	3,7	29,0	3.263	3.289		0,8	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.525	1.910	742	25,2	-61,2	4.178	4.155		-0,6	
- Ίδια έσοδα	87	57	142			317	180			
- Έσοδα από ΕΕ	1.437	1.853	600			3.861	3.975			
<b>II. Δαπάνες</b>	<b>16.324</b>	<b>16.990</b>	<b>16.442</b>	<b>4,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>56.970</b>	<b>56.285</b>		<b>-1,2</b>	
(Πρωτογενείς δαπάνες ΚΠ)	13.712	14.112	13.575	2,9	-3,8	51.382	50.735		-1,3	
1. Τακτικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	15.502	16.071	15.908	3,7	-1,0	50.683	49.536		-2,3	
- Τόκοι	2.612	2.878	2.868	10,2	-0,3	5.588	5.550		-0,7	
- Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	12.410	13.193	13.039	6,3	-1,2	45.095	43.986		-2,5	
- Εξοχλιστικά προγράμματα	12	27	104			584	475			
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οπταίων	409	308	528			1.651	1.017			
εντός γενικής κυβέρνησης	403	305	522			1.619	876			
εκτός γενικής κυβέρνησης	6	4	5			32	141			
- Δαπάνες αναλήψεων χρέους φορέων Γενικής Κυβέρνησης		544	192			553	0			
- Προμήθεια εκταμίευσης δανείων ΕFSF	60	2	1			65	75			
- Επιστροφές δαπανών δημόσιου χρέους		9	0			11	0			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	821	919	535	11,9	-41,8	6.288	6.750		7,3	
<b>III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)</b>	<b>-510</b>	<b>-973</b>	<b>-1.142</b>			<b>-2.810</b>	<b>-1.757</b>			
% του ΑΕΠ	-0,3	-0,6	-0,6			-1,6	-1,0			
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-1.211	-1.964	-1.349			-700	838			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	704	991	207			-2.110	-2.595			
<b>IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ</b>	<b>2.102</b>	<b>1.906</b>	<b>1.726</b>			<b>2.778</b>	<b>3.793</b>			
% του ΑΕΠ	1,2	1,1	1,0			1,6	2,1			

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

(ΚΠ) εμφανίζει έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ, όπως και την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ καταγράφει πλεόνασμα 1,0% του ΑΕΠ, έναντι 1,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2016, υπερβαίνοντας κατά 928 εκατ. ευρώ το στόχο περιόδου<sup>9</sup> (βλ. Πίνακα V.2).

Η καλύτερη απόδοση έναντι του στόχου περιόδου οφείλεται στη μεγάλη συγκράτηση σχεδόν όλων των κατηγοριών των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ (κατά 1,2 δισεκ. ευρώ) και των δαπανών του ΠΔΕ (κατά 569 εκατ. ευρώ), καθώς και στην καλύτερη απόδοση των προ επιστροφών εσόδων του ΤΠ (κατά 123 εκατ. ευρώ).<sup>10</sup> Αντίθετα, τα καθαρά έσοδα υστέρησαν έναντι του στόχου περιόδου (κατά 161 εκατ. ευρώ), λόγω καθυστέρησης εισπράξεων αποκρατικοποιήσεων (υστέρηση κατά 411 εκατ. ευρώ), κυρίως από τα περιφερειακά αεροδρόμια, καθώς και λόγω αυξημένων επιστροφών φόρων (κατά 284 εκατ. ευρώ). Ομοίως και τα έσοδα του ΠΔΕ υστέρησαν σημαντικά από το στόχο (κατά 666 εκατ. ευρώ).

Ειδικότερα, την υπό εξέταση περίοδο, τα έσοδα του ΤΠ (προ μείωσης επιστροφών) αυξήθηκαν κατά 4,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016, καταγράφοντας υπέρβαση ύψους 123 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου, λόγω της καταβολής αυξημένου μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος και τις εισπράξεις από φόρους προηγούμενων οικονομικών ετών. Όσον αφορά τα φορολογικά έσοδα, αυτά παρουσιάζουν μικρή μείωση έναντι του 2016 (-1,2%) αλλά υπέρβαση ύψους 72 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου. Συγκεκριμένα, στους άμεσους φόρους καταγράφεται μείωση της τάξεως του 8,9% έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, λόγω κυρίως της μείωσης στους φόρους περιουσίας που οφείλεται στη διαφορά στο χρονοδιάγραμμα είσπραξης του ΕΝΦΙΑ μεταξύ του 2015 και του 2016. Παράλληλα όμως, οι άμεσοι φόροι παρουσιάζουν υπέρβαση σε σχέση με το στόχο περιόδου λόγω κυρίως των εισπράξεων περασμένων οικονομικών ετών. Στους έμμεσους φόρους

καταγράφεται αύξηση κατά 3,5% έναντι του 2016, καθώς ενισχύθηκαν σημαντικά από τα έσοδα ΦΠΑ, τη φορολογία των καυσίμων και τις εισπράξεις περασμένων οικονομικών ετών. Ταυτόχρονα καταγράφεται απόκλιση κατά 247 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου, κυρίως λόγω της υστέρησης του ΦΠΑ και των ειδικών φόρων κατανάλωσης. Τέλος, στα μη φορολογικά και τα μη τακτικά έσοδα καταγράφεται αύξηση κατά 34,9% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2016, καθώς περιλαμβάνονται εισπράξεις ύψους 1.079 εκατ. ευρώ από την Τράπεζα της Ελλάδος (υψηλό μερίσμα και έσοδα από ΑΝΦΑ και SMP) και ποσό ύψους 893 εκατ. ευρώ από την πώληση των περιφερειακών αεροδρομίων, και υπέρβαση κατά 50 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ εμφανίζουν μείωση (-1,2%) έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, η οποία εντοπίζεται σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες και σχετίζεται με την προσπάθεια διαχείρισης της ρευστότητας λόγω της καθυστέρησης ολοκλήρωσης της αξιολόγησης. Αντίστοιχη εικόνα είχε παρατηρηθεί κατά τους πρώτους μήνες του 2016 και του 2015.

#### **Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)**

Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2017 το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε οριακή επιδείνωση (κατά 0,1% του ΑΕΠ) σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,2% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.3). Αντίστοιχα, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επιδείνωση (κατά 0,1% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,5% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,6% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Η επιδείνωση εντοπίζεται κυρίως στον ΤΠ, λόγω αύξησης των πρωτογενών δαπανών και μείωσης των εσόδων, και δευτερευόντως στον ΠΔΕ, λόγω σημαντικά μειωμένων εσόδων που

<sup>9</sup> Βλ. Υπουργείο Οικονομικών, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2017.

<sup>10</sup> Συμπεριλαμβάνονται τα ειδικά έσοδα από εκχώρηση αδειών και δικαιωμάτων του Δημοσίου.



**Πίνακας V.3 Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση<sup>1,2</sup>**

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Μάιος	
	2015	2016*	2016	2017*
<b>Κρατικός προϋπολογισμός</b>	<b>-3.359</b>	<b>-3.569</b>	<b>-208</b>	<b>-320</b>
% του ΑΕΠ	-1,9	-2,0	-0,1	-0,2
– Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	-1.788 <sup>4</sup>	-1.464 <sup>5</sup>	-1.062 <sup>6</sup>	-336 <sup>7</sup>
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-1.571	-2.105	854	17

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

3 Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 236 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 350 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 555,6 εκατ. ευρώ που προέρχονται από το ΤΧΣ και δ) 263 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 1 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 458 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 52 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP).

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 3.002,7 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 723 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

αντιστάθμισαν τις χαμηλότερες δαπάνες για επενδύσεις. Ειδικότερα, η μείωση στα έσοδα του ΤΠ στο πεντάμηνο οφείλεται στην είσπραξη μίας δόσης του ΕΝΦΙΑ έναντι δύο την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, ενώ μέρος της αύξησης που παρουσιάζουν οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ στο πεντάμηνο οφείλεται στην ενίσχυση των πιστώσεων προς τους φορείς της γενικής κυβέρνησης για την εξόφληση των ληξιπρόθεσμων οφειλών τους προς προμηθευτές.

Αντίθετα, το πρωτογενές αποτέλεσμα έχει ενισχυθεί έναντι της περυσινής περιόδου, μέσω της μεταβολής των λοιπών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος, από την είσπραξη εσόδων αποκρατικοποιήσεων ύψους περίπου 900 εκατ. ευρώ, που αφορούν μέρος του συνόλου από την παραχώρηση των δικαιωμάτων χρήσης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, καθώς και τη μεταφορά ποσού ύψους περίπου 2 δισεκ. ευρώ από το ΤΧΣ (έσοδα Εθνικής

Τράπεζας της Ελλάδος από την πώληση της Finansbank) για την αποπληρωμή δανείου του ESM.

**3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ**

Το χρέος της ΓΚ το 2016 αυξήθηκε σε 314.897 εκατ. ευρώ (ή 179,0% του ΑΕΠ) από 311.668 εκατ. ευρώ (ή 177,4% του ΑΕΠ) το 2015. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης κατά τη διάρκεια του 2016 επηρεάστηκε μεταξύ άλλων από: α) τις δόσεις του νέου προγράμματος ύψους 10,3 δισεκ. ευρώ (ή 5,9% του ΑΕΠ) και β) την αποπληρωμή χρεολυσίων ύψους 7,5 δισεκ. ευρώ (ή 4,3% του ΑΕΠ).

Σύμφωνα με το ΜΠΔΣ 2018-2021, προβλέπεται αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ήδη από το 2017, η οποία επιταχύνεται τα επόμενα έτη λόγω της επίδρασης του παρονομαστική και των υψηλότερων πρωτογενών

πλεονασμάτων. Την περίοδο 2018-2021 προβλέπονται έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους

1,3% του ΑΕΠ, εκ των οποίων 1,1% του ΑΕΠ το 2018.

## Ειδικό θέμα V.1

### ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΙΣΠΡΑΞΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ

#### Η σημασία της εισπραξιμότητας των φορολογικών εσόδων για τη δημοσιονομική πολιτική

Ο όρος “εισπραξιμότητα φορολογικών εσόδων” αναφέρεται στις εισπράξεις φορολογικών εσόδων (προ επιστροφών) ως ποσοστό των βεβαιωμένων φορολογικών υποχρεώσεων (μετά τις διαγραφές). Μεταβολές στη φορολογική πολιτική, όπως η αύξηση των φορολογικών συντελεστών και η διεύρυνση της φορολογικής βάσης, καθώς και μεταβολές στα μακροοικονομικά δεδομένα οδηγούν σε μεταβολή των βεβαιωμένων φορολογικών υποχρεώσεων. Υπό κανονικές συνθήκες, όταν οι εισπράξεις αυξάνονται αναλογικά με τις βεβαιώσεις φόρων, η αύξηση των εσόδων μπορεί να θεωρηθεί ότι αντανακλά κυρίως φορολογικές αλλαγές, καθώς και την επίδραση της οικονομικής ανάκαμψης (tax buoyancy effects).

Ωστόσο, στο βαθμό που παρατηρείται αύξηση των εισπράξεων μεγαλύτερη από εκείνη των βεβαιωμένων φόρων, τότε τα φορολογικά έσοδα αυξάνονται περισσότερο από ό,τι θα αναμενόταν με βάση τις ισχύουσες φορολογικές αλλαγές και τα μακροοικονομικά δεδομένα. Σ’ αυτή την περίπτωση, η αύξηση των φορολογικών εσόδων μπορεί να αποδίδεται στην ενίσχυση της εισπραξιμότητας. Η ενίσχυση των εισπραξιμότητας αποτελεί μόνιμη στόχευση της δημοσιονομικής πολιτικής και υποστηρίζεται από μέτρα όπως η αναβάθμιση της φορολογικής διοίκησης και η διασύνδεσή της με το τραπεζικό σύστημα (π.χ. διεύρυνση της χρήσης ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών), η εντατικοποίηση των δράσεων καταπολέμησης της φοροδιαφυγής μέσω φορολογικών ελέγχων και δράσεις για την αύξηση του βαθμού φορολογικής συμμόρφωσης (π.χ. μέσω της υιοθέτησης μέτρων αναγκαστικής είσπραξης – κατασχέσεων).

Όπως γίνεται αντιληπτό, η αύξηση του ποσοστού εισπραξιμότητας των βεβαιωμένων φορολογικών υποχρεώσεων συνιστά προσδιοριστικό παράγοντα ενίσχυσης των φορολογικών εσόδων. Κατά συνέπεια, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να στοχεύει σε μέτρα που βελτιώνουν το ποσοστό εισπραξιμότητας, διότι αφενός περιορίζεται η ανάγκη νέων δημοσιονομικών παρεμβάσεων για την επίτευξη συγκεκριμένων δημοσιονομικών στόχων και αφετέρου διασφαλίζεται η συμμετοχή όλων στο δημοσιονομικό βάρος με κοινωνικά δικαιότερους όρους. Δεδομένου ότι τα μέτρα αυτά πιθανόν να ασκούν συσταλτική επίδραση στην οικονομία μικρότερη σε σύγκριση με τα παραδοσιακά δημοσιονομικά μέτρα αύξησης των εσόδων (όπως οι μεταβολές στους φορολογικούς συντελεστές, στο αφορολόγητο όριο κ.ά.), η θεσμοθέτηση και υλοποίησή τους κρίνεται σημαντική κατά την εφαρμογή ενός προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής στασιμότητας ή ύφεσης.

#### Πρόσφατα δεδομένα

Σύμφωνα με στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (ΓΛΚ) και της Διεύθυνσης Φορολογικής Πολιτικής του Υπουργείου Οικονομικών, τα έτη 2015 και 2016 παρατηρείται βελτίωση στο ποσοστό εισπραξιμότητας σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη σε αρκετές κατηγορίες φόρων (βλ. τον πίνακα).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Τα ποσοστά εισπραξιμότητας προκύπτουν βάσει των πραγματικών εισπράξεων, όπως αυτές εμφανίζονται στα δελτία εκτέλεσης του προϋπολογισμού. Οι βεβαιωμένοι φόροι αποτελούν πραγματικές βεβαιώσεις φόρων οι οποίες διενεργούνται από την Ανεξάρτητη Αρχή Δημοσίων Εσόδων.

**Ποσοστό εισπραξιμότητας (εισπράξεις προ επιστροφών/βεβαιώσεις μετά τις διαγραφές)**

(%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Φόρος εισοδήματος φυσικών προσώπων	92,28	91,55	84,88	89,59	88,24	91,68	91,33
Φόρος εισοδήματος νομικών προσώπων	93,45	92,32	90,09	79,04	87,81	86,99	90,49
Λοιποί φόροι εισοδήματος	99,74	99,60	99,49	99,01	94,06	95,74	95,71
Φόρος ακίνητης περιουσίας	76,67	89,81	87,54	74,37	53,94	54,96	60,87
Άμεσοι φόροι ΠΟΕ	25,48	17,57	15,29	22,06	13,07	10,67	9,96
Λοιποί άμεσοι φόροι	55,05	74,28	77,95	69,22	66,63	66,46	70,17
ΦΠΑ καυσίμων	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ΦΠΑ καπνικών προϊόντων	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ΦΠΑ εισαγομένων	100,00	99,99	100,00	100,00	99,94	100,00	99,99
ΦΠΑ λοιπών προϊόντων	97,85	97,79	96,66	94,15	90,46	89,34	90,80
Λοιποί φόροι συναλλαγών	92,85	91,36	87,22	87,41	78,61	84,90	80,01
Φόροι κατανάλωσης (ΕΦΚ κ.λπ.)	99,91	99,76	99,79	99,46	99,75	99,13	99,06
Έμμεσοι φόροι ΠΟΕ	2,75	2,64	2,90	3,27	2,51	2,16	3,18
Λοιποί έμμεσοι φόροι	27,31	24,24	28,68	24,09	18,29	16,75	20,60

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

Αναλυτικότερα, το 2015 παρατηρείται αύξηση της εισπραξιμότητας σε πέντε κατηγορίες φόρων στην πλειονότητα των οποίων η εισπραξιμότητα διατηρήθηκε ή ενισχύθηκε το επόμενο έτος. Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών φόρων, η εισπραξιμότητα του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων (ΦΕΦΠ) παρουσίασε το 2015 τη μεγαλύτερη αύξηση έναντι του 2014 (κατά 3,44 ποσοστιαίες μονάδες), εξέλιξη ιδιαίτερα σημαντική για την πορεία των εσόδων δεδομένης της βαρύτητας της εν λόγω κατηγορίας στο σύνολο των άμεσων και έμμεσων φόρων (συνιστά περίπου το 17%-18%). Αύξηση παρουσίασε και η εισπραξιμότητα των φόρων περιουσίας (κατά 1,02 ποσ. μον.), εξέλιξη επίσης ιδιαίτερα σημαντική λόγω της αυξανόμενης βαρύτητας αυτών των εσόδων στο σύνολο των άμεσων και έμμεσων φόρων (7,3% το 2015, έναντι 0,9% το 2010).

Το 2016 το ποσοστό εισπραξιμότητας βελτιώθηκε σε περισσότερες κατηγορίες φόρων (έξι έναντι δύο έως πέντε τα έτη 2010 έως 2015). Μάλιστα, η αύξηση του ποσοστού εισπραξιμότητας ήταν πιο ευμεγέθης, καθώς υπερέβαινε τη μία ποσοστιαία μονάδα σε κάθε υποκατηγορία φόρου. Αξιοσημείωτη ήταν η μεταβολή στην εισπραξιμότητα του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων (ΦΕΝΠ), που κατέγραψε αύξηση κατά 3,50 ποσ. μον. έναντι του 2015 και κατά 2,20 ποσ. μον. έναντι του μέσου όρου της περιόδου 2010-2015. Η εξέλιξη αυτή είναι συνεπής με το προοδευτικά αυξανόμενο μερίδιο των εσόδων από τον ΦΕΝΠ στο σύνολο των άμεσων και έμμεσων φόρων (από 6,6% το 2015 σε 8,4% το 2016). Σημαντική άνοδος της εισπραξιμότητας καταγράφηκε για δεύτερη συνεχή χρονιά στους φόρους περιουσίας (κατά 5,91 ποσ. μον.). Η αύξηση συνοδεύθηκε από την αύξηση των ταμειακών εισπράξεων κατά 11,8%, αυξάνοντας το μερίδιο των φόρων περιουσίας στα συνολικά έσοδα από άμεσους και έμμεσους φόρους στο 7,6%. Επίσης, το 2016, μετά από πέντε χρόνια συνεχούς πτώσης, καταγράφηκε αξιόλογη άνοδος της εισπραξιμότητας (κατά 1,46 ποσ. μον.) στα έσοδα από ΦΠΑ λοιπών προϊόντων. Η βελτίωση της εισπραξιμότητας συνδυάστηκε και με την άνοδο των ταμειακών εισπράξεων ΦΠΑ λοιπών προϊόντων κατά 11,4% σε σχέση με το 2015, καθώς και με αύξηση της βαρύτητας των εν λόγω εσόδων στο σύνολο των άμεσων και έμμεσων φόρων σε 22% από 21,1% το 2015.

## Η επίδραση της αύξησης της εισπραξιμότητας στα φορολογικά έσοδα

Όπως περιγράφεται στην παρούσα Έκθεση, η αύξηση των φορολογικών εσόδων το 2016 συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό στην υπέρβαση του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα του ίδιου έτους.

Με βάση τα στοιχεία του Υπουργείου Οικονομικών για βεβαιώσεις και εισπράξεις φόρων, εξετάζεται κατά πόσον η παρατηρηθείσα το 2016 αύξηση των εισπράξεων σε ταμειακή βάση μπορεί να αποδοθεί στο υψηλότερο ποσοστό εισπραξιμότητας που καταγράφηκε σε επιμέρους κατηγορίες φόρων. Συγκεκριμένα, το 2016 παρατηρήθηκε αύξηση των εισπράξεων από άμεσους και έμμεσους φόρους κατά 3,7 δισεκ. ευρώ. Εκτιμάται ότι το μεγαλύτερο μέρος αυτής της αύξησης (περίπου το 75% ή 2,77 δισεκ. ευρώ) αποδίδεται στη μεταβολή της φορολογικής πολιτικής και στις μακροοικονομικές εξελίξεις. Κατά την εκτίμηση αυτή, το ποσοστό εισπραξιμότητας για κάθε επιμέρους κατηγορία φόρων διατηρείται στα επίπεδα του 2015 και ως εκ τούτου η μεταβολή στα φορολογικά έσοδα ερμηνεύεται από το αυξημένο επίπεδο βεβαιωμένων φόρων σε σύγκριση με το 2015, δηλαδή από προσδιοριστικούς παράγοντες όπως οι φορολογικοί συντελεστές, η φορολογική βάση ή οι μακροοικονομικές εξελίξεις. Το εναπομένον μερίδιο της αύξησης των εισπράξεων άμεσων και έμμεσων φόρων (περίπου το 25% ή 0,95 δισεκ. ευρώ)<sup>2</sup> εκτιμάται ότι ερμηνεύεται σε σημαντικό βαθμό από την αύξηση της εισπραξιμότητας, η οποία υποστηρίχθηκε από τη λήψη μέτρων ενίσχυσης της φορολογικής διοίκησης, διευρυνσης της χρήσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών και βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης.<sup>3</sup>

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι στην περίπτωση ορισμένων φόρων (π.χ. φόροι περιουσίας) το ποσοστό εισπραξιμότητας επηρεάζεται από τεχνικούς ή συγκυριακούς παράγοντες οι οποίοι συνεπιδρούν. Ειδικότερα, σε ορισμένες κατηγορίες φόρων παρατηρείται χρονική υστέρηση μεταξύ βεβαιώσεων και εισπράξεων που έχει ως αποτέλεσμα ένα μέρος των βεβαιώσεων του έτους  $t$  να φαίνεται στις εισπράξεις του έτους  $t+1$ .<sup>4</sup> Η επίδραση της προαναφερθείσας χρονικής υστέρησης μερικώς ή και ολικώς αντισταθμίζεται από το γεγονός ότι οι βεβαιώσεις του έτους  $t-1$  επανεμφανίζονται στο έτος  $t$ .<sup>5</sup> Κατά συνέπεια, σε ορισμένες κατηγορίες φόρων υπάρχουν αποκλίσεις μεταξύ των ποσοστών εισπραξιμότητας που παρατίθενται στον πίνακα και των ποσοστών εισπραξιμότητας στα οποία οι εισπράξεις και οι βεβαιώσεις φόρων αφορούν μόνο το οικείο έτος και όχι προηγούμενα έτη.<sup>6</sup> Για το λόγο αυτό, σε ορισμένες κατηγορίες φόρων καθίσταται δυσχερής η αξιοποίηση των ποσοστών εισπραξιμότητας που παρατίθενται στον πίνακα για σκοπούς διενέργειας προβλέψεων<sup>7</sup> α) για τη μελλοντική πορεία των εσόδων και β) για τη διατηρησιμότητα των βελτιώσεων στα ποσοστά εισπραξιμότητας.

Ωστόσο, τα ποιοτικά αποτελέσματα της ανάλυσης, δηλαδή η εικόνα βελτίωσης των ποσοστών εισπραξιμότητας, δεν διαφοροποιούνται σε περιόδους κατά τις οποίες παρατηρείται ταυτόχρονη αύξηση στα έσοδα και στο ποσοστό εισπραξιμότητας, όπως ισχύει για το έτος 2016. Ο λόγος είναι

2 Το άθροισμα των πρόσθετων εσόδων από τις κατηγορίες φόρων των οποίων αυξήθηκε η εισπραξιμότητα είναι 1,14 δισεκ. ευρώ. Ωστόσο, σε ορισμένες κατηγορίες φόρων υπήρξε υποχώρηση της εισπραξιμότητας, καθώς τα αντίστοιχα έσοδα μειώθηκαν κατά 0,20 δισεκ. ευρώ. Συνεπώς, το καθαρό αποτέλεσμα της μεταβολής της εισπραξιμότητας μεταξύ 2015 και 2016 είναι η αύξηση των εσόδων κατά 0,95 δισεκ. ευρώ.

3 Υπενθυμίζεται ότι η διαδικασία επιβολής μέτρων αναγκαστικής είσπραξης - κατασχέσεων επανήλθε το Νοέμβριο του 2015, αφού είχε ανασταλεί επί μερικούς μήνες λόγω κεφαλαιακών περιορισμών. Παράλληλα θεσμοθετήθηκαν ρυθμίσεις για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές.

4 Για παράδειγμα, στην περίπτωση του ΕΝΦΙΑ, σε ορισμένα έτη οι δόσεις πληρωμής μπορεί να είναι περισσότερες ή λιγότερες από ό,τι στο παρελθόν και κάποιες εξ αυτών να επεκτείνονται και στην αρχή του επόμενου έτους.

5 Για παράδειγμα, το ανείσπρακτο υπόλοιπο του ΕΝΦΙΑ επαναβεβαιώνεται στην αρχή του επόμενου έτους (εμφανίζεται στον παρονομαστή του κλάσματος) αντί να περνά στους άμεσους φόρους παρελθόντων οικονομικών ετών (ΠΟΕ).

6 Τα πραγματικά ποσοστά εισπραξιμότητας του ΕΝΦΙΑ για κάθε οικείο έτος προκύπτουν μετά τη διενέργεια των κατάλληλων προσαρμογών από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Υπουργείου Οικονομικών.

7 Όσον αφορά τους έμμεσους φόρους, υπάρχει περιοδική υποβολή δηλώσεων κάθε μήνα, δίμηνο ή τρίμηνο, γεγονός που καθιστά δυσχερή τη διενέργεια προβλέψεων για την πορεία των εισπράξεων με βάση τις βεβαιώσεις. Παράλληλα, οι φόροι που εισπράττονται από τα τελωνεία έχουν περίπου 100% εισπραξιμότητα, καθώς οι εισπράξεις γίνονται ταυτόχρονα με τις βεβαιώσεις.

ότι σ' αυτή την περίπτωση οι αποκλίσεις τείνουν να υποεκτιμούν την επίδραση της αύξησης της εισπραξιμότητας, καθώς η αύξηση των βεβαιώσεων (παρονομαστικής) υπολογίζεται ολόκληρη στο έτος αναφοράς (t), ενώ η αύξηση των εισπράξεων (αριθμητικής) μεταφέρεται μερικώς στο επόμενο έτος (t+1). Έτσι, η αύξηση του πραγματικού ποσοστού εισπραξιμότητας κατά το 2016 ενδεχομένως υποεκτιμάται σε ορισμένες κατηγορίες φόρων.

Σε κάθε περίπτωση, σύμφωνα με το ΓΛΚ, τα ποσοστά εισπραξιμότητας των φόρων εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων (ΦΕΦΠ και ΦΕΝΠ) δεν επηρεάζονται από χρονικές υστερήσεις μεταξύ εισπράξεων και βεβαιώσεων.<sup>8</sup> Επαναλαμβάνοντας το παραπάνω παράδειγμα για τον ΦΕΝΠ, προκύπτει ότι το 2016 παρατηρήθηκε αύξηση των εισπράξεων περίπου κατά 1 δισεκ. ευρώ, το μεγαλύτερο μέρος της οποίας (περίπου το 85,7% ή 920,5 εκατ. ευρώ) αποδίδεται στη μεταβολή της φορολογικής πολιτικής και στις μακροοικονομικές εξελίξεις. Ακολουθώντας, σημαντικό μερίδιο της αύξησης των εισπράξεων από τον ΦΕΝΠ (περίπου το 14,3% ή 153,5 εκατ. ευρώ) το 2016 αποδίδεται στην αύξηση της εισπραξιμότητας λόγω μεγαλύτερης φορολογικής συμμόρφωσης.

Στην περίπτωση των φόρων εισοδήματος φυσικών προσώπων, παρά τη σημαντική άνοδο των εισπράξεων το 2016 κατά περίπου 299,6 εκατ. ευρώ, το ποσοστό εισπραξιμότητας υποχώρησε ελαφρά έναντι του 2015, παραμένοντας σε επίπεδο υψηλότερο από το μέσο όρο της περιόδου 2010-2015. Ένα έτος νωρίτερα, η αύξηση του ποσοστού εισπραξιμότητας είχε θετική συμβολή στα έσοδα παρά την υποχώρηση των εισπράξεων από τον εν λόγω φόρο κατά το οικείο έτος.<sup>9</sup>

Τα ποιοτικά συμπεράσματα της ανάλυσης για την παρατηρούμενη βελτίωση της εισπραξιμότητας το 2016 επιβεβαιώνονται από τους Κρίσιμους Δείκτες Παρακολούθησης (ΚΔΠ) της απόδοσης της φορολογικής διοίκησης έναντι των στόχων του 3ου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και ειδικότερα από το δείκτη εισπραξιμότητας έναντι παλαιού ληξιπρόθεσμου χρέους, ο οποίος αυξήθηκε κατά 51% σε σύγκριση με το 2015.

Η περαιτέρω άνοδος του ποσοστού εισπραξιμότητας των βεβαιωμένων φορολογικών υποχρεώσεων μπορεί να συντελέσει σε διατηρήσιμη αύξηση των φορολογικών εσόδων. Μια τέτοια εξέλιξη θα μπορούσε να συμβάλει στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και στον περιορισμό της ανάγκης νέων δημοσιονομικών παρεμβάσεων.

### **Συμπεράσματα**

Σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Οικονομικών και του ΓΛΚ, το 2016 καταγράφεται βελτίωση (σε σύγκριση με το 2015) του ποσοστού εισπραξιμότητας σε αρκετές κατηγορίες φόρων. Ως αποτέλεσμα, σημαντικό μερίδιο της παρατηρούμενης το 2016 αύξησης των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους αποδίδεται στην αύξηση της εισπραξιμότητας. Ειδικότερα, στην περίπτωση των φόρων εισοδήματος νομικών προσώπων, το 1/7 της συνολικής αύξησης των εισπράξεων αποδίδεται στη βελτίωση του ποσοστού εισπραξιμότητας.

Μέτρα υπέρ της αναβάθμισης της φορολογικής διοίκησης και της ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης μπορούν να συμβάλουν σε περαιτέρω αύξηση του ποσοστού εισπραξιμότητας των

<sup>8</sup> Το ΓΛΚ χρησιμοποιεί τα ποσοστά εισπραξιμότητας που παρατίθενται στον πίνακα για αυτές τις δύο κατηγορίες φόρων για τη διενέργεια μελλοντικών προβλέψεων σχετικά με την πορεία των εσόδων.

<sup>9</sup> Τα έσοδα από τον ΦΕΦΠ το 2015 υποχώρησαν κατά 54,1 εκατ. ευρώ έναντι του 2014, παρά την αύξηση του ποσοστού εισπραξιμότητας από 88,24% το 2014 σε 91,68% το 2015. Χρησιμοποιώντας την εισπραξιμότητα του 2014 και τις βεβαιώσεις του 2015, προκύπτει υποχώρηση των εισπράξεων κατά περίπου 349,6 εκατ. ευρώ, έναντι αυτών του 2014, λόγω φορολογικής πολιτικής και μακροοικονομικών δεδομένων. Ωστόσο, η αύξηση της εισπραξιμότητας το 2015 (λόγω φορολογικής συμμόρφωσης) συνέβαλε σε αύξηση των εσόδων κατά περίπου 295,6 εκατ. ευρώ, αντισταθμίζοντας μερικώς την υποχώρηση των εσόδων του ΦΕΝΠ (τα οποία υποχώρησαν κατά 54,1 εκατ. ευρώ).



φορολογικών εσόδων. Υποστηρικτικά προς την κατεύθυνση αυτή λειτουργούν μεταξύ άλλων η εντατικοποίηση των ελέγχων, η ηλεκτρονική διασύνδεση των ταμειακών μηχανών με τα ηλεκτρονικά συστήματα του Υπουργείου Οικονομικών, η διεξαγωγή εκτεταμένων διασταυρώσεων μεταξύ εισοδημάτων, καταθέσεων και περιουσιακών στοιχείων και η διεύρυνση των κλάδων επαγγελματιών για τους οποίους θα είναι υποχρεωτική η χρήση ηλεκτρονικών μέσων πληρωμής. Η θεσμοθέτηση και υλοποίηση σχετικών παρεμβάσεων και η περαιτέρω ενίσχυση των δράσεων ενδυνάμωσης της φορολογικής διοίκησης και του φοροεισπρακτικού μηχανισμού που είναι ήδη σε ισχύ αναμένεται να αυξήσουν το ποσοστό εισπραξιμότητας. Μια τέτοια εξέλιξη συνεπάγεται δικαιότερη κατανομή των φορολογικών βαρών και καθιστά την προσπάθεια δημοσιονομικής εξυγίανσης κοινωνικά δικαιότερη, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο το ποσοστό αποδοχής της από την κοινωνία. Παράλληλα, περιορίζεται η ανάγκη λήψης νέων μέτρων στην πλευρά των εσόδων και των δαπανών για την επίτευξη των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στόχων, τα οποία έχουν συσταλτική επίδραση στην οικονομία.

## Ειδικό θέμα V.2

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Κατ' εφαρμογή της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης, ψηφίστηκε στις 19 Μαΐου 2017 ο ν. 4472/2017<sup>1</sup>, που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων:

1. Το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021.
2. Ρυθμίσεις που αποσκοπούν στον περιορισμό της συνταξιοδοτικής δαπάνης και στην αύξηση των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές, καθώς και εξισορροπητικές παρεμβάσεις κοινωνικής στήριξης, οι οποίες δύνανται να εφαρμοστούν υπό προϋποθέσεις, για την ενίσχυση κοινωνικών ομάδων που έχουν πληγεί ιδιαίτερα από την παρατεταμένη οικονομική κρίση.
3. Φορολογικές παρεμβάσεις άμεσης αλλά και μακροπρόθεσμης ισχύος.

#### 1. ΜΠΔΣ 2018-2021

Το ΜΠΔΣ επιβεβαιώνει τη δέσμευση της κυβέρνησης σε μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο για πρωτογενή πλεονάσματα βάσει προγράμματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ και θέτει το πλαίσιο για την επίτευξη και διατήρησή τους την περίοδο 2018-2021. Συγκεκριμένα, προβλέπει την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων βάσει προγράμματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ για το 2018 και 4,0% του ΑΕΠ για τα έτη 2019, 2020 και 2021. Λαμβάνονται υπόψη αναθεωρημένες εκτιμήσεις για τις αποδόσεις των υφιστάμενων δημοσιονομικών μέτρων και συνυπολογίζονται οι πρόσθετες παρεμβάσεις του πολυνόμου, περιλαμβανομένων: (α) των μέτρων που θα τεθούν σε ισχύ μετά τη λήξη του τρέχοντος προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης και (β) των εξισορροπητικών μέτρων που θα μπορούν να ενεργοποιηθούν υπό την προϋπόθεση τήρησης του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου.

<sup>1</sup> “Συνταξιοδοτικές διατάξεις Δημοσίου και τροποποίηση διατάξεων του ν. 4387/2016, μέτρα εφαρμογής των δημοσιονομικών στόχων και μεταρρυθμίσεων, μέτρα κοινωνικής στήριξης και εργασιακές ρυθμίσεις, Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021 και λοιπές διατάξεις”.

### **(α) Παρεμβάσεις δημοσιονομικής προσαρμογής 2019-2021**

Το 2019 τα δημοσιονομικά μέτρα επικεντρώνονται στο σκέλος των δαπανών και αφορούν περιστολή των συνταξιοδοτικών δαπανών, κυρίως μέσω της περικοπής της προσωπικής διαφοράς. Από την πλευρά των εσόδων, προβλέπεται αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών των ελεύθερων επαγγελματιών. Το 2020 τα μέτρα εστιάζουν αποκλειστικά στο σκέλος των εσόδων και αφορούν τη μείωση του αφορολόγητου ορίου για τα εισοδήματα των φυσικών προσώπων.

