

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2015 - 2016



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2016



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

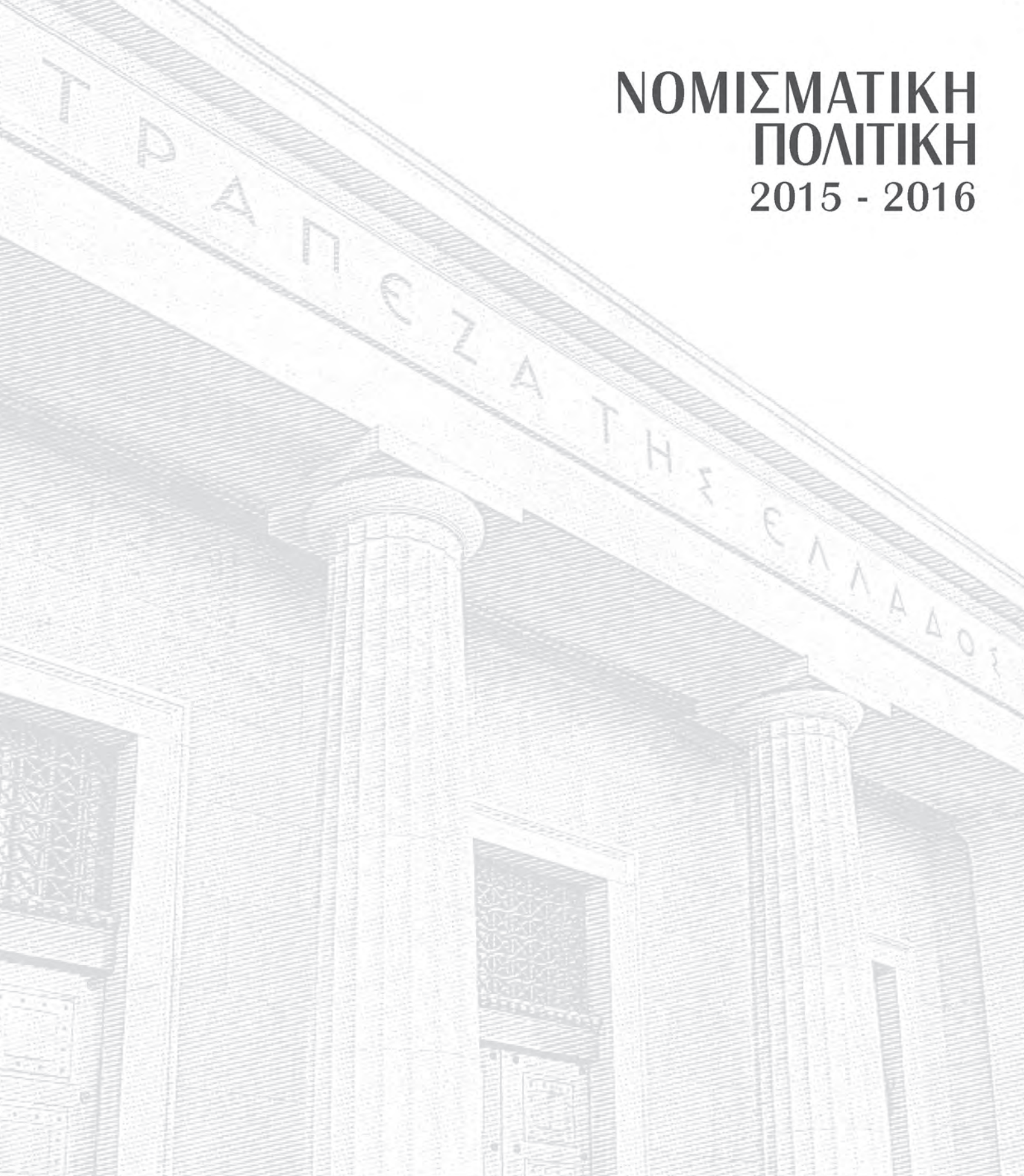
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN 1108 - 2305**

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2015 - 2016



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η απόφαση του Eurogroup της 24ης Μαΐου, με την οποία αναγνωρίζεται η επίτευξη συμφωνίας σε επίπεδο τεχνικών κλιμακίων και τίθεται στέρεες βάσεις για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, είναι ένα σημαντικό βήμα στην πορεία εφαρμογής του τρέχοντος προγράμματος. Η απόφαση αυτή έχει άμεσα και έμμεσα οφέλη, όπως:

- Την τμηματική εκταμίευση δόσεων ύψους 10,3 δισεκ. ευρώ έως το φθινόπωρο του 2016, εκ των οποίων 6,8 δισεκ. ευρώ αφορούν κάλυψη των αναγκών εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, ενώ ποσό 3,5 δισεκ. ευρώ θα διατεθεί για την εκκαθάριση μέρους των ληξιπρόθεσμων οφειλών της Γενικής Κυβέρνησης. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα έχει θετικό αντίκτυπο στη ρευστότητα και την οικονομική δραστηριότητα το β' εξάμηνο του 2016.
- Την αναμενόμενη απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για την επανένταξη των ελληνικών κρατικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις ("waiver"), γεγονός που θα επιτρέψει την πιο φθηνή χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).
- Τη δυνατότητα συμμετοχής και των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Η επανένταξη των ελληνικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις και η συνεπαγόμενη πιο φθηνή αναχρηματοδότηση των τραπεζών, σε συνδυασμό με τη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις παρεμβάσεις ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, εκτιμάται ότι θα έχουν σημαντική θετική επίδραση στα αποτελέσματα των τραπεζών, δυνητικού ύψους περί τα 400 με 500 εκατομμύρια ευρώ. Τα έμμεσα οφέλη όμως, όπως για παράδειγμα η αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών τραπεζών, αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερα.

- Τη βάσιμη προοπτική ότι οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των ομολογιακών τίτλων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά θα αποκλιμακωθούν με γοργό ρυθμό, όπως έχει αρχίσει να συμβαίνει.

Τα παραπάνω αναμένεται να ενθαρρύνουν την επιστροφή των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, η οποία θα επιτρέψει τη χαλάρωση και τελικά άρση των κεφαλαιακών περιορισμών. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα συμβάλει στην υποχώρηση του κόστους δανεισμού και θα αυξήσει σταδιακά την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, με ευνοϊκές επιδράσεις στη χρηματοδότηση και κατ' επέκταση στο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Γενικά, η θετική αξιολόγηση κρίνεται ότι θα λειτουργήσει ευνοϊκά για την ελληνική οικονομία, καθώς θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη και θα άρει την αβεβαιότητα που επιβάρυνε το κλίμα και ανέστειλε επενδυτικές αποφάσεις. Τώρα πλέον επείγει ο προσαρμοσμός της οικονομικής πολιτικής προς τις μεταρρυθμίσεις και τις ιδιωτικοποιήσεις που θα ενισχύσουν την ανάπτυξη και θα αντισταθμίσουν τις υφιστάμενες επιπτώσεις της υψηλής φορολογίας. Και αυτό διότι, αν δεν επιτύχουμε σύντομα θετικούς και αυξανόμενους ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ, θα δυσχεραθεί σημαντικά η επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί και θα αποδυναμωθούν οι θετικές επιδράσεις.

\*\*\*

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης συνοδεύεται και από τη δέσμευση των εταίρων για την ανάληψη δράσεων με σκοπό την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους. Η ανακοίνωση του Eurogroup στις 25 Μαΐου περιγράφει το χρονοδιάγραμμα και το γενικό περίγραμμα των παρεμβάσεων που, εφόσον κριθεί αναγκαίο να ενεργοποιηθούν, θα έχουν ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της διαχειρισσιμότητας των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών του

Δημοσίου, δηλαδή θα τις διατηρήσουν κάτω του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κάτω του 20% μακροπρόθεσμα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά κατ' αρχάς ότι η βούληση των εταίρων να προχωρήσουν στην ελάφρυνση του χρέους ενισχύει την εμπιστοσύνη στο μέλλον της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, τα μέτρα που περιλαμβάνει η ανακοίνωση του Eurogroup δεν έχουν ακόμη εξειδικευθεί και ποσοτικοποιηθεί, ενώ από το χρονοδιάγραμμα δράσεων που ανακοινώθηκε δεν διαφαίνεται μια αποφασιστική και εμπροσθοβαρή ρύθμιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Συνεπώς, το πρόβλημα του δημόσιου χρέους δεν αντιμετωπίζεται σήμερα στο πλαίσιο της ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας των ιδιαίτερα χαμηλών επιτοκίων, αλλά μετατίθεται για επανεξέταση μετά το τέλος του προγράμματος. Οι οριστικές αποφάσεις για το χρέος υπόκεινται, πρώτον, στη θετική συνολική αξιολόγηση του προγράμματος και, δεύτερον, στα πορίσματα μιας νέας ανάλυσης βιωσιμότητας του χρέους, η οποία θα γίνει το 2018.

Η Τράπεζα της Ελλάδος κρίνει ότι υπάρχουν σημαντικοί λόγοι για άμεσες ενέργειες ελάφρυνσης του χρέους. Πρώτον, τα επιτόκια παγκοσμίως βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και η καμπύλη τους έχει σχετικά περιορισμένη κλίση, πράγμα που σημαίνει ότι, με το ίδιο κόστος, η τυχόν ελάφρυνση του χρέους θα μπορούσε να είναι επωφελέστερη για την Ελλάδα αν γίνει σήμερα παρά μετά από μερικά χρόνια, όταν τα επιτόκια παγκοσμίως ενδεχομένως να είναι υψηλότερα. Δεύτερον, η ελάφρυνση του χρέους, εάν εφαρμοστεί τώρα, θα συμβάλει στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών προς τη χώρα, με αποτέλεσμα μείωση των ασφαλίστρων κινδύνου, μείωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και ενίσχυση των επενδύσεων και των προοπτικών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Τα εύλογα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, (α) μετάθεση των λήξεων, (β) διαχρο-

νική εξομάλυνση των πληρωμών τόκων, (γ) επανέναρξη της απόδοσης των κερδών της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τα χαρτοφυλάκια ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP) και (δ) ανταλλαγή των δανείων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου με δάνεια του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας.

Σύμφωνα με ανάλυση που παρουσιάζεται στην παρούσα έκθεση, τα μέτρα για την ελάφρυνση του χρέους θα πρέπει να συνοδευθούν και από ελάφρυνση του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου. Συγκεκριμένα, ο τελικός στόχος για το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης από 3,5% του ΑΕΠ μπορεί να μειωθεί σε 2% του ΑΕΠ μετά το 2018, ώστε να καταστεί δυνατή η ταχύτερη επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε βιώσιμους και σχετικά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Άλλωστε, η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι ελάχιστες χώρες μπόρεσαν να διατηρήσουν πρωτογενές πλεόνασμα της τάξεως του 3,5% του ΑΕΠ για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα, όπως απαιτείται στην περίπτωση της Ελλάδος από το 2018 και μετά.

Σενάρια βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους που επεξεργάστηκαν τα στελέχη της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος υποδηλώνουν ότι πρωτογενή πλεονάσματα 2% του ΑΕΠ από το 2018 και μετά είναι συνεπή με βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, αρκεί (α) να μετατεθούν περαιτέρω οι λήξεις των δανείων κατά 20 έτη και (β) να εξομαλυνθούν οι πληρωμές των τόκων που μεταφέρονται και κεφαλαιοποιούνται σε μια περίοδο 20 ετών.

Ταυτόχρονα, η υιοθέτηση χαμηλότερων δημοσιονομικών στόχων θα δώσει τη δυνατότητα για μείωση της φορολογίας, που σήμερα είναι υψηλή. Αυτό θα έχει ως συνέπεια ηπιότερες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και κατ' επέκταση υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης μεσομακροπρόθεσμα, γεγονός που θα καταστήσει ταχύτερη την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους.

\*\*\*



Τους πρώτους μήνες του 2016 η οικονομική δραστηριότητα επηρεάστηκε αρνητικά από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων αλλά και από τη μεγάλη καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος, η οποία αρχικά αναμενόταν να ολοκληρωθεί το δ' τρίμηνο του 2015. Αυτό συνέβαλε στο πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο του νέου προγράμματος, δυσχέρανε την ταμειακή διαχείριση, οδήγησε σε αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου και αναζωπύρωσε την αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομίας. Τα παραπάνω, μαζί με την αρνητική μεταφερόμενη επίδραση από το 2015, οδήγησαν στην κάμψη του ΑΕΠ για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο. Συγκεκριμένα, η οικονομική δραστηριότητα κινήθηκε πτωτικά το α' τρίμηνο του 2016, τόσο σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους (-1,4%) όσο και έναντι του προηγούμενου τριμήνου (-0,5%).

Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης αναμένεται να συμβάλει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και στην ενίσχυση της ρευστότητας και να βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για το σύνολο του 2016 προβλέπεται οριακά αρνητικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ -0,3%, καθώς αναμένονται, στο γ' και το δ' τρίμηνο, θετικοί ρυθμοί μεταβολής που θα αντισταθμίσουν εν μέρει το αρνητικό αποτέλεσμα του α' εξαμήνου του έτους.

Ωστόσο οι κίνδυνοι για την πορεία της ελληνικής οικονομίας παραμένουν. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος συνδέεται με την υπερβολική, κατά την άποψη της Τράπεζας της Ελλάδος, έμφαση στις αυξήσεις φόρων που αποφασίστηκε στο πλαίσιο της πρώτης αξιολόγησης για να καλυφθεί το δημοσιονομικό κενό της περιόδου 2016-2018. Μια μεγαλύτερη του αναμενομένου υφειστική επίπτωση του αυξημένου φορολογικού βάρους θα είχε ως δευτερογενή επίδραση την απόκλιση των δημοσιονομικών στόχων για τα έσοδα.

Επιπλέον, τυχόν καθυστέρηση στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που προβλέπονται στο πρόγραμμα θα περιορίσει την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, με αποτέλεσμα αναζωπύρωση της αβεβαιότητας, υπονόμευση του κλίματος εμπιστοσύνης και εξασθένηση των προοπτικών οριστικής εξόδου από την κρίση. Επίσης, τυχόν επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης θα μπορούσε να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στον τουρισμό και το εμπόριο, επιβραδύνοντας την ανάκαμψη της οικονομίας. Παράλληλα, εξακολουθούν να υφίστανται κίνδυνοι και αβεβαιότητες όσον αφορά την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας και το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίοι μπορούν να επιβραδύνουν την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

\*\*\*

Η ολοκλήρωση της αξιολόγησης προοιωνίζει περιορισμό της εναπομένουσας αβεβαιότητας. Σε συνδυασμό με την αναμενόμενη έξοδο της ελληνικής οικονομίας από την ύφεση και την παγίωση συνθηκών οικονομικής ανάπτυξης, καθώς η προώθηση προσαρμογών και μεταρρυθμίσεων θα αποδίδει καρπούς, ο περιορισμός της αβεβαιότητας αναμένεται να οδηγήσει σε επιστροφή αποταμιεύσεων στις τράπεζες στην Ελλάδα και διεύρυνση της πρόσβασης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και εύρωστων εξωστρεφών ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Εξάλλου, όπως είναι γνωστό, η ολοκλήρωση της αξιολόγησης θα αποτελέσει το έναυσμα ώστε τα χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου να χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις στις πράξεις ανοικτής αγοράς, μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα παρέχει χρηματοδότηση στις τράπεζες στη ζώνη του ευρώ με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους. Μέχρι πρόσφατα, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα συμμετείχαν στις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής και σε στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, αν

και οι διαθέσιμες σε αυτά εξασφαλίσεις που γίνονται αποδεκτές ως ενέχυρο, σύμφωνα με το πλαίσιο του Ευρωσυστήματος, ήταν σχετικά περιορισμένες και αποτελούνταν σχεδόν αποκλειστικά από ομόλογα του EFSF. Μάλιστα, μόλις τον Απρίλιο του 2016 επετράπη η πώληση στο Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς ομολόγων τα οποία το EFSF είχε εκδώσει και εισφέρει κατά το παρελθόν προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή βάση των ελληνικών τραπεζών.

Τα μέτρα χαλάρωσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής που έχουν ληφθεί από το 2014 και έπειτα συνέβαλαν σε αύξηση της ροής δανειακών πόρων από τις τράπεζες προς την πραγματική οικονομία στη ζώνη του ευρώ και σε γενική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση, καθώς και σε υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, ενισχύοντας έτσι τη διεθνή ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της Νομισματικής Ένωσης, και άρα τη συνολική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ, και περιορίζοντας τις καθοδικές πιέσεις στις εγχώριες τιμές.

Παρ' όλα αυτά, η οικονομική ανάκαμψη στην ευρωζώνη παραμένει ακόμη εύθραυστη. Βεβαίως, η ετοιμότητα του Ευρωσυστήματος να υιοθετήσει κατάλληλα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής απέτρεψε τα χειρότερα, όπως άλλωστε προκύπτει και από την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2016. Ωστόσο, εξαιτίας των διαδοχικών μειώσεων των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ο ρυθμός πληθωρισμού απέχει σημαντικά από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, όπως απαιτείται προκειμένου να εδραιωθεί η σταθερότητα των τιμών, ενώ και ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Προκειμένου να αντισταθμιστούν οι δυσμενείς συνέπειες της χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος για την πρόοδο όσον αφορά την επιστροφή της ζώνης του ευρώ στη σταθερότητα των τιμών το Μάρτιο του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε, εκ νέου, τα βασικά επιτόκια. Συγκεκριμένα, το

επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε για πρώτη φορά στο μηδέν και το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων έφθασε στις 40 μονάδες βάσης κάτω από το μηδέν. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επίσης προχώρησε σε περαιτέρω ενίσχυση του προγράμματος αγοράς τίτλων. Πρώτον, το ύψος των μηνιαίων αγορών χρεογράφων, από εκδότες στον ιδιωτικό ή το δημόσιο τομέα, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, αυξήθηκε από 60 σε 80 δισεκ. ευρώ. Δεύτερον, το πρόγραμμα διευρύνθηκε με την υπαγωγή σε αυτό και χρεογράφων με εναπομένουσα διάρκεια από 6 μήνες έως 30 χρόνια τα οποία έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ. Τρίτον, αυξήθηκε το ανώτατο όριο από 33% σε 50% της αξίας (ανά εκδότη και ανά έκδοση) των τίτλων διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών που μπορεί να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων ή άλλων συναλλαγών.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε νέα σειρά τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, προς διεξαγωγή σε αποκεντρωμένη βάση από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες κατά την περίοδο Ιουνίου 2016-Μαρτίου 2017. Συμμετέχοντας στις πράξεις αυτές, οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος (κατά κύριο λόγο οι εμπορικές τράπεζες) είναι δυνατόν να αντλήσουν χρηματοδότηση για μια τετραετία με μηδενικό ή αρνητικό επιτόκιο.

Επί του παρόντος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις των τιμών και, όπως έχει δηλώσει παλαιότερα, είναι διατεθειμένο να χρησιμοποιήσει και άλλα μέσα νομισματικής πολιτικής που θα είναι σύμφωνα με το καταστατικό της ΕΚΤ, προκειμένου να βελτιώσει τις προοπτικές για επιστροφή του ρυθμού πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση λίγο κάτω από το 2% μεσοπρόθεσμα.

\*\*\*

Σήμερα το μεγαλύτερο πρόβλημα του τραπεζικού συστήματος είναι το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών. Η ριζική αντιμετώπισή του, σε συνδυασμό με την πρόσφατη ανακεφαλαιοποίηση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και την αναμενόμενη αύξηση της ρευστότητας, κατόπιν της ολοκλήρωσης της αξιολόγησης, θα ενισχύσει την ικανότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να στηρίξουν με χρηματοδότηση την οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Πράγματι το 2015, κατέστη αναγκαία σημαντική αύξηση των προβλέψεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, με συνέπεια οι ζημιές των ελληνικών τραπεζών να διευρυνθούν και να φθάσουν τα 9 δισεκ. ευρώ. Η ποιότητα των χαρτοφυλακίων δανείων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων χειροτέρευσε, ώστε το μερίδιο των συνολικών ανοιγμάτων που χαρακτηρίζονται ως μη εξυπηρετούμενα να φθάσει το 44,2% το Δεκέμβριο του 2015 από 39,9% το Δεκέμβριο του 2014. Το εν λόγω ποσοστό, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, αυξήθηκε περαιτέρω σε 45,2% το Μάρτιο του 2016, ωστόσο η μεταβολή αυτή οφείλεται ουσιαστικά στη μείωση του παρονομαστή, καθώς η δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων δείχνει σημάδια εξασθένησης.

Είναι ενθαρρυντικό πάντως ότι το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις υπερβαίνει ελαφρά το 50%, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας συνολικά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, κατόπιν της ανακεφαλαιοποίησης, αυξήθηκαν πάνω από 16% το 2015.

Εξάλλου, έχουν εισαχθεί πρόσφατα πολλές βελτιώσεις στο θεσμικό περιβάλλον που προάγουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση εκ μέρους των τραπεζών των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού. Συγκεκριμένα, έχουν υιοθετηθεί σημαντικά νομοθετήματα με αντικείμενο την επιτάχυνση της αναγκαστικής εκτέλεσης και γενικότερα των διαδικασιών στα δικαστήρια, τη ρύθμιση των οφειλών

υπερχρεωμένων νοικοκυριών, την απλοποίηση της εξυγίανσης και της ειδικής εκκαθάρισης των επιχειρήσεων.

Εκτιμάται ότι οι πρωτοβουλίες που έχουν δρομολογηθεί για τους επόμενους μήνες αποτελούν ιδιαίτερα σημαντικές τομές όσον αφορά τη δομή του ελληνικού τραπεζικού τομέα και την αναδιάταξη των εγχώριων τραπεζών. Ειδικότερα, είναι αναγκαίο να υλοποιηθούν σύντομα:

- Η ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς δανείων (εξυπηρετούμενων ή μη), ώστε να διευρυνθεί ο αριθμός των συμμετεχόντων και να εμπλουτιστεί η τεχνογνωσία ως προς τη διαχείριση επισφαλών δανείων.
- Η αναμόρφωση του πλαισίου εξωδικαστικού διακανονισμού χρέους, ώστε να υπάρξουν δυνατότητες ταχείας, αποτελεσματικής και διαφανούς ρύθμισης χρεών προς ιδιώτες και φορείς του Ελληνικού Δημοσίου.
- Η βελτίωση των υποδομών της δικαιοσύνης και της εξειδικευμένης τεχνογνωσίας των δικαστών.
- Η επίλυση χρόνιων ζητημάτων που σχετίζονται με τη φορολογική μεταχείριση διαγραφών και σχηματισμού προβλέψεων τόσο για τους δανειολήπτες όσο και για τους δανειστές.
- Η εισαγωγή διατάξεων που εξασφαλίζουν τη συνεργασία των μετόχων στις προσπάθειες των τραπεζών για εξυγίανση επιχειρήσεων.

Η Τράπεζα της Ελλάδος ανταποκρίνεται στις δεσμεύσεις της, ιδίως όσον αφορά την τροποποίηση του Κώδικα Δεοντολογίας και την εφαρμογή πλαισίου στοχοθέτησης και παρακολούθησης της στρατηγικής διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων από το σύνολο των ελληνικών τραπεζών.

Παράλληλα όμως, απαιτείται μια πιο ενεργητική πολιτική διαχείρισης των μη εξυπηρε-



τούμενων δανείων από την πλευρά των τραπεζών μέσω μεγαλύτερης έμφασης σε μακροχρόνιες ρυθμίσεις, συντονισμένη αντιμετώπιση των κοινών πιστούχων, καθώς και έμφαση στην αναδιάρθρωση των βιώσιμων επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, είναι κρίσιμη η επίτευξη των στόχων της ταχείας μείωσης του μεγάλου όγκου των μη εξυπηρετούμενων δανείων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, οι οποίοι θα συμφωνηθούν από κοινού με την Τράπεζα της Ελλάδος και την ΕΚΤ στο αμέσως προσεχές διάστημα.

\*\*\*

Με βάση τα δεδομένα της πραγματικής οικονομίας και τις αναμενόμενες θετικές επιπτώσεις της πρώτης αξιολόγησης, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι πλησιάζει το τέλος της ύφεσης και ότι στα τέλη του 2016 θα καταγραφούν σαφείς ενδείξεις ανάκαμψης. Για να μετατραπεί όμως η ανάκαμψη αυτή σε βιώσιμη και ταχεία ανάπτυξη απαιτούνται συγκεκριμένες και συνδυασμένες δράσεις με στόχο τη δημιουργία ενός “περιβάλλοντος ανάπτυξης”. Αυτό σημαίνει:

**1<sup>ο</sup>. Εμπέδωση της εμπιστοσύνης** και ενίσχυση της εκτίμησης ότι η ελληνική οικονομία έχει επανέλθει στην κανονικότητα και δεν επιφυλάσσει ανεπιθύμητες παλινδρομήσεις. Για να συμβεί αυτό πρέπει το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων να εφαρμόζεται με συνέπεια και συνέχεια.

**2<sup>ο</sup>. Αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας.** Όπως έχει προτείνει εδώ και καιρό η Τράπεζα της Ελλάδος, ταυτόχρονα με την υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων, η αξιοποίηση της αδρανούς δημόσιας περιουσίας και η ταχεία προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων είναι τα ισχυρότερα μέσα όχι μόνο για την τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας και την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης, αλλά και για την υποβοήθηση της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς συμβάλλουν στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους.

**3<sup>ο</sup>. Αντιμετώπιση του υψηλού αποθέματος μη εξυπηρετούμενων δανείων,** η οποία αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα. Η αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος όχι μόνο θα ελαφρύνει το βάρος για τους δανειολήπτες που θα συνεργαστούν, αλλά και θα επιτρέψει στις τράπεζες να απελευθερώσουν κεφάλαια, τα οποία θα μπορούσαν να κατευθυνθούν στις πιο δυναμικές και εξωστρεφείς επιχειρήσεις, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στη συνολική αναδιάρθρωση της οικονομίας υπέρ των κλάδων παραγωγής εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, με αποτέλεσμα την άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας και του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης ακόμη και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Η υλοποίηση των δράσεων που περιγράφηκαν παραπάνω σε συνδυασμό με την ανάσχεση της ύφεσης και τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας θα έχουν ως αποτέλεσμα αρχικά τη σταθεροποίηση του λόγου μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων και στη συνέχεια την αποκλιμάκωσή του, με θετική επίδραση στο σύνολο της οικονομίας.

**4<sup>ο</sup>. Μεταρρυθμίσεις για τόνωση της εξωστρέφειας.** Η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών και στη λειτουργία του δημόσιου τομέα θα οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων και της απασχόλησης, ενώ παράλληλα αναμένεται να διευκολύνει την καινοτομία και την εισαγωγή νέων τεχνολογιών μέσω της ενίσχυσης του ανταγωνισμού. Με τη σειρά τους, οι εξελίξεις αυτές θα βελτιώσουν την ποιότητα των ελληνικών εξαγωγών, ενώ θα διευρύνουν την εξαγωγική βάση και τη συνολική παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό θα καταστήσει διατηρήσιμη την υποχώρηση των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ παράλληλα θα αυξήσει το δυνητικό προϊόν σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

\*\*\*

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης δημιουργεί θετικές προοπτικές για την ανάκαμψη

της ελληνικής οικονομίας το β' εξάμηνο του 2016, γεγονός που ήδη προεξοφλείται στις αγορές μέσω της υποχώρησης των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Παράλληλα η δέσμευση των Ευρωπαίων εταίρων για ανάληψη δράσεων με στόχο τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους σε βραχυπρόθεσμο και μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι ένα θετικό βήμα. Παρ' όλα αυτά, το πρόβλημα του δημόσιου χρέους δεν αντιμετωπίζεται αποφασιστικά και με εμπροσθοβαρή τρόπο στο πλαίσιο της ιδιαίτερα ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας των πολύ χαμηλών επιτοκίων, αλλά μετατίθεται για επανεξέταση στο μέλλον.

Συνεπώς, η Τράπεζα της Ελλάδος κρίνει αναγκαία την εξειδίκευση, ποσοτικοποίηση και εμπροσθοβαρή ενεργοποίηση των προβλεπόμενων μέτρων διαχείρισης του δημόσιου χρέους, καθώς αυτή θα είχε ως συνέπεια, κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, την περαιτέρω μείωση του ασφαλιστικού κινδύνου της ελληνικής οικονομίας και την ενίσχυση της αξιοπιστίας και της αποδοχής των ακολουθούμενων πολιτικών, που θα συντελούσαν ώστε να βελτιωθεί περαιτέρω το κλίμα εμπιστοσύνης και να ενδυναμωθεί η ανάκαμψη της οικονομίας.

Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι η επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε ρεαλιστικούς και βιώσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης θα υποβοηθηθεί περαιτέρω από τη μείωση του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου από πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ από το 2018 και μετά, σε 2% του ΑΕΠ, χωρίς να θιγεί η προοπτική βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Κάτι τέτοιο θα δώσει τη δυνατότητα για μείωση της φορολο-

γίας και θα απελευθερώσει πόρους για την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας.

Από εδώ και στο εξής οι ελληνικές αρχές θα πρέπει να στρέψουν την προσοχή τους στα κρίσιμα ζητήματα που περιορίζουν τις αναπτυξιακές δυνατότητες της χώρας και συντηρούν το φαύλο κύκλο της ύφεσης. Για το λόγο αυτό επιβάλλονται:

- η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο πρόγραμμα,
- η επιτάχυνση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας,
- η δραστική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών,
- η ελάφρυνση των φορολογικών βαρών με περικοπή των μη παραγωγικών δαπανών του Δημοσίου.

Οι δράσεις αυτές θα προσελκύσουν ξένες επενδύσεις και θα οδηγήσουν σε έναν ενάρετο κύκλο που θα σηματοδοτήσει την οριστική έξοδο από την κρίση και τη διατηρήσιμη αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Αθήνα, Ιούνιος 2016

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής



## **ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

### **ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

Γιάννης Στουρνάρας

### **ΜΕΛΗ**

Ιωάννης Α. Μουρμούρας

Θεόδωρος Μ. Μητράκος

Ηλίας Σ. Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Κ. Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Δ. Ταβλάς







# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΠΡΩΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΘΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ.

### Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΕΙΝΑΙ ΚΛΕΙΔΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

1	Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης επιδρά θετικά στο κλίμα εμπιστοσύνης και ενισχύει τις προοπτικές ανάκαμψης	15
2	Διστακτικές οι αποφάσεις του Eurogroup για το χρέος	15
3	Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους είναι εφικτή ακόμη και με μείωση του μεσοπρόθεσμου στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα	16
4	Μακροοικονομικά δεδομένα και προβλέψεις: προοπτικές ανάκαμψης το β' εξάμηνο του 2016	17
5	Η παγκόσμια οικονομία χαρακτηρίζεται από μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης και αυξημένη αβεβαιότητα για τις μελλοντικές προοπτικές	19
6	Η ενιαία νομισματική πολιτική παραμένει προσηλωμένη στην ενίσχυση της ρευστότητας και στην αποτροπή του αποπληθωρισμού στην ευρωζώνη	20
7	Τραπεζικό σύστημα: προοπτικές βελτίωσης της ρευστότητας και ανάληψη σημαντικών δράσεων αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων	21
8	Οι κίνδυνοι παραμένουν	23
9	Βασικές προϋποθέσεις για επιστροφή στην ανάπτυξη	24

## 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	36
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	37

## ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ. Ι

Ασύμμετρη μακροοικονομική προσαρμογή στη ζώνη του ευρώ	32
--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Η ενιαία νομισματική πολιτική και η πολιτική παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος	42
---	---	----

## ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ. Ι

Η έρευνα SAFE για την πρόσβαση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ στις πηγές χρηματοδότησης	50
--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	57
2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	69
3	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	70
4	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	74
4.1	Πληθωρισμός	74
4.2	Κόστος εργασίας	76
4.3	Κέρδη επιχειρήσεων	78
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	78
5	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	81
6	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	83

## ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV. Ι

Μεταρρυθμίσεις στον τομέα της υγείας, οικονομική κρίση και επιπτώσεις στην υγεία του πληθυσμού	87
--	----

## ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.2

Οι επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στις εισπράξεις από το διαμετακομιστικό εμπόριο της ποντοπόρου ναυτιλίας	96
--	----

<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ IV.3</b>			
Εξελίξεις στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα	101		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ IV.4</b>			
Η μείωση των διεθνών τιμών πετρελαίου και οι επιδράσεις της στον εγχώριο πληθωρισμό	108		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ IV.5</b>			
Κλαδική αναδιάρθρωση και παραγωγικότητα της εργασίας	111		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ IV.6</b>			
Προβλέψεις μακροοικονομικών μεγεθών στην Τράπεζα της Ελλάδος: η οικονομετρική μεθοδολογία	114		
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ V</b>			
<b>ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ</b>			
1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικών	119		
2 Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις	130		
3 Το δημόσιο χρέος	133		
<b>ΠΛΑΙΣΙΟ V.1</b>			
Η συμβολή των διαρθρωτικών δημοσιονομικών πολιτικών στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας	126		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.1</b>			
Πιθανά μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους	133		
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI</b>			
<b>ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ</b>			
1 Τραπεζικές καταθέσεις	141		
2 Τραπεζικά επιτόκια	142		
3 Πιστωτική επέκταση	144		
4 Χρηματοπιστωτικές αγορές	146		
4.1 Εξελίξεις στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων	146		
4.2 Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου	148		
4.3 Εταιρικά ομόλογα	149		
4.4 Αγορά μετοχών	149		
5 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	151		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.1</b>			
Πρόσφατες εξελίξεις στις συνθήκες πληρωμών των οικονομικών μονάδων	154		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.2</b>			
Τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά: εμπειρική διερεύνηση των σημαντικότερων ερμηνευτικών παραγόντων	157		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.3</b>			
Η συμβολή συστημικών και ιδιοσυγκρατικών παραγόντων στην εξέλιξη των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ	160		
<b>ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.4</b>			
Η μακροοικονομική σημασία του επιπέδου κεφαλαιακών απαιτήσεων για την ελληνική οικονομία	166		
<b>ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b>			171
<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>			173



# Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΠΡΩΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΘΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΕΙΝΑΙ ΚΛΕΙΔΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

## Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΠΡΩΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙΔΡΑ ΘΕΤΙΚΑ ΣΤΟ ΚΛΙΜΑ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ ΚΑΙ ΕΝΙΣΧΥΕΙ ΤΙΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Η απόφαση του Eurogroup της 24ης Μαΐου, με την οποία αναγνωρίζεται η επίτευξη συμφωνίας σε επίπεδο τεχνικών κλιμακίων και τίθενται στέρεες βάσεις για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, είναι ένα σημαντικό βήμα στην πορεία εφαρμογής του τρέχοντος προγράμματος. Η απόφαση αυτή έχει άμεσα και έμμεσα οφέλη, όπως:

- Την τμηματική εκταμίευση δόσεων ύψους 10,3 δισεκ. ευρώ έως το φθινόπωρο του 2016, εκ των οποίων 6,8 δισεκ. ευρώ αφορούν κάλυψη των αναγκών εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, ενώ ποσό 3,5 δισεκ. ευρώ θα διατεθεί για την εκκαθάριση μέρους των ληξιπρόθεσμων οφειλών της Γενικής Κυβέρνησης. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα έχει θετικό αντίκτυπο στη ρευστότητα και την οικονομική δραστηριότητα το β' εξάμηνο του 2016.
- Την αναμενόμενη απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για την επανένταξη των ελληνικών κρατικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις ("waiver"), γεγονός που θα επιτρέψει την πιο φθηνή χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).
- Την δυνατότητα συμμετοχής και των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Η επανένταξη των ελληνικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις και η συνεπαγόμενη πιο φθηνή αναχρηματοδότηση των τραπεζών, σε συνδυασμό με τη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις παρεμβάσεις ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, εκτιμάται ότι θα έχουν σημαντική θετική επίδραση στα αποτελέσματα των τραπεζών, δυναμικού ύψους περί τα 400 με 500 εκατομμύρια ευρώ. Τα έμμεσα οφέλη όμως, όπως για παράδειγμα η αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνι-

κού Δημοσίου και των ελληνικών τραπεζών, αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερα.