### **(β) Εξισορροπητικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις 2019-2021**

Υπό την προϋπόθεση τήρησης του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου, προβλέπεται μεταβολή του δημοσιονομικού μίγματος προς στοχευμένες κοινωνικές δαπάνες και δημόσιες επενδύσεις το 2019 και μέσω φορολογικών ελαφρύνσεων από το 2020 και έπειτα. Η αύξηση των κοινωνικών δαπανών το 2019 αφορά κυρίως επιδόματα (οικογενειακό, τέκνων, ενοικίου), ενώ οι φορολογικές ελαφρύνσεις το 2020 περιλαμβάνουν μειώσεις συντελεστών στο φόρο εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων και μειώσεις στον ΕΝΦΙΑ. Μέρος των φορολογικών ελαφρύνσεων του 2020 και σχεδόν το σύνολο αυτών του 2021 αφορούν διαρθρωτικές φορολογικές παρεμβάσεις που θα διευκρινιστούν και θα νομοθετηθούν αργότερα. Η σωρευτική απόδοση όλων των ρυθμίσεων για την περίοδο 2018-2021 παρουσιάζεται στον πίνακα.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω παρεμβάσεις και υποθέτοντας σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας βασισμένης κυρίως στην εγχώρια ζήτηση, το ΜΠΔΣ προβλέπει υπερκάλυψη του δημοσιονομικού στόχου κατά περίπου 0,5% του ΑΕΠ ετησίως την περίοδο 2019-2021. Παράλληλα, εκτιμάται αποκλιμάκωση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ ήδη από το 2017, η οποία επιταχύνεται τα επόμενα έτη λόγω της επίδρασης του παρονομαστή και των υψηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων. Την περίοδο 2018-2021 προβλέπονται έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 1,3% του ΑΕΠ, εκ των οποίων 1,1% του ΑΕΠ το 2018. Οι αποκρατικοποιήσεις του 2018 αφορούν μεταξύ άλλων την Εγνατία Οδό, το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών και τα ΕΛΠΕ. Σε συνδυασμό με την προσδοκώμενη ένταξη των ελληνικών κρατικών χρεογράφων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, εκτιμάται ότι θα υπάρξει προσφυγή του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές εντός του 2017.

## **2. Ασφαλιστικές ρυθμίσεις και μέτρα κοινωνικής στήριξης**

Οι σημαντικότερες αλλαγές που αφορούν το ασφαλιστικό σύστημα σύμφωνα με τον ν. 4472/2017 είναι οι εξής:

- Η καθολική εφαρμογή των ενιαίων κανόνων υπολογισμού των συνταξιοδοτικών παροχών βάσει του ν. 4387/2016, η οποία συνεπάγεται την περικοπή από 1.1.2019 του υπερβάλλοντος ποσού (“προσωπικής διαφοράς”) των ήδη καταβαλλόμενων κατά την έναρξη ισχύος του ν. 4387/2016 κύριων και επικουρικών συντάξεων. Η περικοπή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 18% της καταβαλλόμενης σύνταξης. Περικόπτεται επίσης από 1.1.2019 το υπερβάλλον ποσό που προκύπτει για τους συνταξιούχους των οποίων οι αιτήσεις συνταξιοδότησης κατατέθηκαν/κατατίθενται εντός των ετών 2016, 2017 και 2018.
- Η περικοπή από 1.1.2019 της οικογενειακής παροχής (των συντάξεων του Δημοσίου) και του επιδόματος συζύγου (των συντάξεων του ιδιωτικού τομέα).
- Η μετάθεση για την 1.1.2022 (από 1.1.2017) της έναρξης αναπροσαρμογής (αύξησης) των συντάξεων.

— Η αύξηση από 1.1.2018 της βάσης επί της οποίας υπολογίζονται οι ασφαλιστικές εισφορές για τον κλάδο κύριας σύνταξης των αυτοαπασχολουμένων και ελεύθερων επαγγελματιών: ως βάση θα χρησιμοποιείται το φορολογητέο αποτέλεσμα του προηγούμενου έτους συμπεριλαμβανομένων των καταβλητέων ασφαλιστικών εισφορών. Ειδικά για το έτος 2018, η ασφαλιστική εισφορά υπολογίζεται επί του 85% του ως άνω φορολογητέου αποτελέσματος.

Τα μέτρα κοινωνικής στήριξης τίθενται σε εφαρμογή από 1.1.2019, υπό την προϋπόθεση ότι δεν προκαλείται απόκλιση από τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους, όπως αυτοί καθορίζονται στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Οι παρεμβάσεις κοινωνικών παροχών είναι:

— Η θέσπιση επιδόματος στέγασης για τα χαμηλά και μεσαία εισοδήματα, με στόχο τη μείωση των δαπανών στέγασης των νοικοκυριών που διαμένουν σε μισθωμένη κατοικία ή επιβαρύνονται με το κόστος εξυπηρέτησης στεγαστικού δανείου πρώτης κατοικίας.

— Η αναβάθμιση του προγράμματος για τη βρεφονηπιακή φροντίδα με τη δημιουργία 1.800 νέων βρεφονηπιακών σταθμών και την αύξηση κατά 50% (από 90.000 παιδιά σε 135.000 παιδιά) του συνολικού αριθμού των παιδιών προσχολικής ηλικίας των οποίων η φροντίδα σε βρεφονηπιακούς σταθμούς επιδοτείται μέσω χορήγησης vouchers.

— Η επέκταση του προγράμματος σχολικών γευμάτων στο 50% του συνολικού μαθητικού πληθυσμού των δημοτικών και γυμνασίων της χώρας.

— Η αναμόρφωση των οικογενειακών επιδομάτων και η αντικατάστασή τους από ένα ενιαίο επίδομα τέκνων, το οποίο θα καταβάλλεται στοχευμένα σε οικογένειες με παιδιά οι οποίες αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη ανάγκη.

— Η μείωση στο μισό της συμμετοχής στη φαρμακευτική δαπάνη έως και συνολική κατάργηση για τους ανέργους, τους χαμηλόμισθους και τους χαμηλοσυνταξιούχους.

Παράλληλα με τις παραπάνω παρεμβάσεις, η ελληνική οικονομία θα ενισχυθεί και με μέτρα για την ενίσχυση της αγοράς εργασίας (επιπρόσθετα προς τα υπάρχοντα προγράμματα καταπολέμησης της ανεργίας), αλλά και μέσω της υψηλότερης χρηματοδότησης του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων για υλοποίηση έργων υποδομής στον τομέα της αγροτικής παραγωγής και έργων ενεργειακής εξοικονόμησης και αναβάθμισης στον τομέα της βιομηχανίας.

### 3. Μέτρα φορολογικής πολιτικής

Στον ίδιο νόμο περιλαμβάνονται δημοσιονομικές παρεμβάσεις στη φορολογία εισοδήματος, στον ΦΠΑ, στον Κώδικα Φορολογικών Διαδικασιών και στον Κώδικα Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων.

Στις παρεμβάσεις που θεσμοθετούνται με άμεση ισχύ περιλαμβάνονται τα εξής:

— Για δαπάνες που πραγματοποιούνται από 1.1.2017 και εξής, καταργείται η έκπτωση από το φόρο εισοδήματος κάθε φυσικού προσώπου του 10% του ποσού των δαπανών για ιατρική, φαρμακευτική και νοσοκομειακή περίθαλψη.

— Για τα εισοδήματα που αποκτώνται κατά τα φορολογικά έτη από 1.1.2018 και εξής, καταργείται η μείωση κατά 1,5% του φόρου εισοδήματος που παρακρατείται στα εισοδήματα από μισθωτή εργασία και συντάξεις.

– Καταργείται από 1.1.2017 το αφορολόγητο για δωρεές προς πολιτικά κόμματα, υποψήφιους βουλευτές και ευρωβουλευτές.

– Προστίθενται από 1.1.2017 στις υπηρεσίες που υπάγονται σε μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ αυτές που παρέχονται για τη γεωργική παραγωγή.

– Τροποποιούνται και συμπληρώνονται οι διατάξεις που διέπουν το πλαίσιο αρμοδιοτήτων του Εισαγγελέα Οικονομικού Εγκλήματος.

– Καταργείται η επιβολή ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στην ισοπροπυλική αλκοόλη στο πλαίσιο της τόνωσης του ανταγωνισμού των προϊόντων στα οποία χρησιμοποιείται ως πρώτη ύλη.

– Καταργείται η έκπτωση από το φορολογητέο ποσό της βουλευτικής αποζημίωσης των δαπάνων άσκησης του λειτουργήματος του βουλευτή.

– Θεσπίζεται από 1.1.2018 ενιαίο ποσό 0,5 ευρώ (που προβλέπεται ανά ημέρα και ανά δωμάτιο/διαμέρισμα) ως φόρος διαμονής για όλα τα ενοικιαζόμενα επιπλωμένα δωμάτια-διαμερίσματα.

– Προβλέπεται χρονικό περιθώριο τριών ετών μέχρι τα μέσα του 2020 για τη σταδιακή ένταξη όλων των επιχειρήσεων και των ελεύθερων επαγγελματιών στο δίκτυο ηλεκτρονικών συναλλαγών μέσω πλαστικού χρήματος.

– Ορίζεται ότι η αξία των ακινήτων που κατάσχονται από το Δημόσιο λόγω χρεών θα εκτιμάται με βάση τις πραγματικές αξίες της κτηματαγοράς και όχι με βάση τις αντικειμενικές.

– Προβλέπεται μείωση των προστίμων ΦΠΑ που επιβάλλονται για παραβάσεις έκδοσης ή λήψης εικονικών φορολογικών στοιχείων ή έκδοσης πλαστών φορολογικών στοιχείων οι οποίες εντοπίζονται σε εκκρεμείς ελέγχους χρήσεων πριν από το 2014, ώστε να εξομοιωθούν με τα αντίστοιχα πρόστιμα που προβλέπει ο Κώδικας Φορολογικής Διαδικασίας για τις χρήσεις από το 2014 και έπειτα. Τα πρόστιμα αυτά θα υπολογίζονται στο 50% του μη καταβληθέντος ΦΠΑ.

– Προβλέπεται η από 1.1.2017 φορολόγηση των εισοδημάτων από βραχυπρόθεσμη ενοικίαση ακινήτων ως εισοδήματος από ελευθέρια επαγγέλματα.

Επιπλέον θεσμοθετούνται τα εξής φορολογικά μέτρα μεσοπρόθεσμου χαρακτήρα, με ισχύ από το 2020:

– Αναπροσαρμόζεται η προβλεπόμενη μείωση του φόρου επί του φορολογητέου εισοδήματος από μισθωτή εργασία και συντάξεις. Ειδικότερα, η μείωση του φόρου με βάση την οποία προκύπτει το ύψος του αφορολόγητου εισοδήματος διαμορφώνεται από 1.250 έως 1.450 ευρώ ανάλογα με τον αριθμό των τέκνων. Το μέτρο θα ισχύσει χωρίς προϋποθέσεις. Σε περίπτωση αποκλίσεων, η μείωση της έκπτωσης φόρου μπορεί να γίνει και νωρίτερα από το 2019.

– Προβλέπεται δέσμη φορολογικών μέτρων για την ενίσχυση της ανάπτυξης ως ισόποση αντιστάθμιση της επίπτωσης από την προαναφερθείσα μείωση στο ύψος του αφορολόγητου εισοδήματος, η οποία θα περιλαμβάνει:

α) Μείωση του κατώτατου φορολογικού συντελεστή του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων από 22% σε 20%.

β) Επαναπροσδιορισμό (μειωτικά) των συντελεστών της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης.

γ) Μείωση του φορολογικού συντελεστή για τα νομικά πρόσωπα, πλην των πιστωτικών ιδρυμάτων, από το 29% στο 26%.

δ) Μείωση του Ενιαίου Φόρου Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ).

Τα μέτρα αυτά θα έχουν ισχύ από 1.1.2020, υπό την προϋπόθεση ότι δεν προκαλείται απόκλιση από τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους, όπως αυτοί καθορίζονται στο πρόγραμμα που περιλαμβάνει το νομοσχέδιο, δηλαδή πρωτογενή πλεονάσματα ύψους τουλάχιστον 3,5% του ΑΕΠ.

#### Παρεμβάσεις ΜΠΔΣ 2018-2021 σωρευτικά

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2018	2019	2020	2021
I. Συνταξιοδοτικές παρεμβάσεις	0	2.493	2.583	2.723
II. Παρεμβάσεις σε εισφορές κοινωνικής ασφάλισης και κοινωνικά επιδόματα	59	138	140	143
III. Παρεμβάσεις στο σκέλος των εσόδων του ΚΠ			1.920	2.058
<b>Σύνολο (I+II+III)</b>	<b>59</b>	<b>2.632</b>	<b>4.644</b>	<b>4.924</b>
<b>Εξισορροπητικές παρεμβάσεις</b>				
IV. Κοινωνική προστασία	0	-1.850	-1.200	-1.170
V. Επενδύσεις	0	-300	-300	-300
VI. Απασχόληση	0	-260	-260	-260
VII. Υγειονομική περίθαλψη	0	-240	-240	-240
VIII. Εξισορροπητικές παρεμβάσεις στο σκέλος των εσόδων του ΚΠ	0	0	-3.415	-5.589
εκ των οποίων μη νομοθετημένες διαρθρωτικές φορολογικές παρεμβάσεις	0	0	-1.500	-3.500
<b>Σύνολο (IV+V+VI+VII+VIII)</b>	<b>0</b>	<b>-2.650</b>	<b>-5.415</b>	<b>-7.559</b>

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021.

#### Ειδικό θέμα V.3

##### ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ: ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ. ΜΙΑ ΣΥΝΘΕΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2016 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα ύψους 4,2% του ΑΕΠ, σε επίπεδο οκαπλάσιο από το στόχο (0,5% του ΑΕΠ) του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής 2015-2018 για το συγκεκριμένο έτος. Το πρωτογενές πλεόνασμα του κρατικού προϋπολογισμού (σε ταμειακή βάση) σχεδόν διπλασιάστηκε σε σχέση με το 2015 και ήταν υπερδιπλάσιο από το στόχο του προγράμματος, όπως αποτυπώθηκε στις εκτιμήσεις του προ-



υπολογισμού του 2017. Η υπερκάλυψη του τεθέντος δημοσιονομικού στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα αποδίδεται κυρίως στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων και λιγότερο στη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών. Σε εθνικολογιστική βάση τα τρέχοντα έσοδα αυξήθηκαν κατά 5,9%, έναντι αύξησης 0,7% το προηγούμενο έτος, ενώ αντίθετα οι τρέχουσες δαπάνες μειώθηκαν κατά 1%, έναντι μείωσης 1,4% το 2015. Μεγάλη αύξηση, κατά 6,2%, παρουσίασαν τα έσοδα από άμεσους και έμμεσους φόρους. Ειδικότερα, τα έσοδα από ΦΠΑ αυξήθηκαν κατά 11,2%, κυρίως λόγω της εκτεταμένης χρήσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών, έναντι αύξησης μόνο κατά 1,6% το 2015. Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν το μονομερή και “φοροκεντρικό” χαρακτήρα της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, αφού ο κύριος όγκος της προσαρμογής οφείλεται στην αύξηση των φόρων. Με δεδομένη όμως την αρκετά μικρότερη της μονάδας τιμή του πολλαπλασιαστή δημόσιων δαπανών και τη μεγαλύτερη της μονάδας τιμή του πολλαπλασιαστή φόρων, το μίγμα της τρέχουσας δημοσιονομικής πολιτικής έχει καθαρά αντιναπτυξιακό χαρακτήρα.<sup>1</sup>

Ο σκοπός της παρούσας ανάλυσης είναι διττός. Επιχειρώντας μια συνθετική παρουσίαση των στατιστικών στοιχείων των φορολογικών εσόδων και των πρωτογενών δημόσιων δαπανών, η ανάλυση αποσκοπεί: πρώτον, στην αποτύπωση των δύο βασικών χαρακτηριστικών της δημοσιονομικής προσαρμογής, δηλαδή της υπεραπόδοσης των εσόδων έναντι του στόχου, αλλά ταυτοχρόνως και της συσσώρευσης χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το Δημόσιο, συνθέτοντας έτσι τις δύο όψεις της τρέχουσας φορολογικής πολιτικής, που καθορίζουν εν πολλοίς και τη δυναμική της δημοσιονομικής προσαρμογής, και δεύτερον, στην ανίχνευση εκείνων των παραγόντων που ενισχύουν τη δυνατότητα της χώρας να διατηρεί πρωτογενή πλεονάσματα.

### Δημόσια έσοδα

Η πορεία των δημόσιων εσόδων το 2016 προσδιορίστηκε από δύο αντικρουόμενα χαρακτηριστικά, που προσδιόρισαν σε μεγάλο βαθμό και το χαρακτήρα της δημοσιονομικής προσαρμογής: (α) την υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων, δηλαδή τη μεγαλύτερη άντληση εσόδων από άμεσους φόρους, έμμεσους φόρους και ασφαλιστικές εισφορές, και (β) την αύξηση των ληξιπρόθεσμων φορολογικών και ασφαλιστικών οφειλών του ιδιωτικού τομέα προς το Δημόσιο.

Όσον αφορά το πρώτο χαρακτηριστικό, τέσσερις είναι οι κυριότεροι λόγοι της υπεραπόδοσης των εσόδων: οι μεγάλες και αλληπάλληλες αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών, η εκτεταμένη χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών μετά την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και στις αναλήψεις μετρητών, αφού με τον τρόπο αυτό ένα τμήμα της άτυπης οικονομίας μεταφέρθηκε στην επίσημη οικονομία,<sup>2</sup> η επιτάχυνση της εκκαθάρισης φορολογικών απαιτήσεων παρελθόντων ετών και η δημιουργία αποθεμάτων εν όψει της αναμενόμενης αύξησης του ΕΦΚ στον καπνό από 1.1.2017.<sup>3</sup> Συγκεκριμένα, αναφορικά με τον πρώτο λόγο, δεδομένου ότι το ΑΕΠ παρέμεινε στάσιμο, η αύξηση των φορολογικών εσόδων προήλθε κυρίως από την αύξηση των φορολογικών συντελεστών στο εισόδημα, στην κατανάλωση και στα κέρδη των επιχειρήσεων. Είναι όμως γνωστό από την οικονομική θεωρία ότι η αύξηση των φορολογικών συντελεστών σε

1 Για μια ανάλυση σχετικά με τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές, βλ. Blanchard, O. and D. Leigh (2013), “Growth forecast errors and fiscal multipliers”, *American Economic Review*, 103, 117-120, και Ilzetki, E., E.G. Mendoza and C.A. Vegh (2013), “How big (small) are fiscal multipliers?”, *Journal of Monetary Economics*, 60, 239-254.

2 Για μια ανάλυση του πώς η αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών στην Ελλάδα μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των φορολογικών εσόδων, βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaioannidou (2017), “The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece”, *Economics Letters*, 157, σελ. 17-20. Απαραίτητη όμως προϋπόθεση είναι η διασύνδεση των συσκευών ηλεκτρονικής χρέωσης (POS) με την ταμειακή μηχανή και το TAXIS. Για την επιτυχή αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής μέσω της χρήσης τεχνολογίας, βλ. OECD (2017), *Technology tools to tackle tax evasion and tax fraud*, OECD Publishing, Paris.

3 European Commission (2017), *Spring 2017 Economic Forecast – Greece*.

συνθήκες οικονομικής στασιμότητας οδηγεί βαθμιαία σε άντληση ολοένα λιγότερων εσόδων.<sup>4</sup> Κατά συνέπεια, η άντληση ενός προκαθορισμένου μεγέθους εσόδων απαιτεί ολοένα μεγαλύτερες αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών.

### Κύρια σημεία της φορολογικής πολιτικής

Η υπεραπόδοση των εσόδων οφείλεται κυρίως στη φορολογία εισοδήματος και στα αυξημένα έσοδα από τον ΦΠΑ. Συγκεκριμένα, σημαντική υπέρβαση παρουσίασε η φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων λόγω των αυξημένων συντελεστών για τις Α.Ε., της αυξημένης κερδοφορίας των επιχειρήσεων το 2015 και της είσπραξης εν μέρει έκτακτων εσόδων που συνδέονται με την αυξημένη προκαταβολή φόρου για τις Α.Ε. και τις Ο.Ε. Ο φόρος εισοδήματος φυσικών προσώπων κατέγραψε επίσης υπέρβαση έναντι του στόχου, λόγω της νέας κλίμακας φορολογίας εισοδήματος, της μείωσης του αφορολόγητου, αλλά και της αυξημένης προκαταβολής για τους ελεύθερους επαγγελματίες και τους αγρότες. Οι συνολικές εισπράξεις από τον ΦΠΑ κατέγραφαν

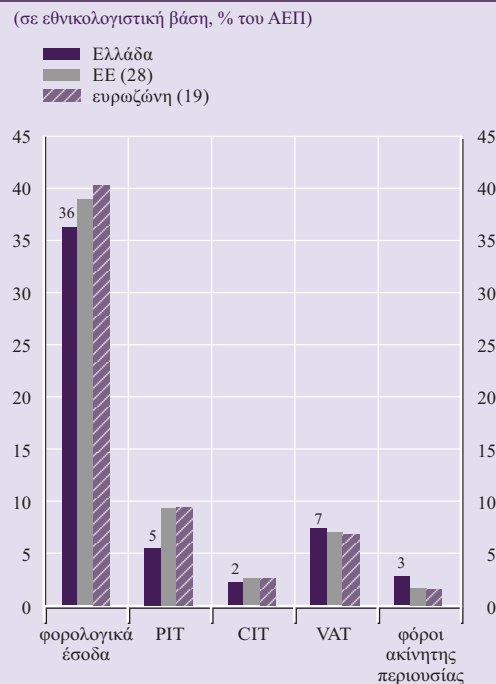
Διάγραμμα Α Φορολογικοί συντελεστές 2016



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2016), *Taxation Trends in the European Union, Data for the EU Member States, Iceland and Norway*, Γενική Διεύθυνση Δημοσιονομική και Τελωνειακή Ένωση, Πίνακες 1, 2, 4.

Σημείωση: PIT = ανώτατος (ονομαστικός) συντελεστής φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων (ανύπανδρος χωρίς παιδιά, συμπεριλαμβανομένων των υποχρεωτικών εισφορών εργαζόμενου και εργοδότη και στην περίπτωση της Ελλάδος του ειδικού φόρου αλληλεγγύης 6% για τα εισοδήματα πάνω από 100 χιλιάδες ευρώ), CIT = ανώτατος (ονομαστικός) συντελεστής φορολογίας εισοδήματος επιχειρήσεων (συμπεριλαμβανομένης στην περίπτωση της Ελλάδος της ειδικής εισφοράς για εισοδήματα πάνω από 100 χιλιάδες ευρώ με ανώτατο συντελεστή 10% για εισοδήματα πάνω από 5 εκατ. ευρώ), VAT = κανονικός (ονομαστικός) συντελεστής ΦΠΑ. ΕΕ (28) και ευρωζώνη (19): απλός μέσος όρος.

Διάγραμμα Β Φορολογικά έσοδα 2015



Πηγή: Υπολογισμοί με βάση τα στοιχεία της Eurostat (main national accounts tax aggregates).

Σημείωση: Γενική κυβέρνηση, συνολικά φορολογικά έσοδα εισπραχθέντα, περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών ασφαλιστικών εισφορών εργοδοτών και εργαζομένων. ΕΕ (28) και ευρωζώνη (19): απλός μέσος όρος. Επαναλαμβανόμενοι ή διαρκείς (recurrent) φόροι στην ακίνητη περιουσία.

4 Βλ. Vogel, L. (2012), "Tax avoidance and fiscal limits: Laffer curves in an economy with informal sector", European Commission, *European Economy Economic Papers*, 448.

επίσης σημαντική υπέρβαση σε σχέση με τον ετήσιο στόχο. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την αύξηση των συντελεστών και τον περιορισμό της άτυπης οικονομίας λόγω της διευρυνμένης χρήσης ηλεκτρονικού χρήματος. Το 2016 η Ελλάδα ήταν η μόνη χώρα μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ όπου η φορολογική επιβάρυνση στο εισόδημα από εργασία εμφάνισε αύξηση μεγαλύτερη από μία ποσοστιαία μονάδα.<sup>5</sup> Η αύξηση του μη μισθολογικού κόστους προκαλεί στρεβλώσεις στη λειτουργία της οικονομίας της αγοράς, αφού ενθαρρύνει τόσο την επέκταση του φαινομένου της αδήλωτης εργασίας όσο και την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων εντάσεως κυρίως κεφαλαίου. Αν και η Ελλάδα εμφανίζεται να έχει τους υψηλότερους ονομαστικούς φορολογικούς συντελεστές (βλ. Διάγραμμα Α), τα έσοδα εντούτοις είναι μικρότερα σε σύγκριση με την Ευρωπαϊκή Ένωση και την ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα Β). Η υστέρηση αυτή ερμηνεύεται από τη διαφορά μεταξύ ονομαστικού και τελικού (implicit) φορολογικού συντελεστή.<sup>6</sup> Ειδικότερα, για το γενικό φόρο κατανάλωσης η διαφορά αυτή προσέγγισε το 2015 τις τρεις ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με λιγότερο από δύο ποσοστιαίες μονάδες για την ΕΕ και μία ποσοστιαία μονάδα για τη ζώνη του ευρώ. Ομοίως, το 2014 για το φόρο εισοδήματος από μισθωτή εργασία ξεπέρασε τις έξι μονάδες σε σχέση με λιγότερο από τρεις μονάδες για τις χώρες της ΕΕ και την ευρωζώνη.

Η υστέρηση στην απόδοση φόρων στην Ελλάδα σε σχέση με τις χώρες της ΕΕ και της ευρωζώνης οφείλεται σε δύο παράγοντες: πρώτον, στην παραδοσιακά στενή φορολογική βάση με συνεχώς φθίνουσα φοροδοτική ικανότητα και δεύτερον, στην ενεργοποίηση των κινήτρων “καθημερινής” φοροδιαφυγής λόγω της υπέρμετρης φορολόγησης.<sup>7</sup> Παράλληλα, η μείωση του εισοδήματος και η μακροχρόνια ανεργία προκάλεσαν τη μετάταξη σημαντικού αριθμού φορολογουμένων στο κλιμάκιο του αφορολόγητου ορίου εισοδήματος.<sup>8</sup> Γίνεται επομένως φανερό ότι η άσκηση μιας “φοροκεντρικής” πολιτικής χωρίς παράλληλα την ανάληψη πρωτοβουλιών για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων τόσο στη δημόσια διοίκηση όσο και στην ιδιωτική οικονομία προκειμένου να διευρυνθεί η φορολογική βάση απαιτεί ολοένα μεγαλύτερες αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών, επιβαρύνοντας όμως έτσι την κατανάλωση και τις επενδύσεις και θέτοντας σε κίνδυνο τις προοπτικές ανάκαμψης.

### Ιδιωτικό χρέος προς το Δημόσιο

Η δεύτερη όψη της ασκούμενης φορολογικής πολιτικής στην Ελλάδα σχετίζεται με το δεύτερο χαρακτηριστικό της πορείας των δημόσιων εσόδων, δηλαδή με την ταχεία συσσώρευση χρέους ιδιωτών προς το Δημόσιο με τη μορφή ληξιπρόθεσμων φορολογικών και ασφαλιστικών οφειλών, φθάνοντας το 64% του ΑΕΠ στο τέλος του 2016. Περισσότερο από τα 2/3 του συνολικού ληξιπρόθεσμου χρέους αφορά οφειλές προηγούμενων ετών. Ωστόσο, οι εισπράξεις έναντι του παλαιού χρέους κατά μέσο μνηαίο όρο είναι περισσότερο από πέντε φορές μικρότερες σε σχέση

5 Ο συντελεστής της φορολογικής επιβάρυνσης (tax wedge) για εισοδήματα από εργασία για μια οικογένεια με δύο παιδιά και στο 100% του μέσου εισοδήματος ανήλθε το 2016 σε 38,3% του συνολικού κόστους εργασίας, έναντι μόνο 26,6% και 30,8% για τις χώρες του ΟΟΣΑ και της ΕΕ αντίστοιχα. Βλ. OECD (2017), *Taxing wages, 2015-2016, Special features: Taxation and skills*, OECD Publishing, Paris.

6 Ο τελικός (implicit) φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται ως ο λόγος των εισπράξεων από συγκεκριμένη κατηγορία φόρου προς μια εκτίμηση της πραγματικής φορολογικής βάσης που προεγγιζόταν από τη συνολική δαπάνη της συγκεκριμένης κατηγορίας φόρου (κατανάλωτική δαπάνη νοικοκυριών, εισόδημα από εργασία, κέρδη και αποδόσεις κεφαλαίου).

7 Βλ. Slemrod, J. (2007), “Cheating ourselves: the economics of tax evasion”, *Journal of Economic Perspectives*, 21, 25-48, και IMF (2017), *Greece: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation*, January. Καθοριστικοί παράγοντες που ευνοούν τη φοροδιαφυγή στην Ελλάδα είναι η πολυνομία και η πολυπλοκότητα του φορολογικού συστήματος, όπως αυτή εκφράζεται με την έκδοση πληθώρας διευκρινιστικών και εφαρμοστικών εγκυκλίων, ο μεγάλος αριθμός των αυτοαπασχολούμενων και των επιχειρήσεων πολύ μικρού μεγέθους, το μεγάλο ύψος των φορολογικών συντελεστών και η αύξηση του φορολογικού βάρους, καθώς και η έλλειψη φορολογικής συνείδησης και δικαιοσύνης, όπως αυτή εκφράζεται με την πιθανότητα εντοπισμού και τιμωρίας αλλά και με το ύψος των επιβαλλόμενων προστίμων. Βλ. OECD (2013), *Economic Surveys: Greece 2013*, OECD Publishing, Paris, IMF (2013), *Greece: Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/155, Schneider, F. (2015), “Tax evasion, shadow economy and corruption in Greece and other OECD countries: some empirical facts”, University of Linz, manuscript, April. Για μια πρόσφατη ανάλυση του ελληνικού φαινομένου της φοροδιαφυγής, βλ. διαNEO-σις (2017), “Η φοροδιαφυγή στην Ελλάδα. Αιτίες, έκταση και προτάσεις καταπολέμησής της”, Ernst and Young, Μάρτιος.

8 Ειδικότερα, από την επεξεργασία/σύγκριση των δηλώσεων φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων για το 2016 (εισοδήματα 2015) προκύπτει ότι το ποσοστό των φορολογουμένων με εισόδημα κάτω από το αφορολόγητο όριο για το 2015 ανέρχεται σε περίπου 55%, βλ. Ανεξάρτητη Αρχή Δημοσίων Εσόδων, Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο για το Φορολογικό έτος 2015 (υποβολή δηλώσεων για το 2016).

με τις νέες οφειλές που δημιουργούνται στην τρέχουσα περίοδο, με αποτέλεσμα να συσσωρεύεται με γρήγορο ρυθμό νέο χρέος.<sup>9</sup> Ενδεικτικό επίσης της μικρής ικανότητας είσπραξης, αλλά και χαρακτηριστικό της εμφανούς λοξότητας της κατανομής του χρέους ανά ποσό οφειλής και πλήθος οφειλετών, είναι το γεγονός ότι μόλις το 0,17% (7,3 χιλ. οφειλέτες) του συνολικού αριθμού των υποχρέων συγκεντρώνει το 80% του συνολικού φορολογικού χρέους, ενώ η οφειλή για τη συντριπτική πλειοψηφία των υποχρέων (84%) δεν υπερβαίνει τις 3.000 ευρώ. Η συνεχής συσσώρευση νέου ληξιπρόθεσμου χρέους αποτελεί ένδειξη κόπωσης των φορολογουμένων όσον αφορά τη δυνατότητα να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους, η οποία επιτείνεται τόσο από τους πολύ υψηλούς φορολογικούς συντελεστές όσο και από την παρατεταμένη στασιμότητα της οικονομικής δραστηριότητας. Δημιουργείται έτσι ένας φαύλος κύκλος υψηλού ιδιωτικού χρέους προς το Δημόσιο, υψηλών φορολογικών συντελεστών και επίμονης ύφεσης, που καταδεικνύει ότι η τρέχουσα φορολογική πολιτική θέτει σε κίνδυνο τη δυναμική της δημοσιονομικής προσαρμογής και αναιρεί κάθε προσπάθεια οικονομικής ανάκαμψης.

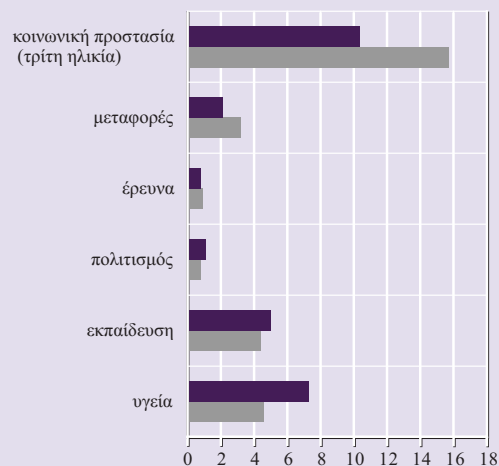
### Δημόσιες δαπάνες

Το 2016 η συνολική δημόσια δαπάνη διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα (49% του ΑΕΠ) σε σχέση με το 2015, κατά το οποίο είχε φθάσει το 54% εξαιτίας κυρίως της δαπάνης για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Αν και αισθητά μειωμένη, εξακολουθεί να είναι μεγαλύτερη του μέσου όρου της ΕΕ-28 (46,6% του ΑΕΠ). Η επισκόπηση των στατιστικών στοιχείων των επιμέρους μεγεθών της δημόσιας δαπάνης βοηθά στη διατύπωση ορισμένων χρήσιμων παρατηρήσεων. Συγκεκριμένα, με βάση την κατανομή της δημόσιας δαπάνης ανά κατηγορία (βλ. Διάγραμμα Γ), παρατηρείται ότι οι δαπάνες για την κοινωνική προστασία των ατόμων τρίτης ηλικίας αναλογούν για το 2015 σε 15,7% του ΑΕΠ (ΕΕ-28: 10,3%), ποσοστό που είναι μεγαλύτερο από το συνολικό ποσοστό (13,4% του ΑΕΠ) των κατηγοριών δαπανών με αναπτυξιακό προσανατολισμό, όπως οι δαπάνες για την υγεία, την εκπαίδευση/παιδεία, την καινοτομία και την έρευνα, τις μεταφορές και τον πολιτισμό. Αξίζει να αναφερθεί ότι, για την ίδια χρονιά, ενώ στην ΕΕ-28 η δαπάνη για κοινωνική προστασία των ατόμων τρίτης ηλικίας δεν υπερβαίνει το 54% της συνολικής δαπάνης για κοινωνική προστασία,<sup>10</sup> στην

Διάγραμμα Γ Κατηγορίες δημόσιων δαπανών ανά λειτουργία

(2015, % του ΑΕΠ)

■ ΕΕ (28)  
■ Ελλάδα



Πηγή: Eurostat, General government expenditure by function.

<sup>9</sup> Επιπρόσθετα, το ποσοστό είσπραξης έναντι νέων οφειλών είναι εξαπλάσιο του ποσοστού είσπραξης έναντι παλαιότερων οφειλών, γεγονός που, σε συνδυασμό με το μεγάλο ύψος του παλαιού ληξιπρόθεσμου χρέους (37% χρονολογείται πριν το τέλος του 2010 και 52,1% μεταξύ 2011 και 2015), αποδυναμώνει την πιθανότητα αποπληρωμής του. Παράλληλα, δεδομένου ότι ποσοστό μεγαλύτερο από 50% αφορά πρόστιμα, επιβαρύνσεις και άλλες μη αμιγώς φορολογικές υποχρεώσεις που δεν συνδέονται με τη φοροδοτική ικανότητα του οφειλέτη, το μεγάλο και αυξανόμενο ληξιπρόθεσμο χρέος προς το Δημόσιο επιβαρύνει τον ισολογισμό των ιδιωτών και εμποδίζει την οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, η διόγκωσή του μειώνει τη λειτουργικότητα και την αποτελεσματικότητα της φορολογικής διοίκησης. Βλ. IMF (2017), "Addressing the burden of large tax debt and social security debt", *Greece: Selected Issues*, IMF Country Report No. 17/41, February.

<sup>10</sup> Οι κίνδυνοι ή ανάγκες που καλύπτονται από τη δαπάνη για κοινωνική προστασία είναι, σύμφωνα με την Eurostat (ESSPROS Manual and User Guidelines 2012, page 5 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5922833/KS-RA-12-014-EN.PDF/6da3b2bf-85ba-4665-b318-a41d6a2df37f>): 1) ασθένεια/φροντίδα ασθενών, 2) αναπηρία, 3) γήρας, 4) μέλη οικογένειας αποβιώσαντος ασφαλισμένου, 5) οικογένεια/παιδιά, 6) ανεργία, 7) στέγαση και 8) κοινωνικός αποκλεισμός που δεν κατατάσσεται αλλού.

Ελλάδα το αντίστοιχο ποσοστό ξεπερνά το 76%. Προβλέπεται ωστόσο ότι βάσει των ρυθμίσεων που ψηφίστηκαν πρόσφατα για την περικοπή της συνταξιοδοτικής δαπάνης (βλ. Ειδικό θέμα V.2), η δαπάνη για κοινωνική προστασία των ατόμων τρίτης ηλικίας θα υποχωρήσει κατά περίπου 1% του ΑΕΠ από το 2019.

Γίνεται επομένως εύκολα αντιληπτό ότι για την επανεκκίνηση μιας διατηρήσιμης υγιούς αναπτυξιακής πορείας, η διαχείριση του σκέλους των δαπανών αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση. Χωρίς να παραγνωρίζονται οι αρνητικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στο ΑΕΠ από μια μείωση των δημόσιων δαπανών, το ενδιαφέρον θα πρέπει να επικεντρωθεί στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα ώστε να αξιοποιηθούν οι οικονομίες κλίμακας και να μεγιστοποιηθεί το όφελος των παρεχόμενων υπηρεσιών με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Προς αυτή την κατεύθυνση, η επανεξέταση και ο εξορθολογισμός των δομών και λειτουργιών του δημόσιου τομέα μέσα από ευέλικτα σχήματα βάσει του σύγχρονου οικονομικού και κοινωνικού γίνεσθαι (π.χ. συμπράξεις του δημόσιου με τον ιδιωτικό τομέα όπου αυτό είναι εφικτό) θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην αποτελεσματικότερη παροχή υπηρεσιών εξοικονομώντας δημόσιες δαπάνες. Πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ<sup>11</sup> εκτιμά ότι η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα ως προς την παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών έχει θετικά αποτελέσματα στην οικονομική μεγέθυνση και στη μείωση των ανισοτήτων. Η αποτελεσματική διαχείριση της δημόσιας περιουσίας σε συνεργασία με άλλους μη κρατικούς φορείς ώστε να υπάρχουν έσοδα για το κράτος κινείται προς αυτή την κατεύθυνση. Η στοχοθεσία<sup>12</sup> ως προς το ύψος και ο καθορισμός προτεραιοτήτων ως προς το είδος/μορφή της δαπάνης κρίνονται αναγκαία για τη συγκράτηση των δαπανών, όπως εξάλλου και ο αποτελεσματικός έλεγχος. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην αξιοποίηση και την αποτελεσματική διαχείριση των προγραμμάτων του ΕΣΠΑ, καθώς και στην προώθηση των δημόσιων επενδύσεων με έμφαση στις επενδύσεις υποδομής, αφού οι πολλαπλασιαστικές (θετικές) επιδράσεις τους στο ΑΕΠ είναι σημαντικές.<sup>13</sup> Επιπρόσθετα, η χρηματοδότηση, από το δημόσιο τομέα, ιδιωτικών επενδύσεων που συνδέονται με την έρευνα και την τεχνολογία αναμένεται να ασκήσει θετική επίδραση στην αύξηση του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα. Οι εκτιμήσεις δείχνουν<sup>14</sup> ότι στις ανεπτυγμένες οικονομίες η χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδύσεων με ένα δημοσιονομικό κόστος της τάξεως του 0,4% του ΑΕΠ θα μπορούσε να επιφέρει αύξηση του ΑΕΠ της τάξεως του 5% μακροπρόθεσμα.

### Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Από τη συνθετική παρουσίαση των στατιστικών στοιχείων των δημόσιων δαπανών και εσόδων προκύπτουν τα κύρια χαρακτηριστικά της δημοσιονομικής προσαρμογής. Κατ' αρχήν, ο “φοροκεντρικός” χαρακτήρας της δημοσιονομικής πολιτικής που, αν και οδήγησε σε υπεραπόδοση εσόδων και υπερακόντιση των στόχων του προγράμματος, προκάλεσε ωστόσο συσσώρευση ιδιωτικού χρέους προς το Δημόσιο. Αυτές οι δύο όψεις της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής αποκαλύπτουν τα σημάδια κόπωσης και ενδεχομένως αδυναμίας των φορολογουμένων να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Ο μονομερής αυτός χαρακτήρας της δημοσιονομικής πολιτικής παρεμποδίζει κάθε προσπάθεια ανάκαμψης. Επιπλέον, το υψηλό επίπεδο της δημόσιας δαπάνης που εξακολουθεί να υφίσταται δεν αντανακλά απαραίτητα και την παροχή υψηλής ποιότητας δημόσιας υποδομής που θα ενθάρρυνε την ανάπτυξη της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτο-

11 “The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality”, OECD Working Paper, No. 68, 22.11.2016, Box 1 “Government size and public sector effectiveness”.

12 Στην αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων στοχεύει η Εγκύκλιος κατάρτισης προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης οικονομικού έτους 2017, αρ. 2/51568/ΓΠΠΚ, 31.5.2016.

13 Για εκτενή ανάλυση της συμβολής των δημόσιων επενδύσεων στην οικονομική μεγέθυνση, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015, Φεβρουάριος 2016, Πλαίσιο VI.2.

14 IMF (2016), *Fiscal Monitor*, Chapter 2 “Fiscal Policies for Innovation and Growth”, April.



βουλίας. Γίνεται αντιληπτό ότι αυτά τα κύρια χαρακτηριστικά της δημοσιονομικής προσαρμογής περιορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη δυναμική της και τη δυνατότητα της χώρας να δημιουργεί θετικά πρωτογενή αποτελέσματα. Για να καταστεί επομένως η δημοσιονομική πολιτική εργαλείο οικονομικής ανάπτυξης και δημοσιονομικής ισορροπίας, θεωρείται επιβεβλημένη η αλλαγή του χαρακτήρα της, από τη σχεδόν εμμοτική αύξηση της φορολογίας στην ανακατανομή της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα. Ταυτόχρονα, η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας αποτελεί ένα κρίσιμο συμπληρωματικό εργαλείο οικονομικής ανάπτυξης που όχι μόνο αυξάνει άμεσα τα δημόσια έσοδα, αλλά και συνεισφέρει σημαντικά στη βελτίωση της δημόσιας υποδομής και στην ενθάρρυνση της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτοβουλίας, με θετικό αντίκτυπο στην αύξηση της απασχόλησης και του εθνικού προϊόντος.

#### Ειδικό θέμα V.4

##### **ΣΕΝΑΡΙΑ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ – ΗΠΙΑ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΤΟΧΟΥ**

Η συμφωνία που επιτεύχθηκε στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 24 Μαΐου 2016 οριοθέτησε το πλαίσιο για την ανάληψη δράσεων εκ μέρους των δανειστών για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους. Συγκεκριμένα, θεσπίστηκε ως στόχος η διατήρηση των Ακαθάριστων Χρηματοδοτικών Αναγκών (GFN) της γενικής κυβέρνησης κάτω από το όριο του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κάτω από το 20% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα. Για την επίτευξη των παραπάνω στόχων, συμφωνήθηκε η προοδευτική εφαρμογή μιας σειράς μέτρων ελάφρυνσης, υπό την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής του προγράμματος, το οποίο περιλαμβάνει μεσοπρόθεσμο στόχο πρωτογενούς πλεονάσματος 3,5% του ΑΕΠ από το 2018 και έπειτα.

Τα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους συμφωνήθηκε να τεθούν σταδιακά σε εφαρμογή, μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και μέχρι το τέλος του προγράμματος, όπως κριθεί απαραίτητο, προκειμένου να τηρηθεί το συμφωνημένο πλαίσιο για τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες, ενώ αποκλείστηκε το ενδεχόμενο μείωσης της ονομαστικής αξίας του χρέους. Τα μέτρα αυτά διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα και αφορούν, μεταξύ άλλων, επιμήκυνση των περιόδων χάριτος και αποπληρωμής, περιορισμό των επισφαλειών από τα επιτόκια, καθώς και χρήση των κερδών των ομολόγων που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης (SMP και ANFA), των οποίων η μεταβίβαση προς την Ελλάδα δεν προβλεπόταν στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης.

Στη συνεδρίαση της 5ης Δεκεμβρίου 2016, δεδομένης της επιτυχούς πρώτης αξιολόγησης, το Eurogroup ενέκρινε μια δέσμη βραχυπρόθεσμων μέτρων, η οποία περιλαμβάνει: (α) εξομάλυνση των αποπληρωμών των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), σύμφωνα με την τρέχουσα μεσοσταθμική διάρκεια, έως 32,5 έτη, (β) παραίτηση για το 2017 από το περιθώριο επιτοκίου ύψους 200 μονάδων βάσης που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα και (γ) αξιοποίηση της χρηματοδότησης των EFSF και ESM για τον περιορισμό των επισφαλειών από τα επιτόκια μέσω: i) ανταλλαγής τίτλων των EFSF και ESM, που χρησιμοποιήθηκαν στο πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών, με τίτλους σταθερού επιτοκίου, ii) σύναψης πράξεων ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps) από τον ESM και iii) έκδοσης μακροπρόθεσμων τίτλων σταθερού επιτοκίου, αντιστοιχιζόμενων με τις λήξεις των ελληνικών δανείων (matched funding).

Οι εξελίξεις αυτές αναμφίβολα αποτιμώνται θετικά. Κατ' αρχάς, αποτελεί θετική εξέλιξη το γεγονός ότι η συζήτηση για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους μετατοπίζεται από το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ και εστιάζεται στην εξέλιξη των ετήσιων ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών. Όπως έχει επισημανθεί τόσο από τους εταίρους όσο και από την Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>1</sup> στην περίπτωση της χώρας μας η εξέλιξη του λόγου χρέους προς ΑΕΠ δεν αποτελεί ασφαλή ένδειξη για τη δυνατότητα εξυπηρέτησής του, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες της διάρθρωσής του και των επιμέρους ρυθμίσεων που έχουν συμφωνηθεί με τους εταίρους, όπως η μεγάλη διάρκεια αποπληρωμής και το χαμηλό κόστος δανεισμού.

Τα βραχυπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης που εγκρίθηκαν τελικά από τον ESM και το EFSF στις 23 Ιανουαρίου 2017, οπότε και ξεκίνησε η εφαρμογή τους, συμβάλλουν στη βελτίωση της βιωσιμότητας του χρέους και κινούνται εντός του γενικού πλαισίου αναδιάρθρωσης που έχει προταθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος.<sup>2</sup> Εντούτοις, δεν επαρκούν για τη διασφάλιση της παραμονής των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών σε διατηρήσιμα επίπεδα μακροπρόθεσμα.

Για το σκοπό αυτό, κρίνεται αναγκαία η λήψη των μεσοπρόθεσμων μέτρων, τα οποία, σύμφωνα με την ανακοίνωση του Eurogroup του Μαΐου του 2016, αφορούν: (α) την κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου, που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους του δεύτερου προγράμματος για το 2018, (β) τη χρήση των κερδών από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP (πλην αυτών που αντιστοιχούν στα έτη 2015 και 2016, για τα οποία έχει αποκλειστεί ρητά η επιστροφή τους) για τη μείωση των μελλοντικών ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών, (γ) την ενεργοποίηση αδιάθετων πόρων, στο πλαίσιο του προγράμματος του ESM, για πρόωγη μερική εξόφληση των υφιστάμενων επίσημων δανείων προς την Ελλάδα και, κυρίως, (δ) τη στοχευμένη αναδιάρθρωση των δανείων του EFSF (π.χ. επιμήκυνση της μεσοσταθμικής διάρκειας, περαιτέρω εξομάλυνση, αναβολή ή και μείωση των πληρωμών τόκων).

Στις 15 Ιουνίου 2017 το Eurogroup αναφέρθηκε συγκεκριμένα στη δυνατότητα αναβολής πληρωμών τόκων και χρεολυσίων του EFSF από 0 έως 15 έτη, ενώ έγινε αναφορά και στη δυνατότητα θέσπισης μηχανισμού για τη διόρθωση τυχόν αποκλίσεων από τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης. Παράλληλα, αναγνωρίστηκε η δυνατότητα μείωσης του πρωτογενούς πλεονάσματος σε επίπεδο ίσο προς ή λίγο πάνω από 2% του ΑΕΠ την περίοδο 2023-2060.

Τα μέτρα αυτά θα επέτρεπαν, υπό προϋποθέσεις, τη μείωση του δημοσιονομικού στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος από 3,5% του ΑΕΠ σε ένα πιο ρεαλιστικό μεσοπρόθεσμο στόχο ύψους 2% του ΑΕΠ μετά το 2020, χωρίς να διακινδυνεύεται η βιωσιμότητα του χρέους. Καθώς ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ υπερβαίνει το 100%, η αποκλιμάκωσή του μπορεί να επιτευχθεί αποτελεσματικότερα μέσω της μείωσης του επιτοκίου ή της αύξησης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης από ό,τι μέσω αυξημένων πρωτογενών πλεονασμάτων. Καθίσταται συνεπώς εφικτό να αντισταθμιστεί η επιβαρυντική επίδραση στο δημόσιο χρέος από μια μείωση των δημοσιονομικών πλεονασμάτων, από 3,5% στο 2% του ΑΕΠ, μετά τη λήξη της σύμβασης χρηματοδότησης μέσω ESM, υπό την προϋπόθεση ότι το πρόσθετο δημοσιονομικό περιθώριο αξιοποιείται αποτελεσματικά για την ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης και συνδυάζεται με την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Συγκεκριμένα, στην ανάλυση που ακολουθεί καταδεικνύεται ότι μια ήπια αναδιάρθρωση με τη μορφή παράτασης των πληρωμών τόκων προς το EFSF, χωρίς πρόσθετο κόστος για τους

1 Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015, Δεκέμβριος 2015, Ειδικό θέμα V.2.

2 Νομισματική Πολιτική 2015-2016, Ιούνιος 2016, Ειδικό θέμα V.1.

δανειστές, θα επέτρεπε τη μείωση των πρωτογενών πλεονασμάτων στο 2% του ΑΕΠ ήδη από το 2021.

## Σενάρια βιωσιμότητας και πρόταση ήπιας αναδιάρθρωσης

### Σενάριο Α

Το Σενάριο Α βασίζεται στο βασικό σενάριο των ευρωπαϊκών θεσμών, όπως δημοσιοποιήθηκε στην έκθεση *Compliance Report* του Ιουνίου 2016. Υποθέτει διατήρηση πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 3,5% του ΑΕΠ μέχρι το 2028, με σταδιακή αποκλιμάκωσή τους σε 1,5% του ΑΕΠ έως το 2040. Ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ ανέρχεται σε 1,5% μετά το 2021 και μειώνεται σταδιακά στο 1,25% του ΑΕΠ μετά το 2030 υπό το βάρος της πληθυσμιακής γήρανσης. Περιλαμβάνεται δανεισμός ύψους 6,6 δισεκ. ευρώ για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών, 5,1 δισεκ. ευρώ για τη μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού μέσω *repos*, 8 δισεκ. ευρώ για τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων, ενώ προβλέπονται έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 18 δισεκ. ευρώ. Το επιτόκιο δανεισμού από τις αγορές ανέρχεται σε 5,1% το 2019, το οποίο αυξάνεται σε 5,6% μέχρι το 2024 και σταθεροποιείται προοδευτικά στο 4,8% έως το 2050 (βλ. Διάγραμμα Δ).<sup>3</sup>

Σύμφωνα με τις παραπάνω παραδοχές, το βασικό σενάριο των θεσμών οδηγεί σε σταθεροποίηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε περίπου 100% από το 2060 και έπειτα (βλ. Διάγραμμα Α). Εντούτοις, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες διαμορφώνονται σε υψηλό επίπεδο, υπερβαίνοντας σταθερά το μακροπρόθεσμο όριο βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ από τα τέλη της δεκαετίας του 2030, καταδεικνύοντας την ανάγκη λήψης μέτρων ελάφρυνσης (βλ. Διάγραμμα Β).

### Σενάριο Β

Το Σενάριο Β εφαρμόζει τα συμφωνημένα βραχυπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης στο βασικό σενάριο των ευρωπαϊκών θεσμών (Σενάριο Α). Συγκεκριμένα, εξομαλύνονται οι αποπληρωμές του EFSF με επέκταση της μεσοσταθμικής διάρκειας σε 32,5 έτη, απαλείφεται για το έτος 2017 το περιθώριο επιτοκίου ύψους 200 μονάδων βάσης που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα και ορίζεται σταθερό επιτόκιο 1,5% για το 30% περίπου των υφιστάμενων δανείων του EFSF και για το 85% των υφιστάμενων και μελλοντικών δανείων του ESM.

Η εφαρμογή των βραχυπρόθεσμων μέτρων βελτιώνει τη βιωσιμότητα του χρέους και οδηγεί σε ταχύτερη αποκλιμάκωση τόσο του λόγου χρέους προς ΑΕΠ όσο και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών (βλ. Διαγράμματα Α και Β). Χωρίς να συνυπολογίζονται δευτερογενή οφέλη από ενδεχόμενη αποκλιμάκωση του επιτοκίου δανεισμού από τις αγορές, η μείωση του χρέους έως το 2060 ανέρχεται σε περίπου 19% του ΑΕΠ, ενώ οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες μειώνονται κατά περίπου 4% του ΑΕΠ.<sup>4</sup> Εντούτοις, η συγκράτηση των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών εντός του ορίου βιωσιμότητας (βλ. Διάγραμμα Β) είναι οριακή και βασίζεται

3 Καθώς οι παραπάνω δημοσιοποιημένες παραδοχές δεν επαρκούν για την πιστή αναπαραγωγή του βασικού σεναρίου των θεσμών, έχει γίνει μια σειρά συμπληρωματικών υποθέσεων, οι οποίες επιτρέπουν την προσομοίωση του σεναρίου των θεσμών με ικανοποιητική πιστότητα. Συγκεκριμένα, οι αναβαλλόμενοι τόκοι προς το EFSF κεφαλαιοποιούνται και αποπληρώνονται εντόκως σε βάθος 20ετίας σε ισόποσες δόσεις (βλ. Διάγραμμα Γ), τα επιτόκια προς τους ευρωπαϊκούς θεσμικούς δανειστές (GLF, EFSF, ESM) προσεγγίζουν το 3,5%, και τα επιτόκια του ΔΝΤ το 4,25% έως το 2035, ενώ η μεσοσταθμική διάρκεια δανεισμού από τις αγορές ανέρχεται σε 5 έτη.

4 Σύμφωνα με non-paper του ESM που ήρθε στο τ φως της δημοσιότητας το Νοέμβριο του 2016, η μείωση του χρέους έως το 2060 εκτιμάται σε 22% του ΑΕΠ, λαμβάνοντας υπόψη δευτερογενή οφέλη ύψους 2,6% του ΑΕΠ από την αποκλιμάκωση των επιτοκίων δανεισμού από τις αγορές. Αντίστοιχα, η μείωση των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών έως το 2060 εκτιμάται σε 5% του ΑΕΠ, λαμβάνοντας υπόψη δευτερογενή οφέλη από τις αγορές ύψους 0,6% του ΑΕΠ.

στην υπόθεση παρατεταμένης διατήρησης πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 3,5% του ΑΕΠ έως το 2028. Στο βαθμό που οι αγορές αποτιμούν τη διατήρηση των υψηλών πλεονασμάτων ως επισφαλής, το επιτόκιο δανεισμού ενδέχεται να διαμορφωθεί σε υψηλότερα επίπεδα, προεξοφλώντας το δημοσιονομικό κίνδυνο. Περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης, εντός του συμφωνημένου μεσοπρόθεσμου πλαισίου, θα μπορούσαν να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του χρέους με βάση ρεαλιστικότερους στόχους για τα πρωτογενή πλεονάσματα.

### Σενάριο Γ

Το Σενάριο Γ συνδυάζει τα βραχυπρόθεσμα μέτρα του Σεναρίου Β με μια ήπια αναδιάρθρωση, με παράλληλη μείωση των μεσοπρόθεσμων πρωτογενών πλεονασμάτων. Συγκεκριμένα, οι πληρωμές τόκων προς το EFSF για την περίοδο 2022-2041 κεφαλαιοποιούνται και αποπληρώνονται εντόκως σε βάθος 20ετίας, χωρίς επιπρόσθετο κόστος για τους δανειστές (βλ. Διάγραμμα Γ). Παράλληλα, το πρωτογενές πλεόνασμα μειώνεται στο 2% του ΑΕΠ αρχής γενομένης το 2021 και παραμένει αμετάβλητο μέχρι το 2050, ενώ μετέπειτα αποκλιμακώνεται σταδιακά στο 1,5% του ΑΕΠ. Επιπλέον, γίνεται η υπόθεση ότι ο πρόσθετος δημοσιονομικός χώρος από το μειωμένο πρωτογενές πλεόνασμα την περίοδο 2021-2036 (κατά μέσο όρο περίπου 1% κατ' έτος) αξιοποιείται αποτελεσματικά, ώστε – υπό την προϋπόθεση εφαρμογής διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων – ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης να διατηρηθεί στο 1,5% παρά τις δημογραφικές πιέσεις. Επιπρόσθετα, το Σενάριο Γ υποθέτει την απόδοση των κερδών από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος. Τα επιλέξιμα κέρδη αφορούν το έτος 2014 και τα έτη από το 2017 και εξής.

Υπό τις παραπάνω προϋποθέσεις, η προτεινόμενη μετάθεση των πληρωμών τόκων του EFSF θα επέτρεπε τη μείωση του πρωτογενούς πλεονάσματος σε 2% του ΑΕΠ ήδη από το 2021, χωρίς να επιβαρύνεται η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους (βλ. Διαγράμματα Α και Β).

### Συμπεράσματα

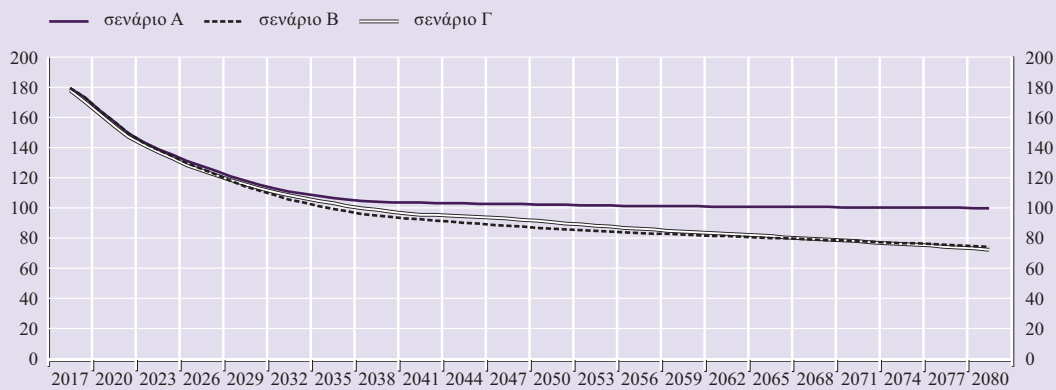
Η εφαρμογή των βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που συμφωνήθηκαν στο Eurogroup της 5ης Δεκεμβρίου 2016 μπορεί να βελτιώσει σημαντικά τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Ως προς το βασικό σενάριο των ευρωπαϊκών θεσμών που συμπεριλαμβάνεται στην έκθεση *Compliance Report* του Ιουνίου 2016, τα βραχυπρόθεσμα μέτρα εκτιμάται ότι οδηγούν σε μείωση του χρέους έως το 2060 κατά περίπου 19% του ΑΕΠ και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών κατά περίπου 4% του ΑΕΠ. Η εκτίμηση αυτή είναι σύμφωνη με την εκτίμηση του ESM, αν δεν ληφθούν υπόψη τυχόν δευτερογενείς επιπτώσεις στους όρους δανεισμού μέσω αγορών.

Εντούτοις, παραμένουν σημαντικές επισφάλειες αναφορικά με τη διατηρησιμότητα υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων σε βάθος χρόνου. Περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης, εντός του συμφωνημένου μεσοπρόθεσμου πλαισίου, θα μπορούσαν να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του χρέους με βάση ρεαλιστικότερους στόχους για τα πρωτογενή πλεονάσματα. Μια ήπια αναδιάρθρωση με τη μορφή παράτασης των πληρωμών τόκων προς το EFSF, χωρίς επιπρόσθετο κόστος για τους δανειστές, θα επέτρεπε τη μείωση των πρωτογενών πλεονασμάτων στο πιο ρεαλιστικό επίπεδο του 2% του ΑΕΠ ήδη από το 2021.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών θα είναι ακόμη μεγαλύτερη αν το κόστος της επιμήκυνσης των πληρωμών τόκων επιμεριστεί μεταξύ της χώρας και των δανειστών.

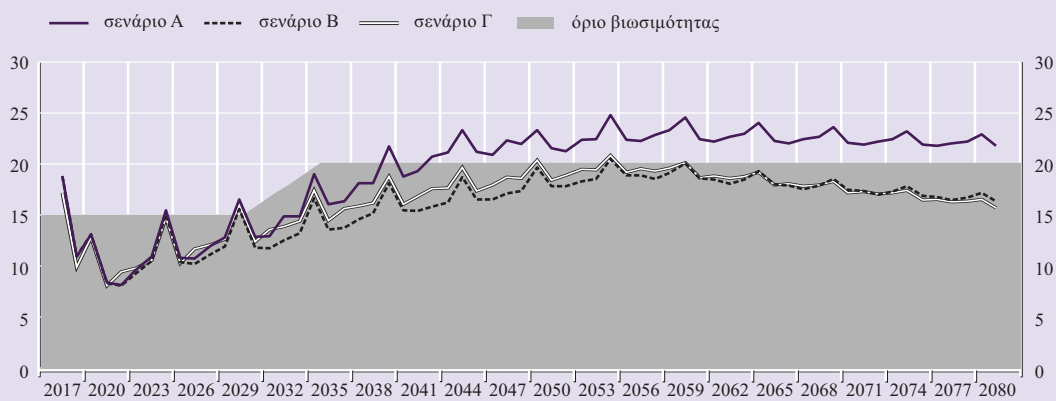
### Διάγραμμα Α Χρέος

(% του ΑΕΠ)



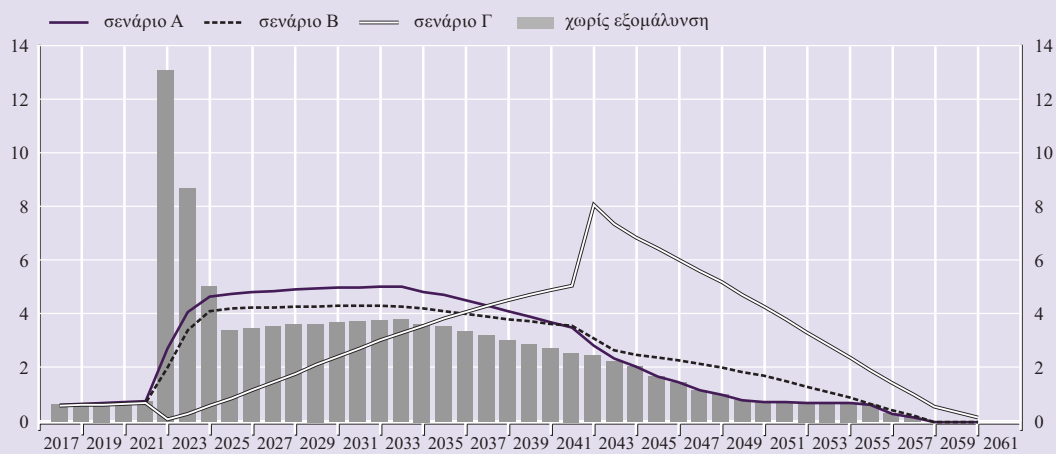
### Διάγραμμα Β Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες

(% του ΑΕΠ)



### Διάγραμμα Γ Ταμειακοί τόκοι προς ΕFSF

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

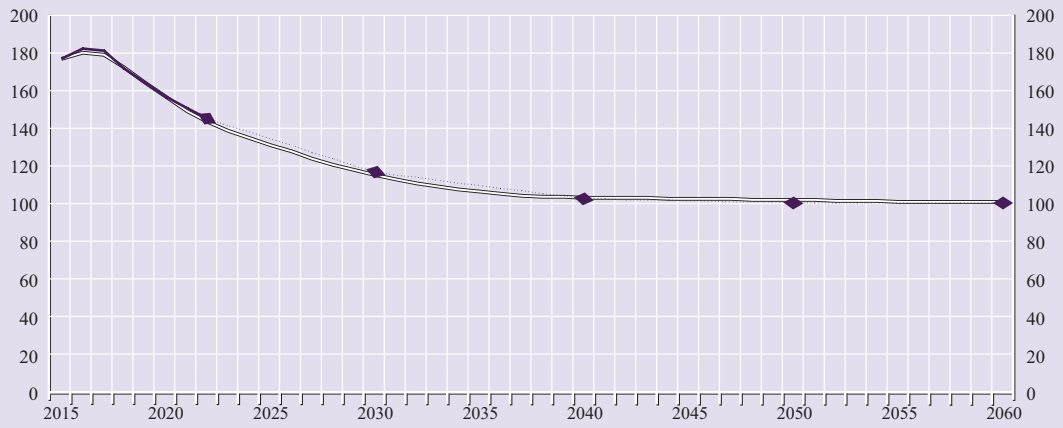


### Διάγραμμα Δ Προσομοίωση του βασικού σεναρίου των θεσμών

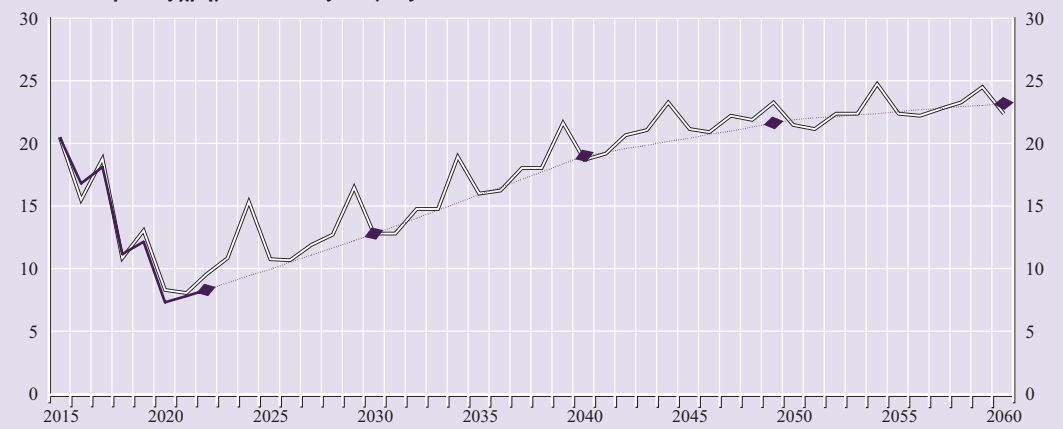
(% του ΑΕΠ)

— Compliance Report  
— προσομοίωση Τράπεζας της Ελλάδος (σενάριο Α)

#### Χρέος



#### Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

## ΒΙΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Μετά τη συνομολόγηση της νέας συμφωνίας με τους διεθνείς εταίρους το καλοκαίρι του 2015, οι χρηματοπιστωτικές εξελίξεις βελτιώθηκαν σε γενικές γραμμές. Έτσι, η μείωση της τραπεζικής χρηματοδότησης που χαρακτηρίσε την ελληνική κρίση έχει επιβραδυνθεί και οι καταθέσεις στις τράπεζες έχουν σημειώσει αύξηση. Γενικότερα, στον κλάδο των τραπεζών οι εξελίξεις είναι ευνοϊκές, καθώς το 2016 και στις αρχές του 2017 καταγράφηκαν κέρδη προ φόρων και μικρή υποχώρηση του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, ενώ πρόσφατα αναφέρεται σχετικά ικανοποιητική πρόοδος όσον αφορά την εκπλήρωση από τις τράπεζες των στόχων οι οποίοι έχουν τεθεί για τη διαχείριση των εν λόγω προβληματικών στοιχείων. Τέλος, στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι αποδόσεις τόσο των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου όσο και των διεθνών ομολόγων που έχουν εκδώσει οι ελληνικές επιχειρήσεις παρουσιάζονται το 2016 και στις αρχές του 2017 σημαντικά χαμηλότερες, ενώ και οι τιμές των μετοχών έχουν πλέον τεθεί σε ανοδική τροχιά.

Οι περιορισμοί στο τραπεζικό σύστημα και η επιστροφή της εμπιστοσύνης μετά τα μέσα του 2015 συνέβαλαν στην καταγραφή εισροών καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ιδίως εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Τα τραπεζογραμμάτια που επανακατατέθηκαν και τα κεφάλαια που επαναπατρίστηκαν από το εξωτερικό (περίπου 9 και 8 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα την περίοδο Ιουλίου 2015-Απριλίου 2017) αντιπροσωπεύουν περίπου το 1/4 των εκροών τραπεζογραμματίων και τοποθετήσεων στο εξωτερικό που είχαν καταγραφεί την προηγούμενη περίοδο, από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης τον Οκτώβριο του 2009 μέχρι και το α' εξάμηνο του 2015.

Το 2016 και στις αρχές του 2017 όλα τα τραπεζικά επιτόκια υποχώρησαν σε πραγματικούς όρους. Σε ονομαστικούς όρους ωστόσο, τα επιτόκια καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης αυξήθηκαν ελαφρά, εξέλιξη που είναι συνεπής με τη συνεχιζόμενη διεύρυνση του περιθωρίου διαμεσολάβησης λόγω των επι-

σφαλειών, την ίδια στιγμή που το κόστος τραπεζικού δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχωρεί, υποβοηθώντας έτσι την ενδεδειγμένη αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας υπέρ των επιχειρηματικών επενδύσεων και της παραγωγής εξαγωγικών προϊόντων.

Και από πλευράς όγκου διαθέσιμων πόρων (εκτός από το κόστος τους), η πιστωτική συστολή φαίνεται να φθάνει στο τέλος της όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Ομοίως, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της καταναλωτικής πίστης κοντεύει να μηδενιστεί. Εξάλλου, οι εξελίξεις όσον αφορά τα αποτελέσματα και την εν γένει ευρωστία των τραπεζών υπήρξαν κατά βάση ευνοϊκές. Το 2016 οι εγχώριες τράπεζες κατέγραψαν κέρδη προ φόρων, σε σύγκριση με ζημίες κατά τις αμέσως προηγούμενες χρονιές, ενώ μειώθηκε ελαφρώς το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων μεταξύ αρχής και τέλους του έτους. Οι εξελίξεις αυτές συνεχίστηκαν και το α' τρίμηνο του 2017.

Ειδικότερα όσον αφορά τις ενέργειες εκ μέρους των τραπεζών για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, διαπιστώνεται διεύρυνση της προσφυγής σε λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα και γενικότερα οι τράπεζες σημειώνουν σχετικά ικανοποιητική πρόοδο προς την εκπλήρωση των τεθέντων επιχειρησιακών στόχων. Στις θεσμικές μεταρρυθμίσεις που έχουν μόλις θεσπιστεί και αναμένεται να διευκολύνουν την αντιμετώπιση του προβλήματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών στην ελληνική οικονομία συγκαταλέγονται οι σχετικοί μηχανισμοί εξωδικαστικής διευθέτησης, οι πλειστηριασμοί με ηλεκτρονικά μέσα και η νομική κάλυψη των στελεχών των τραπεζών και των δημόσιων φορέων που θα λάβουν αποφάσεις ρύθμισης χρεών. Σημαντική προτεραιότητα για το άμεσο μέλλον είναι οι περαιτέρω πρωτοβουλίες των τραπεζών για την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων που, αν και κατ' αρχήν βιώσιμες ως παραγωγοί, αντιμετωπίζουν δυσκολίες εξυπηρέτησης των οφειλών τους.

Πάντως, το απόθεμα των προβληματικών στοιχείων στους ισολογισμούς των τραπεζών παραμένει πολύ υψηλό και εξακολουθεί να δρα, μέσω ποικιλίας διαύλων, ανασχετικά για την πιστοδοτική τους δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά, ενισχυτικά για τη δυνατότητα των τραπεζών να δανειοδοτήσουν την πραγματική οικονομία λειτουργεί το γεγονός ότι οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειάς τους διατηρούνται υψηλοί. Η επίδραση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, αλλά και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, στην πιστοδοτική τους συμπεριφορά διερευνάται οικονομετρικά στα Ειδικά θέματα VI.1 και VI.2.

Επιπροσθέτως, η επιτάχυνση του ρυθμού ανέγερσης του ΑΕΠ η οποία προβλέπεται το 2017, παράλληλα με περαιτέρω ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης καθώς η δεύτερη αξιολόγηση έχει πλέον ολοκληρωθεί, θα υποβοηθήσει την επιστροφή και άλλων καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα, ακόμη και αν χαλαρώσει, όπως έχει δρομολογηθεί, το πλέγμα περιορισμών. Οι συνθήκες υπό τις οποίες οι τράπεζες αντλούν χρηματοδοτικούς πόρους προς αναδανεισμό θα βελτιωθούν περαιτέρω εάν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου ενταχθούν τελικά στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος. Οι προαναφερθείσες αναμενόμενες εξελίξεις θα συμβάλουν σε ενίσχυση της προσφοράς και της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης.