- Τη βάσιμη προοπτική ότι οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των ομολογιακών τίτλων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά θα αποκλιμακωθούν με γοργό ρυθμό, όπως έχει αρχίσει να συμβαίνει.

Τα παραπάνω αναμένεται να ενθαρρύνουν την επιστροφή των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, η οποία θα επιτρέψει τη χαλάρωση και τελικά άρση των κεφαλαιακών περιορισμών. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα συμβάλει στην υποχώρηση του κόστους δανεισμού και θα αυξήσει σταδιακά την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, με ευνοϊκές επιδράσεις στη χρηματοδότηση και κατ' επέκταση στο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Γενικά, η θετική αξιολόγηση κρίνεται ότι θα λειτουργήσει ευνοϊκά για την ελληνική οικονομία, καθώς θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη και θα άρει την αβεβαιότητα που επιβάρυνε το κλίμα και ανέστειλε επενδυτικές αποφάσεις. Τώρα πλέον επείγει ο προσανατολισμός της οικονομικής πολιτικής προς τις μεταρρυθμίσεις και τις ιδιωτικοποιήσεις που θα ενισχύσουν την ανάπτυξη και θα αντισταθίσουν τις υφεσιακές επιπτώσεις της υψηλής φορολογίας. Και αυτό διότι, αν δεν επιτύχουμε σύντομα θετικούς και αυξανόμενους ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ, θα δυσχεραθεί σημαντικά η επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί και θα αποδυναμωθούν οι θετικές επιδράσεις.

## 2 ΔΙΣΤΑΚΤΙΚΕΣ ΟΙ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΤΟΥ EUROGROUP ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΕΟΣ

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης συνοδεύεται και από τη δέσμευση των εταιρών για την ανάληψη δράσεων με σκοπό την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους. Η ανακοίνωση του Eurogroup στις 25 Μαΐου περιγράφει το χρονοδιάγραμμα και το γενικό περίγραμμα

των παρεμβάσεων που, εφόσον κριθεί αναγκαίο να ενεργοποιηθούν, θα έχουν ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της διαχειρισιμότητας των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου, δηλαδή θα τις διατηρήσουν κάτω του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κάτω του 20% μακροπρόθεσμα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά κατ' αρχάς ότι η βούληση των εταίρων να προχωρήσουν στην ελάφρυνση του χρέους ενισχύει την εμπιστοσύνη στο μέλλον της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, τα μέτρα που περιλαμβάνει η ανακοίνωση του Eurogroup δεν έχουν ακόμη εξειδικευθεί και ποσοτικοποιηθεί, ενώ από το χρονοδιάγραμμα δράσεων που ανακοινώθηκε δεν διαφαίνεται μια αποφασιστική και εμπροσθοβαρής ρύθμιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Συνεπώς, το πρόβλημα του δημόσιου χρέους δεν αντιμετωπίζεται σήμερα στο πλαίσιο της ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας των ιδιαίτερα χαμηλών επιτοκίων αλλά μετατίθεται για επανεξέταση μετά το τέλος του προγράμματος. Οι οριστικές αποφάσεις για το χρέος υπόκεινται, πρώτον, στη θετική συνολική αξιολόγηση του προγράμματος και, δεύτερον, στα πορίσματα μιας νέας ανάλυσης βιωσιμότητας του χρέους, η οποία θα γίνει το 2018.

Το ζήτημα της ελάφρυνσης του χρέους έχει πλέον τεθεί στην ημερήσια διάταξη και πρέπει να αντιμετωπιστεί με διορατικότητα και εμπειριστατωμένη ανάλυση των δυνατοτήτων της ελληνικής οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει στην παρούσα έκθεση συγκεκριμένες προτάσεις για το χρέος που θα μπορούσαν να συμβάλουν στη διαμόρφωση μιας ρεαλιστικής διεξόδου.

### **3 Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΕΙΝΑΙ ΕΦΙΚΤΗ ΑΚΟΜΗ ΚΑΙ ΜΕ ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΟΥ ΣΤΟΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΣ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ**

Η Τράπεζα της Ελλάδος κρίνει ότι είναι αναγκαίο να υλοποιηθούν σύντομα οι δράσεις που θα διασφαλίζουν τη διαχειρισιμότητα των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου

στα όρια που περιλαμβάνονται στην απόφαση του Eurogroup. Για παράδειγμα, από το 2022 και έπειτα αρχίζει η αποπληρωμή των αναβαλλόμενων τόκων προς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η ταμειακή δαπάνη για τόκους από περίπου 2,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2015-2021 να εκτιμάται ότι θα εκτιναχθεί σε περίπου 6,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2021-2030, εάν ληφθεί υπόψη ότι η αναχρηματοδότηση του χρέους θα πρέπει να γίνεται με επιτόκια αγοράς μετά τη λήξη του προγράμματος το 2018.

Συνεπώς, υπάρχουν σημαντικοί λόγοι για άμεσες ενέργειες ελάφρυνσης του χρέους. Πρώτον, τα επιτόκια παγκοσμίως βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και η καμπύλη τους έχει σχετικά περιορισμένη κλίση, πράγμα που σημαίνει ότι, με το ίδιο κόστος, η τυχόν ελάφρυνση του χρέους θα μπορούσε να είναι επωφελέστερη για την Ελλάδα αν γίνει σήμερα παρά μετά από μερικά χρόνια, όταν τα επιτόκια παγκοσμίως ενδεχομένως θα είναι υψηλότερα. Δεύτερον, η ελάφρυνση του χρέους, εάν εφαρμοστεί τώρα, θα συμβάλει στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών προς τη χώρα, με αποτέλεσμα μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου, μείωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και ενίσχυση των επενδύσεων και των προοπτικών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα εύλογα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, (α) μετάθεση των λήξεων, (β) διαχρονική εξομάλυνση των πληρωμών τόκων, (γ) επανέναρξη της απόδοσης των κερδών της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τα χαρτοφυλάκια ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP) και (δ) ανταλλαγή των δανείων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) με δάνεια του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας.

Σύμφωνα με ανάλυση που παρουσιάζεται στην παρούσα έκθεση, τα μέτρα για την ελάφρυνση του χρέους θα πρέπει να συνοδευθούν και από ελάφρυνση του μεσοπρόθεσμου δημοσιονο-



μικού στόχου. Συγκεκριμένα, ο τελικός στόχος για το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης από 3,5% του ΑΕΠ μπορεί να μειωθεί σε 2% του ΑΕΠ μετά το 2018, ώστε να καταστεί δυνατή η ταχύτερη επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε βιώσιμους και σχετικά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Άλλωστε, η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι ελάχιστες χώρες μπόρεσαν να διατηρήσουν πρωτογενές πλεόνασμα της τάξεως του 3,5% του ΑΕΠ για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα, όπως απαιτείται στην περίπτωση της Ελλάδος από το 2018 και μετά.

Σενάρια βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους που επεξεργάστηκαν τα στελέχη της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος υποδηλώνουν ότι πρωτογενή πλεονάσματα 2% του ΑΕΠ από το 2018 και μετά είναι συνεπή με βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, αρκεί (α) να μετατεθούν περαιτέρω οι λήξεις των δανείων κατά 20 έτη και (β) να εξομαλυνθούν οι πληρωμές των τόκων που μεταφέρονται και κεφαλαιοποιούνται σε μια περίοδο 20 ετών.

Ταυτόχρονα, η υιοθέτηση χαμηλότερων δημοσιονομικών στόχων θα δώσει τη δυνατότητα για μείωση της φορολογίας, που σήμερα είναι υψηλή. Αυτό θα έχει ως συνέπεια ηπιότερες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και κατ' επέκταση υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης μεσομακροπρόθεσμα, γεγονός που θα καταστήσει ταχύτερη την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους.

#### **4 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΤΟ Β' ΕΞΑΜΗΝΟ ΤΟΥ 2016**

Τους πρώτους μήνες του 2016 η οικονομική δραστηριότητα επηρεάστηκε αρνητικά από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, αλλά και από τη μεγάλη καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος, η οποία αρχικά αναμενόταν να ολοκληρωθεί το δ' τρίμηνο του 2015. Αυτό συνέβαλε στο πάγωμα της χρηματοδότησης στο

πλαίσιο του νέου προγράμματος, δυσχέρανε την ταμειακή διαχείριση, οδήγησε σε αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου και αναζωπύρωσε την αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομίας. Τα παραπάνω, μαζί με την αρνητική μεταφερόμενη επίδραση από το 2015, οδήγησαν στην κάμψη του ΑΕΠ για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο. Συγκεκριμένα, μετά την υποχώρηση του ΑΕΠ σε ετήσια βάση κατά 1,7% και κατά 0,9% αντίστοιχα το γ' και το δ' τρίμηνο του 2015, η οικονομική δραστηριότητα κινήθηκε πτωτικά το α' τρίμηνο του 2016, τόσο σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους (-1,4%) όσο και έναντι του προηγούμενου τριμήνου (-0,5%).

Ωστόσο, οι αρνητικές επιπτώσεις (ύφεση της τάξεως του 0,2% για το σύνολο του 2015) είναι σημαντικά ηπιότερες σε σχέση με ό,τι αρχικά αναμενόταν το καλοκαίρι του 2015. Σε αυτό συνέβαλαν η βαθμιαία αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης μετά τη Συμφωνία της 12ης Ιουλίου, οι ηπιότερες του αναμενομένου επιπτώσεις στην οικονομία από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, εξαιτίας της ταχείας χαλάρωσης των περιορισμών, η σημαντική άνοδος της τουριστικής κίνησης, η μεγάλη μείωση της τιμής του πετρελαίου, καθώς και η επιτυχής ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών με αυξημένη ιδιωτική συμμετοχή.

Παράλληλα, η ανθεκτικότητα που επέδειξε η ελληνική οικονομία καθώς και η εντονότερη δημοσιονομική προσπάθεια μέσω του περιορισμού των δαπανών και της αύξησης των εσόδων κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015 συνέβαλαν σε καλύτερα των αναμενομένων δημοσιονομικά μεγέθη. Ειδικότερα, επιτεύχθηκε πρωτογενές πλεόνασμα σε επίπεδο Γενικής Κυβέρνησης (σε όρους προγράμματος οικονομικής προσαρμογής) ύψους 0,7% του ΑΕΠ το 2015, έναντι στόχου για πρωτογενές έλλειμμα ύψους 0,25% του ΑΕΠ.

Η πορεία της οικονομικής δραστηριότητας τους πρώτους μήνες του 2016 επηρεάστηκε από την πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία επιβαρύνθηκε από τις συσσωρευμένες – στο

τελευταίο τρίμηνο του 2015 και στο πρώτο τρίμηνο του 2016— φορολογικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών και αποτυπώθηκε στη σημαντική επιδείνωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Παράλληλα, το ίδιο διάστημα οι δείκτες επιχειρηματικής εμπιστοσύνης κατέγραψαν σχετική στασιμότητα, εν αναμονή της ολοκλήρωσης της αξιολόγησης από τους θεσμούς.

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας καταγράφουν μικτή εικόνα. Επισημαίνεται η υποχώρηση των λιανικών πωλήσεων κατά 3,4% και η υστέρηση της βιομηχανικής παραγωγής κατά 0,8% το α' τρίμηνο. Ωστόσο, ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων αυτοκινήτων ιδιωτικής χρήσης εξακολουθεί να βρίσκεται σε θετικό έδαφος, η μεταποιητική παραγωγή αυξάνεται ελαφρά και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη βιομηχανία κινείται σταθεροποιητικά. Ταυτόχρονα, η αγορά εργασίας διατηρεί, αν και σε μικρότερο βαθμό σε σχέση με τα δύο προηγούμενα έτη, στοιχεία δυναμισμού χάρη κυρίως στις προσδοκίες για την τουριστική κίνηση και στην επέκταση ευέλικτων μορφών απασχόλησης. Οι εξαγωγές αγαθών το α' τρίμηνο ήταν συγκρατημένες, αλλά το ισοζύγιο αγαθών ωφελήθηκε από τη σημαντική μείωση των τιμών των καυσίμων και τη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης για εισαγόμενα καταναλωτικά προϊόντα.

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης αναμένεται να συμβάλει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και να βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για το σύνολο του 2016 προβλέπεται οριακά αρνητικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ -0,3%, καθώς αναμένονται, στο γ' και το δ' τρίμηνο, θετικοί ρυθμοί μεταβολής που θα αντισταθμίσουν εν μέρει το αρνητικό αποτέλεσμα του α' εξαμήνου του έτους. Ωστόσο, μια ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης θα μπορούσε να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στον τουρισμό και το εμπόριο.

Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στις επιχειρηματικές επενδύσεις, η ανάκαμψη των οποίων αναμένεται να υποβοηθηθεί από την περαι-

τέρω χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την ενίσχυση της πιστοδοτικής ικανότητας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων για τους ακόλουθους λόγους:

- πρώτον, την υποχώρηση του κόστους δανεισμού τους ως συνέπεια της επανένταξης των ελληνικών κρατικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις,
- δεύτερον, την αναμενόμενη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις παρεμβάσεις ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και
- τρίτον, την ισχυροποίηση του τραπεζικού συστήματος και την απελευθέρωση πόρων για τη χρηματοδότηση της οικονομίας που αναμένεται να επιφέρουν οι μεταρρυθμίσεις και πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών.

Παράλληλα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να ενισχυθούν με τη συνέχιση των ιδιωτικοποιήσεων, την επιτάχυνση του σχετικού προγράμματος για την ίδρυση και λειτουργία του νέου φορέα αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας, την ψήφιση του νέου αναπτυξιακού νόμου, τη σταθεροποίηση των κεφαλαιακών ροών από την ΕΕ και την αξιοποίηση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων (EFSI – “πακέτο Juncker”) και άλλων διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Οι δράσεις του σχεδίου Juncker, οι οποίες ήδη είναι σε χρήση σε άλλες χώρες-μέλη της ΕΕ, μπορούν να συμβάλουν στην αύξηση των επενδύσεων τα επόμενα χρόνια. Για παράδειγμα, σύμφωνα με υπολογισμούς των υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι επενδύσεις στον ενεργειακό τομέα στην Ελλάδα, οι οποίες στοχεύουν στη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης μέσω ολοκληρωμένων συστημάτων μονώσεων κατοικιών και στροφής σε “καθαρότερες” πηγές ενέργειας, μπορούν να φθάσουν σε 10 έως 20 δισεκ. ευρώ τα αμέσως επόμενα χρόνια. Οι μεταρρυθμίσεις και η απελευθέρωση του ενεργειακού τομέα που έχουν ήδη αποφασιστεί και υλοποιούνται, σε συνδυασμό με τις επεν-

δύσεις που προαναφέρθηκαν, θα έχουν ως αποτέλεσμα τόσο τη βελτίωση της καθημερινότητας των πολιτών και τη μείωση του κόστους διαβίωσής τους όσο και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων μέσω της μείωσης του κόστους ενέργειας.

Η εξαγωγική δραστηριότητα της οικονομίας αναμένεται να κινηθεί σε οριακά θετικά επίπεδα στη διάρκεια του 2016 και η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας θα συνεχίσει να βελτιώνεται. Οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα αυξηθούν ελαφρά, ακολουθώντας την εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης. Όσον αφορά τις εξαγωγές υπηρεσιών, η μείωση των εισπράξεων από τις θαλάσσιες μεταφορές, λόγω των συνθηκών που έχουν διαμορφωθεί μετά την επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών, θα αντισταθμίσει την άνοδο των τουριστικών εσόδων για το σύνολο του έτους.

Η ιδιωτική κατανάλωση, που αποδείχθηκε αρκετά σταθερή το 2015, προβλέπεται να μειωθεί το 2016, επηρεαζόμενη από τη μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, λόγω της αύξησης των φορολογικών υποχρεώσεών τους. Ο γενικός πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί υπό τη συνδυασμένη επίδραση των πληθωριστικών πιέσεων από τις νέες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία και των αντιπληθωριστικών τάσεων από τα ενεργειακά αγαθά. Οι περιορισμοί της εγχώριας ζήτησης συνεχίζουν να επιδρούν σε αντιπληθωριστική κατεύθυνση, ωστόσο εκτιμάται ότι στη διάρκεια του 2016 ο πυρήνας του πληθωρισμού θα καταγράψει ηπιότερες μειώσεις. Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αναμένεται να συνεχιστεί με βραδύτερους ρυθμούς στη διάρκεια του 2016.

## **5 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΖΕΤΑΙ ΑΠΟ ΜΕΤΡΙΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΑΥΞΗΜΕΝΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Η ανάκαμψη της **παγκόσμιας οικονομίας** συνεχίζεται με μέτριους ρυθμούς σε ένα περιβάλλον

αυξημένης αβεβαιότητας για την ευρωστιά της οικονομικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες και την ομαλή εξισορρόπηση της ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες, αλλά και για κρίσιμα γεωπολιτικά ζητήματα, όπως το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο για την παραμονή ή όχι της χώρας στην ΕΕ.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 3,2% το 2016, έναντι 3,1% το προηγούμενο έτος, και να ανέλθει σε 3,5% το 2017, παράλληλα με την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου (σε 3,8% το 2017 από 3,1% το τρέχον έτος). Σταθερός αλλά μέτριος, γύρω στο 2%, προβλέπεται να παραμείνει το τρέχον έτος ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να σημειώσει μικρή άνοδο και να διαμορφωθεί σε 4,1%, μετά από μία πενταετία συνεχούς υποχώρησης.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ενισχύθηκε το α' τρίμηνο του 2016 (σε 0,5% έναντι του προηγούμενου τριμήνου), ενώ προβλέπεται να ανέλθει σε 1,6% για το σύνολο του έτους και να σημειώσει μικρή επιτάχυνση το 2017. Η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης, κυρίως μέσω της ιδιωτικής κατανάλωσης, ενώ η συμβολή των ιδιωτικών επενδύσεων προβλέπεται να αυξηθεί σταδιακά υπό την επίδραση της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού των επιχειρήσεων. Η μικρή χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, μερικώς μέσω των δαπανών για την αντιμετώπιση της μεταναστευτικής κρίσης, αναμένεται επίσης να ενισχύσει την εγχώρια ζήτηση. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 0,2% το 2016 και να αυξηθεί σε 1,3% το 2017.

Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις για την επόμενη διετία περιβάλλονται από αβεβαιότητα, καθώς θετικοί και αρνητικοί παράγοντες θα συνεχίσουν να επιδρούν. Οι προβλέψεις



συναρτώνται κρίσιμα με τη δυνατότητα των αναδυόμενων οικονομιών να ανακάμψουν ταχύτερα, εξέλιξη που θα ωθήσει αποφασιστικά το παγκόσμιο εμπόριο, ενώ στις προηγμένες οικονομίες η αύξηση του ρυθμού ανόδου του δυνητικού προϊόντος και η κινητοποίηση της ασθενικής επενδυτικής δραστηριότητας, καθώς και η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας θα διαδραματίσουν πρωτεύοντα ρόλο.

Στις προηγμένες οικονομίες, η διασφάλιση υψηλότερης και βιώσιμης ανάπτυξης απαιτεί, σύμφωνα με το ΔΝΤ, διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, συνέχιση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, υιοθέτηση φιλικών προς την ανάπτυξη δημοσιονομικών πολιτικών και δημοσιονομική ώθηση με αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές στις περιπτώσεις όπου υφίσταται δημοσιονομικό περιθώριο. Ιδιαίτερα δε για τη ζώνη του ευρώ, συνιστάται η μείωση των μεγάλων πλεονασμάτων ορισμένων χωρών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

## **6 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΑΡΑΜΕΝΕΙ ΠΡΟΣΗΛΩΜΕΝΗ ΣΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΡΟΠΗ ΤΟΥ ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ**

Στις αρχές του 2016, η ενιαία νομισματική πολιτική προσαρμόστηκε προκειμένου να αντισταθμιστούν οι δυσμενείς συνέπειες της χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος για την πρόοδο όσον αφορά την επιστροφή της ζώνης του ευρώ στη σταθερότητα των τιμών. Συγκεκριμένα, το Μάρτιο του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια ώστε το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης να διαμορφωθεί για πρώτη φορά στο μηδέν και το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων να φθάσει στις 40 μονάδες βάσης κάτω από το μηδέν. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επίσης προχώρησε σε περαιτέρω ενίσχυση του προγράμματος αγοράς τίτλων. Πρώτον, το ύψος των μηνιαίων αγορών χρεογράφων, από εκδότες στον ιδιωτικό ή το

δημόσιο τομέα, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, αυξήθηκε από 60 σε 80 δισεκ. ευρώ. Δεύτερον, το πρόγραμμα διευρύνθηκε με την υπαγωγή σε αυτό και χρεογράφων με εναπομένονσα διάρκεια από 6 μήνες έως 30 χρόνια τα οποία έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ. Τα εν λόγω χρεόγραφα υπάγονται στο πρόγραμμα εφόσον πληρούν τις διάφορες προϋποθέσεις (π.χ. εφόσον κατατάσσονται στην επενδυτική βαθμίδα όσον αφορά την πιστοληπτική διαβάθμιση) οι οποίες είναι αναγκαίες ώστε ένα χρεόγραφο να γίνεται αποδεκτό από το Ευρωσύστημα ως εξασφάλιση στις πράξεις νομισματικής πολιτικής. Τρίτον, αυξήθηκε το ανώτατο όριο από 33% σε 50% της αξίας (ανά εκδότη και ανά έκδοση) των τίτλων διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών που μπορεί να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων ή άλλων συναλλαγών.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε νέα σειρά τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, προς διεξαγωγή σε αποκεντρωμένη βάση από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες κατά την περίοδο Ιουνίου 2016-Μαρτίου 2017. Συμμετέχοντας στις πράξεις αυτές, οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος (κατά κύριο λόγο οι εμπορικές τράπεζες) είναι δυνατόν να αντλήσουν χρηματοδότηση για μια τετραετία με μηδενικό ή αρνητικό επιτόκιο. Το ύψος της χρηματοδότησης, προς άντληση από το Ευρωσύστημα, εφάπαξ ή τμηματικά μέσω διαδοχικών στοχευμένων πράξεων, μπορεί να φθάσει μέχρι το 30% του υφιστάμενου, κατά την 31η Ιανουαρίου 2016, υπολοίπου των πιστώσεων των τραπεζών προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ, εξαιρουμένων των στεγαστικών δανείων.

Τα μέτρα χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής που έχουν ληφθεί από το 2014 και έπειτα συνέβαλαν σε αύξηση της ροής δανειακών πόρων από τις τράπεζες προς την πραγματική οικονομία στη ζώνη του ευρώ και σε γενική

βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση, καθώς και σε υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, ενισχύοντας έτσι τη διεθνή ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της Νομισματικής Ένωσης, και άρα τη συνολική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ, και περιορίζοντας τις καθοδικές πιέσεις στις εγχώριες τιμές.

Παρ' όλα αυτά, η ενιαία νομισματική πολιτική, δεδομένων και των υστερήσεων τόσο ως προς την ακολουθούμενη δημοσιονομική πολιτική σε κράτη-μέλη της ευρωζώνης που διαθέτουν “δημοσιονομικό χώρο” όσο και ως προς τις ακολουθούμενες διαρθρωτικές πολιτικές τις οποίες επανειλημμένως έχει επισημάνει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, δεν έχει μέχρι στιγμής κατορθώσει να ενδυναμώσει επαρκώς την οικονομική δραστηριότητα. Κατά συνέπεια, η οικονομική ανάκαμψη παραμένει ακόμη εύθραυστη. Βεβαίως, η ετοιμότητα του Ευρωσυστήματος να υιοθετήσει κατάλληλα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής απέτρεψε τα χειρότερα, όπως άλλωστε προκύπτει και από την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2016. Ωστόσο, εξαιτίας των διαδοχικών μειώσεων των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, οι πληθωριστικές προσδοκίες, ιδίως μάλιστα αυτές που τεκμαίρονται από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, εξακολουθούν να κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Τέλος, ο ρυθμός πληθωρισμού απέχει σημαντικά από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, όπως απαιτείται προκειμένου να εδραιωθεί η σταθερότητα των τιμών, ενώ και ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Επί του παρόντος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις των τιμών και, όπως έχει δηλώσει (Απρίλιος 2014), είναι διατεθειμένο να χρησιμοποιήσει και άλλα μέσα νομισματικής πολιτικής που θα είναι σύμφωνα με το καταστατικό της ΕΚΤ προκειμένου να βελτιώσει τις προοπτικές για επιστροφή του ρυθμού πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση λίγο κάτω από το 2% μεσοπρόθεσμα.

## **7 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΗΨΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΔΡΑΣΕΩΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ**

Με την επιβολή περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα και την τόνωση της εμπιστοσύνης που επέφερε η συμφωνία με τους διεθνείς πιστωτές τον Ιούλιο του 2015, οι εκτεταμένες εκροές καταθέσεων περιορίστηκαν σημαντικά. Το δεκάμηνο Ιουλίου 2015-Απριλίου 2016 οι συνολικές καταθέσεις στις τράπεζες στην Ελλάδα κατέγραψαν μείωση περίπου κατά 2%, εξαιτίας κυρίως της υποχώρησης των καταθέσεων των νοικοκυριών, έναντι πολλαπλάσιας μείωσης κατά 25% στη διάρκεια του δεκαμήνου το οποίο είχε προηγηθεί του Ιουλίου του 2015. Παράλληλα, επέστρεψαν στις εγχώριες τράπεζες τραπεζογραμμάτια τα οποία είχαν αποθησαυριστεί.

Η αναθεώρηση επί το δυσμενέστερο των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας στη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015 και οι αρχικές εκτιμήσεις για τις επιπτώσεις της επιβολής των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα οδήγησαν τις τράπεζες να αυξήσουν, από τα μέσα του 2015, τα επιτόκια δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και καταναλωτές, παρά το γεγονός ότι τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας άρχισαν τότε να καταγράφουν ταχεία μείωση.

Οι καθαρές μηνιαίες ροές της τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία γενικά δείχνουν κάποια άμβλυνση της πιστωτικής συστολής, κατά τη διάρκεια του 2015 και τους πρώτους μήνες του 2016, όσον αφορά τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές. Ωστόσο, είναι σαφές ότι το ύψος των, κατά μήνα, εκταμιεύσεων νέων τραπεζικών δανείων με καθορισμένη λήξη έβαινε μειούμενο στη διάρκεια της περιόδου υπό επισκόπηση. Φθίνουσα πορεία ακολούθησε και το υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων χωρίς καθορισμένη λήξη (λ.χ. υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς). Αυτές οι εξελίξεις είναι ενδεικτικές περιορισμού έναντι των προηγούμενων

ετών της στήριξης που παρέχει η τραπεζική χρηματοδότηση στην οικονομία στη διάρκεια του 2015 και στις αρχές του 2016.

Η ολοκλήρωση της αξιολόγησης προοιωνίζεται περιορισμό της εναπομένουσας αβεβαιότητας. Σε συνδυασμό με την αναμενόμενη έξοδο της ελληνικής οικονομίας από την ύφεση και την παγίωση συνθηκών οικονομικής ανάπτυξης, καθώς η προώθηση προσαρμογών και μεταρρυθμίσεων θα αποδίδει καρπούς, ο περιορισμός της αβεβαιότητας αναμένεται να οδηγήσει σε επιστροφή αποταμιεύσεων στις τράπεζες στην Ελλάδα και διεύρυνση της πρόσβασης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και εύρωστων εξωστρεφών ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Εξάλλου, όπως είναι γνωστό, η ολοκλήρωση της αξιολόγησης θα αποτελέσει το έναυσμα ώστε τα χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου να χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις στις πράξεις ανοικτής αγοράς, μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα παρέχει χρηματοδότηση στις τράπεζες στη ζώνη του ευρώ με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους. Μέχρι πρόσφατα, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα συμμετείχαν στις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής και σε στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, αν και οι διαθέσιμες σε αυτά εξασφαλίσεις που γίνονται αποδεκτές ως ενέχυρο, σύμφωνα με το πλαίσιο του Ερωσυστήματος, ήταν σχετικά περιορισμένες και αποτελούνταν σχεδόν αποκλειστικά από ομόλογα του EFSF. Μάλιστα, μόλις τον Απρίλιο του 2016 επετράπη η πώληση στο Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς ομολόγων τα οποία ο EFSF είχε εκδώσει και εισφέρει κατά το παρελθόν προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή βάση των ελληνικών τραπεζών.

**Το νέο θεσμικό πλαίσιο θα επιτρέψει την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων**

Σήμερα το μεγαλύτερο πρόβλημα του τραπεζικού συστήματος είναι το υψηλό απόθεμα των

μη εξυπηρετούμενων δανείων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών. Η ριζική αντιμετώπισή του, σε συνδυασμό με την πρόσφατη ανακεφαλαιοποίηση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και την αναμενόμενη αύξηση της ρευστότητας, κατόπιν της ολοκλήρωσης της αξιολόγησης, θα ενισχύσει την ικανότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να στηρίξουν με χρηματοδότηση την οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Πράγματι, το 2015 κατέστη αναγκαία σημαντική αύξηση των προβλέψεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, με συνέπεια οι ζημιές των ελληνικών τραπεζών να διευρυνθούν και να φθάσουν τα 9 δισεκ. ευρώ. Η ποιότητα των χαρτοφυλακίων δανείων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων χειροτέρευσε, ώστε το μερίδιο των συνολικών ανοιγμάτων που χαρακτηρίζονται ως μη εξυπηρετούμενα να φθάσει το 44,2% το Δεκέμβριο του 2015 από 39,9% το Δεκέμβριο του 2014. Το εν λόγω ποσοστό, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, αυξήθηκε περαιτέρω σε 45,2% το Μάρτιο του 2016, ωστόσο η μεταβολή αυτή οφείλεται ουσιαστικά στη μείωση του παρονομαστή, καθώς η δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων δείχνει σημάδια εξασθένησης.

Σε βασικούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, όπως οι κατασκευές και η βιομηχανία, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων υπερβαίνει το 50%, ενώ το 70% των δανείων που είχαν ρυθμιστεί κατά το παρελθόν, προκειμένου να ενισχυθεί η πιθανότητα αποπληρωμής τους, χαρακτηρίζονται και πάλι ως μη εξυπηρετούμενα.

Είναι ενθαρρυντικό πάντως ότι το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις υπερβαίνει ελαφρά το 50%, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας συνολικά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, κατόπιν της ανακεφαλαιοποίησης, αυξήθηκαν πάνω από 16% το 2015.

Εξάλλου, έχουν εισαχθεί πρόσφατα πολλές βελτιώσεις στο θεσμικό περιβάλλον που προάγουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση εκ



μέρους των τραπεζών των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού. Συγκεκριμένα, έχει δρομολογηθεί ο καθορισμός, με τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος, σχετικών ποσοτικών στόχων για να καθοδηγήσουν τις προσπάθειες των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων. Έχουν επίσης υιοθετηθεί σημαντικά νομοθετήματα με αντικείμενο την επιτάχυνση της αναγκαστικής εκτέλεσης και γενικότερα των διαδικασιών στα δικαστήρια, τη ρύθμιση των οφειλών υπερχρεωμένων νοικοκυριών, την απλοποίηση της εξυγίανσης και της ειδικής εκκαθάρισης των επιχειρήσεων και κυρίως τη δημιουργία δευτερογενούς αγοράς δανείων στην οποία θα συμμετέχουν εταιρίες διαχείρισης και μεταβίβασης δανειακών απαιτήσεων.

Επιπλέον, η αναμενόμενη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας είναι εύλογο να επιβραδύνει τη δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων, όπως επίσης και να συμβάλει ώστε κάποια δάνεια τα οποία βρίσκονται επί του παρόντος σε καθυστέρηση να καταστούν και πάλι ενήμερα. Καθώς θα σημειώνεται πρόοδος ως προς την επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, το περιθώριο μεταξύ δανειακών επιτοκίων και κόστους άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών θα συμπιεστεί ώστε και εξ αυτού του λόγου το κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να μετριαστεί. Ταυτόχρονα θα αυξηθεί η διαθεσιμότητα τραπεζικού δανεισμού για τους υγιείς δανειολήπτες, καθώς θα αποδεσμευθούν τα ρευστά διαθέσιμα και τα εποπτικά κεφάλαια τα οποία, επί του παρόντος, αντικρίζουν στους τραπεζικούς ισολογισμούς τα προβληματικά στοιχεία ενεργητικού.

## 8 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΝ

Οι κίνδυνοι που είναι δυνατόν να επηρεάσουν την ελληνική οικονομία μπορούν να διαχωριστούν σε αυτούς που σχετίζονται με το εσωτερικό και το εξωτερικό. Όσον αφορά το εσωτερικό, ο μεγαλύτερος κίνδυνος συνδέεται με την υπερβολική, κατά την άποψη της Τράπε-

ζας της Ελλάδος, έμφαση στις αυξήσεις φόρων που αποφασίστηκε στο πλαίσιο της πρώτης αξιολόγησης για να καλυφθεί το δημοσιονομικό κενό της περιόδου 2016-2018. Οι αυξήσεις των άμεσων και έμμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης επιδρούν αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα και επιβραδύνουν την οικονομική ανάκαμψη. Μια μεγαλύτερη του αναμενομένου υφειστική επιπτώση του αυξημένου φορολογικού βάρους θα είχε ως δευτερογενή επίδραση την απόκλιση των δημοσιονομικών στόχων για τα έσοδα.