Τέλος, κατά το 2016 και μέχρι στιγμής το 2017 οι διακυμάνσεις των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά σε σημαντικό βαθμό και των εταιρικών ομολόγων (αν και οι αποδόσεις αυτές κατέγραψαν επιπλέον υποχώρηση), αντικατόπτριζαν την πρόοδο ως προς τις διαδοχικές αξιολογήσεις του προγράμματος προσαρμογής. Μάλιστα, καθώς η δεύτερη αξιολόγηση πλησίαζε προς ολοκλήρωση, εξομαλύνθηκε και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των κρατικών τίτλων. Αντιστοίχως, ανοδική είναι η τάση που ακολουθούν εδώ και αρκετούς μήνες οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο συσχετισμός μεταξύ θεμελιωδών μεγεθών των εισηγμένων επιχειρήσεων και της χρηματιστηριακής τους αξίας στην Ελλάδα αλλά και

στην υπόλοιπη Ευρώπη, κατά τα τελευταία έτη αναλύεται στο Ειδικό θέμα VI.3.

## I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Με δεδομένους τους ελέγχους που εισήχθησαν στα μέσα του 2015, μεταξύ άλλων, στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικές καταθέσεις, στις πληρωμές προς το εξωτερικό για τρέχουσες συναλλαγές, καθώς και στις διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων εκτός Ελλάδος, το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου υπό επισκόπηση (δηλ. το έτος 2016 και οι αρχές του 2017) χαρακτηρίστηκε τόσο από επάνοδο τραπεζογραμματίων όσο και από επαναπατρισμό κεφαλαίων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, σχεδόν αδιάκοπα από μήνα σε μήνα.

Τις εξελίξεις αυτές υποβοηθήσαν η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις οικονομικές προοπτικές της Ελλάδος, η κατά βάση ομαλή εφαρμογή του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής και οι βελτιωτικές τροποποιήσεις του πλέγματος περιορισμών το οποίο, όπως προαναφέρθηκε, έχει επιβληθεί στο τραπεζικό σύστημα.

Τροφοδοτούμενες από τις εισροές αποταμιεύσεων, οι καταθέσεις αυξήθηκαν το 2016, ωστόσο εν συνεχεία τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2017 η αύξηση αυτή αντιστράφηκε μερικώς. Η άνοδος των καταθέσεων πραγματοποιήθηκε παρά το γεγονός ότι το ύψος του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος υποχωρούσε, κυρίως λόγω αποπληρωμής παλαιών δανείων, σε συνδυασμό με περιορισμό των χορηγούμενων νέων δανείων από τις τράπεζες. Συνολικά, μεταξύ Ιουνίου 2015 και Απριλίου 2017, οι υφιστάμενες πιστώσεις από το τραπεζικό σύστημα προς την εγχώρια οικονομία μειώθηκαν κατά 9 δισεκ. ευρώ. Την ίδια περίοδο ωστόσο, οι καταθέσεις στο τραπεζικό σύστημα αυξήθηκαν συνολικά κατά 4,9 δισεκ. ευρώ.<sup>1</sup>

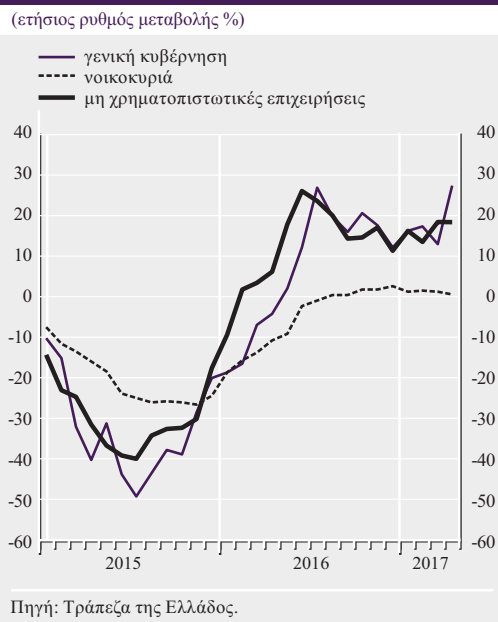
<sup>1</sup> Πρόκειται για τη σωρευτική καθαρή εισροή καταθέσεων στις τράπεζες από τον Ιούλιο του 2015 μέχρι και τον Απρίλιο του 2017. Η καθαρή ροή δεν περιλαμβάνει τυχόν μεταβολές του υπολοίπου των καταθέσεων λόγω διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών ή αναταξινόμησεων μεταξύ διαφορετικών τομέων των καταθετών ή των αποδεκτών των καταθέσεων.

Σε αυτή την αύξηση, η άνοδος του υπολοίπου των καταθέσεων της γενικής κυβέρνησης, ως αποτέλεσμα της εκταμίευσης δανειακών κεφαλαίων προς τη χώρα μας από τον ευρωπαϊκό μηχανισμό ESM, συνέβαλε κατά 2,9 δισεκ. ευρώ, ενώ η σωρευτική καθαρή εισροή καταθέσεων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (η οποία οδήγησε σε σημαντική άνοδο του υπολοίπου αυτών των καταθέσεων κατά 33%) συνέβαλε κατά 4,2 δισεκ. ευρώ. Αντιθέτως, οι καταθέσεις των νοικοκυριών μειώθηκαν την ίδια περίοδο κατά 1 δισεκ. ευρώ (-0,9%).

Όσον αφορά την εξέλιξη των ετήσιων ρυθμών μεταβολής, ο ρυθμός των καταθέσεων των νοικοκυριών αφενός καθυστέρησε σε σύγκριση με τον αντίστοιχο ρυθμό για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις να μεταστραφεί σε θετικές τιμές και αφετέρου, όταν πλέον μεταστράφηκε, οι τιμές που κατέγραψε ήταν κατά πολύ χαμηλότερες από αυτές που κατέγραψε ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα VI.1).

Οι προηγηθείσες συγκρίσεις των σωρευτικών ροών καταθέσεων, όπως επίσης και των αντίστοιχων ετήσιων ρυθμών μεταβολής, φανερώνουν ότι οι δυνατότητες των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα να αντιστρέψουν τη φυγή των καταθέσεων, η οποία έλαβε χώρα κατά την περίοδο πριν τα μέσα του 2015, αποδείχθηκαν μεγαλύτερες σε σχέση με τις καταθέσεις των επιχειρήσεων (και μάλιστα αυτών που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα) παρά σε σχέση με τις καταθέσεις των νοικοκυριών. Αυτό πρέπει να οφείλεται στο γεγονός ότι το ύψος των ταμειακών ροών της τυπικής επιχείρησης υπερβαίνει κατά πολύ το αντίστοιχο μέγεθος για το μέσο νοικοκυριό. Πλεονάζοντα διαθέσιμα τα οποία οι επιχειρήσεις σε προηγούμενες περιόδους κατηύθυναν εκτός τραπεζικού συστήματος, με συνέπεια την καταγραφή εκροών καταθέσεων που αντιστάθμιζαν έως ένα βαθμό τις νέες εισροές από τις εισπράξεις των επιχειρήσεων, δεδομένων των περιορισμών παραμένουν πλέον σε κατάθεση στις εγχώριες τράπεζες.

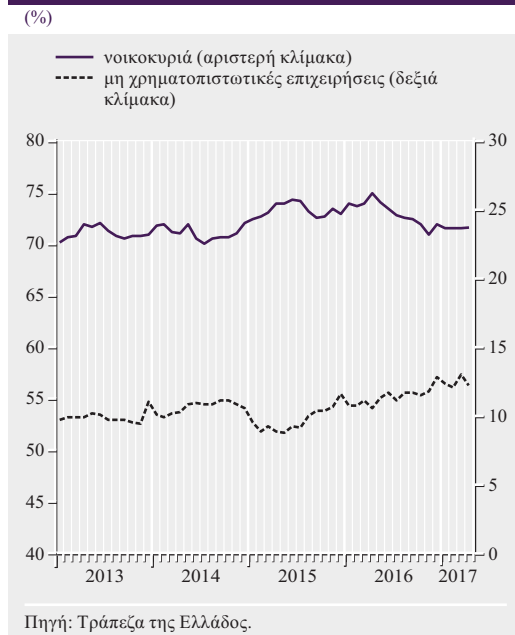
**Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις κατοίκων εσωτερικού στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2015 - Απρίλιος 2017)**



Έτσι, το μερίδιο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο σύνολο των καταθέσεων διευρύνθηκε από 9% το α' εξάμηνο του 2015 σε 12% την περίοδο Ιανουαρίου 2016-Απριλίου 2017, ενώ αντιστοίχως το μερίδιο των νοικοκυριών περιορίστηκε από 73,3% σε 72,6% (βλ. Διάγραμμα VI.2). Επιπροσθέτως, η αύξηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων είναι συνεπής με τη σχετικά ευνοϊότερη εξέλιξη των τραπεζικών πιστώσεων προς αυτή την κατηγορία δανειοληπτών σε σύγκριση με τα νοικοκυριά, δεδομένου ότι η χορήγηση χρηματοδότησης από τις τράπεζες συνδέεται, κατά κανόνα, με το άνοιγμα αντίστοιχου καταθετικού λογαριασμού για το δανειολήπτη όπου πιστώνεται το δάνεισμα.

Τέλος, επισημαίνεται ότι οι δωδεκάμηνοι ρυθμοί μεταβολής των κυριότερων κατηγοριών καταθέσεων (γενικής κυβέρνησης, επιχειρήσεων και νοικοκυριών), αν και διατηρούνται ακόμη σε θετικά επίπεδα, στη διάρκεια του 2016 άρχισαν να επιβραδύνονται. Φαίνεται ότι μετά τη συνομολόγηση της νέας συμφωνίας το καλοκαίρι του 2015, μέρος των καταθέσεων οι

**Διάγραμμα VI.2 Μερίδιο καταθέσεων νοικοκυριών και επιχειρήσεων στο σύνολο των καταθέσεων (Ιανουάριος 2013 – Απρίλιος 2017)**



οποίες είχαν αποσυρθεί προηγουμένως (π.χ. κατά τους τελευταίους μήνες του 2014 και το α' εξάμηνο του 2015) επανήλθε στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Ωστόσο, αυτή η τάση δεν συνεχίζεται πλέον με δυναμισμό.

Σημειώνεται επίσης ότι η επανακατάθεση τραπεζογραμμάτων υπήρξε λίγο ταχύτερη συγκριτικά με την επιστροφή στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα κεφαλαίων τοποθετηθέντων, εκ μέρους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, σε χρηματοπιστωτικά στοιχεία στο εξωτερικό. Μεταξύ Ιουλίου 2015 και Απριλίου 2017 επανακατατέθηκαν τραπεζογραμμάτια τα οποία αντιπροσωπεύουν το 27% της συνολικής εκροής τραπεζογραμμάτων κατά την περίοδο από την πρώτη εκδήλωση της ελληνικής κρίσης (στις αρχές Οκτωβρίου του 2009) μέχρι και το α' εξάμηνο του 2015. Την περίοδο Ιουλίου 2015-Απριλίου 2017 στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα επέστρεψαν κεφάλαια από το εξωτερικό ισοδύναμα προς το 25% της συνολικής φυγής κεφαλαίων η οποία είχε μεσολαβήσει από τον Οκτώβριο του 2009.

Η ενίσχυση της οικονομικής εμπιστοσύνης, μετά την πρόσφατη ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, και η αναμενόμενη επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ κατά το τρέχον έτος – στο βαθμό μάλιστα που θα συνδυάζεται με αντίστοιχη άνοδο του προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος – θα συμβάλουν σε αναζωογόνηση του δυναμισμού της εξέλιξης των τραπεζικών καταθέσεων. Η ολοκλήρωση της αξιολόγησης αναμένεται ειδικότερα να συντελέσει σε αντιστροφή της κάμψης, κατά τους προηγούμενους μήνες του 2017, των καταθέσεων των νοικοκυριών. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, όσο μεγαλύτερη πρόοδος επιτευχθεί στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, με αποτέλεσμα ενίσχυση της φερεγγυότητας των τραπεζών και αναθέρμανση της πιστοδοτικής τους δραστηριότητας, τόσο μεγαλύτερη αύξηση θα εμφανίσει κατ' αντιστοιχία το υπόλοιπο στους καταθετικούς λογαριασμούς στο παθητικό των τραπεζών.

Από την άλλη πλευρά, στο μέτρο που η εδραίωση κλίματος εμπιστοσύνης θα διευρύνει την πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, οι προσπάθειές τους για συγκέντρωση καταθέσεων λιανικής εγχωρίως ενδέχεται να χαλαρώσουν, παρά το ότι οι καταθέσεις αυτές συγκαταλέγονται μεταξύ των πηγών χρηματοδότησης με το χαμηλότερο κόστος και ελαχιστοποιούν τους κινδύνους ρευστότητας για τις τράπεζες. Παρομοίως, τα κίνητρα των τραπεζών να συγκεντρώνουν καταθέσεις εξασθενούν στο μέτρο που υφίστανται, όπως επί του παρόντος, δυνατότητες άντλησης ρευστότητας από το Ευρωσύστημα με πολύ ευνοϊκούς όρους, αν και βεβαίως η έκταση την οποία μπορεί να φθάσει η άντληση αυτή περιορίζεται από το μέγεθος του χαρτοφυλακίου που διαθέτουν τα πιστωτικά ιδρύματα, με αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις.

Πάντως, στο μέτρο που η προσφυγή σε τέτοιες πηγές ρευστών διαθεσίμων (αγορά χονδρικής, κεντρική τράπεζα) επιτρέπει τη χορήγηση από τις εμπορικές τράπεζες επιπλέον πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, η εν λόγω



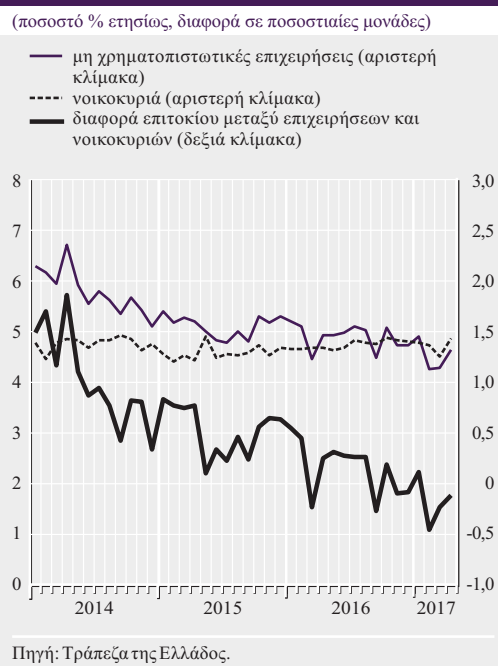
προσφυγή συντελεί, αντιστοίχως, και στη δημιουργία νέων καταθέσεων λιανικής. Εξάλλου, η ολοένα αυξανόμενη μετά τα μέσα του 2015 διάδοση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, κυρίως με τη χρήση χρεωστικών καρτών, συνεπεία της επιβολής περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, ενισχύει το συγκριτικό πλεονέκτημα που παρουσιάζουν οι καταθέσεις (μίας ημέρας) ως μέσο πληρωμής έναντι των μετρητών και στο βαθμό αυτό τροφοδοτεί τη ζήτηση καταθέσεων, ενώ ταυτόχρονα αποδυναμώνει τη ζήτηση τραπεζογραμματίων. Αντιθέτως, οι εναπομένουσες ευκαιρίες για φοροδιαφυγή ενισχύουν τη ζήτηση μετρητών, εις βάρος της ζήτησης τραπεζικών καταθέσεων, τόσο για το διακανονισμό συναλλαγών χωρίς την καταβολή φόρου όσο και για τη διακράτηση του πλούτου που κτάται παρανόμως.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Στη διάρκεια του 2016 και των πρώτων μηνών του 2017 τα επιτόκια καταθέσεων ακολούθησαν ήπια καθοδική πορεία, ώστε το μεσοσταθμικό επιτόκιο, που αναφέρεται στο σύνολο των νέων καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, να υποχωρήσει μετά την αρχή του 2016 κάτω από το 1% για πρώτη φορά από το 2003, οπότε άρχισαν να δημοσιεύονται σχετικές χρονολογικές σειρές βάσει στοιχείων εναρμονισμένων μεταξύ των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Η αποκλιμάκωση των επιτοκίων κατέστη δυνατή κατόπιν της αναχαίτισης των εκροών καταθέσεων μετά τα μέσα του 2015.

Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνέχισαν την πολυετή καθοδική τάση τους. Μάλιστα, για πρώτη φορά από τις αρχές του 2011 διαμορφώθηκαν κάτω από το μεσοσταθμικό επιτόκιο νέας τραπεζικής χρηματοδότησης προς νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα VI.3). Κατά συνέπεια, τα τελευταία έτη αυξήθηκε η ελκυστικότητα του τραπεζικού δανεισμού, τουλάχιστον όσον αφορά το κόστος, από τη σκοπιά των επιχειρήσεων σε σύγκριση με τα νοικοκυριά.

**Διάγραμμα VI.3** Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά και η μεταξύ τους διαφορά επιτοκίου (Ιανουάριος 2014 - Απρίλιος 2017)



Στο βαθμό που η συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης επιχειρηματικής πίστης ικανοποιείται από τις τράπεζες και η προσφορά πιστώσεων δεν υπόκειται σε ποσοτικούς περιορισμούς (credit rationing), η τάση αυτή διευκολύνει την, απαραίτητη για την υπέρβαση της ελληνικής κρίσης, αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας υπέρ των επιχειρηματικών επενδύσεων και των εξωστρεφών παραγωγών. Πάντως, το γεγονός ότι, σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας για την πρόσβαση των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους σε χρηματοδοτικούς πόρους (SAFE), το ποσοστό των αιτήσεων δανείων που απορρίπτονται (ή ικανοποιούνται μόνο ως προς ένα μικρό μέρος τους) από τις τράπεζες κυμαίνεται γύρω στο 30% (στις τελευταίες δύο έρευνες που καλύπτουν την περίοδο Απριλίου 2016-Μαρτίου 2017) δεν επιτρέπει να αποκλειστεί το ενδεχόμενο επικράτησης ποσοτικών περιορισμών όσον αφορά τη χορήγηση τραπεζικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία στην Ελλάδα.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Οι τραπεζικές πιστώσεις προς επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους αντιπροσωπεύουν το 55% του συνόλου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Η προαναφερθείσα σχέση μεταξύ των δανειακών επιτοκίων για τις επιχειρήσεις και αυτών για τα νοικοκυριά είναι επίσης συνεπής με την επίδραση των μειώσεων των μισθών και ημερομισθίων κατά τα τελευταία έτη, οι οποίες πρέπει να συνέβαλαν κατ' αρχήν σε συγκριτική άμβλυνση του πιστωτικού κινδύνου που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις, των λοιπών παραγόντων παραμενόντων σταθερών, ενώ βεβαίως οδήγησαν σε σχετικό περιορισμό της ευκολίας με την οποία τα νοικοκυριά μπορούν να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους προς τις τράπεζες.

Σύμφωνα με τις ενδείξεις που έχει παράσχει το Ευρωσύστημα, το γενικό επίπεδο των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνει στα παρόντα χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του έτους. Ωστόσο, δεν είναι δυνατόν να αποκλειστεί αύξηση των επιτοκίων από το 2018 και εξής, δεδομένων των ευνοϊκών μακροοικονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ.

Η πορεία των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος επηρεάζει άμεσα το κόστος αναχρηματοδότησης των τραπεζών από την Τράπεζα της Ελλάδος και άρα δυνητικά και τα επιτόκια με τα οποία επιβαρύνουν οι τράπεζες τους δανειολήπτες τους. Επίσης όμως, το κόστος αναχρηματοδότησης των ελληνικών εμπορικών τραπεζών από την κεντρική τράπεζα επηρεάζεται αποφασιστικά από τη δυνατότητα να υποκατασταθεί η προσφυγή σε έκτακτη χρηματοδότηση (ELA) με άντληση ρευστότητας μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Από τις αρχές του 2015 η προσφυγή στην έκτακτη χρηματοδότηση παραμένει πολύ υψηλή, αναλογικά προς τη συνολική αναχρηματοδότηση, σε σχέση με το παρελθόν. Προς την κατεύθυνση του περιορισμού της εξάρτησης από την έκτακτη χρηματοδότηση έχει ήδη συμβάλει η πώληση, από τις εγχώριες τράπεζες, τίτλων του EFSF προς το Ευρωσύστημα. Εφόσον υπαχθούν τα ελληνικά κρατικά χρεόγραφα στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, θα ασκηθεί γενικότερη ευνοϊκή επίδραση στην εμπιστοσύνη προς τις ελληνικές τράπεζες, επιτρέποντας να διευρυνθεί η πρόσβασή τους

στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και εξ αυτού του λόγου να περιοριστεί η προσφυγή τους σε έκτακτη χρηματοδότηση.

Σημαντικότερη επίδραση στο κόστος άντλησης διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών, προς διοχέτευση σε πιστώσεις προς την πραγματική οικονομία, ασκεί το ύψος του επιτοκίου καταθέσεων (από επιχειρήσεις, νοικοκυριά κ.λπ.). Η κατεύθυνση προς την οποία θα κινηθούν τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα βραχυπρόθεσμα θα επηρεαστεί από τα χαρακτηριστικά του πλαισίου περιορισμών που ισχύει στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, το οποίο αποσκοπεί στην παρεμπόδιση των εκροών καταθέσεων. Εάν η αναμενόμενη και επιθυμητή για τη μεγιστοποίηση της οικονομικής ευημερίας σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα προοδευτική χαλάρωση του πλέγματος περιορισμών οδηγήσει στην επανεκδήλωση εκτεταμένης φυγής καταθέσεων, τότε οι τράπεζες θα αναγκαστούν να αυξήσουν εκ νέου τα επιτόκια καταθέσεων. Η πιθανότητα να συμβεί αυτό είναι τόσο μικρότερη όσο στερεότερη αποβεί η αποκατάσταση της οικονομικής εμπιστοσύνης στη χώρα μας, η οποία με τη σειρά της είναι συνάρτηση της προόδου ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που πηγάζουν από τις συμφωνίες με τους διεθνείς πιστωτές, την αναμενόμενη ελάφρυνση του δημόσιου χρέους, αλλά και την ελάφρυνση του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς τις τράπεζες (κατ' αρχάς μέσω της αντιμετώπισης των καθυστερήσεων). Είναι επίσης συνάρτηση των μακροοικονομικών επιδόσεων της χώρας, οι οποίες επηρεάζουν και την εξέλιξη της επιβάρυνσης από το χρέος.

Ακόμη, ωστόσο, και αν αποφευχθεί το ενδεχόμενο της ανόδου των επιτοκίων καταθέσεων (με ή χωρίς αύξηση του κόστους αναχρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών από την Τράπεζα της Ελλάδος), δεν είναι βέβαιο ότι δεν θα αυξηθούν τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού, καθώς το περιθώριο διαμεσολάβησης (δηλ. κατά βάση η διαφορά μεταξύ επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού και επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων) διευρύνεται προοδευτικά κατά τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω

της αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Μέχρι στιγμής βεβαίως η αύξηση του περιθωρίου πραγματοποιείται μέσω ανόδου των επιτοκίων για καταναλωτική και στεγαστική πίστη, ενώ τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης ακολουθούν καθοδική τάση, όπως προαναφέρθηκε. Σε κάθε περίπτωση όμως, ο ρόλος της εξέλιξης του περιθωρίου διαμεσολάβησης συνεπάγεται ότι και η πορεία την οποία είναι πιθανόν να ακολουθήσουν τα επιτόκια των νέων τραπεζικών πιστώσεων θα επηρεαστεί από την επιτυχία στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών. Όσο μεγαλύτερη πρόοδος σημειωθεί σε αυτό τον τομέα, τόσο πιθανότερη θα καταστεί η αποφυγή τυχόν γενικευμένης αύξησης των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού.

### 3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ

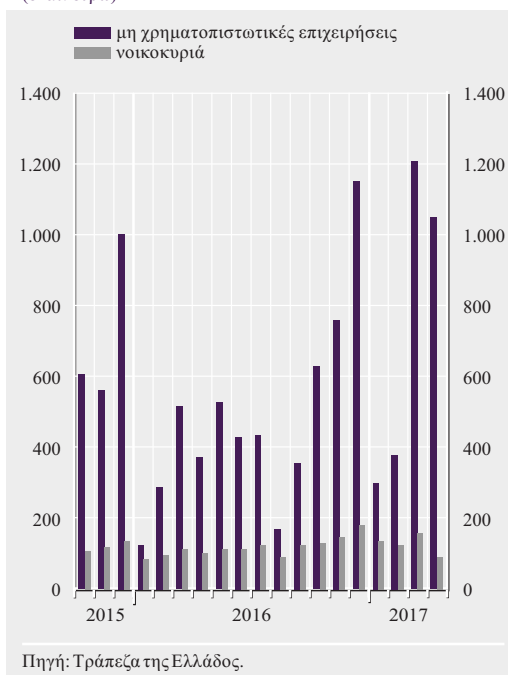
Οι εκταμιεύσεις νέων δανείων (με προκαθορισμένη λήξη) προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιορίστηκαν μεταξύ 2015 και 2016, όπως εξάλλου και το υπόλοιπο των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη λήξη. Ωστόσο, προς τα τέλη του 2016 η πιστοδοτική δραστηριότητα των εγχώριων τραπεζών άρχισε να εντείνεται (βλ. Διάγραμμα VI.4).

Αν αφαιρεθούν από τις εκταμιεύσεις νέων δανείων οι αποπληρωμές παλαιότερου δανεισμού (δηλ. τα χρεολύσια),<sup>3</sup> προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (η οποία παρέχει ένα μέτρο των πόρων που είναι διαθέσιμοι για τη χρηματοδότηση της παραγωγής και των επενδύσεων), διαπιστώνεται ότι η καθαρή ροή έγινε λιγότερο αρνητική μεταξύ 2015 και 2016 και αναμένεται, με βάση τις εξελίξεις που καταγράφθηκαν τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2017, να ενισχυθεί ενδεχομένως περαιτέρω το τρέχον έτος.

Έτσι, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, που υπολογίζεται με

**Διάγραμμα VI.4 Ακαθάριστες ροές νέων δανείων με καθορισμένη διάρκεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά (Οκτώβριος 2015 – Απρίλιος 2017)**

(εκατ. ευρώ)

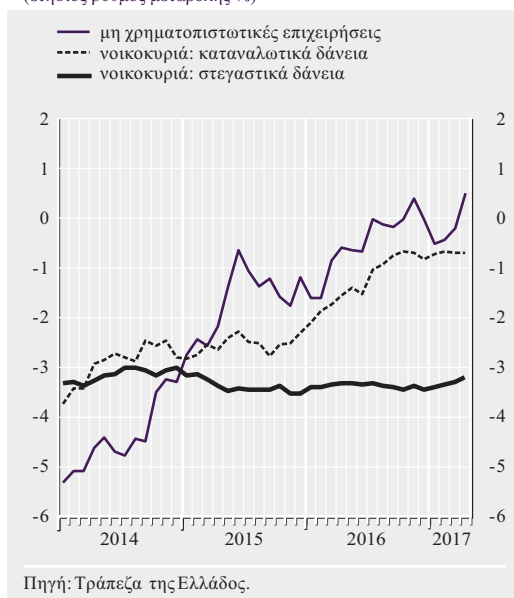


βάση την καθαρή ροή, εξακολούθησε να καθίσταται εν γένει λιγότερο αρνητικός το 2016, όπως και τα προηγούμενα δύο έτη, μάλιστα το Νοέμβριο του 2016 και τον Απρίλιο του 2017 η τραπεζική χρηματοδότηση κατέγραψε αύξηση σε ετήσια βάση για πρώτη φορά από το 2011 (βλ. Διάγραμμα VI.5). Κατά συνέπεια, όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, η πιστωτική συστολή η οποία συνόδευσε την ελληνική κρίση φαίνεται να λαμβάνει τέλος. Αντιστοίχως, το μερίδιο των πιστώσεων προς τις εν λόγω επιχειρήσεις, στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα, άρχισε να σημειώνει αργή άνοδο από τα τέλη του 2015. Παρομοίως, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μείωσης της καταναλω-

<sup>3</sup> Επίσης λαμβάνεται υπόψη το υπόλοιπο των πιστώσεων χωρίς προκαθορισμένη ημερομηνία λήξης (όπως και τα εκδοθέντα από επιχειρήσεις χρεόγραφα τα οποία έχουν μεταβιβαστεί σε τράπεζες) και γίνονται προσαρμογές ώστε να εξουδετερωθεί η επίδραση στο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης από διαγραφές δανείων, διακινύμενες των συναλλαγματικών ισοτιμιών (σχετικές στην περίπτωση δανείων σε ξένο νόμισμα) και αναταξινομήσεων μεταξύ των τομέων των δανειοληπτών ή ακόμη και των οντοτήτων που χορηγούν τις πιστώσεις.

**Διάγραμμα VI.5 Τραπεζική χρηματοδότηση προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά (Ιανουάριος 2014 – Απρίλιος 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

τικής πίστης ακολουθεί πορεία προοδευτικού περιορισμού από τις αρχές του 2012, με αποτέλεσμα άνοδο του μεριδίου αυτής της κατηγορίας δανειοδοτήσεων στο σύνολο της υφιστάμενης τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα μετά τις αρχές του 2015.

Όσον αφορά την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών, όπως αποτυπώνεται στο μέγεθος της ακαθάριστης ροής δανείων με καθορισμένη λήξη προς τους καταναλωτές, αυτή φαίνεται να ανακάμπτει προοδευτικά στη διάρκεια του 2016 και των πρώτων μηνών του 2017. Πάντως, οι συνολικές εκταμιεύσεις τέτοιων καταναλωτικών δανείων κατά το 2016 ήταν αμετάβλητες σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Από την άλλη πλευρά, το υπόλοιπο της καταναλωτικής πίστης χωρίς καθορισμένη διάρκεια ακολουθεί από ετών ήπια καθοδική τάση.

Συνεπώς, η εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης, ιδίως προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και της καταναλωτικής πίστης, είναι σύμφωνη με τη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης μετά τα μέσα του 2015, τη

σταθεροποίηση της οικονομίας, την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης του τραπεζικού συστήματος στο πρόσφατο παρελθόν, την επίτευξη μάλλον ικανοποιητικής προόδου όσον αφορά την εκπλήρωση από τις τράπεζες των τεθέντων επιχειρησιακών στόχων για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού, η οποία ήταν γενικευμένη σε πραγματικούς όρους.

Με δεδομένη την περαιτέρω τόνωση της εμπιστοσύνης κατόπιν της δεύτερης αξιολόγησης και την προβλεπόμενη ενίσχυση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το 2017 και μετά, είναι εύλογο να αναμένεται συνέχιση της ανάκαμψης των τραπεζικών πιστώσεων. Στην εξέλιξη αυτή θα συμβάλουν, όπως συμβαίνει μέχρι στιγμής, τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και κάλυψης με εγγυήσεις, με βάση κυρίως κοινοτικούς πόρους, τραπεζικών δανείων ιδίως προς επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, τα τεχνικά χαρακτηριστικά των οποίων διαρκώς βελτιώνονται. Αν και η πορεία των τραπεζικών επιτοκίων είναι δύσκολο, όπως προαναφέρθηκε, να προδιαγραφεί, με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας είναι πιθανόν να ενισχυθεί ο αναμενόμενος πληθωρισμός, δημιουργώντας έτσι μια τάση για περαιτέρω μείωση των δανειακών επιτοκίων σε πραγματικούς όρους μεσοπρόθεσμα. Η ανάκαμψη του ΑΕΠ, η αναθέρμανση του πληθωρισμού και ο περιορισμός της δυνατότητας νέων επενδύσεων χαρτοφυλακίου διασυννοριακά είναι πιθανόν να συμβάλουν σε βελτίωση των συνθηκών στην αγορά κατοικιών (αν και η ρευστοποίηση εξασφαλίσουν από δάνεια που έχουν καταγγελθεί εκ μέρους των τραπεζών θα έχει το αντίθετο αποτέλεσμα), εξέλιξη που θα στηρίξει τη ζήτηση στεγαστικής πίστης αλλά και άλλων κατηγοριών τραπεζικής χρηματοδότησης. Τέλος, όπως έχει υποστηριχθεί επανειλημμένως από την Τράπεζα της Ελλάδος, οι δυνατότητες των ελληνικών τραπεζών να χορηγήσουν νέες πιστώσεις θα διευρύνονται στο μέτρο που θα καταγράφεται πρόοδος με την απάλυνση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

## 4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

### 4.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

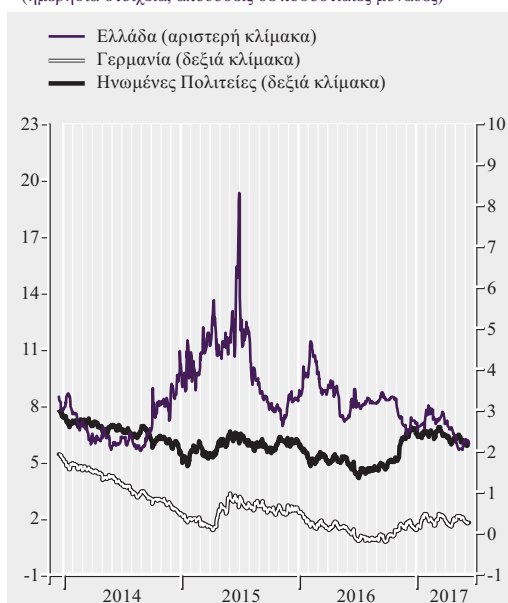
#### 4.1.1 Αγορές ομολόγων

Κατά τη διάρκεια του 2016 οι προοπτικές για τη δυναμική ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, οι προσδοκίες, αλλά και οι αποφάσεις, για την κατεύθυνση της πολιτικής των νομισματικών αρχών στις Ηνωμένες Πολιτείες και οι εκλογές στις ΗΠΑ αποτέλεσαν τους κύριους προσδιοριστικούς παράγοντες της κατανομής των επενδυτικών κεφαλαίων μεταξύ ομολόγων και μετοχών και ως εκ τούτου της πορείας των αποδόσεών τους.<sup>4</sup> Οι αποδόσεις των ομολόγων κρατών με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση παρέμειναν σε ιστορικά χαμηλά (ακόμα και αρνητικά) επίπεδα το α' εξάμηνο του 2016. Από το δ' τρίμηνο του έτους παρουσιάστηκε ανοδική τάση (βλ. Διάγραμμα VI.6), κυρίως στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, η άνοδος των οποίων επιταχύνθηκε μετά το αποτέλεσμα των εκλογών λόγω των προσδοκιών των επενδυτών για περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και κατά συνέπεια για περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Fed). Έτσι, οι αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ διαμορφώθηκαν στο τέλος του 2016 σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στο τέλος του 2015, σε αντίθεση με τις αποδόσεις των βρετανικών και των γερμανικών ομολόγων.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2017, οι οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις ΗΠΑ συνέχισαν να βελτιώνονται και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, στη συνεδρίασή της στις 14-15 Μαρτίου, αποφάσισε την αύξηση του εύρους των επιτοκίων για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια (federal funds rate) κατά 25 μονάδες βάσης, σε 0,75%-1%. Στη συνέχεια, στις 14 Ιουνίου προέβη σε μία ακόμη αύξηση των επιτοκίων κατά 25 μ.β., με το εύρος να διαμορφώνεται σε 1%-1,25%. Τα πρακτικά της συνεδρίασης της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee) υποδηλώνουν ότι τα μέλη της προ-

**Διάγραμμα VI.6** Αποδόσεις κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας (Ιανουάριος 2014-12 Ιουνίου 2017)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Thomson Reuters.  
Σημείωση: Για την περίοδο 29.6-31.7.2015, κατά την οποία, βάσει της ΠΝΠ της 28.6.2015 δεν λειτουργούσε η ΗΔΑΤ, τα στοιχεία για την Ελλάδα προέρχονται από την Thomson Reuters και αφορούν συναλλαγές εκτός Ελλάδος.

βλέπουν ότι κατά τη διάρκεια του 2017 θα λάβει χώρα μία ακόμη αύξηση επιτοκίων, με μέσο αναμενόμενο επιτόκιο 1,5% στο τέλος του έτους.

Ωστόσο, οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ στις 14.6.2017 βρισκόνταν σε χαμηλότερα επίπεδα (-30 μ.β.), σε σύγκριση με το επίπεδό τους στο τέλος του 2016, υποδηλώνοντας ότι οι προαναφερθείσες αυξήσεις των επιτοκίων από τη Fed είχαν προεξοφληθεί. Παράλληλα όμως μειώθηκε η διαφορά αποδόσεων μεταξύ μακροπρόθεσμων (10ετών) και μεσοπρόθεσμων (2ετών) τίτλων, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ έδειξε σημάδια σταθεροποίησης.

Στη ζώνη του ευρώ οι ισχυρότεροι του αναμενόμενου ρυθμοί αύξησης της οικονομικής

<sup>4</sup> Το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο είχε βραχύβια μόνο επίπτωση στη μεταβλητότητα των αγορών.



δραστηριότητας και η υποχώρηση των εκλαμβανόμενων κινδύνων, μετά από τα αποτελέσματα των εκλογών στην Ολλανδία και τη Γαλλία το Μάρτιο και το Μάιο αντίστοιχα, ενίσχυσαν το ενδιαφέρον των επενδυτών για αγορές ομολόγων. Υπενθυμίζεται επίσης ότι στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να υλοποιείται η πολιτική αγοράς τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Έτσι, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα, εξέλιξη που επιτρέπει εκδόσεις με πολύ χαμηλό κόστος δανεισμού και μεγάλες διάρκειες. Ομοίως, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου στη ζώνη του ευρώ βρίσκονται επίσης σε χαμηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα πολύ χαμηλό κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις.

#### 4.1.2 Αγορές μετοχών

Η υποχώρηση της μεταβλητότητας το β' εξάμηνο του 2016, τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ, ανέστρεψε την πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών, με αποτέλεσμα την καταγραφή θετικών αποδόσεων στο τέλος του 2016 (S&P 500: 9%, Stoxx Europe 600: 1,3%). Στις ΗΠΑ η ανοδική τάση συνεχίστηκε και την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2017, υποβοηθούμενη από την υποχώρηση της μεταβλητότητας σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, εξέλιξη που ενδεχομένως υποδηλώνει ιδιαίτερα αισιόδοξη αποτίμηση (S&P 500 στις 12.6: 8,5%). Η βελτίωση των προοπτικών της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ συνέβαλε στην καταγραφή ισχυρά θετικών αποδόσεων και στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια (Stoxx Europe 600: 7%). Καλύτερη επίδοση επέδειξαν οι τιμές των μετοχών των ευρωπαϊκών τραπεζών (EuroStoxx banks: 11,5%).

#### 4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η πορεία των διαπραγματεύσεων για τις αξιολογήσεις του ελληνικού προγράμματος καθόρισε την πορεία των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων τόσο το 2016 όσο και τους πρώτους μήνες του 2017. Οι αποδόσεις παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα και κατά καιρούς

παρουσίασαν έντονες διακυμάνσεις. Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης στο τέλος του 2016 οδήγησε σε πτώση την απόδοση του δεκαετούς ομολόγου, η οποία διαμορφώθηκε σε επίπεδο κατά περίπου 131 μονάδες βάσης χαμηλότερο από εκείνο του τέλους του 2015 (30.12.2016: 7,03%). Δεδομένης και της πορείας των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ η οποία περιγράφηκε παραπάνω, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς και του γερμανικού ομολόγου αναφοράς υποχώρησε στο τέλος του 2016 σε 692 μ.β., από 770 μ.β. στο τέλος του 2015 (βλ. Διάγραμμα VI.6). Οι αποδόσεις των τίτλων βραχύτερης διάρκειας παρουσίασαν εντονότερες διακυμάνσεις. Υποτονική παρέμεινε η συναλλακτική δραστηριότητα καθ' όλη τη διάρκεια του 2016.

Το α' τρίμηνο του 2017 οι αποδόσεις του δεκαετούς ομολόγου παρέμειναν εντός ενός στενού εύρους διακύμανσης γύρω από το επίπεδο του 7%, στο οποίο βρίσκονταν στις αρχές του έτους. Η επίδραση της προόδου προς την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης έγινε ιδιαίτερα εμφανής από το τέλος Απριλίου του 2017 και μετά, οπότε και υπήρξε σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Δεδομένου ότι η ολοκλήρωση της αξιολόγησης αποτελεί μία από τις αναγκαίες προϋποθέσεις για τη συμπερίληψη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγοράς το οποίο διεξάγει το Ευρωσύστημα, η πρόοδος προς τη συμφωνία επέφερε σημαντική και επίμονη μείωση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των τίτλων δεκαετούς διάρκειας στις 12.6.2017 διαμορφώθηκαν σε 5,95%, δηλ. 108 μονάδες βάσης (μ.β.) χαμηλότερα από το επίπεδο του τέλους του 2016. Σημειώνεται ότι το επίπεδο στο οποίο διαμορφώθηκαν οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από το τέλος Απριλίου 2017 δεν είχε παρατηρηθεί ξανά από το φθινόπωρο του 2014. Λόγω των εξελίξεων των αποδόσεων των ομολόγων των υπόλοιπων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, η υποχώ-

ρηση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων ήταν ακόμη μεγαλύτερη σε σχετικούς όρους, υποδηλώνοντας βελτίωση της αποτίμησης των κινδύνων στα ελληνικά ομόλογα. Συγκεκριμένα, η διαφορά των αποδόσεων του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου από τις αποδόσεις του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας (το λεγόμενο spread) διαμορφώθηκε σε 569 μ.β. στις 12.6.2017 από 700 μ.β. στις 30.12.2016 (βλ. Διάγραμμα VI.6).

Υποχώρηση των αποδόσεων παρατηρήθηκε στους τίτλους όλων των διάρκειών, ενώ ιδιαίτερα σημαντικές θεωρούνται οι ενδείξεις ομαλοποίησης στην τιμολόγηση των κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ δεκαετούς και διετούς ομολόγου επανήλθε σε θετικά επίπεδα (97 μ.β. στις 12.6.2017), γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εκλαμβανόμενοι από τους επενδυτές κίνδυνοι στο βραχύ χρονικό διάστημα είναι μικρότεροι από εκείνους στο μακροχρόνιο διάστημα.

Η υποχώρηση των αποδόσεων συνοδεύθηκε και από σημαντική αύξηση των συναλλαγών σε ελληνικά κρατικά ομόλογα στο εξωτερικό, καθώς την περίοδο 1.1-12.6.2017 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (275 εκατ. ευρώ) διπλασιάστηκε σε σύγκριση με το 2016 (109 εκατ. ευρώ), ενώ η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ παρέμεινε περίπου στα επίπεδα του 2016 (2 εκατ. ευρώ).

Το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση, σε τακτά χρονικά διαστήματα, εντόκων γραμματίων, με σκοπό την αναχρηματοδότηση προηγούμενων εκδόσεων που έληγαν (αξία εκδόσεων, 1.1-12.6.2017: 18,8 δισεκ. ευρώ, 1.1-12.6.2016: 18,8 δισεκ. ευρώ), με το κόστος δανεισμού των νέων εκδόσεων να κινείται περίπου στα επίπεδα του τέλους του 2016.

### 4.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε διεθνείς κεφαλαιαγορές εμφάνισαν

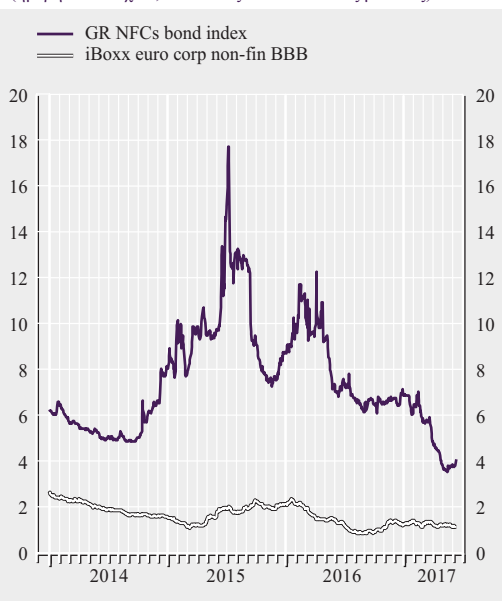
ενδείξεις αποσύνδεσης από εκείνες των ελληνικών κρατικών ομολόγων το 2016, με τις αποτιμήσεις να είναι σαφώς βελτιωμένες σε σύγκριση με το 2015. Αυτό συνεπάγεται βελτίωση των συνθηκών δανεισμού από τις αγορές εταιρικών ομολόγων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και διευκολύνει νέες εκδόσεις τίτλων από μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις. Πράγματι, το 2016 ελληνικές επιχειρήσεις με εξαγωγική δραστηριότητα άντλησαν εκ νέου χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίων με έκδοση εταιρικών ομολόγων, με σκοπό ως επί το πλείστον την αναχρηματοδότηση παλαιότερου τραπεζικού δανεισμού.

Οι θετικές εξελίξεις συνεχίστηκαν το 2016 και το πρώτο εξάμηνο του 2017: το κόστος δανεισμού για τις ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις οι οποίες έχουν πρόσβαση στις αγορές ομολόγων κατέγραψε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στα μέσα Μαΐου, καθώς βελτιώθηκαν σημαντικά οι αποτιμήσεις υφιστάμενων εκδόσεων, ενώ παράλληλα νέες εκδόσεις ομολόγων από επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα έγιναν με σημαντικά χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Ταυτόχρονα, την ίδια περίοδο οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από άλλα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά, παραμένοντας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, η απόδοση του δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος GR NFCs index μειώθηκε κατά 280 μ.β. την περίοδο 1.1-12.6.2017 (στις 12.6: 4,09%, βλ. Διάγραμμα VI.7), ενώ η απόδοση του δείκτη iBoxx για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με διαβάθμιση BBB παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη (-8 μ.β.) την ίδια περίοδο (στις 12.6: 1,18%).

Το 2016 επανεκκίνησε η εκδοτική δραστηριότητα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Συγκεκριμένα, δύο ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άντλησαν 625 εκατ. ευρώ, εκδίδοντας ομόλογα πενταετούς διάρκειας με μέσο σταθμικό επιτόκιο στην έκδοση (κουπόνι) περίπου 5,3%, με σκοπό ως επί το

**Διάγραμμα VI.7 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2014 - 12 Ιουνίου 2017)**

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Thomson Reuters Datastream (iBoxx euro corp non-fin BBB). Σημείωση: Ο δείκτης απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων από το Δεκέμβριο του 2012 και ύστερα. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο *Οικονομικό Δελτίο*, 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014, σελ. 69-90. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC index).

πλείστον την αποπληρωμή προγενέστερου τραπεζικού δανεισμού, ενώ μέχρι στιγμής στη διάρκεια του 2017 εκδόθηκε ένα νέο ομόλογο με ονομαστική αξία 350 εκατ. ευρώ, επιτόκιο στην έκδοση (κουπόνι) 3,25% και διάρκεια 5 ετών. Βέβαια, η βελτίωση στην αποτίμηση δεν ήταν ομοιόμορφη για όλες τις εκδότριες εταιρίες, καθώς τα ομόλογα κάποιων εξ αυτών ενσωματώνουν σημαντικά ασφάλιστρα (premium) λόγω ιδιοσυγκρατικών κινδύνων.

Τέλος, σημειώνεται ότι ο ΟΠΑΠ εξέδωσε, στις 17 Μαρτίου 2017, ομόλογο ονομαστικής αξίας 200 εκατ. ευρώ, με κουπόνι 3,5% και διάρκεια 5 ετών, στην εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων η οποία λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η σταδιακή ενεργοποι-

ηση της εγχώριας αγοράς εταιρικών ομολόγων θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική για τις προοπτικές χρηματοδότησης υγιών ελληνικών επιχειρήσεων των μη χρηματοπιστωτικών κλάδων, ενώ επισημαίνεται ότι μεγάλοι θεσμικοί διεθνείς επενδυτές, όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), έχουν δεσμεύσει σημαντικά ποσά με σκοπό την τοποθέτηση σε περιφερειακές εκδόσεις ομολόγων στην Ευρώπη.

Η εφαρμογή των βέλτιστων διεθνών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, λογοδοσίας και εφαρμογής των νόμων, καθώς και η δραστηριοποίηση διεθνών θεσμικών επενδυτών μπορούν να οδηγήσουν στην αύξηση της ρευστότητας στην εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων.

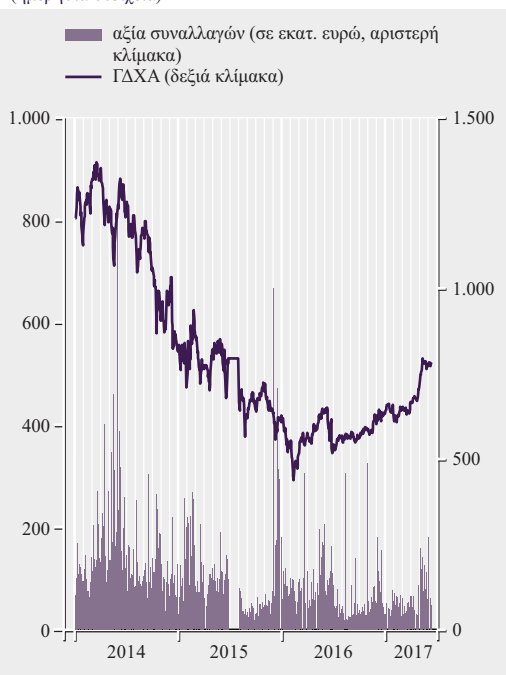
#### 4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

##### 4.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Το 2016 οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες κατά μέσο όρο, ενώ το 2017 μέχρι και το πρώτο δεκαήμερο του Ιουνίου η απόδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών ξεπερνά εκείνες των υπόλοιπων ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Στο τέλος του 2016 ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε άνοδο κατά περίπου 3,6%, ενώ την περίοδο 1.1-12.6.2017 οι αποδόσεις των μετοχών των εισηγμένων εταιριών σημείωσαν ισχυρή άνοδο 21,9% (βλ. Διάγραμμα VI.8). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν τόσο οι αποδόσεις των μετοχών των βιομηχανικών και παρεμφερών επιχειρήσεων 29,9% όσο και εκείνες των τραπεζικών μετοχών (20,6%). Η άνοδος των αποδόσεων συνδέεται τόσο με τη μείωση των εκλαμβανόμενων, από τους επενδυτές, κινδύνων της ελληνικής οικονομίας όσο και με τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Σε χαμηλά επίπεδα διατηρείται ωστόσο η συναλλακτική δραστηριότητα (54,9 εκατ. ευρώ, 2016: 61,5 εκατ. ευρώ), εξέλιξη που συνδέεται και με τη μεγάλη μείωση της διακύμανσης των τιμών των μετοχών.

**Διάγραμμα VI.8 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2014 - 12 Ιουνίου 2017)**

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 το Χρηματιστήριο ήταν κλειστό λόγω των οριζόμενων στην "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

#### 4.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η εικόνα της αποδοτικότητας των εισηγμένων επιχειρήσεων εμφανίζεται βελτιωμένη το οικονομικό έτος 2016 σε σύγκριση με το 2015. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα από τις οικονομικές καταστάσεις 147 μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, αν και οι πωλήσεις το έτος 2016 είναι ουσιαστικά σταθερές σε σύγκριση με ένα χρόνο πριν, η αποτελεσματικότητα στη συγκράτηση των δαπανών και τη βελτίωση των περιθωρίων κέρδους συνέβαλαν στη σημαντική αύξηση των κερδών πριν από φόρους, τόκους και αποσβέσεις κατά 13,3% (6,4% αν δεν συμπεριληφθούν στην ανάλυση τα διυλιστήρια, των οποίων τα μεγέθη είναι ευμετάβλητα λόγω των τιμών του πετρελαίου).

Βελτιωμένη εικόνα εμφανίζει η πλειονότητα των κλάδων (ενδεικτικά: βιομηχανία και συγγενείς κλάδοι 18%, ενέργεια 49,9%, υπηρεσίες κοινής ωφέλειας 16,9%, καταναλωτικά αγαθά -1,5%). Η εικόνα αυτή αντανακλάται μερικώς μόνο στις αποτιμήσεις των επιχειρήσεων που απαρτίζουν το γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι εν λόγω αποτιμήσεις, αν και βελτιωμένες, ιδίως για επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε βιομηχανικούς και συγγενείς κλάδους και στους κλάδους βασικών καταναλωτικών αγαθών, ενέργειας και κοινής ωφέλειας, συνεχίζουν, συνολικά για την αγορά, να υπολείπονται εκείνων του πανευρωπαϊκού δείκτη Stoxx Europe 600 (για συγκριτική ανάλυση των αποτιμήσεων, βλ. Ειδικό θέμα VI.3).

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το 2016 οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες κατέγραψαν οριακά κέρδη προ φόρων, μετά από μια σειρά ζημιολογών χρήσεων, ενώ και το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμφάνισε υποχώρηση, παραμένει ωστόσο σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο. Η κεφαλαιακή επάρκεια όπως και η ρευστότητα των τραπεζών ενισχύθηκαν. Το α' τρίμηνο του 2017, οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες εμφάνισαν, ως σύνολο, εκ νέου κέρδη προ φόρων, εμφανίζοντας ωστόσο επιβράδυνση στην καταγραφή εσόδων. Η κεφαλαιακή τους επάρκεια διατηρήθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα, ενώ το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων μειώθηκε ελαφρώς κυρίως λόγω διαγραφών.

Ειδικότερα, το 2016 τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν σημαντική αύξηση (βλ. Πίνακα VI.1), λόγω ευνοϊκών εξελίξεων τόσο στο σκέλος των εσόδων όσο και στο σκέλος των εξόδων. Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της βελτίωσης των μεγεθών των τραπεζών ήταν:

(α) η σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων καταθέσεων και η μείωση της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματο-

## Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζικών ομίλων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2015	2016	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>8.398</b>	<b>9.098</b>	<b>8,3</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	7.189	7.243	0,7
- Έσοδα από τόκους	11.227	9.992	-11,0
- Έξοδα τόκων	-4.038	-2.750	-31,9
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.209	1.855	53,5
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	886	1.111	25,4
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	28	289	921,9
- Λοιπά έσοδα	295	456	54,6
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-5.146</b>	<b>-4.894</b>	<b>-4,9</b>
Δαπάνες προσωπικού	-2.736	-2.546	-7,0
Διοικητικά έξοδα	-1.991	-1.940	-2,6
Αποσβέσεις	-419	-409	-2,4
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>3.252</b>	<b>4.204</b>	<b>29,3</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-13.434	-3.761	-72,0
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-1.014	-311	-69,3
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-97	-93	-4,6
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>-11.293</b>	<b>39</b>	<b>-</b>
Φόροι	4.187	219	-94,8
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	-1.864	-2.913	56,2
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>-8.971</b>	<b>-2.654</b>	<b>-70,4</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις τραπεζικών ομίλων.

<sup>1</sup> Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

δότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος, που είχαν ως συνέπεια μείωση των εξόδων για τόκους,

(β) η αυξημένη χρήση των τερματικών αποδοχής καρτών και η αποπληρωμή μέρους των ομολόγων του Πυλώνα II του ν. 3723/2008, που ενίσχυσαν τα καθαρά έσοδα από προμήθειες,

(γ) η καταγραφή κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις,

(δ) η μείωση του λειτουργικού κόστους ως αποτέλεσμα της μείωσης του προσωπικού και του δικτύου καταστημάτων.

Παράλληλα με τη σημαντική βελτίωση των καθαρών εσόδων των τραπεζών, ο σχηματισμός προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο διαμορφώθηκε σε επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο του 2015.<sup>5</sup> Μετά από αρκετές ζημιολύγνες χρήσεις, οι τράπεζες κατέγραψαν οριακά κέρδη πριν από φόρους (39 εκατ. ευρώ) το 2016. Ωστόσο, τα συνολικά αποτελέσματα επηρεάστηκαν από ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες, οι οποίες αφορούσαν κυρίως αποεπένδυση των ελλη-

<sup>5</sup> Υπενθυμίζεται ωστόσο ότι το 2015 το επίπεδο των προβλέψεων ήταν αυξημένο λόγω της επιδείνωσης του οικονομικού περιβάλλοντος, αλλά και εν όψει της Συνολικής Αξιολόγησης (Comprehensive Assessment) που διενεργήθηκε κατά το β' εξάμηνο του 2015.



νικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων του συνόλου των τραπεζών εμφάνισε σταθεροποιητικές τάσεις, καθώς υπήρξαν σχετικά δείγματα βελτίωσης μετά το α' τρίμηνο του 2016. Στο τέλος Δεκεμβρίου του 2016 το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων ανήλθε, σε επίπεδο τραπεζών, σε περίπου 106 δισεκ. ευρώ (2015: 108 δισεκ. ευρώ).<sup>6</sup> Η βελτίωση το δ' τρίμηνο του 2016 ήταν αποτέλεσμα αφενός διαγραφών δανείων (1,4 δισεκ. ευρώ) και αφετέρου του γεγονότος ότι κάποιες πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται (2,1 δισεκ. ευρώ), αντισταθμίζοντας έτσι, σε συνδυασμό με τις αποπληρωμές δανείων και τις εισπράξεις από ρευστοποιήσεις, την αύξηση των νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (2,5 δισεκ. ευρώ).

Σχεδόν το ήμισυ (45%) του συνολικού ποσού των δανείων σε καθυστέρηση αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν καταγγελθεί από τις τράπεζες, ενώ το υπόλοιπο κατανέμεται ισόποσα σε δάνεια με καθυστέρηση άνω των 90 ημερών και σε αβέβαιης είσπραξης (unlikely to pay). Σημειώνεται επίσης ότι περίπου 15 δισεκ. ευρώ από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αφορούν δάνεια για τα οποία οι δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία. Το ήμισυ του ύψους των δανείων σε καθυστέρηση καλύπτεται από συσσωρευμένες προβλέψεις, ενώ αν ληφθεί υπόψη και η αποτίμηση των εμπράγματων εξασφαλίσεων, το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%.

Ανά κατηγορία δανείων, ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφώθηκε σε 41,5% για τα στεγαστικά δάνεια, 44,6% για τα επιχειρηματικά και 54% για τα καταναλωτικά. Ειδικά για τα επιχειρηματικά δάνεια, όπου υπάρχει μεγαλύτερη ανάλυση, την καλύτερη εικόνα εμφανίζουν τα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (26,7%) και χειρότερη τα δάνεια των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους (58,9%) και μάλιστα των πολύ μικρών επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγ-

γελματιών (68,3%). Υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων καταγράφονται στην πλειονότητα των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, με το πρόβλημα να είναι πιο έντονο στους κλάδους του εμπορίου (59,7%), των κατασκευών (54,8%) και της μεταποίησης (47%), οι οποίοι έχουν αντλήσει και τα υψηλότερα ποσά τραπεζικής χρηματοδότησης σε σύγκριση με άλλους κλάδους.

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θετική εξέλιξη αποτελεί η στροφή των τραπεζών σε λύσεις ρυθμίσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, ώστε το μερίδιο των λύσεων αυτών να ξεπεράσει το 48% (2015: 33%). Οι λύσεις αυτές συνίστανται κυρίως σε επιμήκυνση της αποπληρωμής και κατά δεύτερο λόγο σε μείωση του επιτοκίου. Ανησυχητικό είναι ωστόσο το γεγονός ότι σημαντικό ποσοστό δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης (ιδίως βραχυπρόθεσμου τύπου) εμφανίζει εκ νέου καθυστέρηση. Επίσης, σε χαμηλό επίπεδο (2%) παραμένει ο δείκτης εξυγίανσης (cure rate), δηλαδή το μερίδιο του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων (όπως είχε διαμορφωθεί στο τέλος του 2015) που άρχισε και πάλι να εξυπηρετείται κανονικά εντός του 2016. Ο δείκτης αυτός μάλιστα υπολείπεται ελαφρώς του δείκτη αθέτησης (default rate), δηλαδή του ποσοστού του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο οποίο αντιστοιχούσαν τα δάνεια που άρχισαν να παρουσιάζουν καθυστέρηση (άνω των 90 ημερών) εντός του 2016 (2,3%).

Στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η πρόοδος προς την επίτευξη του στόχου μείωσής τους, με βάση τις τρεις εκθέσεις προόδου που έχει δημοσιεύσει η Τράπεζα της Ελλάδος, κρίνεται ικανοποιητική ως προς τους στόχους αποτελεσμάτων, αν και το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης δεν αναμένεται να πραγματοποιηθεί πριν από το τέλος του 2018-

<sup>6</sup> Προκαταρκτικά στοιχεία για το α' τρίμηνο του 2017 δείχνουν μικρή περαιτέρω υποχώρηση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

αρχές του 2019. Απαιτείται επίσης μεγαλύτερη προσπάθεια ιδίως όσον αφορά την επίτευξη των στόχων δράσεων. Υπενθυμίζεται ότι οι επιχειρησιακοί στόχοι για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων είχαν συμφωνηθεί τον Ιούνιο του 2016 μετά από διαβούλευση της Τράπεζας της Ελλάδος και της ΕΚΤ με τις τράπεζες και αφορούν την περίοδο από το γ' τρίμηνο του 2016 έως το τέλος του 2019. Έμφαση δίνεται στους στόχους αποτελεσμάτων, οι οποίοι αφορούν:

- το υπόλοιπο (προ προβλέψεων) των μη εξυπηρετούμενων δανείων,
- το υπόλοιπο (προ προβλέψεων) δανείων σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών,
- ανάγκη σε μετρητά (από εισπράξεις τόκων, προμηθειών, αποπληρωμών κεφαλαίου, διακανονισμών, ρευστοποίηση εξασφαλίσεων, μεταβιβάσεων) μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το μέσο υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Ταυτόχρονα παρακολουθούνται και στόχοι δράσεων, όπως ενδεικτικά είναι το ποσοστό των λύσεων μακροχρόνιας ρύθμισης στο σύνολο των ρυθμίσεων, η διενέργεια ανάλυσης βιωσιμότητας σε επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, η κοινή αντιμετώπιση κοινών πιστούχων και η εφαρμογή σχεδίων λειτουργικής αναδιάρθρωσης.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, το Δεκέμβριο του 2016 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 16,9% (Δεκέμβριος 2015: 16,2% ) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 17% (Δεκέμβριος 2015: 16,3%). Η βελτίωση του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας οφείλεται στη σημαντική μείωση του σταθμισμένου ενεργητικού κατά 11,2% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2015, ως αποτέλεσμα της πώλησης της θυγατρικής της Εθνικής Τράπεζας στην Τουρκία, καθώς και στο αυξημένο απόθεμα των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο από όλες τις τράπεζες.

Στο α' τρίμηνο του 2017 τα καθαρά έσοδα των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών, ως σύνολο, βελτιώθηκαν ελαφρώς, κυρίως λόγω περαιτέρω συγκράτησης των εξόδων καθώς το σκέλος των εσόδων παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο. Οριακή μείωση εμφάνισε το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφούμενο σε 105 δισεκ. ευρώ, μείωση που εν μέρει οφείλεται στη διενέργεια υψηλότερων του αναμενομένου διαγραφών. Αντίθετα με το υπόλοιπο, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων αυξήθηκε σε 45,2% λόγω της ταχύτερης μείωσης του υπολοίπου των δανείων. Προβληματισμό δημιουργεί το γεγονός ότι η δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων υπερβαίνει τον αριθμό εκείνων που άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται κανονικά, ενώ αύξηση εμφάνισε και το ποσοστό των δανείων που εμφάνισε καθυστέρηση μεταξύ 30 και 90 ημερών. Σε κλαδικό επίπεδο οι οριακές μεταβολές δεν άλλαξαν την εικόνα που καταγράφηκε το 2016. Όσον αφορά τη στοχοθεσία, τα γενικά συμπεράσματα και οι προβληματισμοί που καταγράφηκαν το 2016 συνεχίζουν να ισχύουν και το α' τρίμηνο του 2017.

Στο αμέσως προσεχές διάστημα, πρέπει οι τράπεζες να εντείνουν τις προσπάθειές τους στην κατεύθυνση της πιο ενεργού διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων συνεισφέροντας παράλληλα τεχνογνωσία στην αναδιάρθρωση βιώσιμων επιχειρήσεων, με αλλαγές στη δομή, στον επιχειρησιακό σχεδιασμό και, όπου είναι αναγκαίο, στη διοίκηση των επιχειρήσεων και τη λήψη οριστικής λύσης για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις, οι οποίες διατηρούνται τεχνητά στη ζωή.<sup>7</sup> Πρέπει δηλαδή οι τράπεζες να εντοπίσουν τις επιχειρήσεις με προοπτικές βιωσιμότητας και να ενθαρρύνουν και να στηρίξουν έμπρακτα επενδύσεις σε καινοτόμες δραστηριότητες και στρατηγικούς κλάδους της οικονομίας, ιδίως με εξαγωγικό προσανατολισμό, αξιοποιώντας τα στρατηγικά πλεονεκτήματα της χώρας. Ενδεικτικά, κλάδοι που εμπίπτουν

<sup>7</sup> Σύμφωνα με έρευνα του ΟΟΣΑ, η αυξημένη παρουσία μη βιώσιμων επιχειρήσεων στην οικονομία εκτοπίζει την ανάπτυξη πιο παραγωγικών επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα για το ζήτημα αυτό, βλ. Ειδικό θέμα IV.4.

στην κατηγορία αυτή είναι η ενέργεια, το εμπόριο, οι μεταφορές, οι δραστηριότητες logistics και ο τουρισμός. Για αυτές τις περιπτώσεις οι τράπεζες θα πρέπει να εφαρμόσουν μακροπρόθεσμες λύσεις, επιβραβεύοντας έτσι την υπεύθυνη επιχειρηματικότητα. Ταυτόχρονα όμως πρέπει να γίνουν αυστηρές με τους στρατηγικούς κακοπληρωτές.

Οι επιχειρήσεις από την πλευρά τους οφείλουν να αναλάβουν πρωτοβουλίες ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης, αναδιάρθρωσης των εταιρικών τους δομών και των δραστηριοτήτων τους, επιδίωξης συνεργασιών, προσανατολισμού προς αγορές του εξωτερικού και διαφοροποίησης των πηγών χρηματοδότησής τους.

Σημαντική θετική συμβολή στη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων εκτιμάται ότι θα έχει η ενεργοποίηση του μηχανισμού για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών. Ο μηχανισμός αυτός αποτελεί ένα πρόσθετο εργαλείο διαχείρισης που συγκεντρώνει ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως π.χ. η καθολική αντιμετώπιση όλων των οφειλών στην κατεύθυνση της εξεύρεσης μιας συνολικής λύσης, η οικειοθελής προσέλευση της υπερχρεωμένης επιχείρησης, το συνεκτικό χρονοδιάγραμμα επίλυσης του προβλήματος, η ηλεκτρονική πλατφόρμα διαχείρισης κ.λπ. Τα πλεονεκτήματα αυτά θα συμβάλουν στην ταχεία, αποτελεσματική και διαφανή συνολική ρύθμιση των χρεών επιχειρήσεων προς τράπεζες, ιδιώτες και φορείς του Δημοσίου (π.χ. εφορία, ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.), ενώ οι προϋποθέσεις που προβλέπονται από πλευράς πληροφόρησης και στοιχείων, για τη συμμετοχή στο μηχανισμό, κάνουν πολύ δύσκολη την αξιοποίησή του από στρατηγικούς κακοπληρωτές.

Θετικά εκτιμάται επίσης ότι θα συμβάλει και η ανάπτυξη εφαρμογής για τη διενέργεια ηλεκτρονικών πλειστηριασμών ακινήτων, αλλά και η τροποποίηση του θεσμικού πλαισίου αναφορικά με τις εταιρίες διαχείρισης με γνώμονα τη διευκόλυνση εισόδου στην αγορά περισσότερων εταιριών. Υπενθυμίζεται ότι

μέχρι στιγμής έχουν λάβει άδεια λειτουργίας τέσσερις εταιρίες.

Τέλος, επιπρόσθετα των ανωτέρω, η ευχέρεια που παρέχουν πλέον η νομική προστασία των στελεχών των τραπεζών και δημόσιων φορέων κατά την εξυγίανση επιχειρήσεων και η διευκρίνιση της φορολογικής μεταχείρισης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και των διαγραφών δανείων βελτιώνουν την ποιότητα του ενεργητικού και τις συνθήκες κερδοφορίας και ρευστότητας των τραπεζών. Επωφελούμενες από τις συνθήκες αυτές, οι τράπεζες θα είναι περισσότερο σε θέση να μειώσουν το κόστος του πιστωτικού κινδύνου και τα περιθώρια επιτοκίων. Και αυτό θα αποβεί προς όφελος της πραγματικής οικονομίας, καθώς η απελευθέρωση χρηματοδοτικών πόρων θα επηρεάσει θετικά τις επενδύσεις, την απασχόληση και την ανάπτυξη.

## **6 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2016**

Η Τράπεζα της Ελλάδος, είναι η αρμόδια ελληνική Εποπτική Αρχή, δυνάμει της παραγράφου 10 του άρθρου 3 του ν. 4364/2016, για τον κλάδο της ιδιωτικής ασφάλισης στην Ελλάδα και αποτελεί μέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με τον ν. 4364/2016 (Φερεγγυότητα II) ο οποίος καθορίζει το πλαίσιο των εποπτικών της αρμοδιοτήτων, ασκεί προληπτική εποπτεία επί των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα στην Ελλάδα, καθώς και επί των αλλοδαπών ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα σε τρίτες, εκτός ΕΕ, χώρες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος. Επιπροσθέτως, η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθεί τη συμμόρφωση των ευρωπαϊκών ασφαλιστικών επιχειρήσεων που λειτουργούν στην Ελλάδα (είτε με υποκατάστημα είτε διακρατικά, κάνοντας χρήση των διατάξεων περί ελεύθερης παροχής υπηρεσιών) προς τους

ελληνικούς κανόνες δημόσιου συμφέροντος, σε συνεργασία με τις οικείες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους. Τέλος, η εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος εκτείνεται και στους συνεργαζόμενους με αυτές ασφαλιστικούς και αντασφαλιστικούς διαμεσολαβητές.

Βασικός στόχος της εποπτείας είναι η προστασία των ασφαλισμένων και των δικαιούχων απαιτήσεων από ασφάλιση. Επιπρόσθετοι σκοποί της εποπτείας είναι η ομαλή λειτουργία της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης και η εμπέδωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών σε αυτήν, καθώς και η διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και των αντίστοιχων χρηματοπιστωτικών συστημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ιδίως σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης.

Η αγορά ιδιωτικής ασφάλισης λειτουργεί από 1.1.2016 με βάση ένα κοινό και συνεκτικό ευρωπαϊκό πλαίσιο εποπτείας με υψηλότερο βαθμό διαφάνειας τόσο από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις όσο και από τις αρμόδιες Εθνικές Εποπτικές Αρχές, οι απαιτήσεις του οποίου αποτυπώνονται σε 3 βασικούς Πυλώνες: I) Ποσοτικές απαιτήσεις, II) Ποιοτικές Απαιτήσεις και Εποπτική Αξιολόγηση και III) Δημοσιοποίηση και Γνωστοποίηση. Η εποπτεία ασκείται επί τη βάση διερευνητικής και βασισμένης στον κίνδυνο προσέγγισης, ανάλογης προς τη φύση, την πολυπλοκότητα και την κλίμακα των κινδύνων που αναλαμβάνει η κάθε ασφαλιστική και αντασφαλιστική επιχείρηση. Η εφαρμοζόμενη διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης εστιάζει στην αξιολόγηση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν ή ενδέχεται να αντιμετωπίσουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, καθώς και στην αξιολόγηση της ικανότητάς τους να προβαίνουν σε εκτίμηση αυτών των κινδύνων, λαμβανομένου υπόψη του περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργούν.

Αναφορικά με κάθε ασφαλιστικό όμιλο με διασυνοριακή δραστηριότητα, οι εποπτικές αρχές συνεργάζονται και οι αντίστοιχες εποπτικές δράσεις συντονίζονται από το “κολλέγιο εποπτών”, το οποίο αποτελεί μια μόνιμη

αλλά ευέλικτη δομή διευκόλυνσης της διαδικασίας λήψης αποφάσεων μεταξύ των εποπτικών αρχών που σχετίζονται με την εποπτεία εκάστου ομίλου.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει συγκροτήσει τρία κολλέγια εποπτών, για ισάριθμους ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στην Ελλάδα, έχοντας αναλάβει το ρόλο της αρχής εποπτείας εκάστου ομίλου, ενώ παράλληλα συμμετέχει στα κολλέγια εποπτών που έχουν συγκροτηθεί για κάθε έναν ευρωπαϊκό ασφαλιστικό όμιλο ο οποίος διαθέτει τουλάχιστον μία θυγατρική επιχείρηση στην Ελλάδα.

## 6.1 ΜΕΓΕΘΗ ΑΓΟΡΑΣ

Η Τράπεζα της Ελλάδας εποπτεύει, με ημερομηνία αναφοράς την 31.12.2016, 45 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα, εκ των οποίων οι 4 δραστηριοποιούνται αποκλειστικά στις ασφαλίσσεις ζωής, οι 24 στις ασφαλίσσεις κατά ζημιών, ενώ οι 17 ασκούν ταυτόχρονα δραστηριότητες ασφαλίσσεων ζωής και κατά ζημιών. Επίσης, 27 εκ των ως άνω ασφαλιστικών επιχειρήσεων ανήκουν σε όμιλο, είτε με έδρα στην Ελλάδα (8 επιχειρήσεις) είτε με έδρα εκτός Ελλάδος (19 επιχειρήσεις). Εκ των επιχειρήσεων με έδρα στην Ελλάδα, οι 5 δραστηριοποιούνται ενεργά και σε λοιπές χώρες της ΕΕ, κάνοντας χρήση των διατάξεων περί ελεύθερης παροχής υπηρεσιών.