Επιπλέον, τυχόν καθυστέρηση στην υλοποίηση των προαπαιτούμενων δράσεων για την τμηματική εκταμίευση της δόσης των 10,3 δισεκ. ευρώ που αποφασίστηκε στο πλαίσιο της πρώτης αξιολόγησης, καθώς και των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που προβλέπονται στο δεύτερο εξάμηνο του 2016, θα περιορίσει την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και τις προοπτικές εξόδου από την ύφεση. Παράλληλα, θα οδηγήσει σε μετάθεση της υλοποίησης των δράσεων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που προβλέπονται στη σχετική ανακοίνωση του Eurogroup με αποτέλεσμα αναζωπύρωση της αβεβαιότητας, υπονόμευση του κλίματος εμπιστοσύνης και εξασθένηση των προοπτικών οριστικής εξόδου από την κρίση. Επίσης, τυχόν επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης θα μπορούσε να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στον τουρισμό και το εμπόριο, επιβραδύνοντας την ανάκαμψη της οικονομίας.

Όσον αφορά τους εξωτερικούς παράγοντες, οι διαφοροποιήσεις πολλών κρατών-μελών στην Ευρώπη για το πώς θα αντιμετωπιστεί η προσφυγική κρίση, ο κίνδυνος περιορισμού της ελεύθερης κίνησης ατόμων και εμπορευμάτων εξαιτίας πιέσεων για αναστολή της ισχύος της συνθήκης Σένγκεν (Schengen), καθώς και η αβεβαιότητα για την έκβαση του δημοψηφίσματος που αφορά την έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση, δείχνουν ότι υπάρχουν πολλά προβλήματα που καθιστούν πιο ευάλωτη τη θέση της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μπορούν να καθυστερήσουν την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

## 9 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Με βάση τα δεδομένα της πραγματικής οικονομίας και τις αναμενόμενες θετικές επιπτώσεις της πρώτης αξιολόγησης, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι πλησιάζει το τέλος της ύφεσης και ότι στα τέλη του 2016 θα καταγραφούν σαφείς ενδείξεις ανάκαμψης. Για να μετατραπεί όμως η ανάκαμψη αυτή σε βιώσιμη και ταχεία ανάπτυξη, απαιτούνται συγκεκριμένες και συνδυασμένες δράσεις με στόχο τη δημιουργία ενός “περιβάλλοντος ανάπτυξης”. Αυτό σημαίνει:

**1<sup>ο</sup>. Εμπέδωση της εμπιστοσύνης** και ενίσχυση της εκτίμησης ότι η ελληνική οικονομία έχει επανέλθει στην κανονικότητα και δεν επιφυλάσσει ανεπιθύμητες παλινδρομήσεις. Για να συμβεί αυτό, πρέπει το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων να εφαρμόζεται με συνέπεια και συνέχεια. Εν προκειμένω θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και τη βελτίωση του κλίματος η εφαρμογή των δημοσιονομικών και ειδικά των φορολογικών μέτρων δεν αρκεί. Πρέπει να συνοδεύεται από τη ρητή αποδοχή και την οικειοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων πρωτίστως από αυτούς που καλούνται να το εφαρμόσουν τώρα και στο μέλλον. Οι επιφυλάξεις, οι αρνήσεις, οι υπαινικτικές αναφορές σε παρεμβάσεις και αλλαγές ως αναγκαίο κακό δημιουργούν σύγχυση, συντηρούν αβεβαιότητες και δυσχεραίνουν σημαντικά την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης.

**2<sup>ο</sup>. Αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας.** Όπως έχει προτείνει εδώ και καιρό η Τράπεζα της Ελλάδος, ταυτόχρονα με την υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων, η αξιοποίηση της αδρανούς δημόσιας περιουσίας και η ταχεία προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων είναι τα ισχυρότερα μέσα όχι μόνο για την τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας και την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης, αλλά και για την υποβοήθηση της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς συμβάλλουν στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Είναι συνεπώς απαραίτητο να επιτα-

χυνθεί το υφιστάμενο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων και να αναζητηθούν διαδικασίες που θα επιτρέψουν την αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας.

**3<sup>ο</sup>. Αντιμετώπιση του υψηλού αποθέματος μη εξυπηρετούμενων δανείων**, η οποία αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα. Η αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος όχι μόνο θα ελαφρύνει το βάρος για τους δανειολήπτες που θα συνεργαστούν, αλλά και θα επιτρέψει στις τράπεζες να απελευθερώσουν κεφάλαια, τα οποία θα μπορούσαν να κατευθυνθούν στις πιο δυναμικές και εξωστρεφείς επιχειρήσεις, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στη συνολική αναδιάρθρωση της οικονομίας υπέρ των κλάδων παραγωγής εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, με αποτέλεσμα την άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας και του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης ακόμη και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Εκτιμάται ότι οι πρωτοβουλίες που έχουν δρομολογηθεί για τους επόμενους μήνες αποτελούν ιδιαίτερα σημαντικές τομές όσον αφορά τη δομή του ελληνικού τραπεζικού τομέα και την αναδιάρθρωση των εγχώριων τραπεζών. Ειδικότερα, είναι αναγκαίο να υλοποιηθούν σύντομα:

- η ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς δανείων (εξυπηρετούμενων ή μη), ώστε να διευρυνθεί ο αριθμός των συμμετεχόντων και να εμπλουτιστεί η τεχνογνωσία ως προς τη διαχείριση επισφαλών δανείων,
- η αναμόρφωση του πλαισίου εξωδικαστικού διακανονισμού χρέους, ώστε να υπάρξουν δυνατότητες ταχείας, αποτελεσματικής και διαφανούς ρύθμισης χρεών προς ιδιώτες και φορείς του Ελληνικού Δημοσίου,
- η βελτίωση των υποδομών της δικαιοσύνης και της εξειδικευμένης τεχνογνωσίας των δικαστών,
- η επίλυση χρόνιων ζητημάτων που σχετίζονται με τη φορολογική μεταχείριση δια-

γραφών και σχηματισμού προβλέψεων τόσο για τους δανειολήπτες όσο και για τους δανειστές,

- η εισαγωγή διατάξεων που εξασφαλίζουν τη συνεργασία των μετόχων στις προσπάθειες των τραπεζών για εξυγίανση επιχειρήσεων.

Η Τράπεζα της Ελλάδος ανταποκρίνεται στις δεσμεύσεις της, ιδίως όσον αφορά την τροποποίηση του Κώδικα Δεοντολογίας και την εφαρμογή πλαισίου στοχοθέτησης και παρακολούθησης της στρατηγικής διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων από το σύνολο των ελληνικών τραπεζών.

Παράλληλα όμως, απαιτείται μια πιο ενεργητική πολιτική διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων από την πλευρά των τραπεζών μέσω μεγαλύτερης έμφασης σε μακροχρόνιες ρυθμίσεις, συντονισμένη αντιμετώπιση των κοινών πιστούχων, καθώς και έμφαση στην αναδιάρθρωση των βιώσιμων επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, είναι κρίσιμη η επίτευξη των στόχων της ταχείας μείωσης του μεγάλου όγκου των μη εξυπηρετούμενων δανείων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, οι οποίοι θα συμφωνηθούν από κοινού με την Τράπεζα της Ελλάδος και την ΕΚΤ στο αμέσως προσεχές διάστημα. Οι παραπάνω δράσεις, σε συνδυασμό με την ανάσχεση της ύφεσης και τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας, θα έχουν ως αποτέλεσμα αρχικά τη σταθεροποίηση του λόγου μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων και στη συνέχεια την αποκλιμάκωσή του, με θετική επίδραση στο σύνολο της οικονομίας.

**4<sup>ο</sup>. Μεταρρυθμίσεις για τόνωση της εξωστρέφειας.** Οι μεταρρυθμίσεις που έγιναν από το 2010 και έπειτα οδήγησαν το 2015 σε πλήρη ανάκτηση της απώλειας ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας της περιόδου 2000-2009 σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους. Παρά την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας όμως, οι εξαγωγές δεν επέδειξαν την αναμενόμενη δυναμική ανόδου. Αυτό εξηγείται εν μέρει από την έλλειψη χρηματοδότησης και το συγκριτικά υψηλότερο κόστος

μακροχρόνιου δανεισμού, καθώς και από την αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης που μετριάξει ή ακόμη και ανακόπτει την πορεία ανάκτησης της συνολικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Επιπρόσθετα όμως οφείλεται και σε μια σειρά εγγενών διαρθρωτικών αδυναμιών που περιορίζουν την ευκολία διείσδυσης των ελληνικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές και σχετίζονται με την ποιότητα του προϊόντος, την κατοχύρωση ονομασίας προέλευσης και γραφειοκρατικές δυσχέρειες.

Ωστόσο, εξαιτίας της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας κόστους που έλαβε χώρα τα προηγούμενα χρόνια υπάρχουν σημαντικά περιθώρια ανόδου των εξαγωγών στο εγγύς μέλλον. Όμως, η στήριξη των εξαγωγικών προοπτικών θα απαιτήσει νέες επενδύσεις προκειμένου να ενισχυθεί η εξαγωγική βάση των εξωστρεφών επιχειρήσεων. Το περαιτέρω άνοιγμα του διεθνούς εμπορίου, η συμμετοχή σε παγκόσμιες αλυσίδες παραγωγής και η αύξηση των εμπορικών δεσμών με χώρες και επιχειρήσεις που βρίσκονται στην αιχμή της τεχνολογίας σε παγκόσμια κλίμακα θα έχει ως συνέπεια την απορρόφηση νέων τεχνολογιών από τις εξαγωγικές επιχειρήσεις και τη διάχυσή τους στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας, ενισχύοντας τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές της προοπτικές.

Συνεπώς, η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών και στη λειτουργία του δημόσιου τομέα θα οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων και της απασχόλησης, ενώ παράλληλα αναμένεται να διευκολύνει την καινοτομία και την εισαγωγή νέων τεχνολογιών μέσω της ενίσχυσης του ανταγωνισμού. Με τη σειρά τους, οι εξελίξεις αυτές θα βελτιώσουν την ποιότητα των ελληνικών εξαγωγών, ενώ θα διευρύνουν την εξαγωγική βάση και τη συνολική παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό θα καταστήσει διατηρήσιμη την υποχώρηση των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ παράλληλα θα αυξήσει το δυνητικό προϊόν σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

\*\*\*



Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης δημιουργεί θετικές προοπτικές για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας το β' εξάμηνο του 2016, γεγονός που ήδη προεξοφλείται στις αγορές μέσω της υποχώρησης των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Παράλληλα, η δέσμευση των Ευρωπαίων εταίρων για ανάληψη δράσεων με στόχο τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους σε βραχυπρόθεσμο και μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι ένα θετικό βήμα. Παρ' όλα αυτά, το πρόβλημα του δημόσιου χρέους δεν αντιμετωπίζεται αποφασιστικά και με εμπροσθοβαρή τρόπο στο πλαίσιο της ιδιαίτερα ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας των πολύ χαμηλών επιτοκίων, αλλά μετατίθεται για επανεξέταση στο μέλλον.

Συνεπώς, η Τράπεζα της Ελλάδος κρίνει αναγκαία την εξειδίκευση, ποσοτικοποίηση και εμπροσθοβαρή ενεργοποίηση των προβλεπόμενων μέτρων διαχείρισης του δημόσιου χρέους, καθώς αυτή θα είχε ως συνέπεια, κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, την περαιτέρω μείωση του ασφαλιστικού κινδύνου της ελληνικής οικονομίας και την ενίσχυση της αξιοπιστίας και της αποδοχής των ακολουθούμενων πολιτικών, που θα συντελούσαν ώστε να βελτιωθεί περαιτέρω το κλίμα εμπιστοσύνης και να ενδυναμωθεί η ανάκαμψη της οικονομίας.

Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι η επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε ρεαλιστικούς και βιώσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης θα υποβοηθηθεί περαιτέρω από τη μείωση του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου από πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ από το 2018 και μετά, σε 2%

του ΑΕΠ, χωρίς να θιγεί η προοπτική βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Κάτι τέτοιο θα δώσει τη δυνατότητα για μείωση της φορολογίας και θα απελευθερώσει πόρους για την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας.

Από εδώ και στο εξής οι ελληνικές αρχές θα πρέπει να στρέψουν την προσοχή τους στα κρίσιμα ζητήματα που περιορίζουν τις αναπτυξιακές δυνατότητες της χώρας και συντηρούν το φαύλο κύκλο της ύφεσης. Για το λόγο αυτό, επιβάλλονται:

- η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων για την αναμόρφωση της λειτουργίας του κράτους και την απελευθέρωση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών,
- η επιτάχυνση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας,
- η δραστική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών,
- η περικοπή των μη παραγωγικών δαπανών του Δημοσίου και, τέλος, στο βαθμό που το επιτρέπει η δημοσιονομική κατάσταση,
- η ελάφρυνση των φορολογικών βαρών.

Οι δράσεις αυτές θα προσελκύσουν ξένες επενδύσεις και θα οδηγήσουν σε έναν ενάρετο κύκλο που θα σηματοδοτήσει την οριστική έξοδο από την κρίση και τη διατηρήσιμη αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

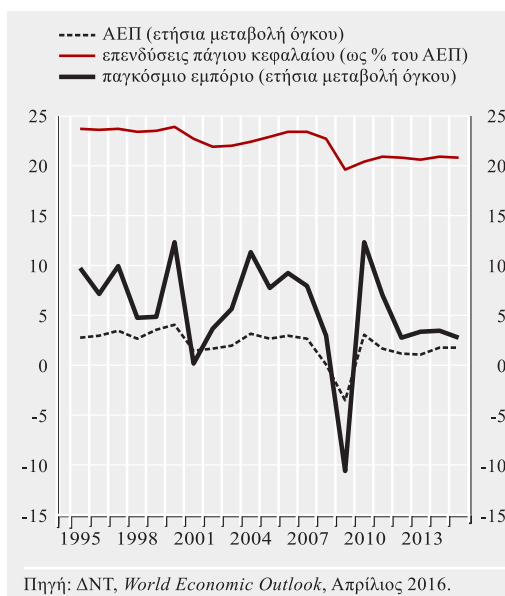
## II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας συνεχίζεται με μέτριους ρυθμούς σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας για την ευρωστία της οικονομικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες και την ομαλή εξισορρόπηση της ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες, αλλά και για κρίσιμα γεωπολιτικά ζητήματα, όπως το βρετανικό δημοψήφισμα για την ΕΕ. Σταθερός αλλά μέτριος, γύρω στο 2%, προβλέπεται να παραμείνει το τρέχον έτος ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να σημειώσει μικρή άνοδο και να διαμορφωθεί σε 4,1%, μετά από μία πενταετία συνεχούς υποχώρησης. Θετικές διαγράφονται, γενικά, οι εξελίξεις και προοπτικές των οικονομιών της ΝΑ Ευρώπης για το 2016.

Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ενισχύθηκε το α' τρίμηνο του 2016, ενώ προβλέπεται να ανέλθει σε 1,6% για το σύνολο του έτους και να σημειώσει μικρή επιτάχυνση το 2017. Η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης, κυρίως μέσω της ιδιωτικής κατανάλωσης, ενώ η συμβολή των ιδιωτικών επενδύσεων προβλέπεται να αυξηθεί σταδιακά υπό την επίδραση της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού των επιχειρήσεων. Η μικρή χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, μερικώς μέσω των δαπανών για την αντιμετώπιση της μεταναστευτικής κρίσης, αναμένεται επίσης να ενισχύσει την εγχώρια ζήτηση. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 0,2% το 2016 και να αυξηθεί σε 1,3% το 2017.

Η εύθραυστη διεθνής οικονομική συγκυρία, με κύρια χαρακτηριστικά το χαμηλό ρυθμό αύξησης των επενδύσεων και του παγκόσμιου εμπορίου (βλ. Διάγραμμα II.1), αυξάνει την ανάγκη για πολιτικές οι οποίες διασφαλίζουν ικανοποιητικούς ρυθμούς οικονομικής δραστηριότητας βραχυπρόθεσμα, ενώ ταυτόχρονα ενισχύουν το παραγωγικό δυναμικό των οικονομιών. Στις προηγμένες οικονομίες, η διασφάλιση υψηλότερης και βιώσιμης ανάπτυξης απαιτεί, σύμ-

Διάγραμμα II.1 ΑΕΠ και επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου προηγμένων οικονομιών και παγκόσμιο εμπόριο



φωνα με το ΔΝΤ, αμοιβαίως ενισχυόμενες πολιτικές, όπως διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, συνέχιση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής και δημοσιονομική ενίσχυση, με τη μορφή φιλικών προς την ανάπτυξη δημοσιονομικών πολιτικών, και δημοσιονομική ώθηση στις περιπτώσεις όπου υφίσταται δημοσιονομικό περιθώριο, κυρίως με αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές με πρόσθετο όφελος, ιδιαίτερα για τη ζώνη του ευρώ, τη μείωση των μεγάλων πλεονασμάτων ορισμένων χωρών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (βλ. Ειδικό θέμα II.1).

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

#### I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ επιβραδύνθηκε στο 3,1% το 2015 από 3,4% το

1 Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις μακροοικονομικές εξελίξεις μέχρι τις 2.6.2016 και λαμβάνει υπόψη τις πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ (World Economic Outlook, Απρ. 2016) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2016), καθώς και τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2016).

προηγούμενο έτος, παρά τις προβλέψεις για επιτάχυνση ένα χρόνο πριν, αφενός εξαιτίας της υψηλότερης του αναμενομένου επιβράδυνσης των αναδυόμενων οικονομιών και αφετέρου εξαιτίας της αδυναμίας των προηγμένων οικονομιών να σημειώσουν την προβλεπόμενη επιτάχυνση του ΑΕΠ χωρίς ικανοποιητική εξωτερική ζήτηση από τις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες.

Ο ρυθμός ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας για το τρέχον έτος, αν και εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρώς στο 3,2%, θα παραμείνει, μαζί με εκείνον του 2015, ο χαμηλότερος μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-2009.

Η συνεχιζόμενη επιβράδυνση και εξισορρόπηση της εγχώριας ζήτησης στην Κίνα, η μεγάλη πτώση και διατήρηση χαμηλών διεθνών τιμών στα βασικά εμπορεύματα, κυρίως στο πετρέλαιο, η σχετιζόμενη με αυτές τις εξελίξεις επιβράδυνση των ρυθμών ανόδου των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου αλλά και του

παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με το παρελθόν (βλ. Διάγραμμα Π.1) και η συνακόλουθη μείωση της ροής κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες οικονομίες είναι οι βασικότερες εξελίξεις που επιβαρύνουν την αναπτυξιακή επίδοση και τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας.

Στις προηγμένες οικονομίες ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παραμείνει σταθερός το 2016 στο 1,9%, με μια ελαφρώς μεγαλύτερη συμβολή της εξωτερικής ζήτησης. Στις ΗΠΑ ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παραμείνει στο 2,4% το 2016, για τρίτο συνεχόμενο έτος. Το ασθενές εξωτερικό περιβάλλον σε συνδυασμό με το ισχυρό δολάριο και την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας στον ενεργειακό τομέα περιέστειλαν τμήμα της δυναμικής που αναπτυσσόταν από τις ικανοποιητικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας (το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 5,3% το 2015 από 6,2% το 2014, ενώ το Μάρτιο του 2016 είχε υποχωρήσει στο 4,5%), την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις σε

**Πίνακας Π.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)		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Παγκόσμιο σύνολο</b>	<b>191</b>	<b>100,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>												
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	39	42,4	1,9	1,9	2,0	0,3	0,7	1,5	-3,0	-2,9	-2,5	104,8	106,6	106,1	0,7	0,7	0,4
ΗΠΑ		15,8	2,4	2,4	2,5	0,1	0,8	1,5	-3,7	-3,8	-3,7	105,8	107,5	107,5	-2,7	-2,9	-3,3
Ιαπωνία		4,3	0,5	0,5	-0,1	0,8	-0,2	1,2	-5,2	-4,9	-3,9	248,1	249,3	250,9	3,3	3,8	3,7
Ην. Βασίλειο		2,4	2,3	1,8	1,9	0,0	0,8	1,6	-4,4	-3,4	-2,4	89,2	89,7	89,1	-5,2	-4,9	-4,4
Ζώνη ευρώ	19	11,9	1,6	1,6	1,8	0,0	0,2	1,4	-2,1	-1,9	-1,6	92,9	92,2	91,1	3,6	3,7	3,6
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	152	57,6	4,0	4,1	4,6	4,7	4,5	4,2	-4,5	-4,7	-4,2	45,1	47,3	48,7	-0,2	-0,6	-0,6
Κίνα		17,1	6,9	6,5	6,2	1,4	1,8	2,0	-2,7	-3,1	-2,7	43,9	46,8	49,3	2,7	2,6	2,1
Ρωσία		3,3	-3,7	-1,8	0,8	15,5	8,4	6,5	-3,5	-4,4	-3,0	17,7	18,4	19,4	5,0	4,2	5,1

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2016. Για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2016*, Μάιος 2016.

Σημειώσεις: Για το 2016, εκτιμήσεις και για το 2017, προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2015, 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.



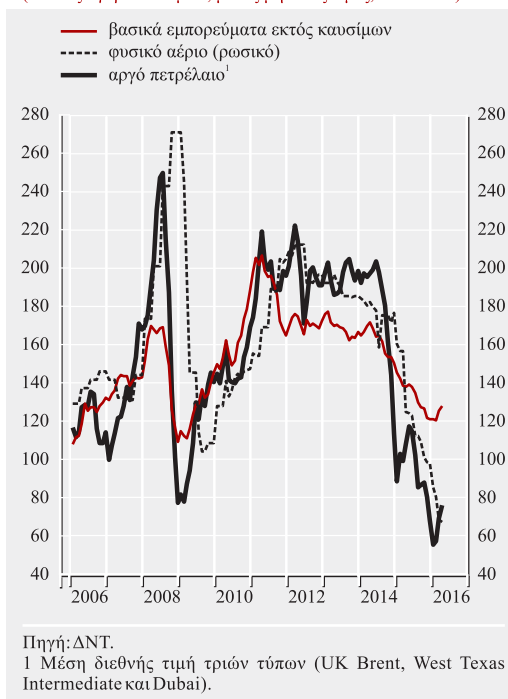
κατοικίες. Στην **Ιαπωνία** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παραμείνει επίσης σταθερός αλλά χαμηλός στο 0,5% το 2016, με την εγχώρια ζήτηση να αποκαθίσταται και την εξωτερική να υποχωρεί. Η σχεδιαζόμενη περαιτέρω αύξηση του ΦΠΑ φαίνεται πως αναβάλλεται για το 2019, ώστε να αποφευχθεί επιστροφή σε ύφεση. Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 1,8% το 2016 από 2,3% το 2015, καθώς η αυξημένη αβεβαιότητα λόγω του προγραμματισμένου δημοψηφίσματος για την παραμονή ή όχι της χώρας στην ΕΕ φαίνεται ότι έχει επιπτώσεις επί της εγχώριας ζήτησης. Η ιδιωτική και η δημόσια κατανάλωση εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθούν το 2016, όπως και οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, ωστόσο το ήδη χαμηλό ποσοστό ανεργίας θα υποχωρήσει περαιτέρω.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες**, οι οποίες πλέον παράγουν το 57,6% του παγκόσμιου ΑΕΠ, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (βλ. Πίνακα II.1), ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παραμείνει χαμηλός το 2016 (4,1%, έναντι 4,0% το 2015), κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης επιβράδυνσης της κινεζικής οικονομίας, της ύφεσης στη Ρωσία, αλλά και της επιδείνωσης της ύφεσης στις αναδυόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Η κινεζική οικονομία επιβραδύνθηκε τελικά λιγότερο έναντι των προβλέψεων το 2015, καθώς η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών αναπλήρωσε μέρος της επιβράδυνσης της δραστηριότητας στη μεταποίηση.

Ο ρυθμός ανόδου του **όγκου του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** υποχώρησε το 2015 στο 2,8%, από 3,5% το 2014. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι ο ρυθμός αυτός θα ανακάμψει ελαφρά στο 3,1% το 2016, έναντι πρόβλεψης ανόδου 4,1% τον περασμένο Οκτώβριο. Το διεθνές εμπόριο επηρεάστηκε αρνητικά κυρίως από την αναιμική ζήτηση εισαγωγών από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως την Κίνα, τη Ρωσία και τη Βραζιλία αλλά και άλλες οικονομίες που εξάγουν βασικά εμπορεύματα, εξέλιξη η οποία εν μέρει αντι-

**Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2002-Απρίλιος 2016)**

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



σταθμίστηκε από την επιτάχυνση της ζήτησης εισαγωγών από τις προηγμένες οικονομίες. Στην Κίνα για πρώτη φορά το 2015 καταγράφηκε μείωση του όγκου των εισαγωγών αγαθών, ενώ ο ρυθμός ανόδου του όγκου εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκε δραστικά στο 0,6% από 5,4%. Αντιθέτως, στη ζώνη του ευρώ ο όγκος των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 6,0% το 2015, έναντι 4,5% το 2014.

Οι **διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου**, αφού υποχώρησαν το 2015 κατά 47,2% σε όρους δολαρίου και κατά 36,8% σε όρους ευρώ, εκτιμάται ότι σε μέσα επίπεδα έτους θα υποχωρήσουν κατά 31,6% το 2016, παρά την ανάκαμψη που έχει καταγραφεί πρόσφατα (βλ. Διάγραμμα II.2). Οι διεθνείς τιμές υποχωρούν από τα μέσα του 2014 υπό τη συνδυαστική επίδραση παραγόντων που διατηρούν σε υψηλά επίπεδα τη συνολική παγκόσμια προσφορά και τα αποθέματα, λόγω του συνεχιζόμενου διεθνούς ανταγωνισμού

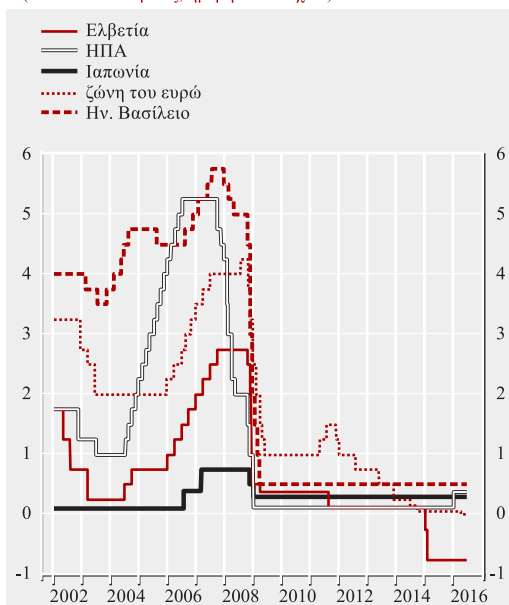
κυρίως μεταξύ αραβικών κρατών και ΗΠΑ για τα διεθνή μερίδια αγοράς, αλλά και συμβάλλουν σε υποτονική παγκόσμια ζήτηση. Παράλληλα, υπάρχουν ενδείξεις μετάβασης σε λιγότερο ενεργοβόρες τεχνολογίες σε βιομηχανίες της Κίνας.

**Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων**, αφού υποχώρησαν το 2015 κατά 17,5% σε όρους δολαρίου και κατά 1,2% σε όρους ευρώ, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα υποχωρήσουν, σε μέσα επίπεδα έτους, κατά 9,4% το 2016, με τους επιμέρους δείκτες των μετάλλων και των τροφίμων να υποχωρούν κατά 14,1% και 5,6% αντιστοίχως (σε όρους δολαρίου).

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες ακολουθεί αποκλίνουσες κατευθύνσεις μετά τις τελευταίες αποφάσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και της ΕΚΤ για τα βασικά τους επιτόκια. Η πρώτη, στις 16 Δεκεμβρίου 2015 αποφάσισε να αυξήσει το βασικό της επιτόκιο κατά 1/4 της ποσοστιαίας μονάδας. Η ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει κατά 5 μονάδες βάσης στο 0,0% το βασικό επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης από τις 16 Μαρτίου 2016, ενώ αποφάσισε να μειώσει περαιτέρω και το ήδη αρνητικό επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων από τις εμπορικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, κατά 10 μονάδες βάσης στο -0,30% από τις 9 Δεκεμβρίου 2015 και στο -0,40% από τις 16 Μαρτίου 2016. Σε ό,τι αφορά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, το Ευρωσύστημα αποφάσισε να ξεκινήσει τη διενέργεια αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP) από τις 8 Ιουνίου. Η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ αναμένεται να διατηρήσει την περιοριστική της κατεύθυνση το 2016, οι αυξήσεις όμως των επιτοκίων αναμένεται τώρα ότι θα είναι συνολικά 2 αντί για 4. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά χαλαρή. Χαρακτηριστικότερη περίπτωση είναι εκείνη της **κεντρικής τράπεζας της Ελβετίας**, η οποία συνεχίζει να διατηρεί αρνητικά από τις αρχές του 2015 τα βασικά

**Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ιανουάριος 2002-Ιούνιος 2016)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχία)



Πηγές: Ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. ΗΠΑ: Ομοσπονδιακή Τράπεζα ΗΠΑ, επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια. Ιαπωνία: Τράπεζα της Ιαπωνίας, επίσημο προεξοφλητικό επιτόκιο. Ην. Βασίλειο: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς. Ελβετία: κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, μέσος ορίων στόχου για το τριμηνιαίο επιτόκιο Libor.

της επιτόκια σε μια προσπάθεια αποθάρρυνσης της μεγάλης εισροής κεφαλαίων και της συνακόλουθης ανατιμητικής πίεσης επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα II.3).

Το **δημοσιονομικό έλλειμμα** συνέχισε να υποχωρεί στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο το 2015, ενώ το **ακαθάριστο δημόσιο χρέος** ως ποσοστό του ΑΕΠ σταθεροποιήθηκε σε υψηλά επίπεδα. Η ικανοποιητική άνοδος του ΑΕΠ και η μείωση του παραγωγικού κενού υποβοήθησαν τις προσπάθειες των κυβερνήσεων προς την κατεύθυνση αυτή. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης υποχώρησε το 2015 στις ΗΠΑ στο 3,7% του ΑΕΠ από 4,1% το 2014 και στην Ιαπωνία στο 5,2% του ΑΕΠ από 6,2% το 2014. Ωστόσο, και στις δύο χώρες το δημόσιο χρέος παραμένει εξαιρετικά υψηλό και δεν έχει αρχίσει να υποχωρεί ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Οι **εκτιμήσεις και προβλέψεις για το 2016-2017** περιβάλλονται από αβεβαιότητα, καθώς οι θετικοί και αρνητικοί παράγοντες που αναλύθηκαν παραπάνω θα συνεχίσουν να επιδρούν. Οι προβλέψεις συναρτώνται κρίσιμα με τη δυνατότητα των αναδυόμενων οικονομικών να ανακάμψουν ταχύτερα, εξέλιξη που θα δώσει σημαντική ώθηση στο παγκόσμιο εμπόριο, ενώ στις προηγμένες οικονομίες η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του δυνητικού προϊόντος, η κινητοποίηση της ασθενικής επενδυτικής δραστηριότητας και η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας θα δραματίσουν πρωτεύοντα ρόλο.

## 1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το 2016 ο **ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,6%, αμετάβλητος έναντι του προηγούμενου έτους, υπό την επίδραση αντίρροπων εξελίξεων. Η επίδραση ορισμένων ευνοϊκών παραγόντων –όπως η υποτίμηση του ευρώ και η μεγάλη πτώση της τιμής των καυσίμων και άλλων βασικών εμπορευμάτων– στη διάρκεια του 2015 αναμένεται ότι θα εξασθενήσει το τρέχον έτος. Ήδη το ευρώ έχει κινηθεί ανοδικά από την αρχή του έτους και οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου έχουν δείξει τάσεις σταθεροποίησης. Ωστόσο, άλλοι παράγοντες, όπως η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και η μικρή χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, θα συνεχίσουν να επιδρούν ευνοϊκά στην οικονομική δραστηριότητα.

Η **ιδιωτική κατανάλωση** αναμένεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης, καθώς ο χαμηλός πληθωρισμός και η αύξηση της απασχόλησης θα ενισχύσουν το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών προβλέπεται να είναι αρνητική, καθώς η επιβράδυνση των εξαγωγών θα είναι μεγαλύτερη εκείνης των εισαγωγών. Η σύνθεση της εγχώριας ζήτησης αναμένεται να μεταβληθεί σταδιακά, κυρίως στη διάρκεια του 2017, καθώς θα ενισχύονται οι **επενδύσεις**, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης των συνθηκών χρηματοδότησης και της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού των

επιχειρήσεων, ενώ η άνοδος του πληθωρισμού θα μετριάσει το ρυθμό αύξησης της κατανάλωσης. Η μικρή χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, κυρίως μέσω των δαπανών για την αντιμετώπιση της μεταναστευτικής κρίσης και των φορολογικών μέτρων σε ορισμένες χώρες για την ενίσχυση της απασχόλησης, αναμένεται επίσης να ενισχύσει την εγχώρια ζήτηση.

Ο **πληθωρισμός** κινήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα τους πρώτους μήνες του 2016, υπήρξε δε και ελαφρά αρνητικός το Φεβρουάριο, τον Απρίλιο και το Μάιο, υπό την επίδραση κυρίως της πτώσης των τιμών του πετρελαίου. Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σταδιακά από το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους και θα διαμορφωθεί σε 0,2% σε μέσα ετήσια επίπεδα, ενώ προβλέπεται σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωστατιστήριου ότι θα ανέλθει σε 1,3% το 2017, ως αποτέλεσμα της προβλεπόμενης ανάκαμψης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, της αύξησης του βαθμού απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών και της σταδιακής αύξησης των μισθών.

Η σταδιακή βελτίωση της **αγοράς εργασίας** στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί το 2016 και το επόμενο έτος, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης φαίνεται να σταθεροποιείται γύρω στο 1,6-1,7%, ενώ οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των τελευταίων ετών, ιδιαίτερα στη λειτουργία της αγοράς εργασίας, αρχίζουν να αποδίδουν καρπούς. Το 2016, η απασχόληση προβλέπεται να αυξηθεί με ρυθμό 1,1%, ενώ το μέσο ποσοστό ανεργίας προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει σε 10,3% και περαιτέρω σε 9,9% το 2017. Οι διαφορές στα ποσοστά ανεργίας των χωρών της ζώνης του ευρώ, αν και έχουν μειωθεί τα τελευταία έτη, παραμένουν ιδιαίτερα υψηλές, με τη Γερμανία, τη Μάλτα και την Αυστρία να καταγράφουν τη χαμηλότερη ανεργία το 2015, μεταξύ 4,6% και 6,7%, και την Ελλάδα και την Ισπανία την υψηλότερη, 24,9% και 22,1% αντίστοιχα. Τη μεγαλύτερη μείωση των ποσοστών ανεργίας το 2016 αναμένεται, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να σημειώσουν η Ισπανία και η Κύπρος.

Η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ έχει δημιουργήσει **ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες** στη ζώνη του ευρώ, κυρίως όσον αφορά τη χρηματοδότηση μέσω του τραπεζικού τομέα αλλά και από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η καθαρή τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών υπήρξε θετική τους τελευταίους μήνες, ενώ αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτελεί η σημαντική υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών σε ευάλωτες χώρες-μέλη οι οποίες έχουν πληγεί ιδιαίτερα από την κρίση. Η τελευταία αυτή εξέλιξη αποτελεί ένδειξη ότι η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ έχει βελτιωθεί και ο κατακερματισμός της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς ως συνέπεια της κρίσης έχει υποχωρήσει.<sup>2</sup>

Οι **δημοσιονομικές εξελίξεις** στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζονται από κάποια δημοσιονομική χαλάρωση, μετά από σειρά ετών έντονης δημοσιονομικής προσαρμογής σε πολλές χώρες-μέλη. Το 2016, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αναμένεται να είναι ελαφρά επεκτατική, καθώς το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να εμφανίζει μικρή μείωση, εξέλιξη η οποία αντανακλά αυξημένες δαπάνες για την αντιμετώπιση της μεταναστευτικής κρίσης, αλλά και φορολογικά μέτρα σε ορισμένες χώρες για την ενίσχυση της απασχόλησης. Ωστόσο, η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, η οποία άρχισε το 2015, όταν μειώθηκε σε 92,9% από 94,4% το 2014, αναμένεται να συνεχιστεί το τρέχον έτος

και το 2017, προοπτική η οποία αντανακλά ανάλογες εξελίξεις στις περισσότερες χώρες-μέλη. Αξιοσημείωτη υπήρξε τα τελευταία έτη η μείωση του δημόσιου χρέους στην Ιρλανδία, από 120,0% του ΑΕΠ το 2013 σε 93,8% το 2015 και σε προβλεπόμενο 89,1% το τρέχον έτος, λόγω της ανάκαμψης με υψηλούς ρυθμούς ανόδου του ΑΕΠ.

Οι προβλέψεις για την πορεία της ευρωπαϊκής οικονομίας υπόκεινται σε σημαντικούς **καθοδικούς κινδύνους και αβεβαιότητες**, που αφορούν κυρίως το ενδεχόμενο η επιβράδυνση των αναδυόμενων οικονομιών και οι επιπτώσεις στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία να είναι μεγαλύτερες από ό,τι προβλέπεται. Επίσης, απότομες μεταβολές στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου και έντονες αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς και γεωπολιτικές εντάσεις μπορεί να έχουν δυσμενείς άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις. Όσον αφορά τις εξελίξεις στο εσωτερικό της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ, οι κυριότερες αβεβαιότητες συνδέονται με το ρυθμό εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και, σε θεσμικό επίπεδο, με την έκβαση του βρετανικού δημοψηφίσματος. Υπάρχουν ωστόσο και —λιγότερο έντονοι— **ανοδικοί** “κίνδυνοι”, οι οποίοι συνδέονται με την εφαρμογή των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ταχύτερα από ό,τι εκτιμάται επί του παρόντος, καθώς και τη θετικότερη επίδραση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στην πραγματική οικονομία.

2 Βλ. *European Economic Forecast, Spring 2016*, σελ. 3.

## Ειδικό θέμα II.1

### ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η στρατηγική των θεσμικών οργάνων της ΕΕ για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης δημόσιου χρέους ήταν διττή. Κατά πρώτον, περιλάμβανε τη δημιουργία και ενεργοποίηση μηχανισμών στήριξης οικονομιών της ζώνης του ευρώ που αντιμετώπιζαν σοβαρές χρηματοδοτικές δυσκολίες, ειδικότερα του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), που δημιουργήθηκε το 2010 και αργότερα αντικαταστάθηκε από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM). Κατά δεύτερον, ανελήφθησαν νομοθε-



τικές πρωτοβουλίες για τη βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ και συγκεκριμένα για την ενίσχυση της εποπτείας και του συντονισμού των δημοσιονομικών και οικονομικών πολιτικών στην ΕΕ και ειδικότερα στη ζώνη του ευρώ.

Σημαντικό στοιχείο του νέου πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης αποτελεί η *Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών*, που αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Στόχος της είναι η παρακολούθηση των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών, πέρα από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, υπό το πρίσμα ενός λεπτομερούς και αυστηρού πλαισίου για την αποτροπή υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών και για την εφαρμογή διορθωτικών πολιτικών ώστε να αποφευχθεί η εδραίωση ενδεχόμενων αποκλίσεων.<sup>1</sup>

Στο επίκεντρο της διερεύνησης των μακροοικονομικών ανισορροπιών βρίσκεται το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ο σημαντικότερος παράγοντας καθαρού δανεισμού μιας οικονομίας και δείκτης των οικονομικών σχέσεων μιας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο.<sup>2</sup>

Τα εξωτερικά ελλείμματα ή πλεονάσματα σχετίζονται με τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά μιας οικονομίας και η εμφάνισή τους δεν είναι απαραίτητα προβληματική. Ωστόσο, μεγάλα και διαρκή ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να έχουν ως συνέπεια τη μη βιώσιμη συσσώρευση εξωτερικού χρέους. Παρομοίως, υψηλά πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών είναι πιθανόν να αντανakλούν αδυναμίες της εγχώριας ζήτησης και υποδηλώνουν την ανάγκη ενίσχυσης της αναπτυξιακής δυναμικής μίας χώρας. Αν και η Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών παρακολουθεί τόσο τα ελλείμματα όσο και τα πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών, η ανάγκη για τη λήψη μέτρων θεωρείται περισσότερο επιβεβλημένη και επείγουσα στην περίπτωση κρατών-μελών με διαρκή και υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και σημαντικές απώλειες ανταγωνιστικότητας.

Η συσσώρευση εξωτερικών ελλειμμάτων υπήρξε κοινό γνώρισμα των περισσότερων οικονομιών της ευρωπαϊκής περιφέρειας την περίοδο πριν από την κρίση και μία από τις κύριες αιτίες της. Με τη λήψη δραστικών μέτρων μακροοικονομικής προσαρμογής, τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκαν σημαντικά και σταδιακά σχεδόν εξαλείφθηκαν έως το 2013, ενώ η ανταγωνιστικότητα κόστους βελτιώθηκε σημαντικά και σε ορισμένες περιπτώσεις παρατηρήθηκε μεταστροφή των πόρων προς εμπορεύσιμους κλάδους της οικονομίας.<sup>3</sup> Ωστόσο, η μείωση των εξωτερικών πλεονασμάτων του ευρωπαϊκού πυρήνα υπήρξε περιορισμένη, με συνέπεια να καταγράφονται υψηλά και επίμονα πλεονάσματα σε ορισμένα κράτη-μέλη, όπως στη Γερμανία και την Ολλανδία (τα πλεονάσματα των οποίων ανήλθαν σε 8,8% και 9,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα το 2015), τα οποία συμβάλλουν στη διατήρηση ασθενούς εγχώριας ζήτησης και επενδύσεων (βλ. το διάγραμμα).<sup>4</sup>

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ευρωζώνης συνολικά εμφανίζει ένα από τα μεγαλύτερα πλεονάσματα παγκοσμίως, το οποίο διαμορφώθηκε σε 390 δισεκ. ευρώ ή 3,7% του ΑΕΠ το 2015. Το επίπεδο του εξωτερικού πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι είναι υψηλότερο από ό,τι δικαιολογούν οι θεμελιώδεις οικονομικές συνθήκες, δηλαδή ο βαθμός γήρανσης του πληθυσμού, ο δείκτης εξάρτησης ηλικιωμένων και ο ρόλος του ευρώ ως αποθεματικού νομίσματος, υποδηλώνοντας την ύπαρξη οικονομικών αναποτελεσματικοτήτων, ασθενούς εγχώριας ζήτησης και

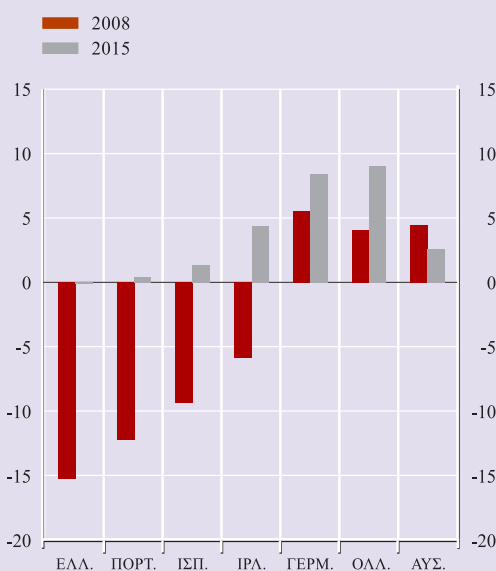
1 Κανονισμός αριθ. 1176/2011 σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών, L 306/25, 23.11.2011.

2 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Occasional Paper No. 92, "Scoreboard for the surveillance of macro imbalances", Φεβρουάριος 2012.

3 European Commission, "2016 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances and results of in-depth reviews", COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016. Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το 2015*, Φεβρουάριος 2016, Πλαίσιο V.3.

4 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2013-2014*, Ιούνιος 2014, Ειδικό θέμα Π.1.

## Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως % του ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat, Μάιος 2016.

μέσω πολιτικών εξισορρόπησης από χώρες που διαθέτουν το δημοσιονομικό περιθώριο για την απαραίτητη τόνωση των επενδύσεων.

Δεδομένων των παραπάνω προβληματισμών και με βάση τις εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις (in-depth reviews) που πραγματοποιήθηκαν τον Απρίλιο του 2016 στο πλαίσιο της Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών, κρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι τόσο η Γερμανία όσο και η Ολλανδία παρουσιάζουν μακροοικονομικές ανισορροπίες και εμφανίζουν υψηλά πλεονάσματα, που έχουν διασυννοριακές επιπτώσεις και αντανakλούν υπερβάλλουσα αποταμίευση και ασθενείς επενδύσεις στο δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα.

Η μείωση των πλεονασμάτων της Γερμανίας και της Ολλανδίας, οι οποίες διαθέτουν υψηλά εξωτερικά πλεονάσματα και υπερβάλλουσα αποταμίευση ως προς τις επενδύσεις, θα ενίσχυε τη ζήτηση στην ευρωζώνη και θα ελάφρυνε το κόστος προσαρμογής για τις υπερχρεωμένες χώρες, οι οποίες αντιμετωπίζουν τη διττή πρόκληση του περιορισμού των δαπανών και της ανάγκης τόνωσης της ανάπτυξης. Ταυτόχρονα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνιστά να συνεχιστούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ιδιαίτερα σε συστημικής σημασίας οικονομίες όπως η Γαλλία και η Ιταλία, με στόχο τη δημοσιονομική βιωσιμότητα, τη διευκόλυνση της ανακατανομής των πόρων και της αποτελεσματικής απομόγχευσης του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους.

Με την άποψη της Επιτροπής για την ανάγκη μείωσης των σημαντικών εξωτερικών πλεονασμάτων συμφωνούν και άλλοι οργανισμοί, αναφερόμενοι στις σημαντικές θετικές δευτερογενείς συνέπειες σε ολόκληρη την ευρωζώνη αλλά και παγκοσμίως και στη σημαντική ελάφρυνση του κόστους

περιορισμένης πιστωτικής επέκτασης.<sup>5</sup> Επιπλέον, η συνεχής συσσώρευση καθαρών απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού εμπεριέχει συναλλαγματικούς κινδύνους και μειώνει τη δυνατότητα διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων, ενώ το ισχυρό νόμισμα, ως συνέπεια του εξωτερικού πλεονάσματος, διαβρώνει την ανταγωνιστικότητα των οικονομιών της ευρωζώνης. Επίσης ο χαμηλός πληθωρισμός, ως αποτέλεσμα ανεπαρκούς ζήτησης, δυσχεραίνει τη μείωση του δημόσιου χρέους.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στο πλαίσιο της πιο πρόσφατης Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών, τόνισε τη σημασία της επιτάχυνσης της εξωτερικής εξισορρόπησης τόσο για τα μεμονωμένα κράτη-μέλη όσο και για την ΕΕ και την ευρωζώνη ως σύνολο, έτσι ώστε να αποτραπούν μελλοντικές απρόβλεπτες καταστάσεις και να επιτευχθεί πιο βιώσιμη, εναρμονισμένη και υψηλή ανάπτυξη. Για το λόγο αυτό απαιτείται συντονισμένη αντιμετώπιση, όπου ο κίνδυνος διαρκούς ασθενούς ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού θα μετριαστεί

5 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Έκθεση του Μηχανισμού Επαγρύπνησης του 2016, COM(2015) 691 final, 26.11.2015.

εξισορρόπησης που έχουν επωμιστεί οι ελλειμματικές οικονομίες.<sup>6</sup> Τα μέτρα που συνιστώνται περιλαμβάνουν αύξηση των δημόσιων επενδύσεων από τις χώρες που διαθέτουν δημοσιονομικό περιθώριο και μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν το παραγωγικό δυναμικό των οικονομιών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι σημαντικό μέρος του εξωτερικού πλεονάσματος στη Γερμανία και την Ολλανδία προέρχεται από το ισοζύγιο αγαθών, ως αποτέλεσμα της υψηλής ανταγωνιστικότητας κόστους, ιδίως αναφορικά με την υπόλοιπη ευρωζώνη, και της ισχυρής διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας των χωρών αυτών. Επιπλέον, στην περίπτωση της Γερμανίας, η εξειδίκευση στην παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον αυξανόμενων επενδύσεων από το 2000 και έπειτα, αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα για την κατάκτηση εξαγωγικών μεριδίων που ευνόησαν το ισοζύγιο αγαθών.<sup>7</sup> Επίσης, μεγάλο μέρος των εξωτερικών πλεονασμάτων στη Γερμανία οφείλεται στο πλεόνασμα του ισοζυγίου αγαθών με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ και, κατά συνέπεια, η τόνωση της εγχώριας ζήτησης στις χώρες με εξωτερικά πλεονάσματα είναι πιθανόν ότι δεν θα είχε ουσιαστικές επιπτώσεις στις ελλειμματικές χώρες της ευρωζώνης.<sup>8</sup>

Ωστόσο, το εμπορικό πλεόνασμα της Γερμανίας ως προς τους εταίρους της στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε το 2014-2015 υψηλότερο από το εμπορικό της πλεόνασμα με χώρες εκτός ευρωζώνης, ενώ η Γερμανία εξακολουθεί να αποτελεί το μεγαλύτερο παγκοσμίως εισαγωγέα αγαθών από χώρες της ευρωζώνης.<sup>9</sup> Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας είναι πιθανόν να αυξηθεί περαιτέρω όταν η ύφεση στους εμπορικούς εταίρους της υποχωρήσει και οι εισαγωγές τους ανακάμψουν. Επιπλέον, είναι κατά πολύ αυξημένο σε σχέση με τις εκτιμήσεις διαφόρων οργανισμών για πλεόνασμα μεταξύ 1,2% και 2,5%, το οποίο μπορεί να δικαιολογηθεί από τις θεμελιώδεις οικονομικές συνθήκες,<sup>10</sup> συμπεριλαμβανομένης της γήρανσης του πληθυσμού η οποία προβάλλεται συχνά ως ο κύριος λόγος της υπερβάλλουσας αποταμίευσης στη Γερμανία.<sup>11</sup>

## Συμπεράσματα

Η οικονομική προσαρμογή και η μείωση των εσωτερικών και εξωτερικών ανισορροπιών στη ζώνη του ευρώ έχει υλοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό και εξακολουθεί να βρίσκεται σε εξέλιξη. Ωστόσο, η πορεία της ανακάμπτει από τη συνεχιζόμενη ύφεση και το χαμηλό πληθωρισμό που δυσχεραίνουν τη μείωση του χρέους, ενώ η χαμηλή παγκόσμια ζήτηση δεν δημιουργεί ευνοϊκές συνθήκες για αύξηση των εξαγωγών. Ο σημαντικός βαθμός διασύνδεσης μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης καταδεικνύει την ανάγκη για μια συντονισμένη πολιτική προσαρμογής που θα λαμβάνει υπόψη τη συσσώρευση των αρνητικών αλλά και των θετικών εξωτερικών ανισορροπιών, ενώ ταυτόχρονα θα ενισχύεται η οικονομική ανάκαμψη. Η εγχώρια ζήτηση και οι επενδύσεις χρειάζεται να ενισχυθούν ιδιαίτερα στις χώρες όπου υπάρχουν δημοσιονομικά περιθώρια, μεγάλο πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή χαμηλά επίπεδα χρέους. Εν όψει της αλληλεξάρτησης ανάμεσα στις χώρες-μέλη, αυτός ο συνδυασμός πολιτικών θα συμβάλει ώστε να θέσει τη διαδικασία εξισορρόπησης σε περισσότερο στέρεα θεμέλια, καθιστώντας τη πιο συμμετρική, ενώ ταυτόχρονα θα κάνει την ανάκαμψη περισσότερο αυτοδύναμη.

6 Βλ. IMF, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2016, και OECD, *Economic Survey: Germany*, Απρίλιος 2016.

7 Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Ιανουάριος 2015, και IMF, Working Paper WP/07/24, "What explains Germany's rebounding export share?", Φεβρουάριος 2007.

8 Jens Weidman, "Rebalancing Europe", ομιλία στο Chatham House, Λονδίνο, 28.3.2012.

9 European Commission, *Country Report Germany 2016*, SWD (2016) 75 final, 26.2.2016.

10 Οι θεμελιώδεις συνθήκες μιας οικονομίας προκύπτουν από διάφορους παράγοντες όπως οι δημογραφικές εξελίξεις και οι διαθέσιμοι οικονομικοί πόροι. Βλ. European Commission, Occasional Paper No. 174, "Macroeconomic Imbalances Germany 2014", Box A.2, Μάρτιος 2014.

11 Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Ιανουάριος 2015.

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

#### Εξελίξεις στα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής χωρών της ζώνης του ευρώ

Στις 9 Μαΐου η Ευρωομάδα αναγνώρισε την επίτευξη συμφωνίας σε επίπεδο τεχνικών κλιμακίων και έθεσε τις βάσεις για την ολοκλήρωση της αξιολόγησης του **ελληνικού προγράμματος οικονομικής προσαρμογής**, μετά την υλοποίηση των προαπαιτούμενων μέτρων από τις ελληνικές αρχές. Στα προαπαιτούμενα συμπεριλαμβάνονταν, μεταξύ άλλων, δημοσιονομικά μέτρα ύψους 3% του ΑΕΠ για την υλοποίηση των δημοσιονομικών στόχων του 2018, καθώς και ένας αυτόματος μηχανισμός έκτακτων μέτρων ο οποίος θα ενεργοποιείται με την εμφάνιση αντικειμενικών ενδείξεων απόκλισης από τους στόχους του προγράμματος για το πρωτογενές έλλειμμα. Υπό την προϋπόθεση της πλήρους υλοποίησης των προαπαιτούμενων ενεργειών, αναμένεται να εγκριθεί η εκταμίευση 10,3 δισεκ. ευρώ από τον ΕΜΣ, εκ των οποίων τα 7,5 δισεκ. ευρώ θα εκταμιευθούν τον Ιούνιο για την αποπληρωμή δανείων και ληξιπρόθεσμων οφειλών και τα υπόλοιπα μετά το καλοκαίρι.

Επίσης, η Ευρωομάδα συμφώνησε σε έναν οδικό χάρτη για την ελάφρυνση του ελληνικού χρέους που θα περιλαμβάνει σειρά μέτρων, εξαιρουμένης της ονομαστικής μείωσης του ύψους του χρέους, και θεσπίζεται ως στόχος η διατήρηση των Ακαθάριστων Χρηματοδοτικών Αναγκών (ΑΧΑ) της γενικής κυβέρνησης κάτω από το όριο του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κάτω από 20% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα. Μία πρώτη δέσμη μέτρων θα εφαρμοστεί με τη λήξη της πρώτης αξιολόγησης και μέχρι το τέλος του προγράμματος. Μια δεύτερη δέσμη μέτρων θα μπορεί να εφαρμοστεί μεσοπρόθεσμα υπό την προϋπόθεση της επιτυχούς υλοποίησης του προγράμματος και στο βαθμό που αυτό θα κριθεί αναγκαίο με βάση τα αποτελέσματα σχετικής επικαιροποιημένης ανάλυσης βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Τέλος, η Ευρωομάδα συμφώνησε μακροπρόθεσμα να θεσπιστεί ένας πρόσθετος μηχανι-

σμός ασφαλείας, που θα μπορεί να ενεργοποιηθεί μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος, υπό την προϋπόθεση ότι η Ελλάδα συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Αυτός ο μηχανισμός μπορεί να περιλαμβάνει περαιτέρω αναδιάρθρωση των δανείων του ΕΤΧΣ (βλ. Ειδικό θέμα V.1).

Στην ανακοίνωση της Ευρωομάδας για την Ελλάδα της 25ης Μαΐου γίνεται μνεία και στη συμμετοχή του ΔΝΤ στο ελληνικό πρόγραμμα με την πιθανή έγκριση χρηματοδότησης από το ΔΝΤ πριν το τέλος του 2016, έχοντας λάβει υπόψη την αξιολόγηση των πιθανών μέτρων ελάφρυνσης ως προς τις επιπτώσεις τους στη βιωσιμότητα του χρέους.

Στις 7 Μαρτίου, η Ευρωομάδα συναίνεσε στην έξοδο της **Κύπρου** από το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής στις 31 Μαρτίου χωρίς την ανάγκη υιοθέτησης διάδοχου προγράμματος, μετά την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την επιστροφή της Κύπρου στις αγορές.

#### Αποφάσεις των θεσμικών οργάνων για τη συνοχή της ΕΕ

Τα ζητήματα που προκύπτουν από την εξαιρετικά αυξημένη **ροή μεταναστών** προς την Ευρώπη συζητήθηκαν από τους Ευρωπαίους ηγέτες επανειλημμένα το α' τρίμηνο του 2016. Οι βασικοί στόχοι της ευρωπαϊκής απάντησης στο μεταναστευτικό πρόβλημα συμφωνήθηκαν στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 18 Φεβρουαρίου και περιλαμβάνουν την ανάσχεση των ροών, την προστασία των ευρωπαϊκών εξωτερικών συνόρων, τη μείωση της παράνομης μετανάστευσης και τη διασφάλιση της αξιοπιστίας της Ζώνης Σένγκεν.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι Ευρωπαίοι ηγέτες ήλθαν σε συμφωνία με την τουρκική κυβέρνηση στις 18 Μαρτίου σχετικά με την ενεργοποίηση και την ενδυνάμωση της **κοινής πολιτικής ΕΕ-Τουρκίας** για τη διαχείριση των μεταναστευτικών ροών που είχε συμφωνηθεί το Νοέμβριο του 2015. Μεταξύ άλλων, στις 18



Μαρτίου συμφωνήθηκε η επιστροφή στην Τουρκία όλων των παράνομων μεταναστών που θα φθάνουν στα ελληνικά νησιά από τις 20 Μαρτίου και έπειτα, η επιτάχυνση της εκπαμύευσης 3 δισεκ. ευρώ προς την Τουρκία για τη δημιουργία υποδομών φιλοξενίας προσφύγων με ταυτόχρονη δέσμευση για την κινητοποίηση επιπλέον 3 δισεκ. ευρώ μετά την απορρόφηση του αρχικού ποσού, η ελευθέρωση του καθεστώτος θεώρησης (visa) για τους Τούρκους πολίτες από τον Ιούνιο του 2016 και η από κοινού δέσμευση για την επανενεργοποίηση της διαδικασίας προσχώρησης στην ΕΕ.

Επιπλέον, οι Ευρωπαίοι ηγέτες έλαβαν αποφάσεις στις 7 και 18 Μαρτίου σχετικά με τη διαχείριση των μεταναστευτικών ροών και την υλοποίηση της συμφωνίας με την Τουρκία από πλευράς ΕΕ, μεταξύ άλλων, για τη συνδρομή προς την Ελλάδα με στόχο τη **βελτίωση των υποδομών και των διαδικασιών καταγραφής** μέσω της ενεργοποίησης κοινοτικών κονδυλίων και την παροχή εξειδικευμένου προσωπικού. Επίσης αποφασίστηκε να ξεκινήσει μια διαδικασία **αναμόρφωσης της μεταναστευτικής πολιτικής** της ΕΕ, συμπεριλαμβανομένης της αναθεώρησης της Συνθήκης του Δουβλίνου, βάσει της οποίας απόφασης η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε νομοθετική πρόταση στις 4 Μαΐου.<sup>3</sup>

Εν όψει του δημοψηφίσματος στο **Ηνωμένο Βασίλειο** για την παραμονή ή όχι της χώρας στην ΕΕ, το οποίο θα πραγματοποιηθεί στις 23 Ιουνίου, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ήλθε σε συμφωνία σχετικά με τη διευθέτηση των προβληματισμών του Ηνωμένου Βασιλείου στους τομείς του ανταγωνισμού, της οικονομικής διακυβέρνησης, της εθνικής κυριαρχίας και των κοινωνικών επιδομάτων στο πλαίσιο της ελεύθερης κίνησης των πολιτών. Η συμφωνία, η οποία θα τεθεί σε ισχύ μόνο στην περίπτωση που το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος θα είναι θετικό για την παραμονή στην ΕΕ, τροποποιεί το ειδικό καθεστώς του Ηνωμένου Βασιλείου εντός της ΕΕ χωρίς να καταστρατηγεί τις αρχές ίδρυσης της ΕΕ.

## 2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Το 2015 αποτέλεσε μια ιδιαίτερα καλή χρονιά για τις χώρες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης.<sup>4</sup> Σε ορισμένες εξ αυτών, οι ρυθμοί μεγέθυνσης υπερδιπλασιάστηκαν σε σχέση με το προηγούμενο έτος (Βοσνία-Ερζεγοβίνη και Βουλγαρία) ή οι αρνητικοί ρυθμοί άλλαξαν πρόσημο (η Σερβία από ύφεση πέρασε σε ανάπτυξη). Ο μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στις χώρες των δυτικών Βαλκανίων<sup>5</sup> άγγιξε το επίπεδο του 2,7% σε σχέση με το πενιχρό πλέον 1,4% του 2014.

Κύριοι παράγοντες που συνέβαλαν στην οικονομική μεγέθυνση υπήρξαν αφενός η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων και αφετέρου η σημαντική επίδοση των εξαγωγικών τομέων. Η αύξηση των καθαρών εξαγωγών σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στην ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης εκ μέρους των χωρών της ζώνης του ευρώ (που είναι βασικοί εμπορικοί εταίροι των χωρών αυτών), στηριζόμενη από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ (πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης) και τη διεθνή συγκυρία (ραγδαία πτώση των διεθνών τιμών πετρελαίου και πρώτων υλών γενικότερα). Σε μεγάλο βαθμό η αυξημένη ζήτηση των χωρών της ευρωζώνης λειτούργησε ως αντιστάθμισμα στην υποτονική εγχώρια ζήτηση. Εξαίρεση στην παραπάνω τάση φαίνεται να αποτελεί η ΠΓΔΜ, όπου η ανάπτυξη συνεχίζει να στηρίζεται σημαντικά στην αύξηση της ιδιωτικής αλλά και δημόσιας κατανάλωσης. Επίσης, η Βουλγαρία και η Ρουμανία συνέχισαν να καταγράφουν ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, καθώς η πρώτη διπλασίασε το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε 3,0% και η δεύτερη προσέγγισε το 3,8%. Όσον αφορά τη Βουλγαρία, καθοριστικός ήταν ο ρόλος του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας, ενώ στη Ρουμανία αποφασιστική συμβολή είχε η εγχώ-

<sup>3</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πρόταση για Κανονισμό, COM(2016) 270 final, 4.5.2016.

<sup>4</sup> Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

<sup>5</sup> Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ) και Σερβία.

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)						Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)						
	2013	2014	2015	2016π	γ' τρίμ. 2015	δ' τρίμ. 2015	2013	2014	2015	2016π	Ιαν. 2016	Φεβρ. 2016	Μάρτ. 2016
Αλβανία	1,1	2,0	2,6	3,2	3,0	2,2	1,9	1,6	1,9	2,3	1,5	0,2	0,3
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	2,4	1,4	3,2	-	3,7	2,1	-0,1	-0,9	-1,0	-	-0,8	-1,2	-
Βουλγαρία	1,3	1,5	3,0	2,0	3,0	2,9	0,4	-1,6	-1,1	-0,7	0,0	-0,5	-1,5
Μαυροβούνιο	3,5	1,8	3,2	4,0	4,2	1,4	1,8	-0,5	1,4	1,9	1,0	0,5	-0,5
ΠΓΔΜ	2,9	3,5	3,7	3,3	3,6	3,9	2,8	-0,3	-0,3	0,7	0,1	0,0	-0,4
Ρουμανία	3,5	3,0	3,8	4,2	3,6	3,8	3,2	1,4	-0,4	-0,6	-2,1	-2,7	-3,0
Σερβία	2,6	-1,8	0,7	1,6	2,3	1,2	7,9	2,1	1,4	2,4	2,4	1,5	0,6
Τουρκία	4,2	3,0	4,0	3,4	3,9	5,7	7,5	8,9	7,7	9,0	9,6	8,8	7,5

Χώρα	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ) <sup>1</sup>						Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)				Πιστωτική επέκταση (ετήσιες μεταβολές %)		
	2013	2014	2015	2016π	γ' τρίμ. 2015	δ' τρίμ. 2015	2013	2014	2015	2016π	2013	2014	2015
Αλβανία	-10,9	-12,9	-11,2	-11,9	-11,0	-11,2	-5,0	-5,2	-4,0	-2,3	-0,2	0,2	0,3
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	-5,3	-7,5	-5,6	-	-5,8	-5,6	-2,1	-2,0	-	-	2,7	3,7	1,8
Βουλγαρία	1,5	2,8	1,9	2,3	2,4	1,4	-0,4	-5,4	-2,1	-2,0	3,6	-8,8	2,2
Μαυροβούνιο	-14,5	-15,2	-13,4	-13,4	-12,5	-13,4	-5,2	-3,1	-8,5	-6,6	3,1	-1,9	0,8
ΠΓΔΜ	-1,6	-0,8	-1,4	0,2	0,1	-1,4	-3,8	-4,2	-3,5	-3,5	4,3	8,4	9,1
Ρουμανία	-0,6	0,2	-0,9	-2,1	-	-	-2,1	-0,9	-0,7	-2,8	-1,9	-0,7	3,5
Σερβία	-6,1	-6,0	-4,8	-4,9	-5,2	-4,8	-5,5	-6,6	-3,8	-3,7	-6,5	6,7	7,7
Τουρκία	-7,7	-5,5	-4,5	-4,4	-5,3	-4,5	-1,6	-1,5	-1,4	-1,7	33,4	19,4	20,7

Χώρα	Λείψανος κεφαλαιακής επάρκειας (%)					Λόγος δανείων προς κατα- θέσεις (%)		Λάνεια σε καθυστέρηση (%)				
	2013	2014	2015	γ' τρίμ. 2015	δ' τρίμ. 2015	2014	Δεκ. 2015	2013	2014	2015	γ' τρίμ. 2015	δ' τρίμ. 2015
Αλβανία	18,0	16,8	15,7	15,8	15,7	55,5	53,3	23,5	22,8	18,2	20,6	18,2
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	15,1	15,5	-	-	-	115,2	102,0	14,5	15,1	14,1*	13,8	14,1*
Βουλγαρία	16,9	20,6	22,2	22,3	22,2	80,2	80,5	17,2	17,2	21,1	20,2	21,1
Μαυροβούνιο	14,4	16,2*	-	16,0*	-	115,1	91,0	18,4	16,8	12,5	14,7	12,5
ΠΓΔΜ	16,8	15,6	15,5	16,1	15,5	94,7	91,9	11,3	11,1	10,6	11,5	10,6
Ρουμανία	15,0	17,3	17,5	18,7	17,5	90,6	85,7	21,9	13,9	13,6	12,3	13,6
Σερβία	19,9	19,4	-	21,2	-	113,7	109,9	21,1	22,1	22,8**	22,0	22,8**
Τουρκία	15,3	14,0	13,0	12,0	13,0	117,9	119,2	2,7	2,9	3,1	2,9	3,1

Πηγές: European Commission, *European Economic Forecast*, Μάιος 2016, *EU Candidate & Pre-accession Countries Economic Quarterly*, Απρίλιος 2016, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

\* Στοιχεία από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).

\*\* Στοιχεία από την Παγκόσμια Τράπεζα.

π = πρόβλεψη.

1 Τα τριμηνιαία στοιχεία των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών αναφέρονται σε κινητούς μέσους τεσσάρων τριμήνων.

2 Οι προβλέψεις της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης προέρχονται από το ΔΝΤ.

για ζήτηση, με τις εισαγωγές να αυξάνονται σημαντικά έναντι των εξαγωγών και να διαμορφώνουν τελικά ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (-0,9% του ΑΕΠ) το 2015, έναντι ελαφρού πλεονάσματος (+0,2%) το 2014.

Σύμφωνα με τις πρόσφατες **προβλέψεις** της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης των οικονομιών των δυτικών Βαλκανίων αναμένεται να ενισχυθεί ακόμη περισσότερο κατά το τρέχον έτος, ξεπερνώντας το 3%. Για τη Βουλγαρία προβλέπεται μικρή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, η οποία αποδίδεται κυρίως στη συγκράτηση ορισμένων παραγόντων ζήτησης, όπως π.χ. η μειωμένη απορροφητικότητα των ευρωπαϊκών κονδυλίων, ενώ για τη Ρουμανία αναμένεται ισχυροποίηση των συνθηκών εγχώριας ζήτησης (κυρίως καταναλωτικής), με αποτέλεσμα την αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης άνω του 4%.

Στην **Τουρκία** ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ επανήλθε το 2015 στα υψηλά επίπεδα του 2013 (4%), μετά και από την απροσδόκητα ισχυρή επίδοση του τελευταίου τριμήνου (+5,7% σε ετήσια βάση), με κινητήρια δύναμη την κατανάλωση (δημόσια και ιδιωτική) και κατά δεύτερο λόγο τις επενδύσεις. Οι πρόσφατες αρνητικές εξελίξεις όμως, που συνδέονται με τρομοκρατικές ενέργειες, τη συνέχιση της γεωπολιτικής αστάθειας στην περιοχή (συριακή κρίση και κουρδικό ζήτημα) και τις εσωτερικές πολιτικές μεταβολές (παραίτηση του πρωθυπουργού της χώρας), δημιουργούν ένα κλίμα αυξημένης αβεβαιότητας, με δυσμενείς επιπτώσεις στον τουριστικό τομέα της χώρας. Πρόσφατες προβλέψεις για το 2016 δείχνουν επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της τουρκικής οικονομίας στο επίπεδο του 3,4%.