Στην εγχώρια ασφαλιστική αγορά δραστηριοποιούνται επίσης 20 υποκαταστήματα ασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ, καθώς και 16 ευρωπαϊκές ασφαλιστικές επιχειρήσεις με καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, εκ των οποίων οι 10 δραστηριοποιούνται στις ασφαλίσσεις κατά ζημιών και οι 6 στις ασφαλίσσεις ζωής. Η χρηματοοικονομική εποπτεία των εν λόγω υποκαταστημάτων και ευρωπαϊκών επιχειρήσεων διενεργείται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους.

Το σύνολο του ενεργητικού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα στην Ελλάδα, κατά την 31.12.2016, ανήλθε σε 15,9 δισεκ. ευρώ, εκ των



οποίων 6,8 δισεκ. ευρώ αφορούσαν τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα και 2,3 δισεκ. ευρώ αφορούσαν επενδύσεις για ασφαλίσεις τον επενδυτικό κίνδυνο των οποίων φέρουν οι ασφαλισμένοι (unit-linked). Οι συνολικές υποχρεώσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων ανήλθαν σε 13 δισεκ. ευρώ, με το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων να διαμορφώνονται σε 11,9 δισεκ. ευρώ (8,9 δισεκ. ευρώ αφορούσαν ασφαλίσεις ζωής και 3 δισεκ. ευρώ ασφαλίσεις κατά ζημιών).

Παρά το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, η ασφαλιστική αγορά εμφανίζει επάρκεια κεφαλαίων καλής ποιότητας, καθώς 92% των επιλέξιμων κεφαλαίων ταξινομούνται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1). Η Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας (SCR) για το σύνολο της ασφαλιστικής αγοράς κατά την 31.12.2016 διαμορφώθηκε σε 1,73 δισεκ. ευρώ, με τα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 2,72 δισεκ. ευρώ. Επιπροσθέτως, η συνολική Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση (MCR) διαμορφώθηκε σε 634 εκατ. ευρώ, με τα αντίστοιχα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 2,55 δισεκ. ευρώ και να αφορούν εξ ολοκλήρου κεφάλαια Κατηγορίας 1.

Εντός του 2016, η εποπτική αρχή ενέκρινε μεταβολές στη μετοχική σύνθεση 4 ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

## **6.2 ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ II**

Το 2016 σηματοδοτήθηκε από την έναρξη ισχύος και εφαρμογής του νέου θεσμικού πλαισίου για την ιδιωτική ασφάλιση, καλούμενου Φερεγγυότητα II. Η σχετική Οδηγία 2009/138/ΕΚ ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο 4364/2016. Για την συμπλήρωση του νομοθετικού πλαισίου της Φερεγγυότητας II, η Τράπεζα της Ελλάδος εξέδωσε 28 κανονιστικές αποφάσεις.

Οι 22 εξ αυτών αφορούν την ενσωμάτωση ισάριθμων αντίστοιχων Κατευθυντήριων Γραμμών της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και

Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ), οι οποίες καλύπτουν όλο το εύρος λειτουργίας των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων (όπως ενδεικτικά την αποτίμηση των τεχνικών προβλέψεων, την ποσοτικοποίηση συγκεκριμένων κινδύνων, την ταξινόμηση των ιδίων κεφαλαίων, το σύστημα διακυβέρνησης, τη διαχείριση κινδύνου, τη δημοσιοποίηση στοιχείων).

Οι υπόλοιπες 6 κανονιστικές αποφάσεις αφορούν α) τον προσδιορισμό της έκτασης των ελεγκτικών διαδικασιών επί της έκθεσης φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων και ομίλων με έδρα στην Ελλάδα από νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία, β) τις απαιτήσεις φερεγγυότητας και του συστήματος διακυβέρνησης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων που λόγω μεγέθους εξαιρούνται από τις αντίστοιχες απαιτήσεις της Φερεγγυότητας II, γ) τον τρόπο και το μορφότυπο των υποβολών προς την Τράπεζα της Ελλάδος καθώς και το περιεχόμενο συμπληρωματικών περιοδικών αναφορών και, τέλος, δ) το ύψος της ετήσιας εισφοράς των εποπτευόμενων επιχειρήσεων. Με σκοπό την ομαλή μετάβαση της εγχώριας ασφαλιστικής αγοράς στο νέο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II, η Τράπεζα της Ελλάδος έλαβε τις ακόλουθες αποφάσεις:

### **A. Εξαιρούμενες λόγω μεγέθους από τη Φερεγγυότητα II επιχειρήσεις**

Η Τράπεζα της Ελλάδος, εφαρμόζοντας την αρχή της αναλογικότητας, επέτρεψε σε τρεις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι οποίες πληρούσαν τα σχετικά κριτήρια μεγέθους και εργασιών, να εξαιρεθούν από ορισμένες διατάξεις της Φερεγγυότητας II και να εφαρμόσουν μειωμένες απαιτήσεις για τη φερεγγυότητα και το σύστημα διακυβέρνησής τους.

### **B. Έγκριση χρήσης μεταβατικών μέτρων**

Η Τράπεζα της Ελλάδος, μεριμνώντας για την ομαλή προσαρμογή των ασφαλιστικών επιχειρήσεων στις αυξημένες απαιτήσεις για τον υπολογισμό και σχηματισμό τεχνικών



προβλέψεων, επέτρεψε σε 4 ασφαλιστικές επιχειρήσεις να εφαρμόσουν τα προβλεπόμενα στα άρθρα 273 έως 275 του ν. 4364/2016 μεταβατικά μέτρα. Οι εν λόγω εγκριτικές αποφάσεις της εποπτικής αρχής αφορούν, σε μια περίπτωση, τη μεταβατική μείωση των τεχνικών προβλέψεων κατά συγκεκριμένο ποσό και σε 3 περιπτώσεις τη χρήση μεταβατικού επιτοκίου προεξόφλησης των τεχνικών προβλέψεων.

Σε περιπτώσεις που δεν εξασφαλιζόταν η φερεγγυότητα της επιχείρησης χωρίς τη χρήση του μεταβατικού μέτρου, απαιτήθηκε η υποβολή σχεδίου σταδιακής εφαρμογής, στο οποίο προσδιορίζονται συγκεκριμένα μέτρα αποκατάστασης.

Οι ευνοούμενες επιχειρήσεις υποχρεούνται σε γνωστοποίηση της επίπτωσης από τη χρήση μεταβατικών μέτρων στη δημοσιοποιούμενη, σύμφωνα με το άρθρο 38 του ν. 4364/2016, Έκθεση Φερεγγυότητας και Χρηματοοικονομικής Κατάστασης (SFCR).

#### **Γ. Έγκριση χρήσης μερικού εσωτερικού υποδείγματος**

Η Φερεγγυότητα II, προκειμένου να παροτρύνει τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν βέλτιστες πρακτικές στη διαχείριση των κινδύνων τους, επιτρέπει, κατόπιν εποπτικής έγκρισης, στις ως άνω εποπτευόμενες επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν δικά τους οικονομικά ή αναλογιστικά υποδείγματα για τον καθορισμό των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων (εσωτερικό υπόδειγμα).

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει εγκρίνει τη χρήση μερικού εσωτερικού υποδείγματος για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας σε μία ασφαλιστική επιχείρηση.

#### **Δ. Αποφάσεις για ομίλους**

Ως προς τα θέματα εποπτείας των δύο ασφαλιστικών ομίλων με έδρα στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος, κατόπιν σχετικής διαβούλευσης με τα κολλέγια εποπτών, εξέδωσε,

λαμβάνοντας υπόψη την αρχή της αναλογικότητας, δύο αποφάσεις. Η απόφαση για τον πρώτο όμιλο αφορούσε τον καθορισμό του πεδίου εφαρμογής της εποπτείας ομίλου, καθώς και την εφαρμογή της εναλλακτικής μεθόδου υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων φερεγγυότητας, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο άρθρο 191 του ν. 4364/2016. Για το δεύτερο όμιλο αφορούσε την εφαρμογή ενός συνδυασμού της βασικής και της εναλλακτικής μεθόδου υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων φερεγγυότητας. Επιπροσθέτως, για έναν εκ των ανωτέρω ομίλων, αποφασίστηκε η εξαίρεση της συμμετοχής της μητρικής επιχείρησης σε μια επιχείρηση του ομίλου στο εξωτερικό από το πεδίο εφαρμογής της εποπτείας ομίλου.

#### **6.3 ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΕΙΣ**

Η Τράπεζα, δεδομένου ότι το 2016 αποτέλεσε το πρώτο έτος εφαρμογής του νέου θεσμικού πλαισίου, πραγματοποίησε εποπτικές δράσεις, οι οποίες περιλάμβαναν ελέγχους στους χώρους των εποπτευόμενων επιχειρήσεων και συναντήσεις με διοικητικά στελέχη και τους υπευθύνους των βασικών λειτουργιών (αναλογιστικής, διαχείρισης κινδύνου, συμμόρφωσης και εσωτερικού ελέγχου). Οι εν λόγω εποπτικές δράσεις ταξινομούνται σε θεματικές ενότητες, οι οποίες καλύπτουν όλο το εύρος των εργασιών των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, στο πλαίσιο των δύο πρώτων πυλώνων της Φερεγγυότητας II.

Οι θεματικές ενότητες του πρώτου πυλώνα της Φερεγγυότητας II περιλάμβαναν, ενδεικτικά, τη μεθοδολογία αποτίμησης των τεχνικών προβλέψεων ασφαλίσεως ζωής και κατά ζημιών, τον υπολογισμό της κεφαλαιακής απαίτησης στην υποενοότητα κινδύνου ασφαλίσεων ζωής σύμφωνα με την τυπική προσέγγιση και τον υπολογισμό της προσαρμογής για τη δυνατότητα της αναβαλλόμενης φορολογίας να απορροφήσει ζημίες. Στο πλαίσιο αυτών των θεματικών ενότητων, η εποπτική αρχή προσέγγισε τον υπολογισμό του περιθωρίου κινδύνου και των προβλέψεων για εκκρεμείς ζημίες από τις επιχειρήσεις, την ποιότητα των δεδομένων

τους και τις παραδοχές της αναλογιστικής τους λειτουργίας για επικύρωση των τεχνικών προβλέψεων. Επίσης, αξιολογήθηκε η συμμόρφωση των επιχειρήσεων με το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τον υπολογισμό της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας του ασφαλιστικού κινδύνου ζωής και η δυνατότητά τους να αντισταθμίζουν μη αναμενόμενες ζημιές μέσω ταυτόχρονης μείωσης των αναβαλλόμενων φόρων.

Οι θεματικές ενότητες του δεύτερου πυλώνα της Φερεγγυότητας II αφορούσαν την εφαρμοζόμενη επενδυτική πολιτική, τη διαδικασία εκτέλεσης της ίδιας αξιολόγησης κινδύνου και φερεγγυότητας,<sup>8</sup> την αξιολόγηση της καταλληλότητας και αξιοπιστίας τόσο των μελών του διοικητικού τους συμβουλίου όσο και των υπευθύνων των βασικών λειτουργιών τους. Σχετικές περιοχές αξιολόγησης από την Τράπεζα ήταν ενδεικτικά η επάρκεια κεφαλαίων των επιχειρήσεων σε σχέση με τους αναλαμβανόμενους από αυτές επενδυτικούς κινδύνους, ο βαθμός και η ικανότητα κατανόησης αυτών των κινδύνων από το Διοικητικό τους Συμβούλιο και τα στελέχη τους που είναι επιφορτισμένα με τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Επιπροσθέτως, αξιολογήθηκαν το επίπεδο εμπλοκής του Διοικητικού Συμβουλίου στη διαδικασία εκτέλεσης της ίδιας αξιολόγησης κινδύνου και φερεγγυότητας, η επάρκεια του συστήματος διακυβέρνησης ως προς τις πρακτικές διαχείρισης, τα εμπλεκόμενα συστήματα και τα δεδομένα, η σύνδεση του επιχειρηματικού σχεδιασμού με τις ανάγκες φερεγγυότητας, τις πιθανές εξωτερικές ακραίες καταστάσεις και τις πιθανές σημαντικές αλλαγές στο προφίλ κινδύνου, η σύνθεση των ιδίων κεφαλαίων, οι κίνδυνοι από τον υπολογισμό των τεχνικών προβλέψεων και η απαίτηση σχετικά με τα μέτρα μακροπρόθεσμων εγγυήσεων.

Πέραν των ανωτέρω, εντός του 2016 συνεχίστηκαν οι εποπτικές δράσεις της Τράπεζας σχετικά με την προσαρμογή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και των πληροφοριακών συστημάτων των επιχειρήσεων στις απαιτήσεις του νέου πλαισίου, με συνδυασμό

επιτόπιων ελέγχων και συγκεκριμένων συστάσεων<sup>9</sup> επί αυτών από την Τράπεζα.

#### 6.4 ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

Η Τράπεζα της Ελλάδος, κάνοντας χρήση των νέων εργαλείων εξυγίανσης και αναδιοργάνωσης που προβλέπει ο ν. 4364/2016, διόρισε ασφαλιστικό διαχειριστή σε δύο ασφαλιστικές επιχειρήσεις του ίδιου ομίλου, κατ' αντικατάσταση του διοικητικού τους συμβουλίου. Με πρόσφατες αποφάσεις ανακλήθηκε η άδεια των δύο αυτών εταιριών. Στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων του, και κάνοντας χρήση διατάξεις περί υποχρεωτικής μεταβίβασης χαρτοφυλακίου, ο ασφαλιστικός διαχειριστής μερίμνησε για τη μεταβίβαση συγκεκριμένων ασφαλιστικών υποχρεώσεων σε άλλη ασφαλιστική επιχείρηση.

#### 6.5 ΑΣΚΗΣΗ ΠΡΟΣΟΜΟΙΩΣΗΣ ΑΚΡΑΙΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ (STRESS TEST)

Κατά τη διάρκεια του 2016 διενεργήθηκε σε ευρωπαϊκό επίπεδο άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, με ημερομηνία αναφοράς την 1.1.2016. Σκοπός της άσκησης ήταν η εκτίμηση της αντοχής των ασφαλιστικών επιχειρήσεων σε ακραία σενάρια μεταβολής των παραμέτρων της αγοράς και χαμηλών επιτοκίων και η αναγνώριση των επιπτώσεών τους κατά το πρώτο έτος εφαρμογής του πλαισίου Φερεγγυότητα II. Η άσκηση διενεργήθηκε σε ατομικό επίπεδο και περιλάμβανε δύο σενάρια: το σενάριο χαμηλών επιτοκίων και ακραίων καταστάσεων στις αγορές (Double-hit) και το σενάριο χαμηλών επιτοκίων (Low-for-Long).

Στην άσκηση συμμετείχαν 8 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με δραστηριότητα στην Ελλάδα, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 88% των τεχνι-

<sup>8</sup> Σύντομη εισαγωγή στην ίδια αξιολόγηση κινδύνου και φερεγγυότητας παρατίθεται στο Ειδικό θέμα VI.4.

<sup>9</sup> Οι συστάσεις προς τις επιχειρήσεις αφορούσαν την αξιοπιστία της λειτουργίας των υποστηρικτικών συστημάτων της Φερεγγυότητας II, τη λεπτομερή τεκμηρίωση των συστημάτων αυτών και των σχετικών διαδικασιών, το επίπεδο αυτοματοποίησης των υπολογισμών που απαιτούνται υπό το νέο θεσμικό πλαίσιο, τη διαχείριση και ποιότητα των δεδομένων, τον εξογχρονισμό των συστημάτων, τις συμβάσεις εξωπορισμού της μηχανογραφικής υποστήριξης των επιχειρήσεων και παραγωγής εποπτικών δεδομένων, την ιχνηλασιμότητα και τον έλεγχο των δεδομένων και των υπολογισμών.

κών προβλέψεων ζωής (εξαιρουμένων των τεχνικών προβλέψεων υγείας και των συμβολαίων που συνδέονται με επενδύσεις) σε σύνολο 236 επιχειρήσεων από 30 χώρες. Οι δύο εκ των συμμετεχουσών επιχειρήσεων δραστηριοποιούνται αποκλειστικά στις ασφάλισεις ζωής, ενώ οι λοιπές 6 δραστηριοποιούνται τόσο στις ασφάλισεις ζωής όσο και στις ασφάλισεις κατά ζημιών.

Με στόχο τον αποτελεσματικό συντονισμό της άσκησης και την επικύρωση των αποτελεσμάτων, η Τράπεζα της Ελλάδος συνεργάστηκε με την ΕΙΟΡΑ και ανέπτυξε διαδικασία

επικύρωσης, η οποία απαιτούσε τη συμμετοχή της ανώτατης διοίκησης των συμμετεχουσών επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, η άσκηση επιβεβαίωσε την ευαισθησία του κλάδου και στα δύο σενάρια, με την επισήμανση ότι μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα ασφαλιστικών επιχειρήσεων που αναπτύσσουν ή διατηρούν επιχειρηματικά μοντέλα βασισμένα στην παροχή μακροχρόνιων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων, μέσα από σημαντική μείωση των επιλέξιμων ιδίων κεφαλαίων τους.

## Ειδικό θέμα VI.1

### ΟΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΜΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΝΙΣΧΥΣΗΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΕΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΕΝΙΚΗΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ

Η δημοσιονομική κρίση δημιούργησε συνθήκες ιδιαίτερης στενότητας για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Ως αποτέλεσμα, η επί σειρά ετών σταθερή και σημαντική αύξηση της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα από τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα, που είχε εν πολλοίς χρηματοδοτήσει την ταχεία ανάπτυξη της χώρας κατά τα πρώτα έτη συμμετοχής της στην ΟΝΕ, αναστράφηκε και καταγράφεται πλέον παρατεταμένη πιστωτική συρρίκνωση. Εκτιμάται δε ότι η τελευταία συνέβαλε σημαντικά στη δραματική συρρίκνωση του ΑΕΠ και εξακολουθεί να δυσχεραίνει την επάνοδο της οικονομίας σε αναπτυξιακή τροχιά. Κατά την περίοδο αυτή οι ελληνικές τράπεζες χρειάστηκε να ανακεφαλαιοποιηθούν επανειλημμένως.<sup>1</sup> Στόχος των ανακεφαλαιοποιήσεων ήταν η σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος και η δημιουργία συνθηκών που να ευνοούν την ανάκαμψη των ροών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία. Το παρόν πλαίσιο διερευνά εμπειρικά τους μηχανισμούς μέσω των οποίων μια ανακεφαλαιοποίηση (ή κεφαλαιακή ενίσχυση) του τραπεζικού συστήματος επηρεάζει το χρηματοπιστωτικό τομέα και μέσω αυτού την πραγματική οικονομία, υπό εναλλακτικά σενάρια.<sup>2</sup> Διαπιστώνεται ότι μια κεφαλαιακή ενίσχυση ασκεί θετικές επιδράσεις τόσο στο χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και στην πραγματική οικονομία. Ωστόσο, αυτές καθίστανται μικρότερες και πιο βραχύβιες υπό συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας, όπως αυτές που επικρατούσαν στην ελληνική οικονομία κατά τα τελευταία χρόνια. Σε κάθε περίπτωση όμως, προκύπτει ότι η κεφαλαιακή ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος ύστερα από μια εξωγενή αρνητική διαταραχή βελτιώνει την πορεία των βασικών μεγεθών τόσο της πραγματικής οικονομίας όσο και του χρηματοπιστωτικού τομέα.

1 Υπενθυμίζεται ότι από το 2012 και μετά έχουν γίνει τρεις ανακεφαλαιοποιήσεις. Η πρώτη ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών συστημικών τραπεζών ξεκίνησε, σε δύο φάσεις, κατά τη διάρκεια του 2012 και ολοκληρώθηκε το 2013. Τα συνολικά κεφάλαια των συστημικών τραπεζών ενισχύθηκαν (όπως προβλεπόταν από το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής και μετά από την άσκηση της Τράπεζας της Ελλάδος σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών) κατά 30,3 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 27,3 δισεκ. προήλθαν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) και σχεδόν 3,1 δισεκ. ευρώ από ιδιωτικά κεφάλαια. Η δεύτερη ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών συστημικών τραπεζών έγινε το δίμηνο Απριλίου-Μαΐου 2014 (μετά τη σχετική άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που διενήργησε η Τράπεζα της Ελλάδος το Μάρτιο του 2014). Οι τράπεζες συγκέντρωσαν μόνο ιδιωτικά κεφάλαια, ύψους 8,3 δισεκ. ευρώ (καθώς το ΤΧΣ δεν είχε συμμετοχή). Τέλος, η τρίτη ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών συντελέστηκε το Δεκέμβριο του 2015 (μετά την “άσκηση συνολικής αξιολόγησης” από την ΕΚΤ), όπου οι συστημικές τράπεζες συγκέντρωσαν από ιδιωτικά κεφάλαια 5,6 δισεκ. ευρώ και από το ΤΧΣ 5,4 δισεκ. ευρώ. Εφόσον συμπεριληφθεί και η ενίσχυση από την κεφαλαιοποίηση υποχρεώσεων των τραπεζών μετά την άσκηση διαχείρισης παθητικού, το σύνολο των αυξήσεων κεφαλαίου των τραπεζών το 2015 ανήλθε σε 13,7 δισεκ. ευρώ.

2 Σημειώνεται ότι η εξέταση εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης μιας ανακεφαλαιοποίησης εκφεύγει του σκοπού του παρόντος Ειδικού θέματος.

Η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος θεωρείται πλέον καίριας σημασίας για τη διατήρηση της οικονομίας σε τροχιά ανάπτυξης, καθώς αναγνωρίζεται πλέον ότι ο λεγόμενος χρηματοπιστωτικός κύκλος επιδρά στον οικονομικό κύκλο.<sup>3</sup> Ο μηχανισμός αλληλοτροφοδότησης μεταξύ των δύο κύκλων μπορεί να περιγραφεί ως εξής: σε περιόδους οικονομικής ομαλότητας και χαμηλού συστημικού κινδύνου, το χρηματοπιστωτικό σύστημα στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα, καθώς αξιοποιεί την καταθετική του βάση για να χρηματοδοτήσει δυνητικά κερδοφόρες επενδυτικές πρωτοβουλίες. Προάγει έτσι τη βέλτιστη κατανομή των κεφαλαίων και των λοιπών οικονομικών πόρων στην οικονομία. Ωστόσο, μια παρατεταμένη περίοδος μακροοικονομικής σταθερότητας και αυξημένης ρευστότητας συχνά οδηγεί τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε αυξημένη ροπή προς ανάληψη κινδύνου και σε αντιστοίχως αυξημένα επίπεδα μόχλευσης. Η αυξημένη ροπή προς ανάληψη κινδύνου προκύπτει κυρίως λόγω της ανατίμησης των περιουσιακών στοιχείων κατά την περίοδο οικονομικής άνθησης, της ανατίμησης δηλαδή των εξασφαλίσεων που κατέχουν οι υποψήφιοι δανειολήπτες, η οποία επιτρέπει την περαιτέρω αύξηση της χορήγησης πιστώσεων.<sup>4</sup> Στο απόγειο του χρηματοπιστωτικού κύκλου λοιπόν, το χρηματοπιστωτικό σύστημα καθίσταται ιδιαίτερα ευάλωτο. Μια πιθανή εξωτερική διαταραχή ενδέχεται να το αποσταθεροποιήσει, αντιστρέφοντας την ανοδική πορεία του χρηματοπιστωτικού κύκλου, με άμεσες επιδράσεις στην πραγματική οικονομία. Τα πιστωτικά ιδρύματα που υφίστανται το αρχικό αποσταθεροποιητικό πλήγμα, ερχόμενα αντιμέτωπα με ξαφνική έλλειψη κεφαλαίων και υψηλότερο κόστος άντλησης ρευστότητας από τη διατραπεζική αγορά, περιορίζουν τη χορήγηση πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Εάν επιπλέον προκληθεί γενικευμένη αβεβαιότητα, το κόστος άντλησης ρευστότητας αυξάνεται και για τα υπόλοιπα τραπεζικά ιδρύματα, με δυνητικό αποτέλεσμα τη διάχυση της κρίσης σε όλο το χρηματοπιστωτικό τομέα.

Μια τέτοια εξέλιξη μπορεί να έχει αλυσιδωτές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία. Η συρρίκνωση της προσφοράς δανειακών κεφαλαίων προς την πραγματική οικονομία επηρεάζει αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, ιδιώτες και επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος δανεισμού και αυστηρότερους όρους χορήγησης δανείων, με αποτέλεσμα την αναβολή ή ματαίωση επενδυτικών σχεδίων και προσλήψεων προσωπικού, αλλά και τον περιορισμό της καταναλωτικής ζήτησης. Όσοι έχουν ήδη αναλάβει δανειακά βάρη δυσκολεύονται περισσότερο να αντεπεξέλθουν στην αποπληρωμή τους, με αποτέλεσμα τη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών. Παράλληλα, λόγω της κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας, η αξία των υφιστάμενων εξασφαλίσεων μειώνεται, με αποτέλεσμα την περαιτέρω επιβάρυνση των τραπεζικών ισολογισμών και συνεπώς την επίταση της πιστωτικής συρρίκνωσης, θέτοντας σε κίνηση ένα φαύλο κύκλο. Έτσι δημιουργείται και μεταδίδεται μια χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία μπορεί υπό προϋποθέσεις να οδηγήσει την οικονομία σε ύφεση και αποσταθεροποίηση. Στο βαθμό που η ασκούμενη μικρο- και μακροπροληπτική πολιτική επιτυγχάνει να μειώσει τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συμβάλλει και στην εξομάλυνση των ακραίων διακυμάνσεων του οικονομικού κύκλου.

Για να μελετηθούν οι πιο πάνω μηχανισμοί αλληλεπίδρασης στο πλαίσιο της ελληνικής οικονομίας και να διερευνηθούν οι επιδράσεις μιας εξωγενούς κεφαλαιακής ενίσχυσης του τραπεζικού συστήματος, έγινε διαμέτρηση (calibration) του θεωρητικού υποδείγματος των Clerc et al. (2015) για την ελληνική οικονομία.<sup>5</sup> Πρόκειται για ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής

3 Βλ. για παράδειγμα τη μελέτη των Claessens, S., M.A. Kose and M.E. Terrones (2012), "How do business and financial cycles interact?," *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 87(1), 178-190.

4 Η υπερβολική ανάληψη κινδύνου από πλευράς των τραπεζών προκύπτει επίσης ως αποτέλεσμα διαφόρων συστημικών εγγυήσεων, όπως η εγγύηση καταθέσεων ή η πεποίθηση ότι το κράτος θα παρέμβει διασσωστικά σε περίπτωση κρίσης (too big to fail hypothesis).

5 Clerc, L., A. Derviz, C. Mendicino, S. Moyen, K. Nikolov, L. Stracca, J. Suarez and A.P. Vardoulakis (2015), "Capital Regulation in a Macroeconomic Model with Three Layers of Default", *International Journal of Central Banking*, vol. 11(3), 9-63. Για τις λεπτομέρειες όσον αφορά τη διαμέτρηση του υποδείγματος για την ελληνική οικονομία, βλ. Balfoussia H., and D. Papageorgiou (2016), "Insights on the Greek economy from the 3D macro model", Bank of Greece Working Paper No. 218.

ισορροπίας (dynamic stochastic general equilibrium model) που επιτρέπει τη μελέτη των μηχανισμών μετάδοσης εναλλακτικών διαταράξεων από το χρηματοπιστωτικό τομέα προς την πραγματική οικονομία και αντίστροφα.<sup>6</sup> Η καινοτομία του εν λόγω υποδείγματος έγκειται στο ότι περιλαμβάνει τρία “επίπεδα αθέτησης υποχρεώσεων”. Διατυπώνονται δηλαδή οι συνθήκες υπό τις οποίες, για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, η αθέτηση ανειλημμένων δανειακών υποχρεώσεων καθίσταται η βέλτιστη “στρατηγική” επιλογή, με αλυσιδωτές επιδράσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την πραγματική οικονομία.

Το υπόδειγμα επιτρέπει την εξέταση των επιδράσεων διαφόρων διαταραχών, μεταξύ των οποίων και μιας εξωγενούς κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών (ανακεφαλαιοποίηση). Στο Διάγραμμα Α εξετάζονται οι δυναμικές επιδράσεις μιας κεφαλαιακής ενίσχυσης υπό δύο διαφορετικά σενάρια: το βασικό σενάριο, όπου η αύξηση των κεφαλαίων των τραπεζών πραγματοποιείται υπό κανονικές συνθήκες, όπου δεν επικρατεί αυξημένη αβεβαιότητα στο χρηματοπιστωτικό τομέα (normal conditions), και το δυσμενέστερο σενάριο, όπου η κεφαλαιακή ενίσχυση πραγματοποιείται σε περιβάλλον αυξημένης και παρατεταμένης αβεβαιότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.<sup>7</sup> Σύμφωνα με το υπόδειγμα, μια ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών υπό το βασικό σενάριο οδηγεί κατ’ αρχήν σε αύξηση των συνολικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, με θετικές επιδράσεις για τις επενδύσεις και την αξία των επιχειρήσεων. Δεδομένου ότι σύμφωνα με το υπόδειγμα το κεφάλαιο των επιχειρήσεων υποθηκεύεται ως εξασφάλιση για τη χορήγηση επιχειρηματικών δανείων, η αύξηση της τιμής του έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς πλέον καθίσταται πιο συμφέρουσα η αποπληρωμή του δανείου παρά η παραχώρηση του υποθηκευμένου περιουσιακού στοιχείου στην τράπεζα. Ως συνέπεια, βελτιώνεται η ποιότητα των τραπεζικών χαρτοφυλακίων και ενισχύονται οι ισολογισμοί τους.

Η υπό εξέταση ανακεφαλαιοποίηση ασκεί θετικές επιδράσεις και μέσω ενός δεύτερου μηχανισμού. Συγκεκριμένα, μειώνει την πιθανότητα μιας τραπεζικής κατάρρευσης, οδηγώντας σε μείωση του κόστους που οφείλουν να καταβάλουν οι τράπεζες για να προσελκύσουν καταθέσεις. Αυτή η μείωση μετακυλίεται στα επιτόκια δανεισμού, μειώνοντάς τα και τονώνοντας έτσι περαιτέρω τη χορήγηση δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες προς την πραγματική οικονομία. Αυτές οι δευτερογενείς θετικές επιδράσεις θέτουν σε κίνηση έναν ενάρετο κύκλο, καθώς η βελτιωμένη πιστοληπτική ικανότητα του τραπεζικού τομέα οδηγεί σε αύξηση των καταθέσεων και των παραγωγικών επενδύσεων, οι οποίες εν συνεχεία ενδυναμώνουν περαιτέρω το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επισημαίνεται ότι, στο πλαίσιο του υποδείγματος, παρατηρείται παράλληλα μείωση της κατανάλωσης, καθώς είναι πλέον πιο προσοδοφόρα για τα νοικοκυριά η αύξηση των αποταμιεύσεων σε τραπεζικές καταθέσεις. Μολταυτά, η καθαρή επίδραση στο ΑΕΠ είναι σαφώς θετική.

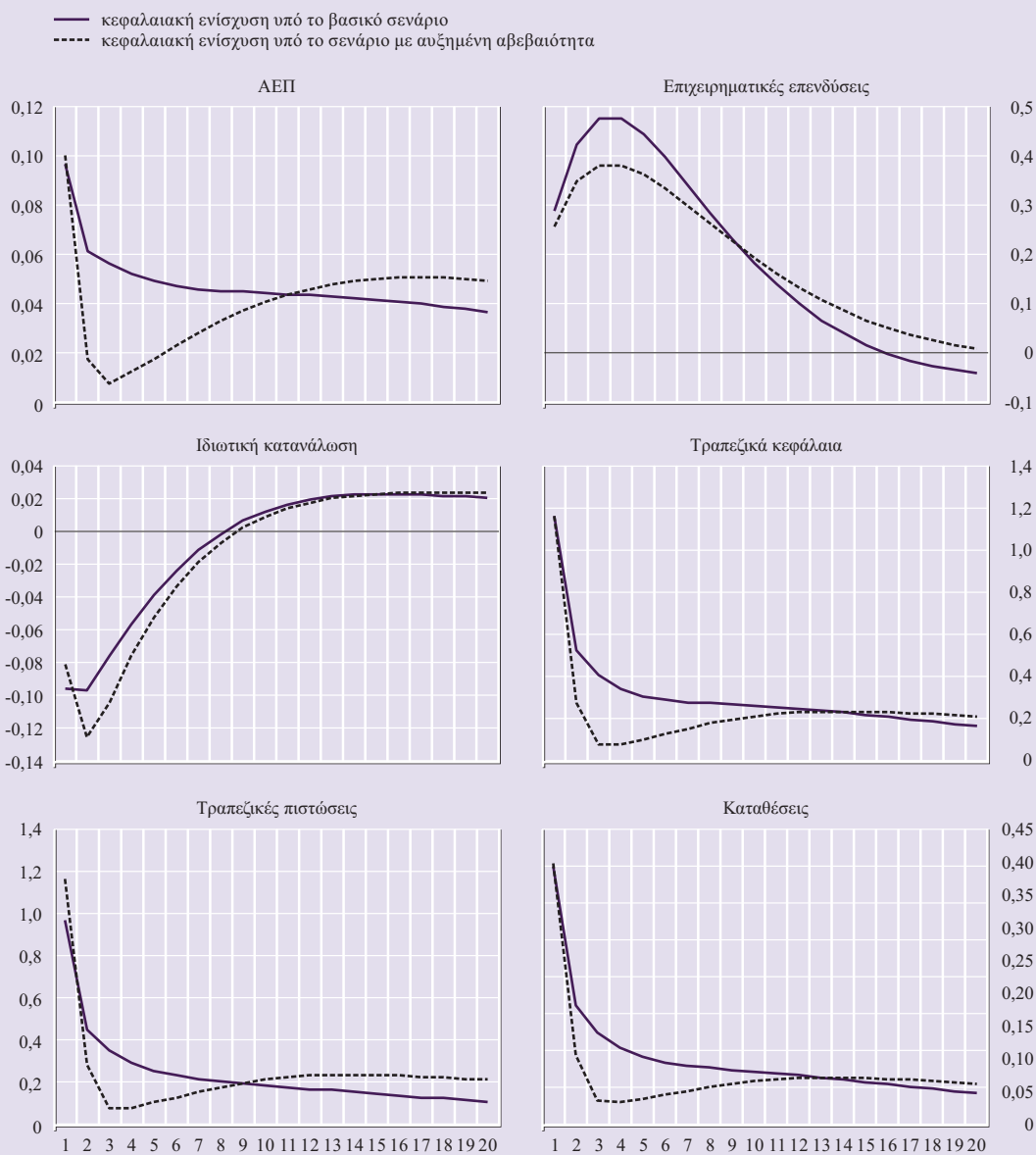
Στο Διάγραμμα Α παρουσιάζεται επίσης η δυναμική επίδραση της ίδιας διαταραχής υπό το δεύτερο σενάριο, δηλαδή υπό συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα (διακεκομμένη γραμμή). Η αυξημένη αβεβαιότητα καθιστά πιο επισφαλές το τραπεζικό χαρτοφυλάκιο, ενώ και η προσαύξηση επιτοκίου που απαιτούν οι καταθέτες για να εμπιστευθούν τα χρηματά τους στις τράπεζες είναι μεγαλύτερη σε σύγκριση με το βασικό σενάριο. Ως αποτέλεσμα,

6 Σε υποδείγματα αυτής της κατηγορίας η πορεία των μακροοικονομικών μεταβλητών προκύπτει από τη συνάθροιση των βέλτιστων επιλογών των επιμέρους νοικοκυριών και επιχειρήσεων, επιτρέποντας έτσι τη σε βάθος κατανόηση της δυναμικής συμπεριφοράς του υποδείγματος.

7 Συγκεκριμένα εξετάζονται οι δυναμικές επιδράσεις μιας προσωρινής αλλά παρατεταμένης αύξησης στη μεταβλητή που αποτυπώνει τα κεφάλαια των τραπεζών. Το μέγεθος της αύξησης των τραπεζικών κεφαλαίων είναι της τάξεως του 1%, ενώ στο δυσμενές σενάριο η αυξημένη αβεβαιότητα έχει οριστεί ως 20% υψηλότερη διακύμανση των διαταραχών που υφίστανται οι τράπεζες σε σχέση με το βασικό σενάριο.