Το 2015, ο **πληθωρισμός** σε όλες τις χώρες της περιοχής, με εξαίρεση την Τουρκία, συνέχισε να κινείται σε ιδιαίτερος χαμηλά ή/και αρνητικά επίπεδα. Η Βοσνία-Ερζεγοβίνη, η Βουλγαρία, η Ρουμανία και η ΠΓΔΜ συνεχίζουν να καταγράφουν ισχυρές τάσεις αποπληθωρισμού, ενώ η Αλβανία, η Σερβία και το Μαυ-

ροβούνιο κινούνται σε επίπεδα ελαφρώς κάτω του στόχου 2%. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται στη σχετικά αργή διαδικασία κάλυψης του αρνητικού παραγωγικού κενού στις οικονομίες τους, σε συνδυασμό με τη δραματική πτώση των διεθνών τιμών ενέργειας, πρώτων υλών και τροφίμων αλλά και τον εισαγόμενο χαμηλό πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ ως αποτέλεσμα της σύνδεσης αρκετών εθνικών νομισμάτων με το ευρώ. Οι προβλέψεις για το 2016 υποδηλώνουν μια μάλλον ελαφρά ανοδική τάση, που φαίνεται να συνδέεται αφενός με τις αναπτυξιακές προοπτικές των οικονομιών της περιοχής και αφετέρου με τις επεκτατικές νομισματικές πολιτικές που ακολουθούνται από τις κεντρικές τράπεζες ορισμένων χωρών (Αλβανία και Σερβία). Στην Τουρκία, ο πληθωρισμός, παρότι μειώθηκε από 8,9% το 2014 σε 7,7% το 2015, παραμένει σημαντικά υψηλότερος του στόχου της κεντρικής τράπεζας (5%). Η τουρκική λίρα διατηρήθηκε σε σχετικά σταθερά επίπεδα κατά το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, ενισχυμένη κατά 2,5% έναντι του αμερικανικού δολαρίου και υποτιμημένη κατά 1,1% έναντι του ευρώ.

Πάρα τη βελτίωση, το 2015, του **ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών** ως ποσοστού του ΑΕΠ σε όλες τις χώρες της περιοχής (με εξαίρεση τη Ρουμανία και την ΠΓΔΜ), το πρόβλημα των ανισορροπιών του εξωτερικού τομέα των οικονομιών παραμένει σοβαρό, ιδιαίτερα στην Αλβανία (-11,2%) και το Μαυροβούνιο (-13,4%). Το πρόβλημα αυτό συνδέεται κυρίως με τα μεγάλα εμπορικά ελλείμματα, που κυμαίνονται από 13,2% στη Σερβία, άνω του 20% στην Αλβανία, την ΠΓΔΜ και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη και έως 40,7% στο Μαυροβούνιο. Τα παραπάνω εμπορικά ελλείμματα αντισταθμίζονται σε ένα βαθμό (με συνέπεια το σχετικό περιορισμό των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) από τα εισρέοντα ευρωπαϊκά κονδύλια και τους μεταναστευτικούς άδηλους πόρους. Στην Τουρκία, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε κατά μία ποσοστιαία μονάδα το 2015, στο 4,5% του ΑΕΠ, κυρίως λόγω της πτώσης της τιμής του πετρελαίου και δευτερευόντως λόγω της σημαντικής βελτίωσης (από έλλειμμα σε πλεόνασμα) του εμπορικού

ισοζυγίου του μη νομισματικού χρυσού, ενώ παρόμοιο επίπεδο ελλείμματος προβλέπεται και για το 2016.

Στις περισσότερες χώρες της περιοχής το **δημοσιονομικό αποτέλεσμα** παρουσίασε αισθητή βελτίωση το 2015, η οποία οφείλεται αφενός στους αρκετά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης και αφετέρου στη δημοσιονομική πειθαρχία που επέδειξαν οι περισσότερες χώρες. Εξαιρέση στην παραπάνω τάση αποτέλεσε το Μαυροβούνιο, όπου το δημοσιονομικό έλλειμμα υπερεδιπλασιάστηκε, φθάνοντας στο 8,5% του ΑΕΠ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά συνθήκες σταθερότητας ή/και βελτίωσης στα δημόσια οικονομικά των χωρών της περιοχής, συμπεριλαμβανομένου του Μαυροβουνίου, και για το 2016.

Σε όλες τις χώρες της περιοχής ο ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης** υπήρξε θετικός το 2015. Με μοχλό τα χαμηλά επιτόκια, η ρευστότητα των οικονομιών συνέχισε να βελτιώνεται, ιδι-

αίτερα η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά. Στη Βουλγαρία, τη Ρουμανία και το Μαυροβούνιο αντιστράφηκε η τάση, περνώντας σε θετικό έδαφος, 2,2%, 3,5% και 0,8% αντίστοιχα. Η πιστωτική επέκταση συνέχισε να είναι ισχυρή στην ΠΓΔΜ (9,1%) και ιδιαίτερα στην Τουρκία (20,7%).

Τα ποσοστά των **μη εξυπηρετούμενων δανείων** βελτιώθηκαν στις περισσότερες χώρες της περιοχής, ωστόσο τα προβλήματα παραμένουν σοβαρά, καθώς οι δείκτες συνεχίζουν να βρίσκονται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα. Με εξαίρεση την Τουρκία και την ΠΓΔΜ, ο δείκτης των δανείων σε καθυστέρηση στο τέλος του 2015 κυμαίνεται από 12,5% στο Μαυροβούνιο έως και 22,8% στη Σερβία. Παρά τα όποια προβλήματα, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα όλων των χωρών της περιοχής διατηρούνται ισχυρά, τουλάχιστον από κεφαλαιακής απόψεως, καθώς οι **δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας** κινούνται σταθερά άνω του 15% και στην περίπτωση της Τουρκίας στο 13%.



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

Στα τέλη του 2015 και τις αρχές του 2016, η ενιαία νομισματική πολιτική προσαρμόστηκε προκειμένου να αντισταθμιστούν οι δυσμενείς συνέπειες της χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος για την πρόοδο όσον αφορά την επιστροφή της ζώνης του ευρώ στη σταθερότητα των τιμών. Συγκεκριμένα, τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων διευρύνθηκε μέσω τροποποιήσεων των σχετικών τεχνικών παραμέτρων και δρομολογήθηκε δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος έχει επιτύχει σημαντική βελτίωση της ροής δανειακών πόρων και του κόστους χρηματοδότησης κυρίως μέσω του τραπεζικού συστήματος, ενώ συμβάδισε μέχρι προσφάτως με υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, στηρίζοντας έτσι την οικονομική ανάπτυξη και αποτρέποντας περαιτέρω εξασθένηση του πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προχώρησε σε προοδευτική περαιτέρω χαλάρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής το 2015 και στις αρχές του 2016. Συγκεκριμένα, το Μάρτιο του 2015 η εμβέλεια του προγράμματος αγοράς τίτλων επαυξήθηκε σημαντικά, καθώς το πρόγραμμα διευρύνθηκε ώστε να περιλάβει τίτλους τους οποίους έχει εκδώσει ο δημόσιος τομέας στη ζώνη του ευρώ.

Το Δεκέμβριο του 2015 μειώθηκε το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, η διάρκεια διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς παρατάθηκε κατά ένα εξάμηνο (μέχρι το Μάρτιο του 2017) και το Ευρωσύστημα ανέλαβε τη δέσμευση να επανεπενδύει το προϊόν της εξόφλησης τίτλων τους οποίους έχει αποκτήσει μέσω του προγράμματος, ώστε η αύξηση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος που επιτυγχάνεται με τις παρούσες αγορές τίτλων να διατηρηθεί διαχρονικά όσο αυτό είναι αναγκαίο.

Τέλος, το Μάρτιο του 2016 τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν εκ νέου, ενώ διευρύνθηκε και πάλι το πρόγραμμα αγοράς, καθώς περιλή-

φθηκαν σε αυτό τα εταιρικά ομόλογα, και αυξήθηκε το ύψος των συνολικών μηνιαίων αγορών χρεογράφων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στα 80 δισεκ. ευρώ. Επίσης, δρομολογήθηκε νέα σειρά τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, προς διεξαγωγή σε αποκεντρωμένη βάση από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, κατά την περίοδο Ιουνίου 2016-Μαρτίου 2017. Στο πλαίσιο της νέας σειράς στοχευμένων πράξεων, οι εμπορικές τράπεζες στη ζώνη του ευρώ θα δύνανται να αντλήσουν χρηματοδότηση τετραετούς διάρκειας από το Ευρωσύστημα και ύψους μέχρι του 30% του υπολοίπου των πιστώσεων που είχαν χορηγήσει στις 31 Ιανουαρίου 2016 προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ, εκτός στεγαστικών δανείων (πιστώσεις προς την “πραγματική οικονομία”).

Το επιτόκιο στη χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα θα καθορίζεται ανάλογα με την έκταση κατά την οποία η σωρευτική καθαρή ροή πιστώσεων από την εμπορική τράπεζα προς την “πραγματική οικονομία”, κατά την περίοδο 1 Φεβρουαρίου 2016-31 Ιανουαρίου 2018, υπερβαίνει προκαθορισμένο επίπεδο αναφοράς. Ο προσδιορισμός του επιπέδου αναφοράς συντελείται κατά τρόπο ώστε οι εμπορικές τράπεζες οι οποίες θα έχουν επιτύχει η πιστοδοτική τους δραστηριότητα κατά βάση να ενισχυθεί, σε σύγκριση με την περίοδο Φεβρουαρίου 2015-Ιανουαρίου 2016, να απολαύσουν χαμηλότερου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (δηλ. υπό τις παρούσες συνθήκες, να τύχουν αρνητικού επιτοκίου).

Ο συνδυασμός μειώσεων των βασικών επιτοκίων με διάφορα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, κατά την περίοδο 2014-2016, είχε ως αποτέλεσμα η ροή δανειακών πόρων και οι συνθήκες χρηματοδότησης μέσω του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ να βελτιωθούν, οι διαφοροποιήσεις των δανειακών επιτοκίων μεταξύ των κρατών-μελών να περιοριστούν και η νομισματική και πιστωτική επέκταση συνολικά στη ζώνη του ευρώ να επιταχυνθεί. Στο Ειδικό θέμα III.1

στοιχειοθετείται η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης για τον επιχειρηματικό τομέα στη ζώνη του ευρώ από το τραπεζικό σύστημα, αλλά και γενικότερα, κατά τα τελευταία έτη.

Εξάλλου, επιτεύχθηκε αποκλιμάκωση των αποδόσεων στις αγορές μεσομακροπρόθεσμων κεφαλαίων, ενώ τα επιτόκια στις αγορές χρήματος διατηρήθηκαν ως επί το πλείστον αρνητικά. Έτσι, η πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης συνδέθηκε με υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ για μεγάλα χρονικά διαστήματα (αν και εσχάτως η πορεία της ισοτιμίας αντιστράφηκε).

Η ενιαία νομισματική πολιτική, παρά το ότι έχει εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση, δεν συμβαδίζει μέχρι στιγμής με ικανοποιητικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης στη Νομισματική Ένωση, εν μέρει λόγω του γεγονότος ότι η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε το 2015, ενώ και οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη αναθεωρήθηκαν επί τα χείρω, με αποτέλεσμα πτώση των τιμών των πρώτων υλών, όπως επίσης και λόγω περιόδων έντονης μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, και δεδομένων των υστερήσεων εκ μέρους της διαρθρωτικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Κατά συνέπεια, εξαιτίας και της μείωσης των τιμών του αργού πετρελαίου, οι πληθωριστικές προσδοκίες διακυμαίνονται γύρω από επίπεδα τα οποία είναι πολύ χαμηλά σε σύγκριση με το παρελθόν, ενώ η ζώνη του ευρώ απέχει ακόμη σημαντικά από συνθήκες σταθερότητας των τιμών.

## **I Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΩΝ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

Στις αρχές του 2015, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος διευρύνθηκε προκειμένου να περιλάβει χρεόγραφα τα οποία εκδίδονται από το δημόσιο τομέα στη ζώνη του ευρώ. Εξάλλου, συνέχισαν να διεξάγονται ανά τρίμηνο στοχευμένες πράξεις πιο μακρο-

πρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Έχει βρεθεί μάλιστα ότι όσα πιστωτικά ιδρύματα, που εδρεύουν στα κράτη-μέλη τα οποία ήταν στο επίκεντρο της κρίσης δημόσιου χρέους κατά τα προηγούμενα έτη, συμμετείχαν στις στοχευμένες πράξεις μείωσαν τα δανειακά τους επιτόκια σημαντικά περισσότερο σε σύγκριση με εκείνα που δεν συμμετείχαν.

Γενικότερα, η εφαρμογή των νέων αυτών μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, σε συνδυασμό με τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων οι οποίες είχαν προηγηθεί, είχε ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων:

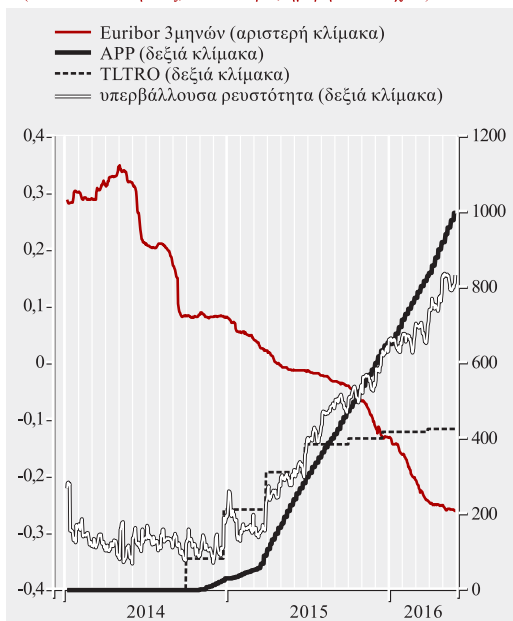
*Πρώτον*, να συγκρατηθεί η πτωτική πορεία των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών – μάλιστα μερικοί σχετικοί δείκτες κατέγραψαν μικρές αυξήσεις (τριμηνιαίος μέσος όρος πληθωρισμού ο οποίος αναμενόταν να επικρατήσει μεσοπρόθεσμα, μετά την πάροδο πενταετίας: α' τρίμηνο του 2015: 1,6%, δ' τρίμηνο: 1,7%).

*Δεύτερον*, να προκληθεί για μεγάλα χρονικά διαστήματα υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (σε όρους σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, η υποτίμηση μεταξύ 2014 και της περιόδου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 ανήλθε, κατά μέσο όρο, σε 7,2%), ενισχύοντας έτσι τη διεθνή ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της Νομισματικής Ένωσης και άρα τη συνολική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ και περιορίζοντας τις καθοδικές πιέσεις στις εγχώριες τιμές.

*Τρίτον*, να υποχωρήσουν οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων, όπως επίσης και των εταιρικών και των τραπεζικών ομολόγων, που έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ (κατά περίπου 70 μονάδες βάσης για τα δεκαετή κρατικά ομόλογα, 34 μονάδες βάσης για τα εταιρικά ομόλογα και 42 μονάδες βάσης για τα τραπεζικά ομόλογα, συγκρίνοντας το μέσο όρο των αποδόσεων κατά το έτος 2014 με αυτόν κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015) και να διαμορφωθούν σε αρνητικά επίπεδα τα επιτόκια στις αγορές χρήματος (βλ. Διάγραμμα III.1).

**Διάγραμμα III.1 Παροχή ρευστότητας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), υπερβάλλουσα ρευστότητα<sup>1</sup> και επιτόκιο Euribor 3 μηνών (Ιανουάριος 2014-Μάιος 2016)**

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



Πηγές: European Banking Federation, EKT και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

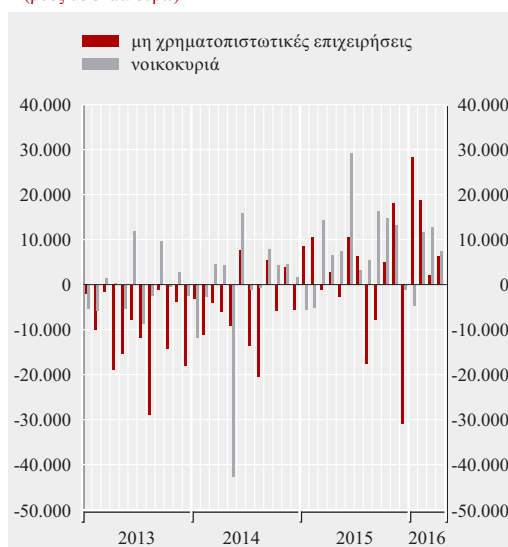
<sup>1</sup> Καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων (και άλλων αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος) στο πλαίσιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος, συν τοποθετήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων (ή άλλων αντισυμβαλλομένων) σε τρεχούμενους λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα μείον υποχρεωτικές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

**Τέταρτον**, να στηριχθούν οι τιμές των μετοχικών τίτλων στη ζώνη του ευρώ, ώστε να παρουσιάζονται αυξημένες το 2015 έναντι των προηγούμενων ετών (κατά 12% κατά μέσο όρο τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2015 σε σύγκριση με το μέσο όρο του δείκτη το 2014).

**Πέμπτον**, να βελτιωθούν οι συνθήκες τραπεζικής χρηματοδότησης (το μεσοσταθμικό δανειακό επιτόκιο για τον ιδιωτικό τομέα ήταν μειωμένο κατά μισή ποσοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 σε σύγκριση με τη μέση τιμή που κατέγραψε κατά το 2014) και να αυξηθεί η ροή δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του

**Διάγραμμα III.2 Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Απρίλιος 2016)**

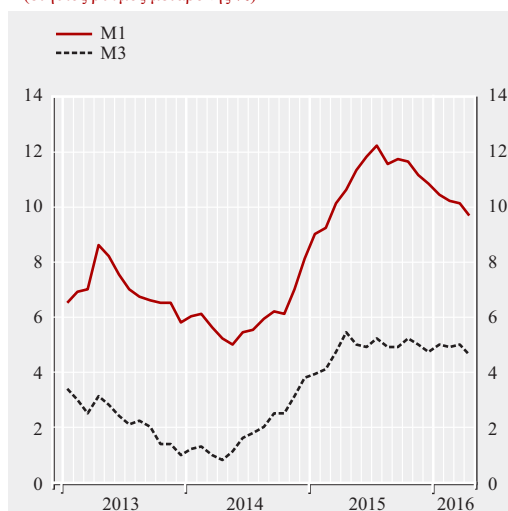
(ροές σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: EKT.

**Διάγραμμα III.3 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Απρίλιος 2016)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: EKT.

ευρώ (βλ. Διαγράμματα III.2 και III.6), παράλληλα με δραστικό περιορισμό της διαφοροποίησης του κόστους τραπεζικού δανεισμού μεταξύ των κρατών-μελών.

Έκτον, να επιταχυνθεί η νομισματική και η πιστωτική επέκταση (η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα σε ετήσια βάση ήταν υψηλότερη κατά περίπου 2,5 ποσοστιαίες μονάδες, κατά μέσο όρο, την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015, σε σύγκριση με τη μέση τιμή κατά το 2014, βλ. Διάγραμμα III.3).

Έβδομον, να μεταστραφεί ο ρυθμός πληθωρισμού από αρνητικές σε θετικές τιμές (από -0,3% κατά μέσο όρο την περίοδο Δεκεμβρίου 2014-Μαρτίου 2015 σε +0,2% την περίοδο Οκτωβρίου-Νοεμβρίου 2015).

Όγδοον, να διασφαλιστεί η οικονομική ανάκαμψη στη Νομισματική Ένωση (ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2014: 0,9%, 2015: 1,6%).

Η ΕΚΤ έχει υπολογίσει<sup>1</sup> ότι, εάν, ειδικότερα, δεν είχε διεξαχθεί ποτέ το διευρυμένο πρόγραμμα αγορών τίτλων (και χωρίς να λαμβάνονται καν υπόψη οι ευνοϊκές επιδράσεις από την πρόσφατη ενίσχυση του προγράμματος το Μάρτιο του 2016), ο ρυθμός πληθωρισμού θα

είχε διαμορφωθεί σε αρνητικό επίπεδο κατά μέσο όρο το 2015 (αντί για 0,1%), ενώ οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό το 2016 και το 2017 θα υπολείπονταν των παρουσών προβλέψεων κατά μισή ποσοστιαία μονάδα περίπου. Επίσης, το ύψος του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατά την περίοδο 2015-2018 θα ήταν χαμηλότερο κατά περίπου 1,5% από τα επίπεδα που αναμένονται επί του παρόντος.

Από την άλλη πλευρά, καθώς προχωρούσε το έτος 2015, το εξωτερικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ εξασθενούσε. Προκειμένου αυτό να μην καθυστερήσει την επιστροφή στη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προχώρησε το Δεκέμβριο του 2015 σε μείωση του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (βλ. Πίνακα III.1) ώστε αυτό να διαμορφωθεί σε περισσότερο αρνητικά επίπεδα και να συμπα-

1 Όπως ανέφερε ο αντιπρόεδρος της κ. Vítor Constâncio σε πρόσφατη (9 Μαΐου 2016) ομιλία του με τίτλο "The outlook for the global economy" (η οποία είναι διαθέσιμη στον ιστότοπο της ΕΚΤ).

### Πίνακας III.1 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2009 21 Ιανουαρίου	1,00	2,00	3,00
11 Μαρτίου	0,50	1,50	2,50
8 Απριλίου	0,25	1,25	2,25
13 Μαΐου	0,25	1,00	1,75
2011 13 Απριλίου	0,50	1,25	2,00
13 Ιουλίου	0,75	1,50	2,25
9 Νοεμβρίου	0,50	1,25	2,00
14 Δεκεμβρίου	0,25	1,00	1,75
2012 11 Ιουλίου	0,00	0,75	1,50
2013 8 Μαΐου	0,00	0,50	1,00
13 Νοεμβρίου	0,00	0,25	0,75
2014 11 Ιουνίου	-0,10	0,15	0,40
10 Σεπτεμβρίου	-0,20	0,05	0,30
2015 9 Δεκεμβρίου	-0,30	0,05	0,30
2016 16 Μαρτίου	-0,40	0,00	0,25

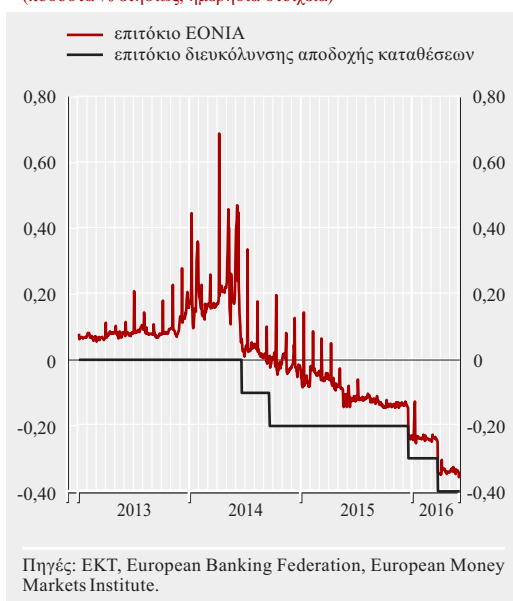
Πηγή: ΕΚΤ.

1 Οι μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης ισχύουν όχι από την ημερομηνία της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά την οποία λαμβάνεται η σχετική απόφαση, αλλά από την ημερομηνία που διενεργείται η πρώτη πράξη κύριας αναχρηματοδότησης μετά την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (οπότε μεταβάλλεται και το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης).



**Διάγραμμα III.4 Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2016)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



ρασύρει προς τα κάτω τα επιτόκια στις αγορές χρήματος στη Νομισματική Ένωση (βλ. Διάγραμμα III.4).

Η διαμόρφωση του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος σε αρνητικά επίπεδα είναι υποβοηθητική για την αποτελεσματικότητα του προγράμματος αγοράς τίτλων. Αυτό συμβαίνει διότι τα αρνητικά επιτόκια ωθούν τις τράπεζες και τις άλλες οικονομικές μονάδες, οι οποίες πωλούν χρεόγραφα στο πλαίσιο της διενέργειας του προγράμματος εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, να μη διατηρήσουν το προϊόν της πώλησης με τη μορφή ρευστών διαθέσιμων σε κατάσταση. Τουναντίον, δημιουργούνται κίνητρα ώστε οι εν λόγω οικονομικές μονάδες να διοχετεύσουν το προϊόν της πώλησης, χωρίς να μεσολαβήσουν χρονικές υστερήσεις, απευθείας στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, ενδεχομένως μέσω τοποθετήσεων εκ νέου σε τίτλους που δεν υπάγονται κατ' ανάγκη στο πρόγραμμα, κ.ο.κ., οι αποδόσεις των οποίων παραμένουν θετικές ή εν πάση περιπτώσει είναι λιγότερο αρνητικές από τα επιτόκια στην αγορά χρήματος.

Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της ΕΚΤ,<sup>2</sup> εάν το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση καταθέσεων δεν είχε διαμορφωθεί σε αρνητικές τιμές, τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία εδρεύουν στις χώρες του πυρήνα της Νομισματικής Ένωσης θα είχαν χορηγήσει λιγότερα δάνεια προς την πραγματική οικονομία από ό,τι παρατηρήθηκε στην πραγματικότητα. Επίσης εκτιμάται ότι αυτά τα πιστωτικά ιδρύματα θα είχαν διοχετεύσει λιγότερα κεφάλαια σε διασυνοριακές τοποθετήσεις σε κρατικά χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδώσει άλλα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. Εάν όμως οι διασυνοριακές τοποθετήσεις είχαν περιοριστεί, η χρηματοπιστωτική κατάπτωση όσον αφορά τις αγορές κρατικών τίτλων δεν θα είχε υποχωρήσει στο βαθμό που καταγράφηκε στην πράξη.

Το Δεκέμβριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επίσης ανακοίνωσε εξάμηνη παράταση της διάρκειας διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων (μέχρι το Μάρτιο του 2017 τουλάχιστον) και την ανάληψη της δέσμευσης το Ευρωσύστημα να επανεπενδύει το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων τους οποίους έχει αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του, σε εφαρμογή του προγράμματος, για όσο χρονικό διάστημα χρειαστεί να διατηρηθεί σε αυξημένα επίπεδα η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ.

Το πρόγραμμα επενεργεί στην οικονομία της ζώνης του ευρώ μέσω ποικίλων διαύλων. Ένας από αυτούς συνδέεται με το γεγονός ότι το πρόγραμμα επιφέρει μείωση των αποδόσεων των κρατικών χρεογράφων. Αυτό ωθεί τις τράπεζες να προβούν σε ανακατανομή χαρτοφυλακίου υπέρ των τοποθετήσεων σε χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ. Εξάλλου, η διεξαγωγή του προγράμματος με συνέπεια και η εφαρμογή άλλων μη συμβατικών (όπως και συμβατικών) μέτρων νομισματικής πολιτικής σηματοδοτούν την αποφασιστικότητα του Ευρωσυστήματος

<sup>2</sup> Όπως ανέφερε το μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ κ. Peter Praet σε πρόσφατη (7 Απριλίου 2016) ομιλία του με τίτλο "The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures" (η οποία είναι διαθέσιμη στον ιστότοπο της ΕΚΤ).

να αποκαταστήσει τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Στο μέτρο τούτο, η ενιαία νομισματική πολιτική αποτρέπει κατά το δυνατόν την υποχώρηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Τυχόν υποχώρηση, με δεδομένο ότι τα περιθώρια για μειώσεις των ονομαστικών επιτοκίων πολύ κάτω του μηδενός είναι περιορισμένα, θα συνέτεινε σε αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, με συστατικό αποτέλεσμα για τη συνολική δαπάνη και τις τιμές.

Στις αρχές του 2016 ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε εκ νέου σε αρνητικά επίπεδα, ενώ πολλοί δείκτες πληθωριστικών προσδοκιών, συμπεριλαμβανομένων αυτών που αφορούν μεσομακροπρόθεσμους οριζόντες, κατέγραψαν μειώσεις (βλ. Διάγραμμα III.5). Παράλληλα, με βάση στοιχεία για το δ' τρίμηνο του 2015, διαπιστώθηκε ότι η οικονομική ανάπτυξη ήταν ασθενέστερη από ό,τι αναμενόταν αρχικά.<sup>3</sup> Χαρακτηριστικά, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην άνοδο του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ήταν αρνητική, τόσο κατά το δ' τρίμηνο όσο και για ολόκληρο το έτος 2015.

Το Μάρτιο του 2016 υποβλήθηκαν νέες οικονομικές προβολές από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Και πάλι, όπως είχε συμβεί το Σεπτέμβριο του 2015, οι προβολές ενσωμάτων αναθεώρηση προς τα κάτω (έναντι των προβολών στο πλαίσιο του προηγούμενου "γύρου", δηλ. έναντι αυτών που είχαν δημοσιευθεί το Δεκέμβριο του 2015) των προοπτικών για την αύξηση του ΑΕΠ. Ενδεικτικά, η πρόβλεψη για το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης το 2016 αναθεωρήθηκε σε 1,4% από 1,7%, λόγω της εξασθένησης του εξωτερικού περιβάλλοντος της ζώνης του ευρώ, η οποία ήταν συνυφασμένη κυρίως με δυσμενείς εξελίξεις στις αναδυόμενες οικονομίες και, όπως προαναφέρθηκε, περιλάμβανε ειδικότερα αύξηση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, που συνεπαγόταν επιβάρυνση του κόστους χρηματοδότησης, κυρίως για τις επιχειρήσεις (π.χ. μέσω της έκδοσης νέων μετοχών). Αντιστοίχως, κατέστησαν δυσμενέστερες οι προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών, καθώς π.χ.

### Διάγραμμα III.5 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2016)

(ποσοστά % ετησίως)



η πρόβλεψη για το ρυθμό πληθωρισμού το 2016 αναθεωρήθηκε το Μάρτιο του 2016 σε 0,1% από 1% το Δεκέμβριο του 2015, κυρίως λόγω της, συναφούς με την εξασθένηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, πτώσης των τιμών του αργού πετρελαίου. Η προβολή, η οποία δημοσιεύθηκε το Μάρτιο του 2016, για τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού (κατά μέσο όρο) το 2017 ήταν 1,3% και το 2018, 1,6%.<sup>4</sup>

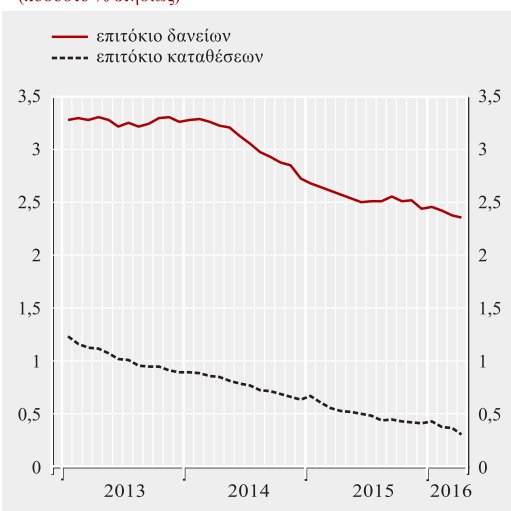
Προκειμένου (α) να στηριχθεί η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, να αυξη-

<sup>3</sup> Βεβαίως, τα στοιχεία για το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2016, τα οποία δημοσιεύθηκαν πολύ αργότερα (τέλη Απριλίου) έδειξαν σημαντική επιτάχυνση έναντι του δ' τριμήνου του 2015, τόσο σε τριμηνιαία όσο και σε ετήσια βάση. Τον Ιούνιο του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι είναι πιθανό ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ να επιβραδυνθεί έναντι του α' τριμήνου του 2016 στη διάρκεια του β' τριμήνου. Γενικότερα το Διοικητικό Συμβούλιο διατύπωσε την εκτίμηση ότι η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ θα συνεχιστεί με μέτριους αλλά σχετικά σταθερούς ρυθμούς, ενώ οι προοπτικές για την εξέλιξη του ΑΕΠ θα εξακολουθήσουν να υπόκεινται σε καθοδικούς κινδύνους.

<sup>4</sup> Τον Ιούνιο του 2016, η προβολή για τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού κατά το 2016 αναθεωρήθηκε σε 0,2%. Οι προβλέψεις για το 2017 και το 2018 δεν μεταβλήθηκαν έναντι αυτών που είχαν δημοσιευθεί τον προηγούμενο Μάρτιο.

**Διάγραμμα III.6 Μέσο επιτόκιο δανείων και καταθέσεων<sup>1</sup> στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013- Απρίλιος 2016)**

(ποσοστό % ετησίως)



Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> Ο δείκτης του επιτοκίου νέων τραπεζικών δανείων και καταθέσεων υπολογίζεται χρησιμοποιώντας ως στάθμιση τον κυλιόμενο μέσο όρο 24 μηνών του υφιστάμενου υπολοίπου δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

θεί ο βαθμός απασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού και να εξαλειφθεί το σημαντικής έκτασης αρνητικό παραγωγικό κενό, εξελίξεις οι οποίες θα επιταχύνουν την επιστροφή του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδα λίγο κάτω του 2%, όπως απαιτείται από το καταστατικό του Ευρωσυστήματος, και (β) να αποτραπούν οι αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις στους μισθούς και τις τιμές των προϊόντων λόγω της σημαντικής υποχώρησης των τιμών του πετρελαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε το Μάρτιο του 2016 δέσμη νέων μέτρων. Η συνδυαστική επίδραση όλων αυτών των μέτρων μαζί θα επιφέρει περαιτέρω χαλάρωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.6) και αύξηση των ροών τραπεζικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι, αν αφήνονταν να εκδηλωθούν οι δευτερογενείς επιδράσεις, θα παρατεινόταν η παραμονή του ρυθμού πληθωρισμού σε λίαν χαμηλά επίπεδα, εξέλιξη που θα απέβαινε σε βλάβη της αξιοπιστίας της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και του πρωταρχικού στόχου του Ευρωσυστήμα-

τος για πληθωρισμό λίγο κάτω του 2% ετησίως μεσοπρόθεσμα.

Στο πλαίσιο της προαναφερθείσας δέσμης μέτρων, το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε κατά 5 μονάδες βάσης και έτσι έχει πλέον μηδενιστεί. Το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση οριακής αναχρηματοδότησης μειώθηκε επίσης κατά 5 μονάδες βάσης σε 0,25%, ενώ το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,40% (βλ. Πίνακα III.1 παραπάνω).

Επίσης, δρομολογήθηκε άμεσα αύξηση του μεγέθους των κατά μήνα αγορών χρεογράφων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, από 60 σε 80 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά τους τίτλους διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών, αυξήθηκε σε 50% το ανώτατο όριο στο ποσοστό ανά εκδότη και στο ποσοστό ανά έκδοση το οποίο δύναται να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα, συνολικά μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων, μέσω της επένδυσης των ιδίων κεφαλαίων των εθνικών κεντρικών τραπεζών κ.ο.κ.

Το ανώτατο αυτό όριο παραμένει στο 33% για τις λοιπές κατηγορίες τίτλων (εκτός ομολόγων τα οποία έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις, βλ. παρακάτω). Καθορίστηκε επίσης ότι, από τον Απρίλιο του 2016 και εξής, η ονομαστική αξία των τίτλων διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών, οι οποίοι θα αποκτώνται από το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς, θα πρέπει να αναλογεί στο 10% της συνολικής ονομαστικής αξίας των τίτλων του δημόσιου τομέα οι οποίοι αγοράζονται στο πλαίσιο του προγράμματος στη διάρκεια κάθε μηνός.

Εξάλλου, ανακοινώθηκε ότι θα περιληφθούν στο διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς οι ομολογιακοί τίτλοι τους οποίους έχουν εκδώσει στο ενιαίο νόμισμα μη τραπεζικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ, με ενταπομένουσα διάρκεια από 6 μήνες μέχρι 30

χρόνια, εφόσον κατατάσσονται, ως προς την πιστοληπτική διαβάθμιση, στην επενδυτική βαθμίδα. Προκειμένου να αγοράζονται από το Ευρωσύστημα, οι τίτλοι θα πρέπει να πληρούν και τις λοιπές (εκτός πιστοληπτικής διαβάθμισης) προϋποθέσεις οι οποίες έχουν τεθεί ώστε ένα χρεόγραφο να γίνεται αποδεκτό ως εξασφάλιση στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Οι ομολογιακοί τίτλοι μη τραπεζικών επιχειρήσεων θα αποκτώνται από τη δευτερογενή αγορά ή (εφόσον οι εκδότες δεν είναι δημόσιες επιχειρήσεις) και κατά την έκδοση. Οι αγορές θα υλοποιούνται από έξι εθνικές κεντρικές τράπεζες (του Βελγίου, της Γερμανίας, της Ισπανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας και της Φινλανδίας), καθεμία από τις οποίες θα καλύπτει συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή της Νομισματικής Ένωσης, υπό το συντονισμό της ΕΚΤ.

Τέλος, καθορίστηκε ανώτατο όριο 70% στο ποσοστό της συνολικής αξίας κάθε έκδοσης τίτλων στην εν λόγω κατηγορία το οποίο θα δύναται να αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι η ένταξη των εν λόγω τίτλων στο πρόγραμμα αγοράς στοχεύει ειδικότερα να επισπεύσει τη μετακύλιση της επίδρασης της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο κόστος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ.

Επιπροσθέτως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε την ανά τρίμηνο διεξαγωγή, εκ μέρους των εθνικών κεντρικών τραπεζών σε αποκεντρωμένη βάση, από τον Ιούνιο του 2016 μέχρι και το Μάρτιο του 2017, στοχευμένης πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Θα διενεργηθεί νέα σειρά συνολικά τεσσάρων πράξεων (TLTRO-II) καθεμία από τις οποίες θα έχει διάρκεια τεσσάρων ετών (με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης κατόπιν διετίας). Στο πλαίσιο της νέας σειράς, δίνεται το δικαίωμα σε κάθε εμπορική τράπεζα στη ζώνη του ευρώ να αντλήσει, έναντι επαρκών εξασφαλίσεων, εφάπαξ μέσω

μίας πράξης ή και τμηματικά μέσω διαδοχικών πράξεων, χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα συνολικού ύψους μέχρι του 30% του υπολοίπου των υφιστάμενων κατά την 31η Ιανουαρίου 2016 πιστώσεων της προς την “πραγματική οικονομία” δηλ. προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ εκτός στεγαστικών δανείων.<sup>5</sup>

Κατ’ αρχήν, το επιτόκιο της χρηματοδότησης η οποία θα χορηγείται από το Ευρωσύστημα μέσω των στοχευμένων πράξεων θα ισούται με το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Ωστόσο, οι τράπεζες οι οποίες θα επιτύχουν, κατά την περίοδο μεταξύ 1ης Φεβρουαρίου 2016 και 31ης Ιανουαρίου 2018, να χορηγήσουν νέες πιστώσεις (σε καθαρή βάση, δηλ. αφαιρουμένων των αντίστοιχων αποπληρωμών δανείων) προς την “πραγματική οικονομία”, μεγέθους πάνω από προκαθορισμένο επίπεδο αναφοράς,<sup>6</sup> θα απολαύουν μειωμένου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα. Η έκταση της μείωσης του επιτοκίου θα είναι ευθέως ανάλογη προς το ποσοστό κατά το οποίο το απόθεμα των πιστώσεων, τις οποίες έχει χορηγήσει η εμπορική τράπεζα προς την “πραγματική οικονομία”, υπερβαίνει σε μέγεθος το επίπεδο αναφοράς. Εφόσον η εμπορική τράπεζα επιτύχει μέχρι την 31η Ιανουαρίου 2018 υπέρβαση του επιπέδου αναφοράς που έχει οριστεί για το από-

5 Αφαιρουμένης (από το 30% του εν λόγω υπολοίπου) τυχόν ανεξόφλητης χρηματοδότησης την οποία είχε αντλήσει η εμπορική τράπεζα από το Ευρωσύστημα μέσω των δύο αρχικών στοχευμένων πράξεων που διεξήχθησαν το 2014. Υπενθυμίζεται ότι οι αρχικές στοχευμένες πράξεις της σειράς TLTRO-I επέτρεπαν άντληση ρευστότητας ίσης προς ποσοστό 7% του υπολοίπου των υφιστάμενων κατά την 30ή Απριλίου 2014 τραπεζικών πιστώσεων προς την “πραγματική οικονομία”.

6 Το επίπεδο αναφοράς για όσες τράπεζες έχουν καταγράψει, κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2015-Ιανουαρίου 2016, αρνητική καθαρή ροή πιστώσεων προς το μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ (εξαιρουμένων, όπως προαναφέρθηκε, των στεγαστικών δανείων) ορίζεται για κάθε τράπεζα ίσο προς το μέγεθος της εν λόγω αρνητικής καθαρής ροής. Αντιστοίχως, το επίπεδο αναφοράς για το απόθεμα των πιστώσεων της τράπεζας προς την πραγματική οικονομία στις 31 Ιανουαρίου 2018 ισούται προς: το υπόλοιπο των εν λόγω πιστώσεων στις 31 Ιανουαρίου 2016 συν το άθροισμα των μηνιαίων καθαρών ροών κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2015-Ιανουαρίου 2016. Βλ. στον ιστότοπο της ΕΚΤ, Decision of the European Central Bank of 28 April 2016 on a second series of targeted longer-term refinancing operations, Annex I. Βλ. επίσης Πλαίσιο 3, σελ. 24-28 στο τρίτο τεύχος για το έτος 2016 του Οικονομικού Δελτίου της ΕΚΤ με τίτλο “The second series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II)”.



θεμα των πιστώσεων,<sup>7</sup> τις οποίες έχει χορηγήσει προς την “πραγματική οικονομία”, κατά ποσοστό 2,5% τουλάχιστον, το επιτόκιο χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα θα μειώνεται, καθ’ όλη τη διάρκεια της πράξης, στο επίπεδο του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (επί του παρόντος -0,40% ετησίως) το οποίο επικρατούσε κατά την ημερομηνία διεξαγωγής της πράξης. Σημειώνεται επίσης ότι οι οφειλόμενοι, από τις εμπορικές τράπεζες που έχουν αντλήσει χρηματοδότηση, τόκοι είναι πληρωτέοι στη λήξη της στοχευμένης πράξης (δηλ. μεταξύ Ιουνίου 2020 και Μαρτίου 2021).

Σε αντίθεση με ό,τι ίσχυε για την πρώτη σειρά στοχευμένων πράξεων, στο πλαίσιο της δεύτερης σειράς οι εμπορικές τράπεζες δεν θα υποχρεώνονται να επιστρέψουν κεφάλαια τα οποία έχουν αντλήσει από το Ευρωσύστημα σε περίπτωση που η πιστοδοτική τους δραστηριότητα δεν είναι αρκετά έντονη σε σύγκριση με το παρελθόν. Απλώς, όσες τράπεζες δεν μπορούν να αποφύγουν εξασθένηση της πιστοδοτικής τους δραστηριότητας<sup>8</sup> δεν θα απολαύουν των προβλεπόμενων, κατά τα ανωτέρω, μειώσεων του κόστους χρηματοδότησης. Η νέα σειρά στοχευμένων πράξεων εξακολουθεί να παρέχει ισχυρά κίνητρα στις εμπορικές τράπεζες για να στηρίξουν με χρηματοδότηση την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ. Παράλληλα, προστατεύει τις τράπεζες, οι οποίες είναι γνωστό ότι αντιμετωπίζουν μεγάλης κλίμακας εξοφλήσεις ομολογιακών τίτλων τους στο εγγύς μέλλον, από τη μεταβλητότητα η οποία επικρατεί κατά καιρούς στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Με τη διεξαγωγή του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων ήδη από τις αρχές του 2015, το πλεόνασμα ρευστότητας στην αγορά χρήματος άρχισε να διογκώνεται με έντονο ρυθμό. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (π.χ. EONIA, Euribor), ακολουθώντας τις περαιτέρω μειώσεις του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, το Δεκέμβριο του 2015 και το Μάρτιο του 2016, υποχώρησαν σε περισσότερο αρνητικά επίπεδα (βλ. Διαγράμματα III.1 και III.4 παραπάνω), ενώ

σημαντικά φαίνεται να έχει περιοριστεί ο όγκος των συναλλαγών στην αγορά χρήματος, δεδομένου ότι η προσφορά ρευστότητας με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους από την κεντρική τράπεζα καλύπτει τις περισσότερες ανάγκες. Το επιτόκιο για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος έναντι εξασφαλίσεων διαμορφώθηκε ακόμη πλησιέστερα από ό,τι το επιτόκιο EONIA, στο επίπεδο του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Προκειμένου να καθοδηγήσει τους οικονομικούς φορείς ως προς την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ανακοινώσει ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος πρόκειται να παραμείνουν επί παρατεταμένο περαιτέρω χρονικό διάστημα, ειδικότερα και μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων (η οποία τοποθετείται το νωρίτερο το Μάρτιο του 2017), στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ δεν είναι δυνατόν να αποκλειστούν περαιτέρω μειώσεις των εν λόγω επιτοκίων. Εξάλλου, οι πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα διεξάγονται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου και θα χορηγούν στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ ρευστότητα χωρίς ποσοτικό περιορισμό (άλλο από την κατάθεση στο Ευρωσύστημα επαρκών εξασφαλίσεων) τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2018.

7 Κατ’ αρχίβεια, συγκρίνεται το επίπεδο αναφοράς για το απόθεμα των πιστώσεων στις 31 Ιανουαρίου 2018, όπως ορίζεται παραπάνω στην υποσημείωση 6, με το άθροισμα του υφιστάμενου κατά την 31η Ιανουαρίου 2016 υπολοίπου πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία (όπως προκύπτει από τα βιβλία της τράπεζας) συν τις μηνιαίες καθαρές ροές πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία από το Φεβρουάριο 2016 μέχρι και τον Ιανουάριο του 2018. Εξαιτίας διαφόρων τεχνικών παραγόντων λογιστικής φύσεως (π.χ. συναλλαγματικές διαφορές επί δανείων σε ξένο νόμισμα, αναταξινομήσεις ή διαγραφές δανείων), σε αντιστάθμιση των οποίων αποσκοπεί η κατάρτιση του μεγέθους της “καθαρής ροής πιστώσεων”, το άθροισμα αυτό είναι δυνατόν να αποκλίνει από το υπόλοιπο των πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία το οποίο θα εμφανιστεί στα βιβλία της τράπεζας στις 31 Ιανουαρίου 2018.

8 Δίδεται το περιθώριο στις τράπεζες οι οποίες κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2015-Ιανουαρίου 2016 κατέγραψαν σωρευτική θετική καθαρή ροή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία να απολαύουν μειωμένου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα, ακόμη και αν έχουν υποστεί μείωση της καθαρής ροής πιστώσεων κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2016-Ιανουαρίου 2018, αρκεί η σωρευτική καθαρή ροή κατά την ύστερη αυτή περίοδο να μην έχει διαμορφωθεί κάτω του μηδενός.

Η καθοδήγηση των αγορών σχετικά με τα μελλοντικά επίπεδα των επιτοκίων πολιτικής διατηρεί χαμηλά τα αναμενόμενα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Εξ αυτού του λόγου ασκεί καθοδικές πιέσεις στις τρέχουσες αποδόσεις των μακροπρόθεσμων τίτλων, συμβάλλοντας έτσι σε περιορισμό του κόστους χρηματοδότησης στην οικονομία της ζώνης του ευρώ. Έχει καταδειχθεί στην πράξη ότι η καθοδήγηση προς τις αγορές έχει περιορίσει σημαντικά το βαθμό στον οποίο τα μελλοντικά επιτόκια επηρεάζονται από μακροοικονομικές διαταραχές, όπως αποτυπώνονται στις διακυμάνσεις των διαφόρων δεικτών οικονομικής συγκυρίας, σε αντιδιαστολή με επηρεασμό κατά κύριο λόγο από τις προσδοκίες όσον αφορά την κατεύθυνση την οποία θα ακολουθήσει η ενιαία νομισματική πολιτική σε μεσοπρόθεσο ορίζοντα.

Τον Απρίλιο του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι συνεχίζει να αναλύει προσεκτικά τις προοπτικές όσον αφορά την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και ότι είναι έτοιμο να θεσπίσει επιπλέον μέτρα τα οποία θα ήταν σύμφωνα με το καταστατικό του Ευρωσυστήματος προκειμένου οι προοπτικές αυτές να βελτιωθούν. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι η μετάδοση των επιδράσεων των μέτρων που λήφθηκαν το Μάρτιο του 2016 μέσω του τραπεζικού συστήματος έχει ξεκινήσει και ήδη παρατηρείται βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης, η οποία θα στηρίξει

τις ιδιωτικές καταναλωτικές και επενδυτικές δαπάνες. Τέλος, τον Ιούνιο του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιβεβαίωσε ότι αναμένεται να επακολουθήσει επιτάχυνση του πληθωρισμού από το β' εξάμηνο του 2016 και εξής. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε επίσης ότι, επειδή θα προχωρεί η εφαρμογή των μέτρων που έχουν ήδη υιοθετηθεί, στο άμεσο μέλλον θα προέλθει αυτομάτως περαιτέρω χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών και στο μέτρο τούτο θα επιτευχθεί περιορισμός των καθοδικών κινδύνων όσον αφορά τις προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ.

Τέλος, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ σημείωσε πρόσφατα<sup>9</sup> ότι η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα και έτσι συνολικά αποβαίνει ευνοϊκή για τις εμπορικές τράπεζες, καθώς συγκρατεί χαμηλό το ποσοστό αθέτησης πληρωμών στην οικονομία και προστατεύει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ. Μέχρι στιγμής δεν υπάρχουν ενδείξεις ευρείας εκδήλωσης παρενεργειών από τα μέτρα που έχει υιοθετήσει το Ευρωσύστημα, με τη μορφή ανάληψης υπερβολικού κινδύνου από τις τράπεζες ή στρεβλώσεων στις αποτιμήσεις των χρηματοπιστωτικών στοιχείων σε σημαντική κλίμακα στη Νομισματική Ένωση.

<sup>9</sup> Βλ. στον ιστότοπο της ΕΚΤ, Statement at the thirty-third meeting of the International Monetary and Financial Committee.

### Ειδικό θέμα III.1

#### Η ΕΡΕΥΝΑ SAFE ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΒΑΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΣΤΙΣ ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Στο πλαίσιο της έρευνας για την πρόσβαση των επιχειρήσεων στις πηγές χρηματοδότησης (Survey on the access to finance of enterprises – SAFE), η οποία διεξάγεται ανά διαδοχικές εξαμηνιαίες περιόδους στα περισσότερα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ,<sup>1</sup> συγκεντρώνονται οι εκτιμήσεις και αποτιμάται η εμπειρία των ιδιωτικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (εκτός αγροτικού τομέα και τομέα υγείας)<sup>2</sup> όσον αφορά τη ζήτηση και την προσφορά πόρων μέσω των

<sup>1</sup> Στα πολύ μικρά κράτη-μέλη, όπως το Λουξεμβούργο και η Κύπρος, η έρευνα διεξάγεται άπαξ του έτους.

<sup>2</sup> Οι απαντήσεις κάθε επιχείρησης η οποία περιλαμβάνεται στο δείγμα σταθμίζονται με τον αριθμό των εργαζομένων που απασχολεί.

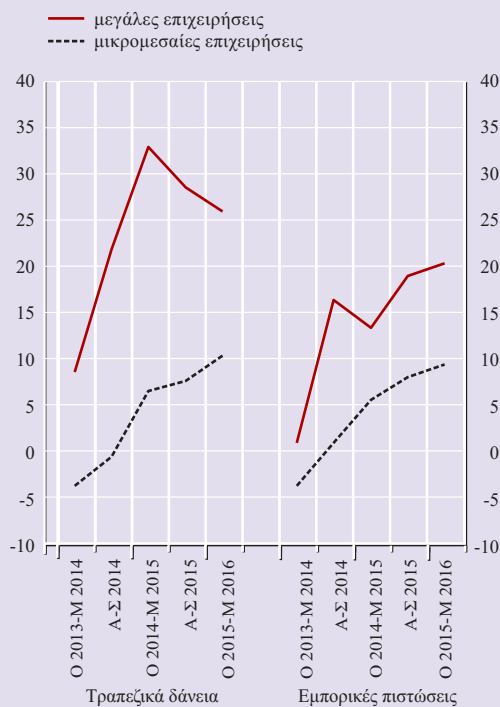
εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένων λ.χ. πηγών που είναι εσωτερικές στην επιχείρηση. Επισημαίνεται ότι κυρίως αντικείμενο της έρευνας είναι οι επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, δηλ. οι επιχειρήσεις που απασχολούν λιγότερους από 250 εργαζομένους και έχουν ετήσιο κύκλο εργασιών μέχρι 50 εκατ. ευρώ – συνολικά το δείγμα περιλαμβάνει κατά προσέγγιση 10.000 επιχειρήσεις αυτού του τύπου – ωστόσο στο ερωτηματολόγιο της έρευνας απαντούν επίσης περίπου 1.000 μεγάλες επιχειρήσεις. Εντούτοις, η περιγραφή των αποτελεσμάτων της έρευνας που ακολουθεί περιορίζεται ως επί το πλείστον στις απαντήσεις των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους όσον αφορά τη χρηματοδότηση από τις τράπεζες, καθώς επίσης και μέσω εμπορικών πιστώσεων.

Την περίοδο από το δ' τρίμηνο του 2013 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2014, η πλειονότητα των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ ανέφερε μείωση της διαθεσιμότητας τόσο τραπεζικής χρηματοδότησης όσο και εμπορικών πιστώσεων (βλ. Διάγραμμα Α). Κατά την περίοδο που εκτείνεται από το δ' τρίμηνο του 2014 μέχρι και το α' τρίμηνο του 2016,<sup>3</sup> η εικόνα αυτή αντιστράφηκε: η πλειονότητα των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους, όπως εξάλλου κατά μείζονα λόγο και η πλειονότητα των μεγάλων επιχειρήσεων, ανέφερε γενική αύξηση της διαθεσιμότητας χρηματοδοτικών πόρων.

Όσον αφορά τους παράγοντες οι οποίοι, κατά την εκτίμηση των επιχειρήσεων, επηρέασαν τη διαθεσιμότητα δανειακών κεφαλαίων από το τραπεζικό σύστημα (βλ. Διάγραμμα Β), κατά την περίοδο από το δ' τρίμηνο του 2013 μέχρι το γ' τρίμηνο του 2014, η πλειονότητα των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους θεωρούσε ότι οι προοπτικές τους και η πολιτική των τραπεζών ήταν τέτοιες ώστε να συντελούν σε περιορισμό της διαθεσιμότητας χρηματοδότησης. Τουναντίον, το διάστημα από το δ' τρίμηνο του 2014 μέχρι και το α' τρίμηνο του 2016, η πλειονότητα των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους απάντησε ότι οι προαναφερθέντες παράγοντες συνέβαλαν σε αύξηση της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης. Από την άλλη πλευρά, το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων οι οποίες αποκρίθηκαν ότι κατά την εν λόγω περίοδο οι μακροοικονομικές συνθήκες και η στήριξη από δημόσια προγράμματα (π.χ. η κάλυψη τραπεζικών πιστώσεων με εγγυήσεις ή η συγχρηματοδότησή τους με δημόσιους πόρους) συνέβαλαν σε

### Διάγραμμα Α Μεταβολή στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ

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



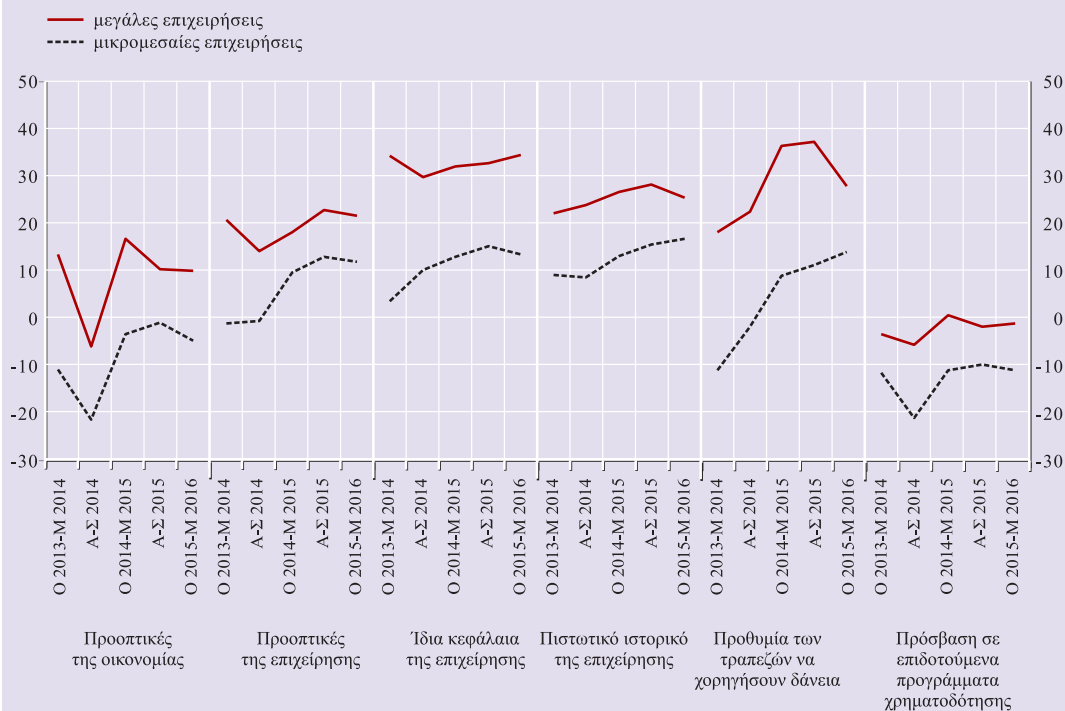
Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area.

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου. 2 Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα μειώθηκε.

3 Δηλ. στο πλαίσιο των επαναλήψεων της έρευνας που κάλυπταν τα διαστήματα Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015, Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2015 και Οκτωβρίου 2015-Μαρτίου 2016.

## Διάγραμμα Β Παράγοντες που επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη εξάμηνη 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 και καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.

<sup>2</sup> Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας βελτιώθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο παράγοντας αυτός επιδεινώθηκε.

βελτίωση της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης εξακολούθησε να είναι αρνητικό,<sup>4</sup> ωστόσο ήταν μικρότερο σε απόλυτο μέγεθος σε σύγκριση με τα αντίστοιχα αρνητικά ποσοστά που καταγράφηκαν κατά την περίοδο μεταξύ δ' τριμήνου του 2013 και γ' τριμήνου του 2014.

Τέλος, το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους το οποίο απάντησε ότι ο βαθμός επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης ήταν τέτοιος ώστε να συμβάλλει σε αύξηση της διαθεσιμότητας τραπεζικού δανεισμού ήταν θετικό και αυξήθηκε σχεδόν αδιάκοπα μεταξύ της έρευνας που αφορούσε το διάστημα Οκτωβρίου 2013-Μαρτίου 2014 και αυτής που αφορούσε το διάστημα Οκτωβρίου 2015-Μαρτίου 2016. Επίσης θετικό και αυξανόμενο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων απάντησε ότι το ιστορικό όσον αφορά την ομαλή εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων ενθάρρυνε την παροχή επιπλέον χρηματοδότησης από τις τράπεζες.

Όσον αφορά τις ανάγκες για χρηματοδότηση, η πλειονότητα των επιχειρήσεων ανέφερε ότι αυξάνονταν (βλ. Διάγραμμα Γ). Ωστόσο, τα αντίστοιχα καθαρά ποσοστά<sup>5</sup> παρουσίασαν μείωση μεταξύ της περιόδου που εκτείνεται από το δ' τρίμηνο του 2013 μέχρι το γ' τρίμηνο του 2014 και εκεί-

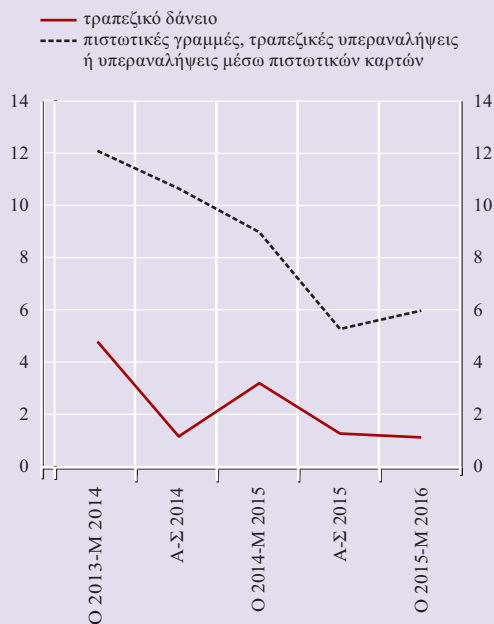
<sup>4</sup> Τούτο σημαίνει ότι το ποσοστό του δείγματος (μετά τη στάθμιση, βλ. υποσημείωση 2) το οποίο απάντησε ότι κάθε ένας από τους εν λόγω παράγοντες (μακροοικονομικές συνθήκες κ.λπ.) συνέβαλε σε βελτίωση της διαθεσιμότητας υπολειπόταν του ποσοστού που απάντησε ότι ο παράγοντας συνέβαλε σε περιορισμό της διαθεσιμότητας.

<sup>5</sup> Δηλ. η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των επιχειρήσεων που απάντησαν σε σχέση με κάθε μία από τις μεθόδους χρηματοδότησης, (π.χ. τραπεζικά δάνεια, πιστωτικά όρια σε αλληλόχρεους λογαριασμούς, εμπορικές πιστώσεις) ότι οι ανάγκες αυξάνονταν και του ποσοστού των επιχειρήσεων οι οποίες απάντησαν ότι οι χρηματοδοτικές ανάγκες περιορίζονται.



**Διάγραμμα Γ** Αυξήθηκαν ή μειώθηκαν οι ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ;

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

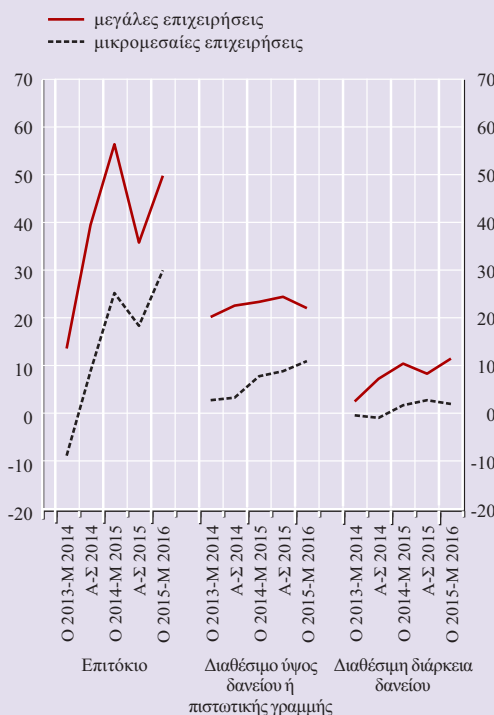


Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area.

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.  
2 Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες αυξήθηκαν μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες μειώθηκαν.

**Διάγραμμα Δ** Βελτιώθηκαν ή έγιναν δυσμενέστεροι οι όροι των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ;

(κατά την αντίστοιχη εξαμηνιαία περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων<sup>2</sup> που υπέβαλαν αίτηση για τραπεζικό δάνειο)



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

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.  
2 Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος όρος βελτιώθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος όρος έγινε δυσμενέστερος.

νης που εκτείνεται από το δ' τρίμηνο του 2014 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016. Τα ποσοστά των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους οι οποίες εκτιμούν ότι οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, η διατήρηση κεφαλαίου κίνησης και οι δαπάνες για την πρόσληψη και την εκπαίδευση προσωπικού συνέβαλαν σε αύξηση των χρηματοδοτικών αναγκών των επιχειρήσεων γενικά ακολουθήσαν αυξητική τάση μεταξύ Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 και Οκτωβρίου 2015-Μαρτίου 2016.

Όσον αφορά ειδικότερα τα τραπεζικά δάνεια (δηλ. πιστώσεις με συγκεκριμένη διάρκεια και εκ των προτέρων καθορισμένο ύψος), το 68% (58%) των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου (μεγάλου) μεγέθους δεν υπέβαλαν αίτημα δανεισμού στις τράπεζες κατά την πιο πρόσφατη περίοδο που καλύπτει η έρευνα (Οκτωβρίου 2015-Μαρτίου 2016). Από τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν υπέβαλαν αίτηση δανείου, ποσοστό 70% (84%) του δείγματος των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους (των μεγάλων επιχειρήσεων) απάντησαν ότι δεν χρειάζονταν χρηματοδότηση με αυτή τη μορφή, π.χ. λόγω επάρκειας εσωτερικών πόρων, ενώ ποσοστό 5% (2%) απάντησαν ότι εκτίμησαν πως στην πράξη δεν είχαν πρόσβαση σε αυτή την πηγή χρηματοδότησης. Από την άλλη πλευρά, μεταξύ των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου (μεγάλου) μεγέθους που υπέβαλαν αίτηση

για τραπεζικό δάνειο το 68% (78%) είχε επιτυχία, το 13% (9%) έλαβε έγκριση για μέρος του αιτούμενου ποσού, ενώ το 8% (0%) απορρίφθηκε από την τράπεζα.

Γενικότερα, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση (μέσω όλων των πηγών, όχι μόνο μέσω του τραπεζικού συστήματος) κρίθηκε ότι αποτελούσε το κυρίαρχο πρόβλημα από μικρότερο ποσοστό του δείγματος των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου (μεγάλου) μεγέθους (10% και 7% αντιστοίχως) από ό,τι άλλα προβλήματα, όπως αυτό που σχετίζεται με την εύρεση πελατών, το οποίο θεωρήθηκε κατά την περίοδο Οκτωβρίου 2015-Μαρτίου 2016 ως κυρίαρχο από το υψηλότερο ποσοστό επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους (27%) όπως εξάλλου και μεγάλου μεγέθους (28%).

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα της έρευνας SAFE δείχνουν τάση προοδευτικής βελτίωσης της διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ, συμπεριλαμβανομένων αυτών με μικρό και μεσαίο μέγεθος. Τα αποτελέσματα επίσης αποκαλύπτουν τάση χαλάρωσης των όρων και προϋποθέσεων υπό τους οποίους χορηγούνται οι πιστώσεις από τις τράπεζες (βλ. Διάγραμμα Δ).

Από την άλλη πλευρά, οι ανάγκες των επιχειρήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση φαίνεται ότι περιορίζονται προοδευτικά όχι λόγω περιορισμού των τρεχουσών και των επενδυτικών δραστηριοτήτων τους, αλλά πιθανόν λόγω αύξησης της διαθεσιμότητας πόρων μέσω εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένων των εσωτερικών πηγών. Την περίοδο δ' τριμήνου 2014-α' τριμήνου 2016, η πλειονότητα των επιχειρήσεων οι οποίες είχαν υποβάλει αίτημα τραπεζικού δανεισμού ανέφερε ότι τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού υποχώρησαν, ότι το ύψος των πιστώσεων που χορηγούν οι τράπεζες αυξανόταν και ότι η διάρκειά τους επιμηκυνόταν.

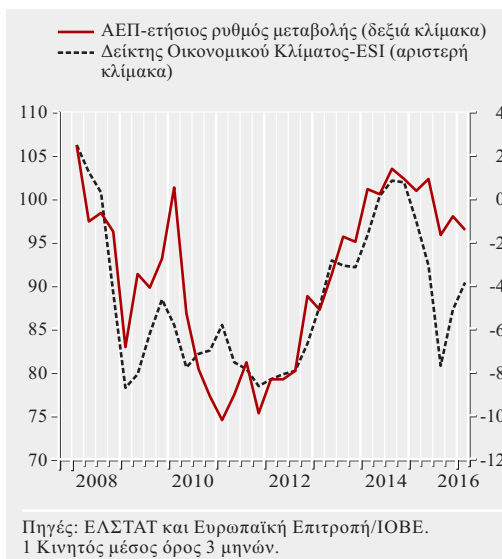
## IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Τους πρώτους μήνες του 2016 η οικονομία επηρεάστηκε από τους κεφαλαιακούς περιορισμούς, αλλά και από την παρατεταμένη διαπραγματεύση με τους θεσμούς στο πλαίσιο της πρώτης αξιολόγησης. Η ολοκλήρωση της αξιολόγησης, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος, αναμένεται να διαδραματίσουν καθοριστικό ρόλο. Εκτιμάται ότι από το δεύτερο εξάμηνο θα ενεργοποιηθούν θετικές τάσεις στην οικονομική δραστηριότητα, βασισμένες κυρίως στη σταδιακή άνοδο της επενδυτικής δαπάνης, στη σταθεροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, στην ενίσχυση της τουριστικής κίνησης, αλλά και στη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα ακολουθήσουν δυσμενείς εξελίξεις στο μεταναστευτικό. Εκτιμάται επίσης ότι η θετική δυναμική θα συνεχιστεί και τα επόμενα δύο έτη και θα απελευθερώσει δυνάμεις μεταστροφής του παραγωγικού μηχανισμού προς περισσότερο εξωστρεφή και καινοτόμο δραστηριότητα, υπό τον όρο ότι δεν θα ανακοπεί η μεταρρυθμιστική προσπάθεια.

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το ΑΕΠ, η οικονομική δραστηριότητα κινήθηκε πτωτικά το α' τρίμηνο του 2016, τόσο σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους (-1,4%) όσο και έναντι του προηγούμενου τριμήνου (-0,5%) (βλ. Διαγράμματα IV.1 και IV.2). Σε αυτή την εξέλιξη συνέβαλε κυρίως η πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία επηρεάστηκε από τις συσσωρευμένες – στο τελευταίο τρίμηνο του 2015 και στο α' τρίμηνο του 2016 – φορολογικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών και αποτυπώθηκε στη σημαντική επιδείνωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Από την άλλη πλευρά, το ίδιο διάστημα οι δείκτες επιχειρηματικής εμπιστοσύνης κατέγραψαν σχετική στασιμότητα, εν αναμονή της ολοκλήρωσης της αξιολόγησης από τους θεσμούς (βλ. Διάγραμμα IV.1).