**Διάγραμμα Α Δυναμικές επιδράσεις μιας κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών υπό το βασικό σενάριο και το σενάριο αυξημένης και παρατεταμένης αβεβαιότητας**

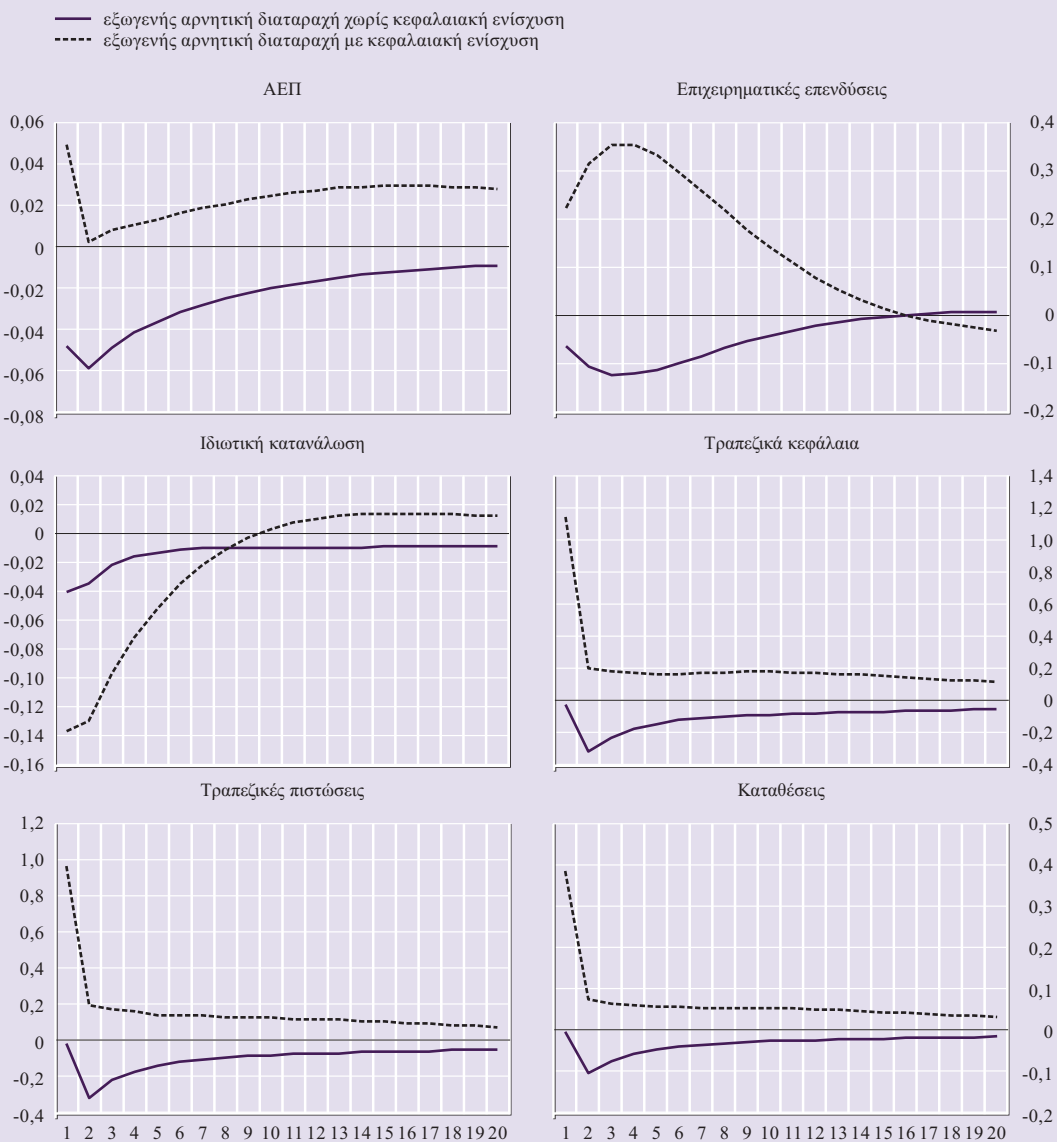


Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
 Σημειώσεις: Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας. Ο οριζόντιος άξονας αναφέρεται σε τρίμηνα.

οι θετικές επιδράσεις μιας κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών είναι μικρότερες και πιο βραχύβιες υπό συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας.

Τέλος, στο Διάγραμμα Β παρουσιάζονται οι επιδράσεις μιας προσωρινής εξωγενούς αύξησης της αβεβαιότητας στο τραπεζικό σύστημα. Με διακεκομμένη γραμμή αποτυπώνεται η επίδραση

**Διάγραμμα Β Δυναμικές επιδράσεις της αντιμετώπισης μιας προσωρινής εξωγενούς αύξησης της αβεβαιότητας στο τραπεζικό σύστημα μέσω κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών**



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
 Σημειώσεις: Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας. Ο οριζόντιος άξονας αναφέρεται σε τρίμηνα.

της ίδιας διαταραχής, όταν αυτή αντιμετωπίζεται με ταυτόχρονη κεφαλαιακή ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος.<sup>8</sup> Αναδεικνύεται ότι οι συνέπειες της αρνητικής διαταραχής αμβλύνονται ή και αντιστρέφονται όταν αυτό συνδυαστεί με μια ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος.

<sup>8</sup> Η αύξηση των τραπεζικών κεφαλαίων είναι της τάξεως του 1%, ενώ η αύξηση της αβεβαιότητας προσομοιώνεται με μια αύξηση της διακύμανσης των διαταραχών που υφίστανται οι τράπεζες κατά 1%. Επισημαίνεται ότι σκοπός της ανάλυσης δεν είναι η ακριβής ποσοτικοποίηση των επιδράσεων των υπό μελέτη σεναρίων, αλλά η εξέταση των μηχανισμών επίδρασής τους στην οικονομία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΒΑΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, ΔΑΝΕΙΑ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ

Στο παρόν Ειδικό θέμα διερευνάται η επίδραση που άσκησαν στην πιστωτική επέκταση δύο παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την προσφορά χρηματοδότησης από τις τράπεζες: τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών (συν τις λογιστικές προβλέψεις για τα επισφαλή δάνεια) και ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων. Επίσης, αξιολογείται η πιθανή συμβολή της μελλοντικής αποκλιμάκωσης του λόγου αυτού στη δυνατότητα των ελληνικών τραπεζών να στηρίξουν με πιστώσεις την πραγματική οικονομία κατά την περίοδο 2017-2019. Σύμφωνα με τη διεθνή οικονομική βιβλιογραφία, το μέγεθος της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών επιδρά θετικά στην παροχή δανείων, ενώ ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων επιδρά αρνητικά.

Εάν ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (εποπικά κεφάλαια προς σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό) υποχωρήσει, οι τράπεζες, προκειμένου να τον επαναφέρουν εντός των εποπτικών ορίων, ενεργούν ποικιλοτρόπως, για παράδειγμα έτσι ώστε να μειωθεί ο παρονομαστής, μέσω πολιτικής περιορισμού του υπολοίπου των δανείων ή και εναλλακτικών μεθοδεύσεων.<sup>1</sup>

Μια άνοδος του λόγου των μη εξυπηρετούμενων δανείων ασκεί τις εξής επιδράσεις: α) επιφέρει περιορισμό της ρευστότητας των τραπεζών, καθώς τις αποστερεί από πληρωμές τόκων και χρεολυσίων, β) οδηγεί σε αυστηροποίηση των όρων και των κριτηρίων παροχής δανείων, περιλαμβανόμενης και αύξησης των επιτοκίων, καθώς οι τράπεζες έρχονται αντιμέτωπες με άνοδο του πιστωτικού κινδύνου των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Η αύξηση των επιτοκίων των νέων εξυπηρετούμενων δανείων αντισταθμίζει την απώλεια εσόδων από τα προβληματικά στοιχεία. γ) Οι τράπεζες υφίστανται επιδείνωση των όρων με τους οποίους αντλούν αναχρηματοδότηση προς αναδανεισμό στην πραγματική οικονομία, λόγω αυξημένου ασφαλιστρου κινδύνου, ή και ολοσχερή απώλεια πρόσβασης στις αγορές χονδρικής. δ) Στο βαθμό που οι προβλέψεις αναμένεται ότι δεν θα επαρκέσουν να καλύψουν τις διαγραφές, εύλογα αναπτύσσονται προσδοκίες ότι η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών θα απομειωθεί και συνεπώς οι δυνατότητες των τραπεζών να χορηγήσουν νέα δάνεια θα περιοριστούν. Εξάλλου, και ο σχηματισμός προβλέψεων δεσμεύει σημαντικό μέρος των αδιανέμητων κερδών των τραπεζών, τα οποία υπό διαφορετικές συνθήκες θα επαύξαναν τα ίδια κεφάλαια.

Η εμπειρική διερεύνηση καταδεικνύει τις αναμενόμενες από την οικονομική θεωρία κατευθύνσεις των επιδράσεων (πρόσημα στους συντελεστές). Οι υπόλοιποι παράγοντες τους οποίους γίνεται δεκτό ότι περιλαμβάνει η σχέση μεταξύ της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα, των κεφαλαίων των τραπεζών και του λόγου των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι τα επιτόκια των δανείων και η ρευστότητα των τραπεζών.<sup>2</sup> Σχετικές παλινδρομήσεις (με μεθόδους συνολοκλήρωσης, ECM)<sup>3</sup> συνηγορούν στην αντίχρεση σχέσης (συνολοκλήρωσης) σύμφωνα με την οποία οι εν λόγω μεταβλητές ακολουθούν πορείες που γενικώς συμβαδίζουν στη διάρκεια του χρόνου. Η δυναμική εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά εξηγείται από μία μόνο εξίσωση. Η οικονομετρική εκτίμηση επικεντρώθηκε στο διάστημα α' τρίμηνο 2007-δ' τρίμηνο 2016, επειδή έτσι επιτυγχάνεται

1 Βλ. π.χ. Bayoumi and Melander (2008), "Credit matters: empirical evidence on U.S. macro-financial linkages", IMF Working Paper 08/169, σελ. 7, και ομιλία B. Bernanke (2007), "The financial accelerator and the credit channel" σχετικά με το διάλυτο μετάδοσης στην οικονομία αναταράξεων μέσω των τραπεζικών κεφαλαίων. Επίσης βλ. επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας στο άρθρο "Κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών: αναγκαία αλλά μη ικανή συνθήκη για τη δανειοδότηση της οικονομίας", Φ. Καλάφουλου, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, 43, Ιούνιος 2016, σελ. 59-84.

2 Η ρευστότητα των τραπεζών περιλαμβάνει το ύψος των ρευστών διαθεσίμων τα οποία οι τράπεζες έχουν αντίθετα (προς αναδανεισμό) από την κεντρική τράπεζα και μέσω συγκέντρωσης καταθέσεων, διατραπεζικού δανεισμού από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού και έκδοσης τραπεζικών ομολόγων.

3 Εκτιμήσεις υποδείγματος μιας εξίσωσης σε δύο στάδια με την κατά Engle-Granger μέθοδο.

## Διάγραμμα Α Χρηματοδότηση και κεφάλαια του τραπεζικού συστήματος (α' τρίμ. 2006 – α' τρίμ. 2017)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, σε πραγματικούς όρους)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ (για το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή).

Σημείωση: Οι μεταβολές στα υπόλοιπα χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα έχουν προσαρμοστεί για συναλλαγματικές διαφορές, μεταβιβάσεις, αναταξινόμησης και διαγραφές δανείων. Η μεταβολή στο υπόλοιπο των "κεφαλαίων και αποθεματικών" των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (πλην της Τράπεζας της Ελλάδος) που εμφανίζεται στο διάγραμμα για το α' τρίμηνο του 2012 είναι μικρότερη από αυτήν που καταγράφηκε, επειδή έχει γίνει προσαρμογή για μέρος της επίδρασης του PSI.

συνολικά έφθασε το -4,8% σε πραγματικούς όρους, καθώς το άθροισμα των συνολικών επιδράσεων από τους λοιπούς παράγοντες ήταν ιδιαίτερα αρνητικό και αντιστάθμισε τη θετική συμβολή της αύξησης των τραπεζικών κεφαλαίων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το δ' τρίμηνο του 2014 η θετική συμβολή της ανόδου των τραπεζικών κεφαλαίων στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των δανείων (-1,1% σε πραγματικούς όρους) υπολογίζεται σε περίπου 3 ποσοστιαίες μονάδες.

Σε ό,τι αφορά την άνοδο των επισφαλών δανείων, το διάστημα α' τρίμηνο 2009-δ' τρίμηνο 2016, ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων αυξήθηκε συνολικά κατά 26,9 ποσοστιαίες μονάδες και εκτιμάται ότι περιορίσει κατά 18,5 ποσοστιαίες μονάδες την αντίστοιχη σωρευτική μεταβολή στα δάνεια. Ενδεικτικά, το γ' τρίμηνο του 2013, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της νέας τραπεζικής χρηματοδότησης θα ήταν 4,5% αντί για -2,4% αν απουσίαζε η αρνητική επίδραση της ανόδου των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

ακριβέστερη αποτύπωση των ελαστικωτήτων, καθώς οι διακυμάνσεις των μεταβλητών ήταν εντονότερες το διάστημα μετά την αρχή της κρίσης (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>4</sup>

Διαπιστώνεται ότι μια αύξηση του αποθέματος των τραπεζικών κεφαλαίων κατά 1% συντελεί, μετά την πάροδο λιγότερο από τριών τριμήνων,<sup>5</sup> σε άνοδο του ετήσιου ρυθμού μεταβολής της χρηματοδότησης (προς τον ιδιωτικό τομέα) κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας. Αντίθετα, μια άνοδος του δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων κατά 1 ποσοστιαία μονάδα (π.χ. από 20% σε 21%) συμβάλλει, μετά το ίδιο διάστημα, σε περιορισμό του ρυθμού μεταβολής των τραπεζικών δανείων κατά σχεδόν 1 ποσοστιαία μονάδα.<sup>6</sup>

Με βάση τα αποτελέσματα αυτά,<sup>7</sup> η σωρευτική αύξηση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών συν τις προβλέψεις που παρατηρήθηκε κατά το διάστημα α' τρίμηνο 2013-δ' τρίμηνο 2016 (21% σε πραγματικούς όρους) δικαιολογεί αύξηση κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες στη σωρευτική μεταβολή της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα. Η σωρευτική μεταβολή της χρηματοδότησης το ίδιο διάστημα

4 Επιστημαίνεται ότι η σχέση αυτή μπορεί να εκτιμηθεί και για ευρύτερο χρονικό διάστημα, ωστόσο στην υποπερίοδο μετά την αρχή της κρίσης και μέχρι το δ' τρίμηνο του 2016 οι συντελεστές ορισμένων μεταβλητών αλλάζουν.

5 Η απόκριση αυτή του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης σε μεταβολές στις επεξηγηματικές μεταβλητές αντανακλά τις ελαστικότητες που έχουν εκτιμηθεί στη μακροχρόνια σχέση ισορροπίας. Οι οικονομοτρικές εκτιμήσεις δείχνουν ότι ο συντελεστής της προσαρμογής της μεταβολής των δανείων προς τη μακροχρόνια σχέση ισορροπίας είναι υψηλός και υποδηλώνει ταχύτερη ολοκλήρωση (μετά από τρία τρίμηνα) των μακροχρόνιων επιδράσεων στην πιστωτική επέκταση από τις διάφορες μεταβλητές.

6 Επίσης, σε ανάλογες παλινδρομήσεις που εξηγούν τη μεταβλητή της χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις καθώς και, χωριστά, την αντίστοιχη για τα νοικοκυριά, εκτιμήθηκαν συναφείς σχέσεις με τις επεξηγηματικές μεταβλητές.

7 Η συμβολή της ανόδου των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών στο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης υπολογίζεται με τη διεξαγωγή άσκησης προσομοίωσης κατά την οποία τα κεφάλαια διατηρούνται αμετάβλητα στην τιμή που είχαν στην αρχή του ιστορικού διαστήματος που εξετάζεται, δηλαδή το δ' τρίμηνο του 2012. Επομένως, ο υπολογισμός αυτός δεν περιλαμβάνει τις αρχικές απότομες μεταβολές στα κεφάλαια των τραπεζών μετά την επίδραση του PSI. Παρόμοια άσκηση χρησιμοποιείται ακολούθως και για τον υπολογισμό στην περίπτωση της μεταβολής του λόγου των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

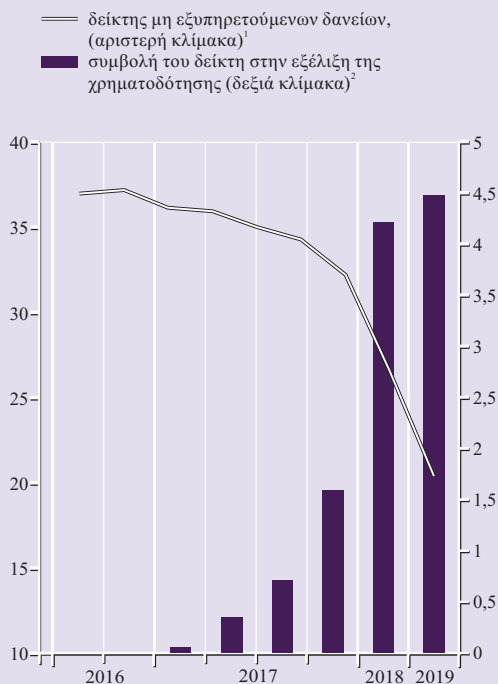
Οι εκτιμήσεις αυτές επιτρέπουν ποσοτική προσέγγιση της θετικής επίδρασης στην παροχή τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα από την αναμενόμενη αποκλιμάκωση του δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων. Σύμφωνα με τους επιχειρησιακούς στόχους των τραπεζών,<sup>8</sup> επιδιώκεται μείωση του δείκτη από 36,2% το Δεκέμβριο του 2016 σε 20,4% το Δεκέμβριο του 2019, η οποία αντιστοιχεί σε περιορισμό του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων κατά 35,7 δισεκ. ευρώ.

Με βάση άσκηση προβολής,<sup>9</sup> διαπιστώνεται ότι η στοχευόμενη συνολική μείωση του δείκτη θα μπορούσε να συμβάλει σε σημαντική ενίσχυση του σωρευτικού ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα το διάστημα δ' τρίμηνο 2016-δ' τρίμηνο 2019, μέχρι και κατά 11 ποσοστιαίες μονάδες (βλ. Διάγραμμα Β). Τούτο σημαίνει ότι την ακόλουθη τριετία το υπόλοιπο της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά θα μπορεί να αυξηθεί σωρευτικά κατά ένα υψηλό ποσοστό άνω του 11%, το οποίο προέρχεται μόνο από τη μείωση του ποσοστού επισφαλών δανείων, στο βαθμό που και το άθροισμα των υπόλοιπων επιδράσεων θα αποβεί επίσης θετικό. Την ίδια σχεδόν συμβολή εκτιμάται ότι θα μπορούσε να έχει μια αντίστοιχη μείωση του δείκτη των μη εξυπηρετούμενων δανείων για τις επιχειρήσεις στον ετήσιο ρυθμό αύξησης των δανείων προς τις (μη χρηματοπιστωτικές) επιχειρήσεις.

Πρέπει να επισημανθεί ότι οι εκτιμήσεις διενεργήθηκαν με βάση το ιστορικό δείγμα, που περιέχει τη σημαντική άνοδο του λόγου των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ωστόσο, η αναγωγή στο μέλλον δεν μπορεί να συνυπολογίσει ότι οι συνθήκες αποκλιμάκωσης του λόγου θα είναι διαφορετικές από εκείνες της αρχικής ανόδου του. Έχει σημασία, για παράδειγμα, κατά πόσον η μεταβολή του λόγου θα προέρχεται από μείωση του υπολοίπου των επισφαλών δανείων (δηλ. του αριθμητή του λόγου) ή/και από την αύξηση του υπολοίπου της χρηματοδότησης (στον παρονομαστή του λόγου) καθώς οι μακροοικονομικές συνθήκες θα βελτιώνονται.<sup>10</sup> Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αφενός προσauxάνει το σύνολο των δανείων και αφετέρου μειώ-

**Διάγραμμα Β Συμβολή της μεταβολής του δείκτη των μη εξυπηρετούμενων δανείων στην πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιούνιος 2016-Δεκέμβριος 2019)**

(ποσοστά %, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, οικονομετρικές εκτιμήσεις.

1 Λόγος μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων του ιδιωτικού τομέα σύμφωνα με τους επιχειρησιακούς στόχους των τραπεζών.

2 Εκτιμώμενη συμβολή της ετήσιας μείωσης του λόγου μη εξυπηρετούμενων δανείων σύμφωνα με τους επιχειρησιακούς στόχους των τραπεζών στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα.

8 Βλ. <http://www.bankofgreece.gr/pages/el/publications/Report NPE.aspx>.

9 Για τον υπολογισμό της συμβολής από μια μελλοντική μείωση του δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων, όπως και στις ασκήσεις εντός του ιστορικού δείγματος των παρατηρήσεων, τα αποτελέσματα της άσκησης συγκρίνονται με εκείνα του σεναρίου κατά το οποίο ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει αμετάβλητος μέχρι το 2019.

10 Οι Balgova et al. (2016), "The economic impact of reducing non-performing loans", EBRD, Working Paper No. 193, εξετάζουν σε δείγμα πολλών χωρών (συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδος) ιστορικά επεισόδια μείωσης των δεικτών επισφαλών δανείων και εντοπίζουν διαφορές στις οικονομικές ωφέλειες, οι οποίες είναι ακόμη μεγαλύτερες στο βαθμό που η μείωση του δείκτη προήλθε ως επί το πλείστον από τη βελτίωση των μακροοικονομικών συνθηκών, με ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης, σε σύγκριση με την απλή μείωση του υπολοίπου των δανείων τα οποία είναι επισφαλή (στον αριθμητή του σχετικού λόγου).



νει το υπόλοιπο των επισφαλειών. Επίσης έχει σημασία η κατανομή που θα παρατηρηθεί τελικά μεταξύ των διαφορετικών τρόπων μείωσης του υπολοίπου των επισφαλών δανείων (δηλ. αποπληρωμές δανείων, διαγραφές επισφαλειών, μεταβιβάσεις επισφαλών δανείων, ρευστοποιήσεις εξασφαλίσεων), καθώς δεν έχουν όλοι την ίδια επίδραση στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων που θα συγκεντρωθούν από τις τράπεζες. Τέλος, δεν είναι εύκολο να υπολογιστεί από τώρα η τελική αξία των μελλοντικών πόρων από τη ρευστοποίηση των εξασφαλίσεων και την πώληση των επισφαλών δανείων (συνθήκες στην αγορά ακινήτων και στην υπό διαμόρφωση δευτερογενή αγορά πώλησης προβληματικών δανείων).

### Ειδικό θέμα VI.3

#### ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΜΕΓΕΘΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

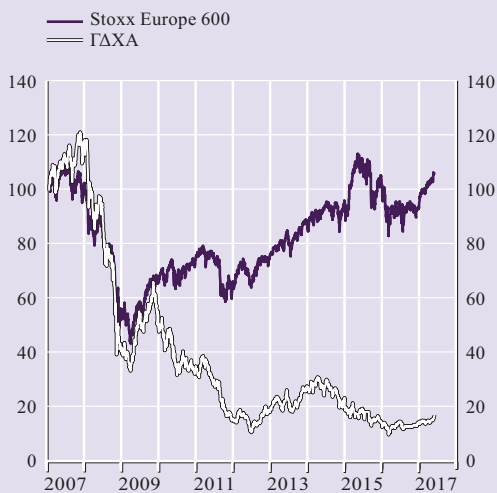
Οι αποτιμήσεις των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) εμφάνισαν απόκλιση από εκείνες των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων από το δ' τρίμηνο του 2009 και μετά. Οι τιμές του πανευρωπαϊκού δείκτη Stoxx Europe 600 κινήθηκαν ανοδικά, σε αντίθεση με εκείνες του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ), οι οποίες συνέχισαν να κινούνται πτωτικά και παραμένουν σε σχετικά χαμηλό επίπεδο (βλ. Διάγραμμα Α).

Το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσον οι αποτιμήσεις των εισηγμένων ελληνικών και των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων αντανακλούν σχετικές εξελίξεις στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Εξετάζοντας τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων ανά μετοχή (ΚΠΦΤΑ) αλλά και το λόγο της χρηματιστηριακής αξίας προς τα ΚΠΦΤΑ, διαπιστώνεται ότι οι αποτιμήσεις δεν συνάδουν απόλυτα με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, ο κίνδυνος χώρας οδηγεί τους επενδυτές να επιζητούν σημαντικά υψηλότερο επίπεδο ανταμοιβής κινδύνου από εκείνο που αντιστοιχεί στα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών επιχειρήσεων ή/και να διαμορφώνουν συγκρατημένες, αν όχι απαισιόδοξες, προσδοκίες για τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών. Σε κάθε περίπτωση, τόσο τα σημαντικά ασφάλιστρα κινδύνου χώρας όσο και οι προσδοκίες των επενδυτών για την κερδοφορία των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων σχετίζονται, με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία, με τους αναμενόμενους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

Εξετάζοντας τους γενικούς δείκτες τιμών αλλά και επιμέρους βασικούς κλαδικούς δείκτες της ελληνικής και ευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς, παρατηρείται ότι η σημαντική απόκλιση των μεταβολών κερδοφορίας ελληνικών και ευρωπαϊκών επιχειρήσεων μεταξύ 2007 και 2016 μειώθηκε σημαντικά, τάση που φαίνεται να επιβεβαιώνεται και με βάση τις εκτιμήσεις αναλυτών

Διάγραμμα Α Τιμές ΓΔΧΑ και Stoxx Europe 600

(ημερήσια στοιχεία, 1.1.2017=100)



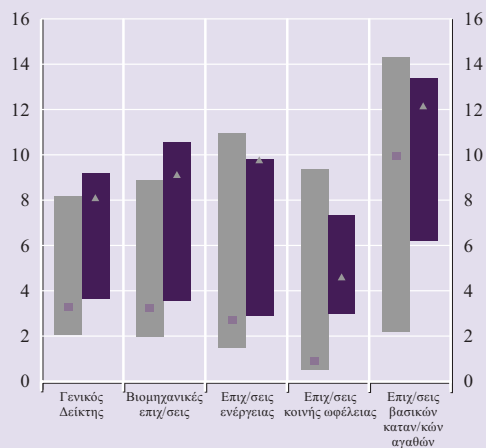
Πηγή: Thomson Datastream.

για την κερδοφορία του 2017 (βλ. Διάγραμμα Β). Μάλιστα, κατά περίπτωση (π.χ. βιομηχανικός κλάδος του Χρηματιστηρίου Αθηνών), τα εκτιμώμενα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών επιχειρήσεων για το 2017 εμφανίζουν καλύτερη εικόνα από εκείνη αντίστοιχων ευρωπαϊκών, ενώ παρόμοιο είναι και το συμπέρασμα για τον ελληνικό κλάδο βασικών καταναλωτικών αγαθών με βάση τα στοιχεία της περιόδου 2014-2016. Οι προοπτικές του εν λόγω κλάδου παραμένουν θετικές με βάση τις εκτιμήσεις για την κερδοφορία του το 2017, αν και η εκτιμώμενη μεταβολή υπολείπεται ελαφρώς του αντίστοιχου ευρωπαϊκού.

Συνδυάζοντας τις ανωτέρω πληροφορίες, δηλαδή τη χρηματιστηριακή αποτίμηση και τις εξελίξεις κερδοφορίας, συνάγεται ότι τα επίπεδα αποτιμήσεων για την ελληνική και την ευρωπαϊκή χρηματιστηριακή αγορά, με βάση το λόγο χρηματιστηριακής αξίας προς τα ΚΠΦΤΑ (P/EBITDA), αντανακλούν τις ξε-

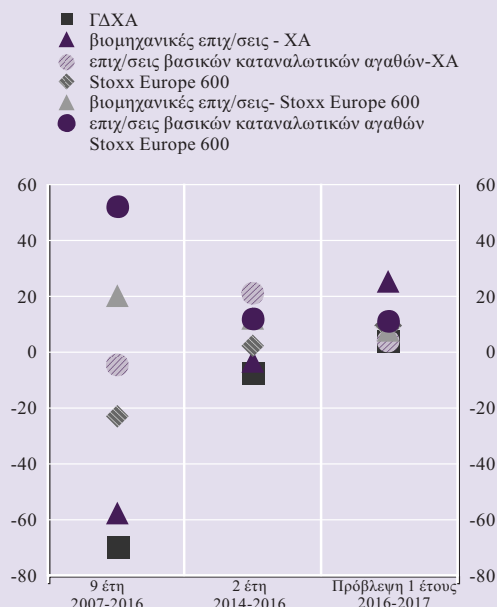
**Διάγραμμα Γ Λόγος χρηματιστηριακής αξίας προς ΚΠΦΤΑ (P/EBITDA) το 2016 και εύρος αυτού για την περίοδο 2008-2016 για τους δείκτες τιμών μετοχών Stoxx Europe 600 και ΓΔΧΑ**

■ εύρος τιμών του λόγου για το δείκτη Stoxx Europe 600  
 ■ εύρος τιμών του λόγου για τον ΓΔΧΑ  
 ■ τιμή του λόγου για τον ΓΔΧΑ στο τέλος του 2016  
 ▲ τιμή του λόγου για το δείκτη Stoxx Europe 600 στο τέλος του 2016



Πηγή: Bloomberg.

**Διάγραμμα Β Ποσοστιαία μεταβολή ΚΠΦΤΑ του δείκτη Stoxx Europe 600 και του ΓΔΧΑ**



Πηγή: Bloomberg και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος. Σημείωση: Το διάγραμμα παρουσιάζει την ποσοστιαία μεταβολή των ΚΠΦΤΑ σε 12μηνη κυλιόμενη (trailing) βάση για τον ΓΔΧΑ και το δείκτη Stoxx Europe 600 για τις περιόδους 2007-2016, 2014-2016 καθώς και την εκτίμηση για την περίοδο 2016-2017 σύμφωνα με τη Bloomberg.

λιξείς στον αριθμητή και λιγότερο στον παρονομαστή του λόγου, ιδίως για τις ελληνικές επιχειρήσεις των οποίων οι προοπτικές κερδοφορίας δεν αποτιμώνται κατά μέσο όρο στη χρηματιστηριακή τους αξία. Μάλιστα, σχεδόν σε όλους τους υπό εξέταση δείκτες η αποτίμηση με βάση το λόγο P/EBITDA στο τέλος του 2016 βρίσκεται κοντά στο κατώτατο όριο του εύρους τιμών της περιόδου 2008-2016 για τους ελληνικούς δείκτες, σε αντίθεση με τους ευρωπαϊκούς που προσεγγίζει το ανώτατο όριο του εύρους τιμών (βλ. Διάγραμμα Γ).

Η αιτία για τη χαμηλή αναλογία της αποτίμησης των εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο επιχειρήσεων σε σχέση με τα κέρδη τους, αν ληφθεί ως μέτρο σύγκρισης η αντίστοιχη αναλογία για τις εισηγμένες σε άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια επιχειρήσεις, μπορεί να σχετίζεται (α) με τα υψηλότερα επιτόκια και ασφάλιστρα κινδύνου ή/και (β) με τις χαμηλότερες προσδοκίες των επενδυτών

σχετικά με την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, σε σύγκριση με τις ευρωπαϊκές, και κατ' επέκταση με το ενδεχόμενο η βελτίωση της κερδοφορίας των εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων να μην είναι διατηρήσιμη. Στην πρώτη περίπτωση, η μείωση του κινδύνου χώρας θα συμβάλει στη βελτίωση της αναλογίας των τιμών των μετοχών προς τα λειτουργικά τους κέρδη. Στη δεύτερη περίπτωση όμως, οι επενδυτές αποδίδουν ισχυρές πιθανότητες στο ενδεχόμενο η βελτίωση της κερδοφορίας των εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων να μην είναι διατηρήσιμη, στο βαθμό κατά τον οποίο προεξοφλείται χαμηλή ανάπτυξη ή και στασιμότητα της ελληνικής οικονομίας.

Σε κάθε περίπτωση, η βελτίωση, κατά μέσο όρο, στις αποτιμήσεις των ελληνικών επιχειρήσεων απαιτεί τη μόνιμη μείωση του συστηματικού κινδύνου χώρας, τη βελτίωση των αναμενόμενων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων οι οποίες θα βελτιώσουν τις προοπτικές διατηρήσιμης κερδοφορίας με ταυτόχρονη αύξηση του επιπέδου παραγωγής. Συνεπώς, η πιστή τήρηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας, η συνακόλουθη αναβάθμιση της χώρας από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, καθώς επίσης και η επίλυση των διαρθρωτικών προβλημάτων της εγχώριας οικονομίας, αναμένεται να βελτιώσουν την επενδυτική εμπιστοσύνη και να μειώσουν τα ασφάλιστρα κινδύνου στο βαθμό που σχετίζονται με τον κίνδυνο χώρας. Εξίσου σημαντική είναι η παγίωση της βελτίωσης στην κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων παράλληλα με την ανάκαμψη της οικονομίας. Επισημαίνεται ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις διεθνώς αποτελούν σημείο αναφοράς για τους διεθνείς επενδυτές και, ως εκ τούτου, επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις της παγκόσμιας επενδυτικής κοινότητας για πραγματοποίηση επενδύσεων.

#### Ειδικό θέμα VI.4

##### **Η ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ, ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΑΠΑΙΤΗΣΗ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΙΔΙΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ (ORSA) ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ**

Οι ασφαλιστικές και αντισταθμιστικές επιχειρήσεις που λειτουργούν στην ΕΕ πρέπει, σε κάθε χρονική στιγμή, να είναι σε θέση να καλύπτουν τις υποχρεώσεις τους, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων αποτελείται από τις υποχρεώσεις προς ασφαλισμένους. Το βασικό χαρακτηριστικό των υποχρεώσεων προς ασφαλισμένους είναι ότι δεν αποτελούν ένα εκ των προτέρων γνωστό μέγεθος, καθώς το ύψος τους εξαρτάται από την επέλευση των ασφαλισμένων κινδύνων.

Για να μπορεί να θεωρηθεί ότι μια ασφαλιστική επιχείρηση είναι σε θέση να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της (και δη προς τους ασφαλισμένους της), η Φερεγγυότητα II θέτει δύο βασικές απαιτήσεις φερεγγυότητας. Η πρώτη αφορά την υποχρέωση της ασφαλιστικής επιχείρησης να διαθέτει περιουσιακά στοιχεία που να καλύπτουν, κατά μέσο όρο, τις υποχρεώσεις της προς τους ασφαλισμένους. Ο μέσος όρος των υποχρεώσεων αυτών, προσαυξημένος με ένα περιθώριο κινδύνου, καλείται Τεχνική Πρόβλεψη. Εάν το ύψος των υποχρεώσεων ακολουθεί συμμετρική πιθανοθεωρητική κατανομή, τότε υπάρχει 50% πιθανότητα η τεχνική πρόβλεψη να επαρκεί ή, αντίστροφα, υπάρχει 50% πιθανότητα η τεχνική πρόβλεψη να μην επαρκεί. Επειδή η πιθανότητα η τεχνική πρόβλεψη να μην επαρκεί είναι υπέρ το δέον μεγάλη, η Φερεγγυότητα II απαιτεί επιπροσθέτως από την ασφαλιστική επιχείρηση να διαθέτει κεφάλαια (καλούμενα Ίδια Κεφάλαια) τα οποία να καλύπτουν όχι μόνο τις τεχνικές προβλέψεις αλλά και όλες τις πιθανές υποχρεώσεις, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που οι υποχρεώσεις αυτές υπερβαίνουν τη μέση τους τιμή, εντός

των επόμενων 12 μηνών, με πιθανότητα 99,5%.<sup>1</sup> Το ελάχιστο ποσό των ιδίων κεφαλαίων που διασφαλίζει αυτήν την απαίτηση καλείται Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας.

Καθώς όμως η Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας παρέχει κάλυψη για σχετικά μικρή χρονική περίοδο (12 μήνες) και λαμβάνει υπόψη της περιορισμένο εύρος εφαρμοζόμενων τεχνικών μείωσης των κινδύνων από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, η Φερεγγυότητα ΙΙ έχει εισαγάγει τη διαδικασία που καλείται Ιδία Αξιολόγηση Κινδύνου και Φερεγγυότητας (Own Risk and Solvency Assessment – ORSA), μέσω της οποίας εξετάζονται οι επιπτώσεις ενδεχόμενων ακραίων σεναρίων και δυσμενών γεγονότων στη χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων σε χρονικό ορίζοντα 3 ως 5 ετών. Η ORSA διενεργείται τουλάχιστον μία φορά το έτος και λαμβάνει υπόψη το σύνολο των δράσεων που η διοίκηση της κάθε ασφαλιστικής επιχείρησης έχει σχεδιάσει να εκτελέσει στην περίπτωση κάθε εξεταζόμενου σεναρίου και δυσμενούς γεγονότος, ώστε να διατηρεί την πιθανότητα χρεοκοπίας της επιχείρησης μικρότερη από 0,5%.