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας καταγράφουν μικτή εικόνα. Επισημαίνεται η υποχώρηση των λιανικών πωλή-

Διάγραμμα IV.1 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI<sup>1</sup> (2008-α' τρίμ. 2016)



σεων (-3,4%) και η υστέρηση της βιομηχανικής παραγωγής κατά 0,8% το α' τρίμηνο. Ωστόσο, ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων ιδιωτικής χρήσης εξακολουθεί να βρίσκεται σε θετικό έδαφος, η μεταποιητική παραγωγή αυξάνεται ελαφρά και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη βιομηχανία κινείται σταθεροποιητικά. Ταυτόχρονα, η αγορά εργασίας διατηρεί, αν και σε μικρότερο βαθμό σε σχέση με τα δύο προηγούμενα έτη, στοιχεία δυναμισμού χάρη κυρίως στις προσδοκίες για την τουριστική κίνηση και στην επέκταση ευέλικτων μορφών απασχόλησης (που αντανακλώνται σε αύξηση της απασχόλησης στους κλάδους του τουρισμού και του εμπορίου). Οι εξαγωγές αγαθών το α' τρίμηνο ήταν συγκρατημένες, αλλά το ισοζύγιο αγαθών ωφελήθηκε από τη σημαντική μείωση των τιμών των καυσίμων και τη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης για εισαγόμενα καταναλωτικά προϊόντα.

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης αναμένεται να βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα, να λειτουργήσει ως θετική ένδειξη για τη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και τελικά να συμβάλει στην ανάσχεση της ύφεσης και στην επι-

στροφή της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ταυτόχρονα, όπως προβλέπεται και στην απόφαση του Eurogroup της 24.5.2016, σημαντικό μέρος των πληρωμών από την εκταμίευση των δόσεων, τόσο του Ιουνίου όσο και του Σεπτεμβρίου, θα κατευθυνθεί στην αποπληρωμή των οφειλόμενων του Δημοσίου στον ιδιωτικό τομέα και επομένως θα ενισχυθεί άμεσα η ρευστότητα στην πραγματική οικονομία.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για το σύνολο του 2016 προβλέπεται ελαφρώς αρνητικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, καθώς αναμένονται, το γ' και το δ' τρίμηνο, θετικοί ρυθμοί μεταβολής, που σχεδόν θα αντισταθμίσουν το αρνητικό αποτέλεσμα του πρώτου εξαμήνου.

Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στις επιχειρηματικές επενδύσεις, η ανάκαμψη των οποίων αναμένεται να υποβοηθηθεί από τους εξής παράγοντες:

- Τις θετικές εξελίξεις στο εγχώριο πιστωτικό σύστημα, όπως η αναμενόμενη επανένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις – επαναφορά του *waiver* –, η αντίστοιχη μείωση του ανώτατου ορίου προσφυγής των τραπεζών στο μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA), η ενδεχόμενη δυνατότητα συμμετοχής και των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ καθώς και η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι οποίες αναμένεται να απελευθερώσουν σταδιακά πόρους για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.
- Την ολοκλήρωση κρίσιμων ιδιωτικοποιήσεων, την επιτάχυνση του σχετικού προγράμματος με την ίδρυση του νέου φορέα με την επωνυμία “Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας ΑΕ”, την ψήφιση του νέου αναπτυξιακού νόμου, τη σταθεροποίηση των κεφαλαιακών ροών από την ΕΕ και την αξιοποίηση των κονδυλίων από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων.

Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών προβλέπεται να σταθεροποιηθεί το δεύτερο εξάμηνο, χάρη στη διατήρηση θετικών ρυθμών μεταβολής της απασχόλησης και στη μικρή μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των μισθωτών.

Ο γενικός πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί υπό τη συνδυασμένη επίδραση των πληθωριστικών πιέσεων από τις νέες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία και των αντιπληθωριστικών τάσεων από τα ενεργειακά αγαθά. Οι περιορισμοί της εγχώριας ζήτησης συνεχίζουν να επιδρούν σε αντιπληθωριστική κατεύθυνση, ωστόσο εκτιμάται ότι στη διάρκεια του 2016 ο πυρήνας του πληθωρισμού θα καταγράφει ήπιες αυξήσεις.

Η εξαγωγική δραστηριότητα της οικονομίας αναμένεται να κινηθεί με οριακά θετικούς ρυθμούς στη διάρκεια του 2016, ενώ η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας θα συνεχίσει να βελτιώνεται. Οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα αυξηθούν, ακολουθώντας την εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης. Όσον αφορά τις εξαγωγές υπηρεσιών, η μείωση των εισπράξεων από τις θαλάσσιες μεταφορές, λόγω των συνθηκών που έχουν διαμορφωθεί μετά την επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών, θα υπεραντισταθμίσει την άνοδο των τουριστικών εσόδων για το σύνολο του έτους.

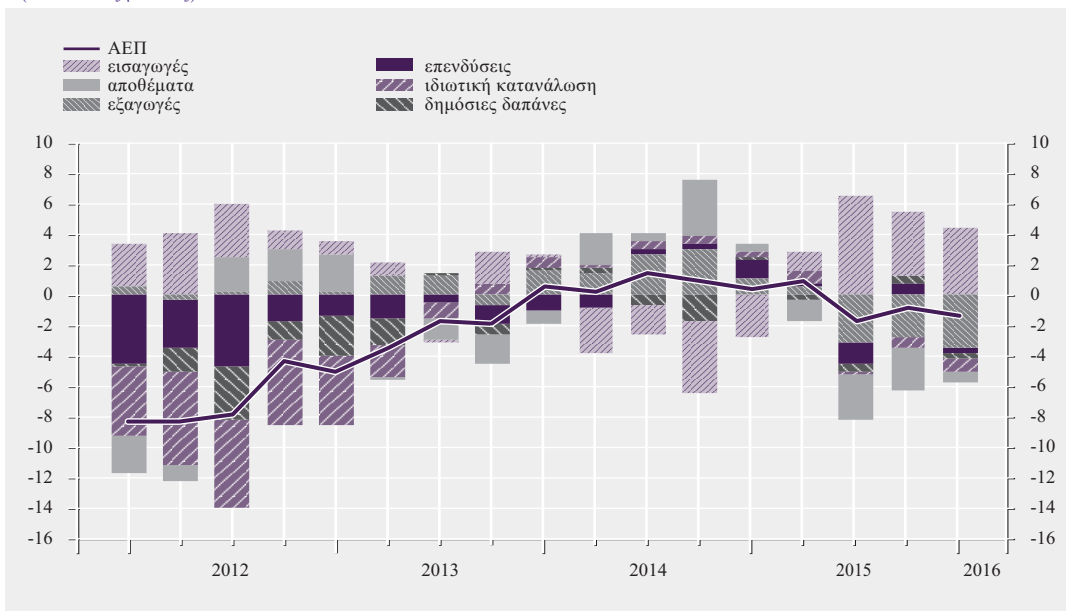
Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αναμένεται να συνεχιστεί με βραδύτερους ρυθμούς στη διάρκεια του 2016. Η υψηλή ανεργία των νέων και η μακροχρόνια ανεργία παραμένουν μείζονα προβλήματα, η επίλυση των οποίων είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών, αλλά και με την εξωστρεφή και καινοτόμο επενδυτική δραστηριότητα του ιδιωτικού τομέα.

Προκειμένου να διατηρηθεί η κοινωνική συνοχή και να προστατευθεί η αναπτυξιακή προσπάθεια, είναι αναγκαία η συνέχιση της στοχευμένης υποστήριξης των αδύναμων κοινωνικών ομάδων και η διατήρηση και βελτίωση της αποδοτικότητας των δημόσιων υπη-



## Διάγραμμα IV.2 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί.

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

ρεσιών, χωρίς να διακυβευθεί η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων. Προς αυτή την κατεύθυνση εκτιμάται ότι θα συνεισφέρει η εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος (ή κοινωνικού εισοδήματος αλληλεγγύης) που αναμένεται το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Όσον αφορά τις δημόσιες υπηρεσίες, επιτακτική φαίνεται η ανάγκη για βελτίωση της αποδοτικότητας του συστήματος υγείας. Η μεταρρυθμιστική πολιτική θα πρέπει να επικεντρωθεί περισσότερο στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των υπηρεσιών υγείας και λιγότερο στην περαιτέρω περικοπή της δημόσιας δαπάνης (βλ. Ειδικό θέμα IV.1).

### I ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ<sup>1</sup>

#### Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Το 2015 το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,3%, σε σταθερές τιμές 2010 (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), παρά το γεγονός ότι η ιδιωτική κατα-

νάλωση και οι επενδύσεις σημείωσαν μικρή άνοδο (+0,2% και +0,9% αντίστοιχα) και ταυτόχρονα ο εξωτερικός τομέας είχε θετική συμβολή (1,1 ποσοστιαία μονάδα). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη σημαντική ανάλωση αποθεμάτων – ενδεχομένως και ως συνέπεια της επιβολής των κεφαλαιακών περιορισμών – που προκάλεσε κάμψη των συνολικών επενδύσεων της οικονομίας, μέρος των οποίων είναι και τα αποθέματα. Η υποχώρηση των εισαγωγών συνέβαλε θετικά στο ΑΕΠ κατά 2,2 ποσοστιαίες μονάδες περίπου, ενώ οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο παρέμειναν σε θετικό έδαφος, παρά το επιβαρυντικό γ' τρίμηνο του έτους. Η ύφεση πάντως που χαρακτήρισε το δεύτερο εξάμηνο του 2015, ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, των κεφαλαιακών περιορισμών, ήταν μάλλον ηπιότερη της αναμενόμενης, καθώς στο τελευταίο τρίμηνο του έτους αποκαταστάθηκε σε μεγάλο βαθμό η χρηματοδότηση της οικονομίας και βελτιώθηκε σημαντικά το επιχειρηματικό κλίμα.

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 31.5.2016.

## Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 α' τρίμ.
Ιδιωτική κατανάλωση	-6,4 (-4,4)	-9,9 (-6,8)	-7,9 (-5,5)	-2,5 (-1,7)	0,7 (0,5)	0,2 (0,2)	-1,3 (-0,9)
Δημόσια κατανάλωση	-4,2 (-0,9)	-7,0 (-1,6)	-7,1 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-2,4 (-0,5)	-0,1 (0,0)	-1,5 (-0,3)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-19,3 (-4,0)	-20,7 (-3,6)	-23,4 (-3,6)	-9,3 (-1,2)	-2,7 (-0,3)	0,9 (0,1)	-2,7 (-0,3)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-26,3 (-1,7)	-14,4 (-0,7)	-38,2 (-1,8)	-30,7 (-1,0)	-52,2 (-1,2)	-23,3 (-0,2)	-17,3 (-0,2)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	-8,3 (-9,3)	-11,0 (-12,0)	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,4)	0,2 (0,3)	-1,5 (-1,5)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,5%	-0,7%	-0,6%	-0,8%	0,6%	-1,1%	0,3%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	-5,3 (-7,4)	-9,7 (-11,9)	-8,8 (-10,4)	-3,2 (-4,4)	3,2 (1,0)	-3,6 (-1,4)	-2,1 (-1,2)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,4 (0,9)	0,8 (0,2)	1,1 (0,3)	1,7 (0,4)	7,4 (2,1)	-3,8 (-1,1)	-11,7 (-3,5)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,4 (1,0)	-8,2 (2,5)	-9,4 (2,9)	-2,9 (0,9)	7,8 (-2,4)	-6,9 (2,2)	-12,8 (4,3)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (1,9)	... (2,7)	... (3,2)	... (1,3)	... (-0,3)	... (1,1)	... (-0,8)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς</b>	-5,5	-9,2	-7,3	-3,1	0,7	-0,3	-1,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Μάιος 2016, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

<sup>1</sup> Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

## Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2010-2016)

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-6,2	-10,2	-12,2	-8,1	-0,4	-1,5	-3,4 (Ιαν.-Μάρ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λαπαντικών)	-6,9	-8,7	-11,8	-8,4	-0,7	-0,5	-2,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός <sup>2</sup>	-5,5	-6,0	-9,0	-9,1	0,5	-2,1	-1,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Ένδυση-υπόδηση	-11,4	-18,8	-20,6	-2,2	5,4	7,9	1,9 (Ιαν.-Μάρ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-12,7	-15,7	-16,3	-6,2	-1,4	-3,8	-7,3 (Ιαν.-Μάρ.)
Βιβλία-χαρτικά-λουπά είδη	-4,3	-5,2	-12,1	-0,1	7,0	7,0	-3,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	0,1	-5,9	-12,8	-6,5	-0,4	1,9	7,4 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-26,4	-0,5	-3,1	22,9	27,1	-9,1	9,7 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-63,4	-74,1	-74,8	-69,4	-54,0	-50,7	-71,9 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-37,2	-29,8	-41,7	3,1	30,1	13,8	7,4 (Ιαν.-Απρ.)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας <sup>3</sup>	37,1	-16,8	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4	-8,5 (Ιαν.-Απρ.)
Καταναλωτική πίστη <sup>4</sup>	-4,2 (Δεκ.)	-6,4 (Δεκ.)	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-1,6 (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).

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

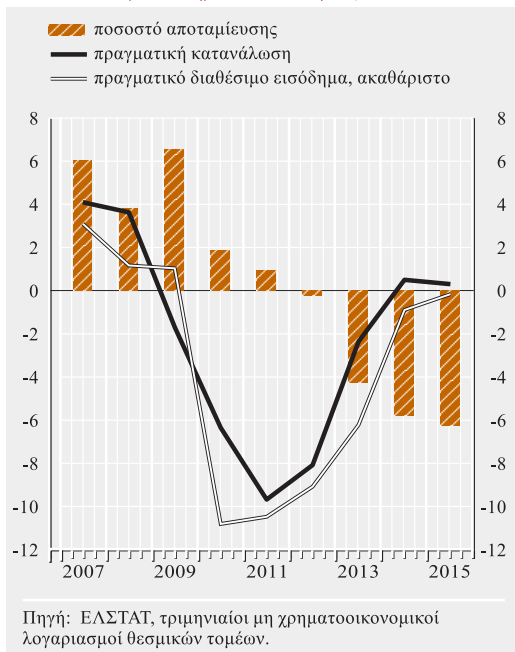
<sup>2</sup> Περιλαμβάνει τα μεγάλα καταστήματα τροφίμων και τα ειδικευμένα καταστήματα τροφίμων-ποτών-καπνού.

<sup>3</sup> Πάγια μηνιαία τέλη ανά σύνδεση έως τον Ιούλιο του 2009. Από τον Αύγουστο του 2009, νέο κλιμακούμενο τέλος συνδρομητών κινητής τηλεφωνίας και τέλος καρτοκινητής τηλεφωνίας.

<sup>4</sup> Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες για τις διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησης.

**Διάγραμμα IV.3** Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης (2007-2015)

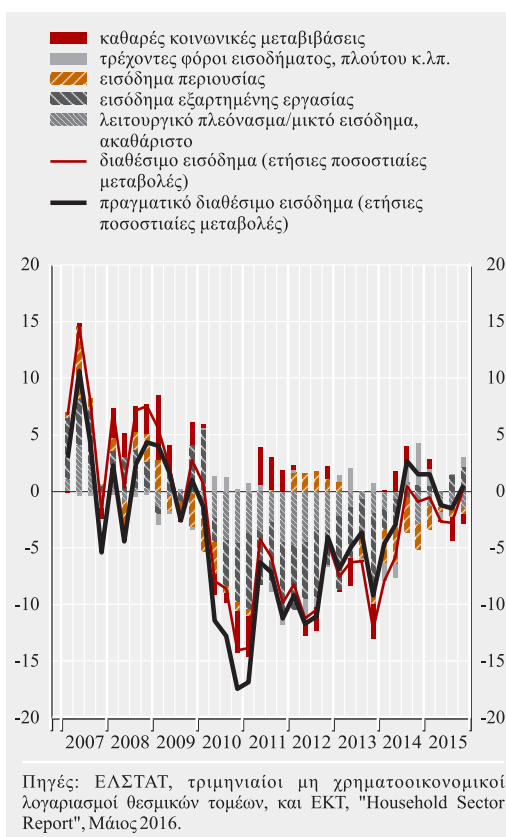
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



Στη διάρκεια του α' τριμήνου του 2016 το ΑΕΠ υποχώρησε κατά 1,4% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015 και κατά 0,5% έναντι του προηγούμενου τριμήνου (βλ. Διάγραμμα IV.2). Πτωτικά συνέβησαν όλες οι συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης, ενώ και οι συνολικές εξαγωγές σημείωσαν σημαντική πτώση κατά 11,7%, κυρίως λόγω της σημαντικής υποχώρησης των εξαγωγών υπηρεσιών κατά 23,4%. Η πτώση των εξαγωγών υπηρεσιών, η οποία συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την πτώση των εσόδων από τη ναυτιλία, αντισταθμίζεται εν μέρει από την υποχώρηση των εισαγωγών υπηρεσιών (βλ. Ειδικό θέμα IV.2).

Η **ιδιωτική κατανάλωση** συνέβαλε θετικά στην εξέλιξη του ΑΕΠ το 2015 (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.2), παρά την ελαφρά κάμψη που κατέγραψε το δεύτερο εξάμηνο του έτους (-0,7%) λόγω των επιπτώσεων της τραπεζικής αργίας και των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων καθώς και των δημοσιονομικών μέτρων που ψηφίστηκαν στο πλαίσιο της νέας

**Διάγραμμα IV.4** Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρ. 2007- δ' τρ. 2015)



Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Η διατήρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε θετικό έδαφος το 2015 (+0,2%) αποδίδεται κυρίως στη μείωση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών<sup>2</sup> και στην εξέλιξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ)<sup>3</sup> που μειώθηκε μόνο οριακά (βλ. Διάγραμμα IV.3). Η εξέλιξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ συνδέεται κυρίως με τη θετική

<sup>2</sup> Σημειώνεται ότι οι αποταμιεύσεις στήριξαν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών σε όλη τη διάρκεια της κρίσης, με το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ να έχει μειωθεί από 6,5% το 2009 στο -6,2% το 2015.

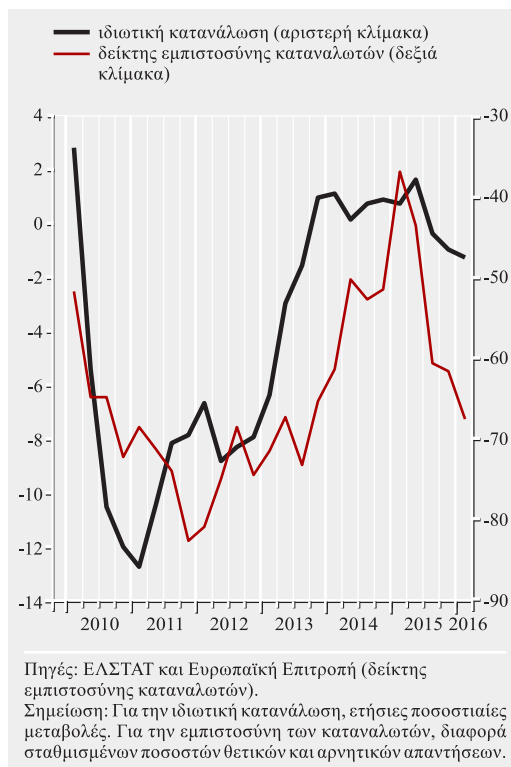
<sup>3</sup> Το εισόδημα αυτό, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, κατέγραψε θετικό ρυθμό ανέγερσης το δ' τρίμηνο του 2015 (+0,6%), ενώ για το σύνολο του έτους μειώθηκε οριακά (-0,2%).

**Διάγραμμα IV.5** Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2008-α' τρίμ. 2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



**Διάγραμμα IV.6** Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμ. 2010-α' τρίμ. 2016)



συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (βλ. Διάγραμμα IV.4) λόγω της αύξησης της απασχόλησης, καθώς και με τη μείωση των τιμών αγαθών και υπηρεσιών.

Η διατήρηση του θετικού ρυθμού μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2015 αποτυπώθηκε στην αύξηση του αριθμού των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία, καθώς και στα αυξημένα έσοδα από ΦΠΑ (βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.5).

Το κλίμα αβεβαιότητας, όπως καταγράφεται από τη σημαντική μείωση του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών<sup>4</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.6) και τη μείωση των λιανικών πωλήσεων το α' τρίμηνο του έτους, οδήγησε σε υποχώρηση της κατανάλωσης το α' τρίμηνο του 2016 κατά 1,3% (έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015). Ωστόσο, η ολοκλήρωση της πρώτης

αξιολόγησης του ελληνικού προγράμματος αναμένεται να συμβάλει στη σταδιακή άρση του κλίματος αβεβαιότητας. Επίσης, η διατήρηση των θετικών ρυθμών μεταβολής της απασχόλησης το 2016<sup>5</sup> και η προβλεπόμενη σταθεροποίηση των πραγματικών αμοιβών των μισθωτών αναμένεται να συγκρατήσουν τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω της αυξημένης φορολογικής επιβάρυνσης το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Κάποιες ενθαρρυντικές ενδείξεις για την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης είναι η συνεχιζόμενη, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς, αύξηση του αριθμού των νέων επιβατι-

<sup>4</sup> Σημειώνεται ότι ο δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών μεταξύ Ιουνίου 2015 και Μαΐου 2016 έχει μειωθεί κατά 25 μονάδες.

<sup>5</sup> Η διατήρηση θετικών ρυθμών της απασχόλησης το 2016 αποτυπώνεται στα θετικά στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις ροές εξαρτημένης εργασίας στον ιδιωτικό τομέα τους μήνες Μάρτιο και Απρίλιο, καθώς και στις θετικές προσοδικίες των καταναλωτών για την απασχόληση (βλ. αναλυτικότερα ενότητα 3 "Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας").



### Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2010-2016)

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

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

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

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

2 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, οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και τα εταιρικά ομόλογα και δάνεια που μεταβίβασαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε θυγατρικές τους τράπεζες εκτός Ελλάδος και σε εγχώρια θυγατρική εταιρία παροχής πιστώσεων το 2009.

3 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 εταιρία παροχής πιστώσεων το 2009.

4 Από τον Ιανουάριο του 2012 τα στοιχεία αφορούν πραγματικές πληρωμές και όχι πιστώσεις του λογαριασμού δημοσίων επενδύσεων.

κόν αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία (βλ. Διάγραμμα IV.5), η αύξηση του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο και η παράλληλη επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης (βλ. Πίνακα IV.2). Επομένως, συνεκτιμώντας τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία, προβλέπεται σταδιακή αποκλιμάκωση του αρνητικού ρυθμού της κατανάλωσης κατά τη διάρκεια του 2016 λόγω της αναμενόμενης βελτίωσης του οικονομικού κλίματος και των ευνοϊκών προοπτικών για την απασχόληση.

Το 2015 οι **ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου** (σε σταθερές τιμές 2010) σημείωσαν οριακή άνοδο κατά 0,9% έναντι του 2014, σύμφωνα με τα εποχικώς διορθωμένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ (βλ. Πίνακα IV.1). Σε αυτή την εξέλιξη βέβαια συνέβαλε και η προμήθεια αμυντικού εξοπλισμού, κυρίως το πρώτο και

το τελευταίο τρίμηνο του έτους, με αποτέλεσμα οι επενδύσεις σε μηχανήματα και εξοπλισμό να εμφανίσουν άνοδο κατά 11,8% έναντι του προηγούμενου έτους. Από την άλλη πλευρά, οι **επενδύσεις στις κατασκευές** συρρικνώθηκαν (-10,2%), κυρίως λόγω της πώσης των επενδύσεων στις λοιπές κατασκευές (έργα υποδομής), οι οποίες πάγωσαν για μεγάλο χρονικό διάστημα εξαιτίας της δημοσιονομικής ασφυξίας. Οι επενδυτικές δαπάνες που κατευθύνθηκαν στην οικοδομή μειώθηκαν, αλλά με ασθενέστερο ρυθμό σε σχέση με το 2014.

Η ραγδαία επιδείνωση των επιχειρηματικών προσδοκιών το πρώτο εξάμηνο του 2015 και η επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών οδήγησαν στην αναβολή ή ματαίωση πολλών επιχειρηματικών σχεδίων, ιδιαίτερα στη διάρκεια του γ' τριμήνου του έτους. Στη συνέχεια, με την υπογραφή της νέας Σύμβασης

Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης τον Αύγουστο του 2015, οι προσδοκίες βελτιώθηκαν και διευκολύνθηκε η χρηματοδότηση των ιδιωτικών και δημόσιων επενδυτικών πρωτοβουλιών, με αποτέλεσμα οι επενδυτικές δαπάνες του δ' τριμήνου να λάβουν θετικό πρόσημο (+5,3%).

Ωστόσο, η αβεβαιότητα γύρω από την έκβαση της αξιολόγησης το α' τρίμηνο του 2016 συνέβαλε στη στασιμότητα του επενδυτικού κλίματος και οδήγησε σε υποχώρηση των επενδύσεων κατά 2,7% έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2015. Οι δαπάνες μηχανολογικού εξοπλισμού παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα, καθώς οι επιχειρήσεις δίστασαν να επιταχύνουν τα επενδυτικά τους προγράμματα κυρίως λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης. Θετικά εξελίχθηκαν οι επενδύσεις στις κατασκευές εκτός κατοικιών (+3,3% έναντι του α' τριμήνου του 2015), γεγονός που αποτελεί ένδειξη για τη διατήρηση της δραστηριότητας στα μεγάλα έργα υποδομής.

Η παρατεταμένη επενδυτική ένδεια των τελευταίων ετών (βλ. ενδεικτικά τον Πίνακα IV.3) οδήγησε σε συρρίκνωση του παραγωγικού κεφαλαίου της οικονομίας, παρά το γεγονός ότι σημαντικό μέρος της αποεπένδυσης προήλθε από μη εξωστρεφείς δραστηριότητες, όπως η οικοδομή (βλ. αναλυτικά το Πλαίσιο V.2 στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2015, σελ. 83-86). Εκτιμάται ωστόσο ότι με την ολοκλήρωση της αξιολόγησης και τη ρύθμιση εκκρεμοτήτων, όπως π.χ. το πρόγραμμα και ο φορέας των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και με τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, διαμορφώνονται οι προϋποθέσεις για τη σταθερή βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος και την άνοδο των επενδύσεων. Στην κατεύθυνση αυτή αναμένεται να συμβάλουν οι εξής παράγοντες:

- Η αποκατάσταση των δυνατοτήτων χρηματοδότησης του πιστωτικού συστήματος. Μια σειρά θετικών εξελίξεων που ενδέχεται, υπό προϋποθέσεις, να δρομολογηθούν μετά την ολοκλήρωση της αξιολόγησης,

όπως η αναμενόμενη επανένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις – επαναφορά του *wavier* – και η ενδεχόμενη δυνατότητα συμμετοχής και των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, αναμένεται να ενισχύσουν τη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής πρωτοβουλίας. Στην κατεύθυνση αυτή θετικά αναμένεται ότι θα συμβάλει και η εκτιμώμενη κερδοφορία των σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων της χώρας από το 2016 και μετά.

- Η ενοποίηση και αναβάθμιση των φορέων αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας (ΤΑΙΠΕΔ, ΕΤΑΔ, ΤΧΣ και του νέου φορέα ΕΔΗΣ<sup>6</sup>) στο πλαίσιο του νέου Ταμείου με τίτλο Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας<sup>7</sup>, η λειτουργία του οποίου θα ξεκινήσει από το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους, αναμένεται να επιταχύνει το πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων. Οι στόχοι του προγράμματος αυτού μπορούν να επιτευχθούν με την προϋπόθεση αντιμετώπισης κάποιων δυσκολιών των έργων σε εξέλιξη<sup>8</sup>, επιτάχυνσης άλλων με δεδηλωμένο διεθνές ενδιαφέρον, όπως του ΟΣΕ-ΕΕΣΤΥ, αλλά και ένταξης κάποιων με στρατηγική σημασία όπως της ΔΕΠΑ, των ΕΛΤΑ και της ΔΕΗ. Σε κάθε περίπτωση, ο σχεδιασμός και η υλοποίηση του προγράμματος θα πρέπει να συνδυάζει την αξιοποίηση βέλτιστων επιχειρηματικών πρακτικών του ιδιωτικού τομέα με τη δέσμευση επενδυτικών πόρων ενίσχυσης των υποδομών, όπως στην περίπτωση του ΟΛΠ και των 14 περιφερειακών αεροδρομίων.

6 Πρόκειται για τη νεοσύστατη Εταιρεία Δημοσίων Συμμετοχών, στην οποία μεταβιβάζονται, μεταξύ άλλων, η ΕΥΑΘ, η ΕΥΔΑΠ, η ΕΛΒΟ, τα ΕΛΤΑ, η ΔΕΗ καθώς και σημαντικός αριθμός ακινήτων του Δημοσίου.

7 Το νέο αυτό υπερταμείο θα έχει έδρα την Αθήνα, διάκριση 99 ετών και μετοχικό κεφάλαιο 40 εκατ. ευρώ. Θα διοικείται από 5μελές εποπτικό συμβούλιο, του οποίου τα τρία μέλη θα επιλέγονται από την ελληνική κυβέρνηση, με τη σύμφωνη γνώμη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας. Για τη λήψη των αποφάσεων προβλέπεται ενισχυμένη πλειοψηφία 4 μελών, ενώ το 50% των κερδών του ταμείου προορίζεται για αποπληρωμή του δημόσιου χρέους και το υπόλοιπο θα κατευθύνεται σε επενδύσεις.

8 Όπως η ολοκλήρωση της ιδιωτικοποίησης της ΔΕΣΦΑ, αλλά και του Αστέρα Βουλιαγμένης.

#### Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2010-2016)

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 α' τρίμ.
<b>Γεωργία, δασοκομία και αλιεία</b>	5,1 (0,1)	-1,5 (-0,1)	9,1 (0,3)	-2,3 (-0,1)	10,1 (0,4)	-1,8 (-0,1)	-4,7 (-0,2)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	-13,3 (-2,3)	-10,8 (-1,7)	-6,8 (-1,0)	-7,4 (-1,1)	-8,8 (-1,3)	-2,6 (-0,3)	-0,6 (-0,1)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-14,9 (-1,9)	-4,7 (-0,5)	-6,3 (-0,7)	-2,8 (-0,3)	-9,9 (-1,2)	-0,2 (0,0)	-1,0 (-0,1)
Κατασκευές	-8,9 (-0,4)	-26,1 (-1,2)	-8,4 (-0,3)	-22,9 (-0,8)	-4,3 (-0,1)	-12,2 (-0,3)	1,7 (0,0)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	-4,2 (-3,4)	-9,3 (-7,5)	-7,2 (-5,8)	-1,9 (-1,5)	1,8 (1,5)	0,8 (0,7)	-0,8 (-0,7)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-4,2 (-1,0)	-12,2 (-3,0)	-15,6 (-3,7)	-0,9 (-0,2)	7,4 (1,6)	1,6 (0,4)	-2,6 (-0,6)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-12,8 (-0,5)	-18,8 (-0,7)	-11,9 (-0,4)	-5,4 (-0,2)	-4,2 (-0,1)	-3,3 (-0,1)	-3,9 (-0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-7,8 (-0,4)	-14,1 (-0,7)	-5,1 (-0,2)	-6,1 (-0,3)	-4,3 (-0,2)	-1,6 (-0,1)	-2,9 (-0,1)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	10,8 (1,5)	-7,1 (-1,2)	5,4 (0,9)	-0,5 (-0,1)	1,6 (0,3)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-21,7 (-1,4)	-10,8 (-0,6)	-8,3 (-0,4)	-7,6 (-0,4)	-1,7 (-0,1)	6,6 (0,3)	0,3 (0,0)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-2,3 (-0,5)	-3,5 (-0,8)	-9,1 (-2,1)	-2,1 (-0,5)	-0,4 (-0,1)	0,9 (0,2)	-0,4 (-0,1)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-23,2 (-1,1)	-14,1 (-0,5)	3,4 (0,1)	1,3 (0,1)	1,1 (0,0)	-1,7 (-0,1)	5,6 (0,2)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-5,6</b>	<b>-9,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Μάιος 2016, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

• Η σταθεροποίηση των κεφαλαιακών ροών από τα διαρθρωτικά προγράμματα της ΕΕ, το ύψος των οποίων το 2015 έφθασε στα 2,3 δισεκ. ευρώ, εκτιμάται ότι θα τονώσει τόσο τα έργα υποδομής όσο και την καινοτόμο επιχειρηματικότητα. Ταυτόχρονα, κινητικότητα παρατηρείται ως προς την αξιοποίηση των επενδύσεων που μπορούν να ενταχθούν στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων (EFSI – γνωστό ως πακέτο Juncker), για το οποίο έχουν προεπιλεγεί 42 έργα συνολικού προϋπολογισμού 5,4 δισεκ. ευρώ, ενώ έχει ήδη εγκριθεί η χρηματοδότηση για το πρώτο έργο ελληνικής επιχείρησης, ύψους 15 εκατ. ευρώ.

Η κατάθεση και ψήφιση του νέου αναπτυξιακού νόμου εκτιμάται ότι θα συμβάλει στην εμπέδωση σταθερού φορολογικού πλαισίου

για τις καινοτόμες και εξωστρεφείς επιχειρήσεις, καθώς και στην αξιοποίηση του εξειδικευμένου προσωπικού που διαθέτει η χώρα. Αναλυτικότερα, στο σχέδιο νόμου που βρίσκεται σε διαβούλευση:

- Προβλέπονται, μεταξύ άλλων, ταχείες διαδικασίες (fast track) και σταθερό φορολογικό καθεστώς 12ετίας για μεγάλα επενδυτικά σχέδια που δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας.
- Περιορίζεται το κατώφλι επιλέξιμου επενδυτικού σχεδίου για τις μικρές επιχειρήσεις (150.000 ευρώ), προβλέπεται ανώτατο όριο 5 εκατ. ευρώ ανά επένδυση, αλλά η προκαταβολή της επιδότησης μειώνεται στο 50% και αποδίδεται υπό αυστηρότερες προϋποθέσεις.

### Διάγραμμα IV.7 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς

(ποσοστιαίες μονάδες)



- Θεσμοθετείται ειδικό καθεστώς ενισχύσεων για επενδύσεις σε περιοχές με ιδιαίτερα σημαντικές μεταναστευτικές ροές.
- Προβλέπεται η δυνατότητα χρηματοδότησης επιχειρηματικού κινδύνου μέσω ταμείου συμμετοχών με ίδια ή δανειακά κεφάλαια. Επίσης, στα είδη ενισχύσεων συμπεριλαμβάνεται και η επιδότηση του κόστους της δημιουργούμενης απασχόλησης για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Εκτιμάται πάντως ότι η επιτυχία του τελικού νομοθετήματος θα εξαρτηθεί από το συνολικό κλίμα που θα διαμορφωθεί στην οικονομία, αλλά και από την υιοθέτηση φιλικών

προς την επιχειρηματικότητα ερμηνευτικών διατάξεων και πρακτικών που θα το περιβάλλουν.