<sup>1</sup> Ήτοι η πιθανότητα να μην εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους εντός των επόμενων 12 μηνών να μην υπερβαίνει το 0,5%.

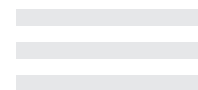




# ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



# ΠΙΝΑΚΕΣ



<b>1</b>	<b>Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες</b>	<b>175</b>
<b>2</b>	<b>Ισοζύγιο πληρωμών</b>	<b>176</b>
<b>3</b>	<b>Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία</b>	<b>177</b>
<b>4</b>	<b>Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου</b>	<b>178</b>
<b>5</b>	<b>Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI</b>	<b>179</b>
<b>6</b>	<b>Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>180</b>
<b>7</b>	<b>Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>181</b>



**Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες**

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νοπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
<b>2013</b>	108,8	-0,9	112,6	0,1	104,1	-2,2	103,2	-1,7	102,9	-1,9	
<b>2014</b>	107,4	-1,3	111,1	-1,3	102,7	-1,4	102,4	-0,7	102,0	-0,9	
<b>2015</b>	105,5	-1,7	108,4	-2,5	101,9	-0,7	101,9	-0,5	101,1	-0,9	
<b>2016</b>	104,6	-0,8	106,6	-1,6	102,3	0,4	101,8	-0,1	100,8	-0,3	
<b>2015</b>	I	104,7	-2,4	107,1	-3,4	101,7	-0,9	101,0	-0,7	100,2	-0,9
	II	106,3	-2,1	109,8	-2,8	101,7	-1,3	102,2	-0,9	101,7	-1,3
	III	105,3	-1,8	107,9	-2,6	102,2	-0,7	101,6	-0,5	100,5	-1,2
	IV	105,8	-0,6	108,7	-1,0	102,2	-0,1	102,8	0,3	101,9	-0,3
<b>2016</b>	I	103,7	-0,9	105,3	-1,7	102,0	0,2	101,2	0,2	99,9	-0,3
	II	105,2	-0,9	107,6	-2,0	102,4	0,7	102,6	0,3	101,7	0,0
	III	104,3	-1,0	105,8	-2,0	102,6	0,4	101,3	-0,3	100,2	-0,3
	IV	105,3	-0,4	107,8	-0,9	102,4	0,2	102,1	-0,7	101,2	-0,6
<b>2017</b>	I	105,2	1,4	107,3	1,9	102,7	0,7	100,8	-0,4	99,6	-0,3
<b>2015</b>	Ιαν.	104,3	-2,8	106,5	-4,1	101,7	-0,9	101,1	-0,8	100,4	-0,9
	Φεβρ.	103,7	-2,2	105,3	-3,0	101,8	-0,8	99,9	-0,5	98,8	-0,7
	Μάρτ.	106,1	-2,1	109,5	-3,1	101,7	-0,9	102,1	-0,8	101,6	-1,1
	Απρ.	106,6	-2,1	110,6	-2,8	101,5	-1,3	102,5	-0,8	102,0	-1,2
	Μάιος	105,7	-2,1	108,9	-2,9	101,7	-1,2	101,7	-0,9	101,1	-1,2
	Ιούν.	106,4	-2,2	110,0	-2,9	101,8	-1,2	102,4	-1,0	101,9	-1,4
	Ιούλ.	105,0	-2,2	107,7	-2,8	101,7	-1,4	101,2	-0,9	100,3	-1,4
	Αύγ.	104,5	-1,5	106,4	-2,1	102,5	-0,4	100,7	-0,3	99,1	-1,0
	Σεπτ.	106,4	-1,7	109,6	-2,8	102,4	-0,3	102,9	-0,4	102,0	-1,1
	Οκτ.	106,3	-0,9	109,5	-1,5	102,3	-0,2	103,2	0,1	102,3	-0,4
	Νοέμ.	105,5	-0,7	108,2	-1,2	102,2	0,0	102,4	0,2	101,3	-0,4
	Δεκ.	105,6	-0,2	108,5	-0,3	102,0	0,1	102,9	0,4	102,0	-0,1
<b>2016</b>	Ιαν.	103,6	-0,7	105,1	-1,4	101,9	0,2	101,0	-0,1	99,5	-0,9
	Φεβρ.	103,1	-0,5	104,3	-1,0	101,9	0,2	100,7	0,8	99,2	0,5
	Μάρτ.	104,5	-1,5	106,6	-2,7	102,0	0,3	102,1	0,0	101,1	-0,5
	Απρ.	105,3	-1,3	107,9	-2,5	102,1	0,6	102,7	0,2	102,0	0,0
	Μάιος	104,8	-0,9	106,9	-1,8	102,3	0,5	102,0	0,3	101,1	0,0
	Ιούν.	105,6	-0,7	108,1	-1,7	102,7	0,8	102,9	0,5	102,1	0,2
	Ιούλ.	103,9	-1,0	105,1	-2,4	102,6	0,9	100,9	-0,3	99,6	-0,8
	Αύγ.	103,6	-0,9	104,5	-1,8	102,7	0,3	100,5	-0,2	99,1	0,0
	Σεπτ.	105,4	-1,0	107,7	-1,7	102,6	0,2	102,6	-0,3	101,8	-0,2
	Οκτ.	105,8	-0,5	108,4	-1,0	102,6	0,3	102,7	-0,5	101,8	-0,5
	Νοέμ.	104,6	-0,9	106,5	-1,5	102,3	0,1	101,4	-1,0	100,4	-0,9
	Δεκ.	105,6	0,0	108,4	-0,1	102,2	0,2	102,2	-0,6	101,5	-0,5
<b>2017</b>	Ιαν.	104,8	1,2	107,1	1,9	102,0	0,1	100,4	-0,6	99,0	-0,5
	Φεβρ.	104,5	1,3	106,2	1,8	102,5	0,6	100,0	-0,7	98,6	-0,7
	Μάρτ.	106,3	1,7	108,6	1,9	103,6	1,5	102,2	0,1	101,3	0,2
	Απρ.	107,0	1,6	110,0	2,0	103,3	1,1	102,9	0,2	102,1	0,2
	Μάιος	106,1	1,2	107,8	0,8	104,1	1,8	102,2	0,2	101,5	0,4

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.



**Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών**

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος		
	2014	2015	2016	2015	2016	2017
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)</b>	<b>-2.912,6</b>	<b>205,8</b>	<b>-1.103,9</b>	<b>-4.156,9</b>	<b>-3.244,1</b>	<b>-2.993,5</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)</b>	<b>-3.979,0</b>	<b>-298,8</b>	<b>-1.261,6</b>	<b>-4.496,5</b>	<b>-4.256,4</b>	<b>-4.557,0</b>
Εισπράξεις	57.839,3	52.706,4	49.514,6	14.852,1	11.823,8	14.096,5
Πληρωμές	61.818,3	53.005,2	50.776,2	19.348,6	16.080,3	18.653,5
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1-I.A.2)</b>	<b>-22.252,2</b>	<b>-17.231,2</b>	<b>-16.581,9</b>	<b>-6.639,1</b>	<b>-5.493,7</b>	<b>-6.235,6</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>26.788,0</b>	<b>24.787,2</b>	<b>24.486,7</b>	<b>8.235,0</b>	<b>7.553,0</b>	<b>8.980,7</b>
Καύσιμα	9.049,8	6.713,7	6.156,2	2.220,8	1.643,8	2.709,6
Πλοία (πωλήσεις)	626,0	175,5	156,1	123,0	26,7	60,8
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	17.112,1	17.898,0	18.174,5	5.891,1	5.882,5	6.210,4
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>49.040,2</b>	<b>42.018,4</b>	<b>41.068,6</b>	<b>14.874,1</b>	<b>13.046,7</b>	<b>15.216,3</b>
Καύσιμα	15.325,2	10.921,8	8.988,7	3.958,1	2.371,0	4.032,3
Πλοία (αγορές)	2.771,9	606,7	297,3	326,2	160,4	148,8
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	30.943,0	30.489,9	31.782,6	10.589,8	10.515,3	11.035,2
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)</b>	<b>18.273,2</b>	<b>16.932,4</b>	<b>15.320,2</b>	<b>2.142,6</b>	<b>1.237,2</b>	<b>1.678,5</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>31.051,3</b>	<b>27.919,2</b>	<b>25.027,9</b>	<b>6.617,2</b>	<b>4.270,8</b>	<b>5.115,7</b>
Ταξιδιωτικό	13.393,1	14.125,8	13.220,0	992,7	973,6	996,9
Μεταφορές	13.130,8	9.968,3	7.814,2	4.201,0	2.273,1	2.702,9
Λοιπές υπηρεσίες	4.527,4	3.825,0	3.993,6	1.423,5	1.024,1	1.416,0
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>12.778,1</b>	<b>10.986,8</b>	<b>9.707,7</b>	<b>4.474,5</b>	<b>3.033,6</b>	<b>3.437,2</b>
Ταξιδιωτικό	2.076,4	2.037,4	2.009,8	602,6	634,0	609,7
Μεταφορές	6.258,6	5.430,0	4.453,4	2.294,0	1.404,7	1.577,4
Λοιπές υπηρεσίες	4.443,1	3.519,4	3.244,5	1.577,9	994,9	1.250,1
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)</b>	<b>1.401,2</b>	<b>1.026,2</b>	<b>750,1</b>	<b>541,6</b>	<b>980,0</b>	<b>1.347,6</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>8.458,3</b>	<b>7.519,2</b>	<b>6.648,0</b>	<b>3.341,1</b>	<b>2.866,4</b>	<b>3.113,9</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	209,9	153,8	134,0	64,9	39,5	42,5
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.832,4	4.200,8	3.462,2	1.476,2	1.168,2	1.331,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.416,1	3.164,6	3.051,8	1.800,0	1.658,7	1.739,9
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>7.057,1</b>	<b>6.493,0</b>	<b>5.897,9</b>	<b>2.799,5</b>	<b>1.886,3</b>	<b>1.766,2</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	491,7	379,4	233,2	205,7	72,9	91,4
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.202,9	5.814,5	5.244,6	2.451,9	1.710,9	1.583,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	362,6	299,1	420,1	141,9	102,6	91,4
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)</b>	<b>-334,7</b>	<b>-521,5</b>	<b>-592,4</b>	<b>-202,0</b>	<b>32,3</b>	<b>215,9</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>2.550,7</b>	<b>1.909,7</b>	<b>1.803,7</b>	<b>933,6</b>	<b>782,8</b>	<b>947,8</b>
Γενική κυβέρνηση	1.441,7	1.054,9	1.017,3	600,0	552,9	580,0
Λοιποί τομείς	1.109,0	854,9	786,4	333,6	229,9	367,8
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>2.885,5</b>	<b>2.431,2</b>	<b>2.396,0</b>	<b>1.135,6</b>	<b>750,5</b>	<b>731,9</b>
Γενική κυβέρνηση	2.054,7	1.695,0	1.825,9	804,2	581,2	517,9
Λοιποί τομείς	830,8	736,2	570,2	331,4	169,3	214,0
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)</b>	<b>2.510,6</b>	<b>1.988,6</b>	<b>1.035,7</b>	<b>461,5</b>	<b>675,5</b>	<b>233,0</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>2.866,2</b>	<b>2.369,5</b>	<b>1.278,4</b>	<b>588,3</b>	<b>765,7</b>	<b>286,1</b>
Γενική κυβέρνηση	2.789,8	2.319,3	1.198,2	569,0	751,8	268,2
Λοιποί τομείς	76,4	50,2	80,2	19,4	13,9	17,9
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>355,6</b>	<b>380,9</b>	<b>242,7</b>	<b>126,8</b>	<b>90,2</b>	<b>53,1</b>
Γενική κυβέρνηση	8,8	4,1	28,5	2,7	0,6	1,1
Λοιποί τομείς	346,7	376,8	214,2	124,1	89,6	52,0
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)</b>	<b>-402,0</b>	<b>2.194,4</b>	<b>-68,2</b>	<b>-3.695,3</b>	<b>-2.568,6</b>	<b>-2.760,5</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>1.461,7</b>	<b>3.430,3</b>	<b>76,5</b>	<b>-3.012,7</b>	<b>-1.803,2</b>	<b>-3.319,9</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>250,1</b>	<b>889,8</b>	<b>-3.403,1</b>	<b>363,3</b>	<b>372,2</b>	<b>-434,1</b>
Απατήσεις	2.275,9	1.921,7	-622,2	617,4	770,9	907,9
Υποχρεώσεις	2.025,8	1.032,0	2.780,9	254,2	398,8	1.341,9
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>6.978,0</b>	<b>8.348,3</b>	<b>9.837,6</b>	<b>-3.177,5</b>	<b>2.924,4</b>	<b>1.573,5</b>
Απατήσεις	8.910,1	6.996,0	7.299,0	-6.008,3	3.011,6	297,2
Υποχρεώσεις	1.932,1	-1.352,4	-2.538,6	-2.830,9	87,1	-1.276,3
<b>III.Γ ΔΟΠΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-6.222,5</b>	<b>-6.162,2</b>	<b>-6.939,5</b>	<b>-554,5</b>	<b>-5.904,3</b>	<b>-4.180,3</b>
Απατήσεις	-6.888,7	16.699,8	-15.458,9	16.295,6	-2.412,9	-3.588,4
Υποχρεώσεις	-666,2	22.861,9	-8.519,3	16.850,2	3.491,3	591,9
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	4.002,2	11.921,6	6.492,9	-3.661,3	-2.195,0	-2.462,6
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>456,0</b>	<b>354,4</b>	<b>581,5</b>	<b>356,0</b>	<b>804,5</b>	<b>-279,0</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I+II-III+IV = 0)</b>	<b>1.863,7</b>	<b>1.235,9</b>	<b>144,7</b>	<b>682,6</b>	<b>765,4</b>	<b>-559,4</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>5.117</b>	<b>5.535</b>	<b>6.539</b>	<b>5.877</b>	<b>6.783</b>	<b>6.447</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χροσού, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

**Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1,2</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία			
		Καταθέσεις σε ευρώ <sup>3</sup>	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως <sup>3</sup>	Ταμειτηρίων	Προθεσμίας	
<b>2012</b>	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357	
<b>2013</b>	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986	
<b>2014</b>	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207	
<b>2015</b>	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244	
<b>2016</b>	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779	
<b>2013</b>	Ιαν.	160.897	150.351	10.547	16.014	43.590	101.293
	Φεβρ.	163.948	153.040	10.908	15.813	43.509	104.625
	Μάρτ.	163.954	153.248	10.707	16.155	43.417	104.382
	Απρ.	162.177	152.434	9.743	16.789	43.492	101.896
	Μάιος	163.300	153.474	9.826	16.979	43.298	103.023
	Ιούν.	162.563	152.850	9.713	17.455	43.533	101.575
	Ιούλ.	162.275	152.721	9.554	17.467	44.028	100.780
	Αύγ.	162.050	152.440	9.610	17.523	44.428	100.099
	Σεπτ.	161.201	151.929	9.272	18.007	44.131	99.063
	Οκτ.	160.230	151.123	9.108	17.531	43.833	98.866
	Νοέμ.	160.870	151.812	9.058	18.072	43.797	99.001
	Δεκ.	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
<b>2014</b>	Ιαν.	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
	Φεβρ.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
	Μάρτ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
	Απρ.	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
	Μάιος	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
	Ιούν.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
	Ιούλ.	162.980	153.379	9.601	19.732	42.971	100.277
	Αύγ.	164.001	154.533	9.469	19.882	43.411	100.708
	Σεπτ.	164.510	154.429	10.082	20.581	43.106	100.823
	Οκτ.	164.251	154.137	10.114	20.258	43.192	100.802
	Νοέμ.	164.070	154.369	9.700	20.143	43.643	100.284
	Δεκ.	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
<b>2015</b>	Ιαν.	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
	Φεβρ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
	Μάρτ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
	Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
	Μάιος	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
	Ιούν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
	Ιούλ.	120.688	114.287	6.401	18.960	46.762	54.965
	Αύγ.	120.993	114.764	6.229	20.638	47.795	52.560
	Σεπτ.	121.524	115.321	6.203	21.342	48.982	51.200
	Οκτ.	120.935	114.732	6.202	21.090	49.546	50.299
	Νοέμ.	120.757	114.262	6.495	21.916	50.233	48.608
	Δεκ.	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
<b>2016</b>	Ιαν.	122.083	115.960	6.124	21.853	51.161	49.069
	Φεβρ.	121.542	115.383	6.159	22.017	50.935	48.591
	Μάρτ.	121.324	115.348	5.976	22.400	50.859	48.064
	Απρ.	121.281	115.260	6.021	21.518	51.474	48.289
	Μάιος	121.555	115.362	6.194	23.073	50.872	47.611
	Ιούν.	122.595	116.215	6.380	24.094	50.648	47.853
	Ιούλ.	122.416	116.199	6.217	23.192	50.248	48.977
	Αύγ.	123.733	117.410	6.324	24.253	50.074	49.406
	Σεπτ.	123.325	117.217	6.107	24.248	49.587	49.491
	Οκτ.	124.485	118.389	6.095	24.370	50.026	50.089
	Νοέμ.	124.657	118.433	6.224	24.767	49.504	50.386
	Δεκ.	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
<b>2017</b>	Ιαν.	119.598	113.360	6.238	24.949	49.640	45.010
	Φεβρ.	118.926	112.737	6.189	24.375	49.492	45.059
	Μάρτ.	119.160	113.002	6.158	25.072	48.999	45.089
	Απρ.	118.847	112.817	6.030	24.518	49.449	44.880

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος), τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματιστηρίου.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

**Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
<b>2012</b>				22,50	20,23	19,04	17,84
<b>2013</b>				10,05	10,24	9,86	9,10
<b>2014</b>	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
<b>2015</b>	15,35	12,30		9,67	9,25	8,78	8,19
<b>2016</b>	9,47	10,06	8,19	8,36	8,35	8,20	7,77
<b>2013</b>	Ιαν.			11,10	10,66	10,28	9,51
	Φεβρ.			10,95	10,63	10,39	9,42
	Μάρτ.			11,38	11,35	10,89	9,88
	Απρ.			11,58	11,60	10,85	9,87
	Μάιος			9,07	9,48	9,03	8,42
	Ιούν.			10,07	10,19	9,59	9,06
	Ιούλ.			10,53	11,06	10,37	9,44
	Αύγ.			10,01	10,47	10,13	9,25
	Σεπτ.			10,15	10,53	10,11	9,21
	Οκτ.			8,74	9,16	9,03	8,43
	Νοέμ.			8,41	8,90	8,89	8,38
	Δεκ.			8,66	8,87	8,76	8,32
<b>2014</b>	Ιαν.			8,18	8,44	8,35	7,98
	Φεβρ.			7,70	7,88	7,77	7,41
	Μάρτ.			6,90	7,08	7,06	6,78
	Απρ.	4,92		6,20	6,43	6,49	6,30
	Μάιος	4,95		6,38	6,64	6,82	6,71
	Ιούν.	4,25		5,93	6,50	6,59	6,32
	Ιούλ.	3,42	4,17	6,10	6,78	6,77	6,50
	Αύγ.	3,63	4,45	6,09	6,90	6,95	6,66
	Σεπτ.	3,48	4,26	5,89	6,54	6,62	6,59
	Οκτ.	5,33	5,88	7,26	8,13	8,03	7,57
	Νοέμ.	7,04	7,16	8,10	8,84	8,70	8,09
	Δεκ.	9,25	8,55	8,42	8,92	8,58	8,08
<b>2015</b>	Ιαν.	12,68	10,92	9,48	9,48	8,76	8,14
	Φεβρ.	16,84	13,82	9,72	9,55	8,89	8,23
	Μάρτ.	18,11	14,62	10,52	9,85	9,01	8,35
	Απρ.	23,94	17,02	12,00	10,90	9,97	9,21
	Μάιος	21,52	15,49	10,95	9,89	9,03	8,33
	Ιούν.	25,02	17,15	11,43	10,35	9,49	8,79
	Ιούλ. <sup>1</sup>	-	-	-	-	-	-
	Αύγ.	15,29	13,21	10,26	9,65	9,29	8,70
	Σεπτ.	11,13	9,76	8,54	8,33	8,36	7,89
	Οκτ.	9,04	8,12	7,81	7,83	7,72	7,31
	Νοέμ.	7,20	7,19	7,41	7,57	7,69	7,36
	Δεκ.	8,09	8,05	8,21	8,36	8,33	7,82
<b>2016</b>	Ιαν.	11,52	10,18	9,08	9,08	8,95	8,42
	Φεβρ.	12,67	13,00	10,41	9,83	9,39	8,80
	Μάρτ.	9,52	10,23	9,12	8,85	8,56	8,10
	Απρ.	11,10	10,24	9,03	8,82	8,64	8,18
	Μάιος	8,64	7,92	7,64	7,71	7,65	7,26
	Ιούν.	8,80	8,81	7,92	7,89	7,79	7,41
	Ιούλ.	9,20		8,36	7,99	7,98	7,79
	Αύγ.	8,93		8,45	8,19	8,10	7,91
	Σεπτ.	9,19		8,77	8,34	8,38	8,17
	Οκτ.	8,91		8,83	8,33	8,51	8,35
	Νοέμ.	7,34		7,56	7,33	7,59	7,65
	Δεκ.	7,82		7,14	6,94	7,41	7,53
<b>2017</b>	Ιαν.	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60
	Φεβρ.	9,04		7,78	7,52	8,00	7,65
	Μάρτ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62
	Απρ.	7,30		6,91	6,70	7,12	6,78

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα καθώς η ΗΑΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI<sup>1,2</sup>**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο		Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά		
			Σύνολο	Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία	
2012	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660	
2013	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390	
2014	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463	
2015	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470	
2016	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403	
2013	Ιαν.	225.506	106.485	100.010	22.445	21.785	12.124	6.475	13.650	105.371	73.864	29.898	1.609
	Φεβρ.	224.990	106.393	99.736	22.088	21.653	12.373	6.658	13.619	104.977	73.662	29.684	1.630
	Μάρτ.	228.361	109.975	103.248	22.367	22.212	13.586	6.728	13.698	104.688	73.524	29.511	1.653
	Απρ.	226.310	108.457	101.811	22.196	22.053	13.225	6.647	13.630	104.222	73.273	29.323	1.626
	Μάιος	224.164	107.019	100.539	21.734	21.714	13.072	6.481	13.650	103.494	72.721	29.145	1.629
	Ιούν.	223.817	106.798	100.340	21.728	21.751	12.901	6.459	13.365	103.654	72.613	29.399	1.643
	Ιουλ.	222.457	105.899	99.495	21.630	21.482	12.691	6.405	13.440	103.117	72.252	29.233	1.632
	Αύγ.	221.790	105.519	99.195	21.409	21.307	12.746	6.324	13.392	102.879	72.042	29.192	1.645
	Σεπτ.	220.993	105.033	98.742	21.303	21.239	12.481	6.291	13.391	102.570	71.899	29.042	1.628
	Οκτ.	219.649	104.364	98.063	21.325	21.065	12.486	6.301	13.510	101.775	71.701	28.606	1.468
	Νοέμ.	218.950	103.718	97.102	21.446	20.572	12.050	6.616	13.883	101.349	71.493	28.441	1.415
	Δεχ.	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390
2014	Ιαν.	217.612	102.923	96.147	21.648	20.017	11.940	6.777	14.229	100.460	70.803	28.267	1.390
	Φεβρ.	216.638	102.251	95.731	21.545	19.985	11.876	6.520	13.693	100.695	71.121	28.155	1.418
	Μάρτ.	215.867	101.827	95.397	21.552	20.114	11.854	6.430	13.681	100.359	70.968	27.974	1.417
	Απρ.	215.139	101.291	94.867	21.260	20.024	11.846	6.425	13.676	100.172	70.819	27.936	1.416
	Μάιος	214.352	101.125	94.620	21.046	19.953	11.997	6.505	13.232	99.996	70.718	27.797	1.481
	Ιούν.	214.810	101.665	95.108	20.875	19.944	12.820	6.557	13.304	99.842	70.613	27.744	1.485
	Ιουλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429
	Νοέμ.	212.418	101.625	95.435	21.030	19.505	13.467	6.191	13.472	97.321	69.593	26.280	1.448
	Δεχ.	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463
2015	Ιαν.	214.139	102.877	96.779	21.280	19.524	14.322	6.098	13.664	97.598	69.982	26.136	1.481
	Φεβρ.	213.507	102.849	96.265	21.194	19.327	14.165	6.584	13.597	97.060	69.653	25.924	1.483
	Μάρτ.	213.333	102.926	96.129	21.148	19.250	14.493	6.797	13.600	96.807	69.517	25.803	1.488
	Απρ.	211.785	101.733	95.107	21.144	19.109	13.557	6.626	13.567	96.484	69.257	25.736	1.492
	Μάιος	208.462	98.592	91.889	21.093	19.182	10.269	6.703	13.579	96.291	69.133	25.662	1.497
	Ιούν.	208.536	98.579	91.842	21.223	19.268	9.919	6.737	13.606	96.351	69.005	25.821	1.525
	Ιουλ.	206.843	97.438	90.063	21.062	18.829	9.982	7.375	13.538	95.868	68.657	25.692	1.519
	Αύγ.	205.596	96.660	89.285	20.916	18.754	9.644	7.375	13.502	95.434	68.293	25.634	1.507
	Σεπτ.	205.174	96.591	89.150	20.907	18.756	9.568	7.441	13.491	95.092	68.032	25.553	1.507
	Οκτ.	204.920	96.517	89.198	20.922	18.729	9.663	7.319	13.481	94.923	67.892	25.522	1.508
	Νοέμ.	204.662	96.542	89.258	20.867	18.698	9.805	7.283	13.455	94.665	67.649	25.505	1.511
	Δεχ.	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470
2016	Ιαν.	203.540	96.081	89.051	20.901	18.813	9.247	7.031	13.373	94.086	67.162	25.457	1.468
	Φεβρ.	203.213	96.104	89.072	20.868	18.839	9.230	7.033	13.367	93.742	66.838	25.434	1.469
	Μάρτ.	202.553	95.873	88.887	20.796	18.926	8.920	6.986	13.353	93.328	66.605	25.353	1.369
	Απρ.	202.139	95.734	88.805	20.810	18.884	8.924	6.929	13.300	93.104	66.395	25.338	1.371
	Μάιος	201.869	95.800	88.866	20.987	18.789	9.013	6.934	13.282	92.787	66.133	25.305	1.350
	Ιούν.	202.005	96.033	88.887	20.882	18.855	9.002	7.146	13.291	92.681	66.058	25.270	1.353
	Ιουλ.	201.382	95.662	88.655	20.734	18.904	8.962	7.008	13.259	92.461	65.867	25.244	1.350
	Αύγ.	200.112	94.780	87.841	20.388	18.728	8.927	6.939	13.218	92.114	65.555	25.212	1.348
	Σεπτ.	199.555	94.477	87.340	20.197	18.716	8.834	7.137	13.175	91.903	65.383	25.179	1.341
	Οκτ.	199.167	94.430	87.504	20.415	18.641	8.958	6.926	13.137	91.600	65.247	24.953	1.400
	Νοέμ.	199.485	94.963	87.915	20.427	18.561	9.150	7.049	13.189	91.332	65.007	24.925	1.400
	Δεχ.	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403
2017	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.151	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.287	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.072	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	8.927	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια καθώς και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησης του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

**Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειυτηρίου <sup>2</sup>					
2012		0,47	0,42	4,78	0,44	4,19	2,84
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2015		0,16	0,12	1,47	0,25	1,55	0,89
2016		0,13	0,09	0,84	0,19	0,94	0,42
2013	Ιαν.	0,48	0,42	4,59	0,47	4,23	2,81
	Φεβρ.	0,48	0,42	4,49	0,49	4,22	2,78
	Μάρτ.	0,49	0,42	4,36	0,44	3,95	2,71
	Απρ.	0,49	0,42	4,22	0,44	3,72	2,60
	Μάιος	0,49	0,42	4,06	0,44	3,70	2,51
	Ιούν.	0,41	0,33	3,89	0,49	3,24	2,40
	Ιούλ.	0,47	0,39	3,48	0,46	3,28	2,26
	Αύγ.	0,47	0,39	3,29	0,47	2,91	2,10
	Σεπτ.	0,39	0,33	3,10	0,40	2,82	1,96
	Οκτ.	0,39	0,33	2,97	0,41	2,83	1,90
	Νοέμ.	0,39	0,33	2,83	0,41	2,59	1,81
	Δεκ.	0,37	0,31	2,82	0,45	2,65	1,81
2014	Ιαν.	0,33	0,28	2,80	0,37	2,74	1,77
	Φεβρ.	0,33	0,28	2,80	0,35	2,74	1,74
	Μάρτ.	0,33	0,28	2,81	0,38	2,85	1,76
	Απρ.	0,34	0,27	2,71	0,34	2,55	1,69
	Μάιος	0,33	0,26	2,53	0,36	2,48	1,59
	Ιούν.	0,33	0,26	2,39	0,30	2,40	1,51
	Ιούλ.	0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45
	Αύγ.	0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34
	Σεπτ.	0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32
	Οκτ.	0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23
	Νοέμ.	0,22	0,16	1,88	0,25	1,86	1,19
	Δεκ.	0,21	0,15	1,82	0,26	1,85	1,15
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,31	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12
	Μάιος	0,17	0,13	1,81	0,27	1,89	1,10
	Ιούν.	0,17	0,12	1,81	0,22	1,92	1,09
	Ιούλ.	0,15	0,11	1,31	0,25	1,31	0,78
	Αύγ.	0,15	0,11	1,19	0,25	1,29	0,71
	Σεπτ.	0,15	0,11	1,18	0,22	1,30	0,69
	Οκτ.	0,15	0,11	1,06	0,21	1,19	0,62
	Νοέμ.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,13	0,58
	Δεκ.	0,15	0,11	1,02	0,19	1,14	0,56
2016	Ιαν.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,10	0,55
	Φεβρ.	0,15	0,11	0,91	0,20	0,98	0,49
	Μάρτ.	0,15	0,11	0,88	0,21	0,96	0,48
	Απρ.	0,13	0,10	0,87	0,22	0,95	0,45
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,21	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιούλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,89	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37
	Νοέμ.	0,12	0,08	0,71	0,17	0,83	0,35
	Δεκ.	0,10	0,07	0,70	0,13	0,85	0,32
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμειυτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.



**Πίνακας 7 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
2012	14,68	8,26	8,52	3,42	3,35	10,23	7,85	7,69	6,87	5,42	5,60	
2013	14,43	7,62	7,53	2,92	2,82	9,61	7,36	7,39	6,51	5,77	5,60	
2014	14,47	7,29	7,75	2,91	2,94	8,59	6,55	6,93	5,80	5,55	5,36	
2015	14,57	6,79	8,17	2,56	2,62	7,68	5,92	6,22	5,38	4,82	4,91	
2016	14,53	7,65	8,50	2,65	2,74	7,38	5,57	5,86	5,32	4,61	4,87	
2013	Ιαν.	14,48	7,91	7,64	2,99	2,91	10,00	7,03	7,46	6,67	6,40	5,88
	Φεβρ.	14,48	8,10	7,69	3,04	2,96	9,99	7,82	7,52	6,66	5,84	5,79
	Μάρτ.	14,50	7,96	7,57	3,18	3,08	9,98	7,45	7,56	6,62	5,80	5,78
	Απρ.	14,48	7,86	7,40	3,08	2,92	9,96	7,61	7,49	6,78	5,96	5,75
	Μάιος	14,45	7,70	7,60	2,84	2,76	9,91	7,61	7,45	6,52	5,37	5,53
	Ιούν.	14,35	6,63	6,84	2,80	2,74	9,55	7,40	7,43	6,62	6,01	5,54
	Ιουλ.	14,36	7,50	7,28	2,85	2,72	9,46	8,05	7,42	6,47	5,72	5,55
	Αύγ.	14,40	8,41	8,33	2,89	2,74	9,48	7,34	7,36	6,49	5,49	5,54
	Σεπτ.	14,38	7,40	7,47	2,93	2,76	9,29	7,14	7,20	6,63	5,93	5,56
	Οκτ.	14,58	7,51	7,62	2,85	2,77	9,28	6,95	7,19	6,40	6,14	5,61
	Νοέμ.	14,39	7,32	7,60	2,75	2,68	9,13	7,15	7,29	6,20	5,80	5,50
	Δεκ.	14,35	7,16	7,35	2,81	2,78	9,25	6,79	7,29	6,06	4,73	5,12
2014	Ιαν.	14,44	7,98	8,17	2,70	2,70	9,10	7,76	7,24	6,32	6,00	5,66
	Φεβρ.	14,43	7,80	7,94	2,73	2,73	9,07	6,66	7,23	6,17	5,88	5,40
	Μάρτ.	14,38	7,81	7,89	2,95	2,86	9,05	6,99	7,23	6,04	5,57	5,46
	Απρ.	14,57	7,69	7,83	3,03	2,97	9,01	6,55	7,22	6,19	6,64	5,82
	Μάιος	14,52	7,80	8,06	2,94	2,91	8,94	6,59	7,22	6,09	5,57	5,45
	Ιούν.	14,52	6,73	7,22	2,80	2,95	8,40	6,08	7,00	5,46	5,20	5,17
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,36
	Αύγ.	14,46	6,75	7,53	2,98	3,10	8,26	6,54	6,79	5,57	5,56	5,31
	Σεπτ.	14,46	7,05	7,63	3,11	3,20	8,25	6,09	6,66	5,54	5,12	5,21
	Οκτ.	14,48	7,22	7,87	2,98	3,03	8,25	6,59	6,58	5,53	5,63	5,35
	Νοέμ.	14,48	6,79	7,68	2,76	2,79	8,24	6,54	6,56	5,48	5,19	5,12
	Δεκ.	14,50	6,74	7,64	2,94	3,00	8,09	6,13	6,48	5,44	4,75	5,02
2015	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91
	Μάιος	14,49	7,50	8,36	2,97	2,99	7,73	5,21	6,25	5,42	4,68	4,98
	Ιούν.	14,63	6,34	7,00	2,88	2,91	7,65	6,01	6,14	5,11	4,52	4,75
	Ιουλ.	14,55	0,00	7,70	2,72	2,76	7,64	5,35	6,26	5,78	3,94	4,72
	Αύγ.	14,64	7,51	8,53	2,39	2,42	7,56	5,64	6,16	5,24	4,70	4,83
	Σεπτ.	14,60	7,96	8,71	2,36	2,41	7,56	6,13	6,15	5,28	4,67	4,79
	Οκτ.	14,60	8,29	8,97	2,48	2,54	7,48	6,10	6,13	5,51	5,12	5,08
	Νοέμ.	14,62	7,16	8,20	2,46	2,54	7,45	5,85	6,08	5,36	5,00	4,92
	Δεκ.	14,61	7,89	8,82	2,69	2,72	7,48	6,56	6,05	5,34	5,19	5,09
2016	Ιαν.	14,61	7,93	8,94	2,35	2,44	7,47	5,60	6,04	5,33	4,86	4,97
	Φεβρ.	14,66	7,82	8,55	2,55	2,59	7,44	5,20	6,05	5,33	4,83	4,91
	Μάρτ.	14,66	7,74	8,52	2,62	2,65	7,39	5,94	6,00	5,21	3,99	4,68
	Απρ.	14,63	7,74	8,50	2,61	2,63	7,39	5,66	5,98	5,44	4,60	4,85
	Μάιος	14,59	6,99	7,99	2,75	2,76	7,35	5,85	5,86	5,46	4,71	4,84
	Ιούν.	14,48	7,64	8,51	2,69	2,69	7,32	5,37	5,82	5,29	4,74	4,87
	Ιουλ.	14,47	7,95	8,81	2,76	2,75	7,36	5,84	5,85	5,48	4,89	5,01
	Αύγ.	14,43	8,39	9,19	2,54	2,56	7,35	5,75	5,83	5,39	4,70	4,96
	Σεπτ.	14,42	7,66	8,40	2,75	2,82	7,38	5,56	5,80	5,41	3,96	4,71
	Οκτ.	14,47	7,48	8,29	2,69	3,06	7,39	5,44	5,76	5,52	4,91	5,01
	Νοέμ.	14,48	7,96	8,68	2,62	2,80	7,36	5,28	5,70	4,94	4,54	4,83
	Δεκ.	14,51	6,47	7,66	2,83	3,15	7,34	5,36	5,65	5,11	4,53	4,82
2017	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.