Τέλος, εκτιμάται ότι η φορολογική επιβάρυνση των ακινήτων θα συνεχίσει και το 2016 να αποθαρρύνει την οικοδομική δραστηριότητα. Αντίθετα, στις λοιπές κατασκευές, και κυρίως στις υποδομές, εκτιμάται ότι υπάρχει σταδιακή αποκατάσταση του ρυθμού υλοποίησης των έργων, υποβοηθούμενη και από τις ροές ευρωπαϊκών κονδυλίων.

Ο **εξωτερικός τομέας της οικονομίας** το 2015 και το α' τρίμηνο του 2016 χαρακτηρίστηκε από την επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων



## Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία (2009-2016)

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (διαθέσιμη περίοδος)
<b>1. Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (γενικός)</b>	-9,4	-5,9	-5,7	-2,0	-3,2	-1,9	0,7	-0,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Μεταποίηση	-11,2	-5,1	-9,1	-3,5	-1,1	1,8	1,3	1,2 (Ιαν.-Μάρ.)
Ορυχεία-λατομεία	-11,8	-6,5	-2,0	-0,9	-11,5	-0,3	-6,5	-14,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Ηλεκτρισμός	-4,2	-9,2	4,0	1,8	-6,9	-13,6	0,6	-4,2 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>Βασικές ομάδες αγαθών</b>								
Ενέργεια	-2,9	-4,9	-1,8	7,4	-4,2	-5,6	0,1	-4,7 (Ιαν.-Μάρ.)
Ενδιάμεσα αγαθά	-18,4	-0,9	-9,5	-8,9	-3,8	2,6	2,0	3,3 (Ιαν.-Μάρ.)
Κεφαλαιακά αγαθά	-22,5	-22,1	-13,5	-19,2	-0,5	-2,2	-6,2	-16,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	-20,7	-13,4	-15,8	-19,0	-12,8	-6,8	3,5	-6,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά	-4,1	-7,2	-5,3	-5,0	-0,9	0,3	1,5	4,3 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>2. Δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία<sup>2</sup></b>	-23,0	7,0	6,2	2,8	-5,9	-1,1	-10,4	-13,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Εγχώρια αγορά	-22,2	-0,7	-0,1	-6,2	-9,9	-0,9	-9,9	-11,4 (Ιαν.-Μάρ.)
Εξωτερική αγορά	-25,4	29,2	20,4	19,6	-0,1	-1,3	-11,2	-16,7 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>3. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία</b>	-21,5	5,1	1,4	0,4	13,7	7,7	-13,4	5,2 (Ιαν.-Μάιος)
<b>4. Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία</b>	70,5	68,5	67,6	64,4	65,9	68,2	65,3	67,0 (Ιαν.-Μάιος)
<b>5. Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI)<sup>3</sup></b>	45,3	43,8	43,6	41,2	46,0	49,9	45,4	49,3 (Ιαν.-Απρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, δείκτης κύκλου εργασιών και νέων παραγγελιών στη βιομηχανία), IOBE (επιχειρηματικές προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού) και Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών (PMI).  
 1 Εκτός του βαθμού χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία και του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI), στους οποίους γίνεται αναφορά σε επίπεδα δεικτών.  
 2 Αφορά τις πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών των βιομηχανικών επιχειρήσεων σε όρους αξίας.  
 3 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει άνοδο.

που επηρέασαν κυρίως τον τομέα των υπηρεσιών, μέσω της επίπτωσής τους κυρίως στα έσοδα και έξοδα από τη ναυτιλία (βλ. Ειδικό θέμα IV.2). Έτσι, για το 2015 και το α' τρίμηνο του 2016 παρατηρείται σημαντική μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών (-11,3% και -23,4% αντίστοιχα), συνοδευόμενη όμως κι από μείωση των εισαγωγών υπηρεσιών (-11,4% και -26,6% αντίστοιχα). Αντίθετα, οι εξαγωγές αγαθών επέδειξαν ανθεκτικότητα, αυξανόμενες περισσότερο από όσο η εξωτερική ζήτηση, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας (βλ. Διάγραμμα IV.22). Συνολικά, ο εξωτερικός τομέας της οικονομίας συνέβαλε θετικά στη διαμόρφωση του ΑΕΠ για το 2015 και το α' τρίμηνο του 2016 (κατά 1,1 και 0,8 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα).

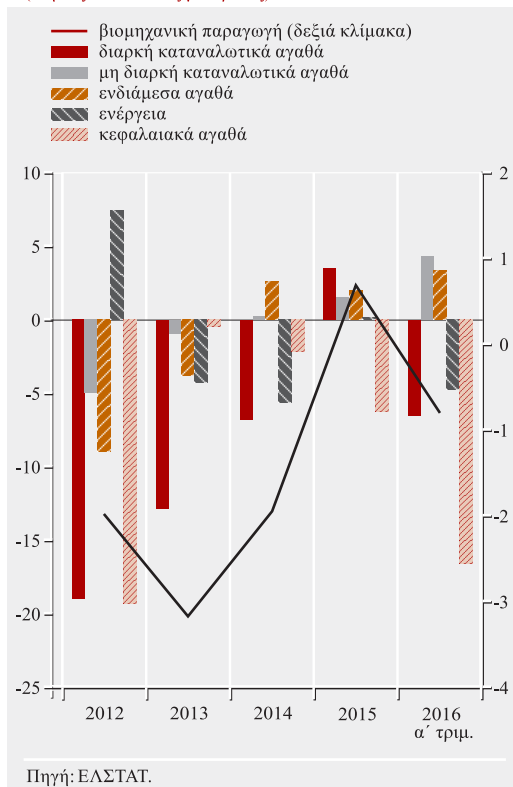
### Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Το 2015 η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** σε σταθερές τιμές σημείωσε μικρή άνοδο κατά 0,3% έναντι του 2014, λόγω κυρίως της αύξησης (0,8%) της προστιθέμενης αξίας στις υπηρεσίες (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.7). Αντίθετα, αρνητική μεταβολή παρουσίασε η προστιθέμενη αξία τόσο του πρωτογενούς τομέα (-1,8%) όσο και του δευτερογενούς (-2,6%).

Η προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) κινήθηκε σχεδόν στα ίδια επίπεδα με το προηγούμενο έτος (-0,2%), παρά το γεγονός ότι ο προγραμματισμός των επιχειρήσεων επλήγη από την παρατεταμένη αβεβαιότητα και τους

**Διάγραμμα IV.8 Βιομηχανική παραγωγή (2012-α' τρίμ. 2016)**

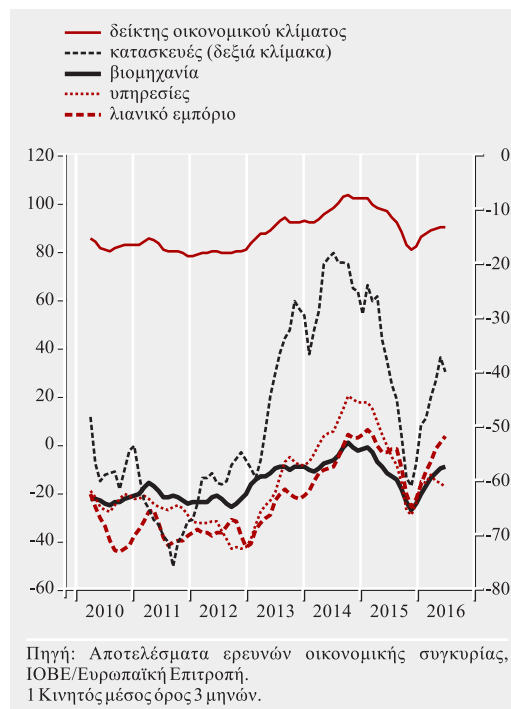
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



κεφαλαιακούς περιορισμούς. Επιπλέον, σύμφωνα με το σχετικό δείκτη όγκου, η παραγωγή της βιομηχανίας το 2015 σημείωσε άνοδο κατά 0,7%, για πρώτη φορά μετά το 2007, καθώς θετικά κινήθηκαν τόσο η μεταποίηση όσο και η παραγωγή ηλεκτρισμού (για τις εξελίξεις στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, βλ. Ειδικό θέμα IV.3). Ανάμεσα στους κλάδους που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή ήταν αυτοί των παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, των χημικών προϊόντων, των βασικών μετάλλων, των φαρμακευτικών προϊόντων και σκευασμάτων, αλλά και των ηλεκτρονικών υπολογιστών, προσφέροντας κάποιες ενδείξεις για το δυναμισμό των τομέων αυτών.

Η εξέλιξη του δευτερογενούς τομέα της οικονομίας το α' τρίμηνο του 2016 ήταν αρνητική (-0,6% έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2015) καθώς η πτώση της βιομηχανικής

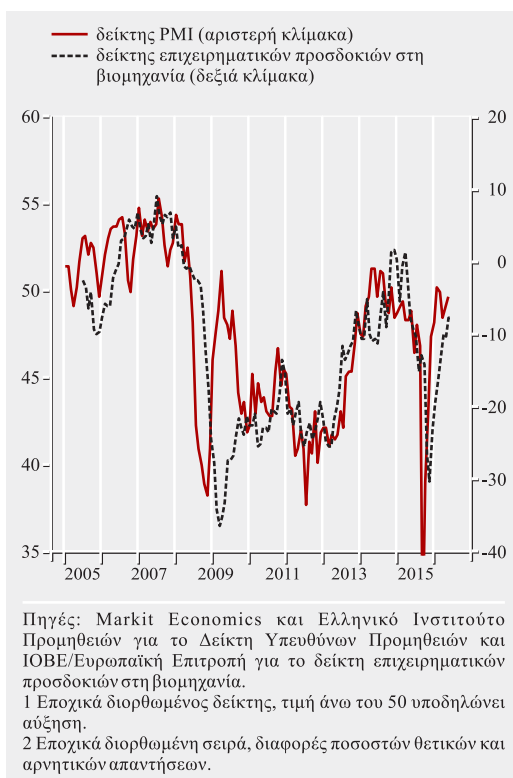
**Διάγραμμα IV.9 Δείκτης οικονομικού κλίματος<sup>1</sup> και δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών<sup>1</sup> σε επιμέρους κλάδους (Ιανουάριος 2010-Μάιος 2016)**



δραστηριότητας υπεραντιστάθμισε την ελαφρά ανάκαμψη των κατασκευών.

Το α' τρίμηνο του 2016, η βιομηχανική παραγωγή (βλ. Πίνακα IV.5 και Διάγραμμα IV.8) υποχώρησε κατά 0,8%, λόγω κυρίως της κάμψης της παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος (-4,2%). Αντίθετα, η μεταποιητική παραγωγή παρέμεινε σε θετικό έδαφος (1,2%), παρά το γεγονός ότι ο πλέον δυναμικός κλάδος της, αυτός των παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, σημείωσε πτώση κατά 1,2%. Σε θετικό έδαφος κινήθηκαν οι κλάδοι των τροφίμων και των ποτών, καθώς επίσης και αυτοί των χημικών προϊόντων, των φαρμακευτικών και των μη μεταλλικών ορυκτών. Πάντως, ο δείκτης κύκλου εργασιών της βιομηχανίας, σε τρέχουσες τιμές, για το α' τρίμηνο του έτους καταγράφει χαμηλότερες πωλήσεις και εξαγωγικές επιδόσεις της μεταποίησης έναντι του 2015, ιδιαίτερα όσον αφορά τις αγορές εκτός

**Διάγραμμα IV.10 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία<sup>2</sup> (Ιανουάριος 2005-Απρίλιος 2016)**

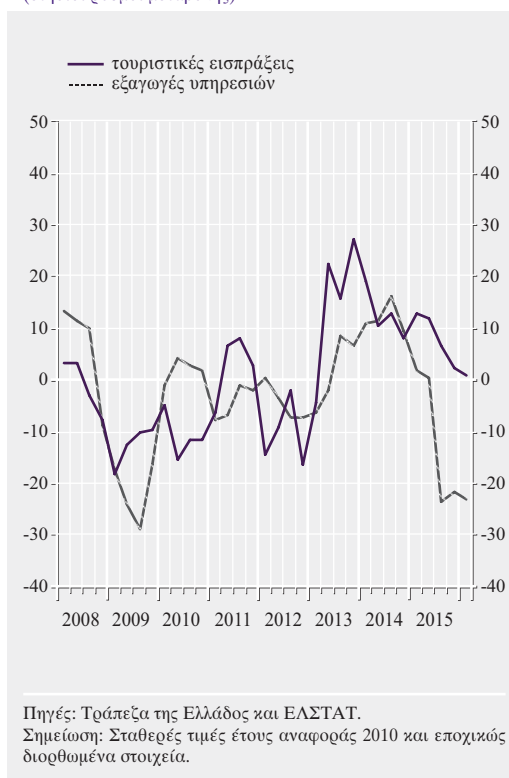


της ζώνης του ευρώ (-20,4%). Από την άλλη πλευρά, η εξέλιξη του PMI το α' τετράμηνο του έτους δείχνει αποκλιμάκωση των αρνητικών πιέσεων (49,0 το Μάρτιο και 49,7 τον Απρίλιο), όπως άλλωστε και ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία, (βλ. Διαγράμματα IV.9 και IV.10). Ανοδικά κινείται στο διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2016 και ο δείκτης χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού (67,0 έναντι 65,3 για το σύνολο του 2015).

Η μείωση του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα επιταχύνθηκε το 2015 (-12,0%, έναντι -4,3% το 2014), καθώς η οικοδομική δραστηριότητα παρέμεινε αναιμική και τα προβλήματα χρηματοδότησης πάγωσαν την πρόοδο των μεγάλων έργων υποδομής στο μεγαλύτερο μέρος του έτους. Η εξέλιξη πάντως του όγκου των οικοδομικών αδειών στη διάρκεια του

**Διάγραμμα IV.11 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρ. 2008-α' τρ. 2016)**

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής)



2015 και τους δύο πρώτους μήνες του 2016 δείχνει αποκλιμάκωση της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας. Ενδεχομένως αυτή η εξέλιξη συνδέεται με τακτοποιήσεις κτισμάτων ή αξιοποίηση ακινήτων τουριστικού ενδιαφέροντος λόγω της αυξημένης τουριστικής κίνησης τα δύο τελευταία έτη. Οι δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου παραμένουν πάντως έντονα αρνητικοί, καθώς συρρικνώνεται το ανεκτέλεστο υπόλοιπο έργων των μεγάλων κατασκευαστικών ομίλων στην εγχώρια αγορά, λόγω της απουσίας υπογραφής νέων συμβάσεων.

Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών με ετήσιο ρυθμό 0,8% το 2015 συνέβαλε κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο. Ανοδικά κινήθηκαν κυρίως οι κλάδοι του

## Πίνακας IV.6 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2010-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (διαθέσιμη περίοδος)
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>							
<b>1. Εμπόριο</b>							
Χονδρικό εμπόριο	-5,9	-13,5	-12,1	-12,1	0,2	-4,4	-4,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Λιανικό εμπόριο	-1,2	-7,2	-11,0	-8,6	-1,1	-2,9	-5,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	-36,5	-26,5	-29,3	-3,1	18,6	7,8	-1,8 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>2. Μεταφορές</b>							
Χερσαίες μεταφορές	-18,2	-1,7	-3,2	-4,1	-4,4	-5,9	...
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-8,5	-2,6	-15,4	-7,4	-8,1	-5,4	...
Αεροπορικές μεταφορές	-7,0	-0,9	-1,1	3,9	7,1	9,8	...
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-10,8	-7,9	-4,8	-7,0	5,5	2,8	...
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>							
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-8,2	-7,4	-17,2	4,8	11,8	3,5	...
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>							
Τηλεπικοινωνίες	-11,3	-8,9	-5,1	-11,7	-4,3	-1,4	...
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-ηλεκτρονικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-6,6	-28,4	-4,9	-5,0	-0,8	-24,3	...
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-2,0	-27,1	-16,4	-7,9	12,6	-22,3	...
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>							
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-7,3	-0,3	4,5	0,9	2,5	-6,9	...
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-20,4	-19,6	-12,3	-14,0	-15,0	17,5	...
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-23,8	-21,2	-16,7	-20,9	-7,0	-7,7	...
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-24,5	-35,2	-27,0	11,3	6,4	-3,9	...
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-5,0	-6,3	-10,4	-3,2	21,2	19,0	11,0 (Ιαν.-Απρ.)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	-5,1	4,2	-5,8	44,6	14,4	15,2	8,9 (Ιαν.-Μάρ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-6,0	-0,8	-17,5	1,0	12,7	-9,7	17,8 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκίων στις υπηρεσίες</b>							
	-9,3	-2,9	-11,2	28,4	23,9	-19,0	-4,9 (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).

εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων, των μεταφορών-επικοινωνιών, των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων και των δραστηριοτήτων σχετικών με την ακίνητη περιουσία, ενώ υποχώρησαν οι κλάδοι ενημέρωσης-επικοινωνίας, τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας και χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων<sup>9</sup> (βλ. Πίνακα IV.4). Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών (βλ. Πίνακα IV.6). Αντίθετα, το α' τρί-

μηνο του 2016, το προϊόν των υπηρεσιών κινήθηκε πτωτικά (-0,8%), καθώς οι κλάδοι του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των μεταφορών-επικοινωνιών υποχώρησαν κατά 2,6% έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2015.

<sup>9</sup> Σύμφωνα με την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος, η παραγωγή ασφαλίσεων το α' δίμηνο του 2016 μειώθηκε κατά 6,6% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2015. Η μείωση αυτή αναλύεται σε πτώση κατά 11,2% στις ασφαλίσεις ζωής και κατά 2,2% στις ασφαλίσεις κατά ζημιών.



Ειδικότερα, σε ό,τι αφορά το τουριστικό προϊόν και τις σχετικές εισπράξεις (βλ. Διάγραμμα IV.11), συνεχίστηκε το 2015 η δυναμική πορεία των δύο προηγούμενων ετών – όπως καταγράφεται στο ρεκόρ του αριθμού των αφίξεων για τρίτη συνεχή χρονιά – παρά τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν μετά την επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών.<sup>10</sup>

Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου του 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία από την κίνηση του αεροδρομίου Αθηνών,<sup>11</sup> ο αριθμός των ξένων επισκεπτών με προορισμό την Αθήνα κατέγραψε άνοδο κατά 7,3%, ενώ οι αφίξεις ξένων επιβατών σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας αυξήθηκαν κατά 7,9% το α' τετράμηνο του έτους.

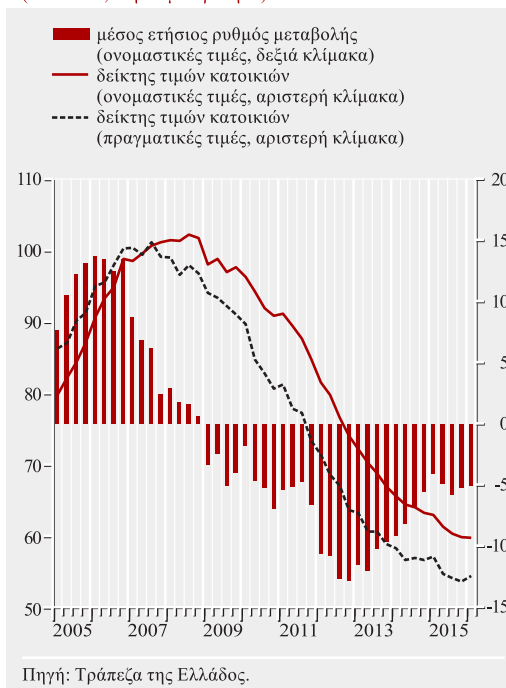
## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2015 συνεχίστηκαν οι **πιέσεις στις εμπορικές αξίες και τα μισθώματα τόσο των οικιστικών** (βλ. Διάγραμμα IV.12) **όσο και των επαγγελματικών ακινήτων**. Βασικό χαρακτηριστικό της αγοράς για πέμπτη συνεχόμενη χρονιά ήταν η ιδιαίτερα περιορισμένη ζήτηση, που σχετίζεται άμεσα με τα υψηλά ποσοστά ανεργίας, τη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας και την έλλειψη ρευστότητας.

Στην **αγορά των κατοικιών**, η μείωση των τιμών συνεχίστηκε με μικρότερη ένταση το 2015 και το α' τρίμηνο του 2016. Με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, εκτιμάται ότι οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) το α' τρίμηνο του 2016 ήταν κατά μέσο όρο μειωμένες κατά 5,0% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2015. Για το σύνολο του 2015, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,0%, έναντι μείωσης κατά 7,5% το 2014. Σωρευτικά, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 41,3% από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως το α' τρίμηνο του 2016, ενώ από την ανάλυση των στοιχείων κατά παλαιότητα προκύπτει ότι η μείωση αυτή ήταν μεγαλύτερη

Διάγραμμα IV.12 Δείκτης τιμών κατοικιών

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



για τα παλαιά διαμερίσματα. Με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, εντονότερη υποχώρηση των τιμών καταγράφηκε στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα (Αθήνα: -43,5% και Θεσσαλονίκη: -45,2%) έναντι των άλλων μεγάλων πόλεων (-39,4%) και λοιπών περιοχών (-36,8%). Οι πτωτικές τάσεις στις τιμές των κατοικιών εκτιμάται ότι θα συνεχιστούν και τα επόμενα τρίμηνα, αλλά με σχετικά πιο συγκρατημένους ρυθμούς.

Ο κλάδος των **επαγγελματικών ακινήτων** παρουσίασε δραματική συρρίκνωση τα τελευ-

<sup>10</sup> Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η πτώση των τιμών των προσφερόμενων τουριστικών πακέτων στις ξένες αγορές. Έτσι, σε αρκετές περιοχές τα κενά των κρατήσεων που δημιουργήθηκαν τον Ιούνιο του 2015 από την πτώση της εγχώριας ταξιδιωτικής αγοράς καλύφθηκαν από ξένους τουρίστες με εκπτώσεις και προσφορές. Παράλληλα, στη διαμόρφωση των αυξητικών τάσεων της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης ιδιαίτερη συμβολή είχαν και οι οδικές αφίξεις, που σημείωσαν αύξηση κατά 9,8% το 2015 σε σχέση με το 2014.

<sup>11</sup> Το 2015 στο αεροδρόμιο της Αθήνας δραστηριοποιήθηκαν 9 νέες αεροπορικές εταιρίες και προστέθηκαν 10 νέα δρομολόγια, ενώ σημαντική υπήρξε και η αύξηση (+29%) των εξυπηρετούμενων προορισμών από εταιρίες χαμηλού κόστους. Για το 2016 όμως ανησυχία προκαλεί η ανακοίνωση της Ryanair (αεροπορικής εταιρίας χαμηλού κόστους) ότι προσανατολίζεται να τερματίσει το θερινό πρόγραμμα πτήσεων στην Ελλάδα δύο μήνες νωρίτερα, λόγω αναμενόμενων αυξημένων φόρων στο τουριστικό προϊόν της χώρας.

ταία έτη, με σημαντικές πιέσεις για επαναδιαπραγματεύση και μείωση των ενοικίων, ιδίως σε συνοικιακά εμπορικά ακίνητα, σε αποθηκευτικούς χώρους και σε λιγότερο πλεονεκτικά κτίρια γραφείων. Η φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας τα τελευταία έτη, η οποία σε πολλές περιπτώσεις βασίστηκε σε πλασματικές και όχι πραγματικές αξίες, αλλά και η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για τη διαμόρφωση του μεσοπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου φορολογικού πλαισίου, συνεχίζουν να αποθαρρύνουν τη ζήτηση.

Οι αγοραίες αξίες των επενδυτικών επαγγελματικών ακινήτων μειώθηκαν το 2015 με ετήσιο ρυθμό 0,2% για τα γραφεία και 3,5% για τα καταστήματα (προσωρινά στοιχεία). Ο πολύ χαμηλός ρυθμός μείωσης των τιμών γραφειακών χώρων υψηλών προδιαγραφών, σε σχέση με τον αντίστοιχο ρυθμό των καταστημάτων, οφείλεται και στο γεγονός ότι το υφιστάμενο απόθεμα επαγγελματικών ακινήτων δεν πληροί τα ζητούμενα επενδυτικά χαρακτηριστικά και η ζήτηση ακινήτων με τις συγκεκριμένες προδιαγραφές είναι μεγαλύτερη της υπάρχουσας προσφοράς.

Με την προϋπόθεση της αποκατάστασης συνθηκών σταθερότητας, ο τομέας των τουριστικών ακινήτων-ξενοδοχειακών μονάδων, αλλά και ο τομέας των μισθωμένων γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αναμένεται να αποτελέσουν το επίκεντρο του ενδιαφέροντος από την πλευρά της ζήτησης για τα επαγγελματικά ακίνητα. Παράλληλα, το γενικότερο ενδιαφέρον για μεγάλο μέγεθος αποθηκευτικούς χώρους υψηλών προδιαγραφών, το οποίο ενισχύθηκε κατά τη διάρκεια του 2014 αλλά ατόνησε το 2015, αναμένεται να ανανεωθεί.

Οι συνεχείς αλλαγές του φορολογικού πλαισίου, με πιο πρόσφατες αυτές του Ν. 4389/2016 που περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων την τροποποίηση του ΕΝΦΙΑ, την πρόσθετη φορολόγηση των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) καθώς και των ιδιοχρησιμοποιούμενων ακινήτων επιχειρήσεων (βλ. Κεφ. V), επιβαρύνουν

τις ήδη δυσμενείς συνθήκες της αγοράς. Επιπρόσθετα, η γραφειοκρατία, σε συνδυασμό με την ασάφεια των πολεοδομικών κανονισμών και τις πολλαπλές παραβάσεις του, την έλλειψη ενός σταθερού και σαφούς πλαισίου χωροταξικού σχεδιασμού και χρήσεων γης, καθώς και την ανυπαρξία πλήρους και ακριβούς κτηματολογίου, αποτελούν ισχυρούς ανασταλτικούς παράγοντες της ζήτησης. Οι ίδιοι παράγοντες συχνά αποτρέπουν την ολοκλήρωση επενδυτικών συμφωνιών και δυσχεραίνουν την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου. Παράλληλα, η οριστικοποίηση των πράξεων συχνά προσκρούει σε νομικά ζητήματα και δυσκολίες που πηγάζουν από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο και τον κατακερματισμό της ιδιοκτησίας.

Η προοπτική σταθεροποίησης και ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την ενίσχυση των προοπτικών ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας, τη βελτίωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας, την ολοκλήρωση του έργου του κτηματολογίου, καθώς και από τη διαμόρφωση ενός σταθερού φορολογικού θεσμικού πλαισίου.

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

Το 2015 συνεχίστηκε η αύξηση της απασχόλησης για δεύτερη συνεχή χρονιά. Ειδικότερα, η απασχόληση το 2015 παρουσίασε αύξηση κατά 2,1% σε ετήσια βάση (0,7% το 2014), ενώ και τα τέσσερα τρίμηνα του 2015 καταγράφηκαν ετήσιοι θετικοί ρυθμοί αύξησης της απασχόλησης. Ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 6,1% το 2015 έναντι του 2014. Ως συνέπεια των ανωτέρω, το μέσο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 26,5% το 2014 σε 24,9% το 2015, παραμένοντας πάντως το υψηλότερο στην ΕΕ-28. Όμως το δεύτερο εξάμηνο του έτους παρατηρήθηκε επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης των ανέργων έναντι του πρώτου εξαμήνου, εξαιτίας της επιβολής περιορισμών

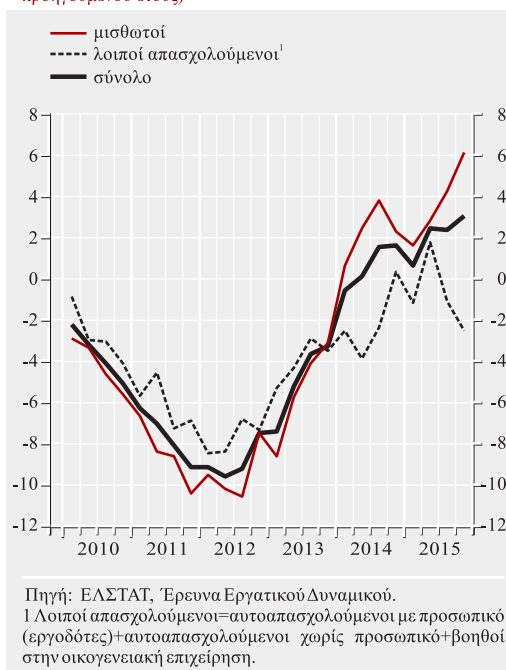
στην κίνηση κεφαλαίων, της ψήφισης νέων δημοσιονομικών μέτρων στο πλαίσιο της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης του Αυγούστου 2015 και της επιστροφής σε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το γ' τρίμηνο του 2015. Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανεργίας κατά το δ' τρίμηνο του 2015 ανήλθε σε 24,4%, οριακά αυξημένο σε σχέση με το γ' τρίμηνο του 2015 (24%). Το ποσοστό της ανεργίας το Φεβρουάριο του 2016 υποχώρησε ελαφρά σε 24,2% (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) από 24,4% τον Ιανουάριο του 2016.

Η αύξηση της απασχόλησης το 2015, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, οφείλεται στη σημαντική αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης** (3,7% το 2015 έναντι του προηγούμενου έτους) και των αυτοαπασχολουμένων με προσωπικό (11%) εξαιτίας της έναρξης λειτουργίας μικρών επιχειρήσεων. Αντίθετα, σημαντική μείωση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων, κυρίως των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (-3%), που αντιπροσωπεύουν το 23,7% του συνόλου των απασχολούμενων, και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση (-4,9%), που αποτελούν το 4,4% του συνόλου των απασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Σύμφωνα με τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ,<sup>12</sup> το 2015 οι επιχειρήσεις που προχώρησαν στην κατάθεση ετήσιου πίνακα προσωπικού αυξήθηκαν σε σχέση με το 2014 κατά 7.872 ή 3,67% (222.281 επιχειρήσεις), σημειώνοντας για δεύτερη συνεχή χρονιά θετικό ρυθμό αύξησης.<sup>13</sup> Ωστόσο, παρατηρείται επιβράδυνση της αύξησης των καταγεγραμμένων επιχειρήσεων (αύξηση κατά 9,01% το 2014 σε σχέση με το 2013 ή 17.714 επιχειρήσεις) ως συνέπεια της επιβολής ελέγχων κεφαλαίων και της αβεβαιότητας στην οικονομία. Στην αύξηση του αριθμού των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι επέδρασαν θετικά η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας σε επιμέρους κλάδους της οικονομίας (τουρισμός, εμπόριο) καθώς και η διατήρηση θετικού ρυθμού ανάπτυξης το πρώτο εξάμηνο του 2015. Η ίδια εικόνα αποτυπώνεται και στα στοιχεία του

#### Διάγραμμα IV.13 Απασχόληση (2010-2015)

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



ΙΚΑ. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, το Σεπτέμβριο του 2015 ο αριθμός των επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 3,8% σε σύγκριση με τον αντίστοιχο μήνα του 2014, ενώ το Σεπτέμβριο του 2014 είχε αυξηθεί κατά 10,3% σε σχέση με τον αντίστοιχο μήνα του 2013.<sup>14</sup>

Αναλύοντας την **εξέλιξη της απασχόλησης σε κλαδικό επίπεδο**, η αύξηση της απασχόλησης το 2015 προήλθε κυρίως από κλάδους που σχετίζονται με υπηρεσίες τουρισμού, ως συνέπεια της συνέχισης της ιδιαίτερα ευνοϊκής τουριστικής περιόδου, αν και σημειώθηκε ηπιότερος ρυθμός αύξησης έναντι του προηγούμενου έτους (9,6%, έναντι 14,6% το 2014). Επίσης, στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης συνεισέφεραν οι κλάδοι του εμπορίου και της μεταποίησης, οι οποίοι για πρώτη φορά έναντι

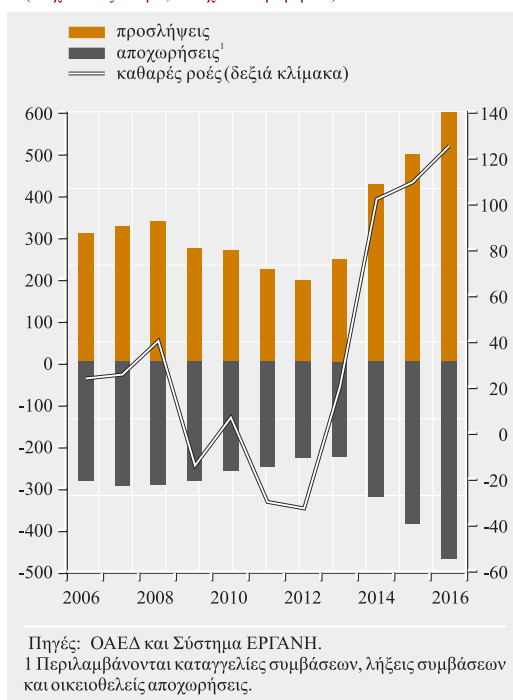
<sup>12</sup> Τρίτη Ετήσια Έκθεση του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, 2.2.2016.

<sup>13</sup> Αν υπολογιστούν και τα παραρτήματα των επιχειρήσεων σε διαφορετικές περιοχές από την έδρα τους, τότε οι επιχειρήσεις είναι 261.623.

<sup>14</sup> Αν ληφθούν υπόψη τα οικοδομοτεχνικά έργα, το σύνολο των επιχειρήσεων το 2015 αυξήθηκε κατά 3,3% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 9,5% το 2014.

**Διάγραμμα IV.14 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2006-2016)**

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία τετραμήνου)



των προηγούμενων ετών σημείωσαν θετικούς ρυθμούς μεταβολής (5,6% και 5,7% αντίστοιχα, έναντι -0,8% και -2,5% το 2014). Αντίθετα, συνεχίστηκε, αλλά με ηπιότερους ρυθμούς, η υποχώρηση της απασχόλησης στους κλάδους των κατασκευών (-4,2%), λόγω της συνεχιζόμενης πολύ χαμηλής οικοδομικής δραστηριότητας, και των χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (-5,1%). Αξιοσημείωτο είναι ότι η απασχόληση στον πρωτογενή τομέα παρουσίασε ετήσια μείωση για δεύτερο συνεχές έτος και το 2015 παρατηρείται πτώση του μεριδίου της (12,9% το 2015, από 13,6% το 2014). Αντίθετα, η συμβολή του δευτερογενούς τομέα στη συνολική απασχόληση, μετά από συνεχή πτώση την περίοδο 2009-2014, σταθεροποιήθηκε στο 15%, καθώς η αύξηση του μεριδίου συμμετοχής της μεταποίησης αντισταθμίστηκε από τη μείωση του αντίστοιχου μεριδίου των κατασκευών.

Η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας το 2015, όπως αποτυπώνεται από το **ισοζύγιο των ροών**

**μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα** (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ), συνεχίστηκε και το α' τετράμηνο του 2016, με το ισοζύγιο να εμφανίζεται υψηλότερο κατά 16.078 θέσεις εργασίας σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα το 2015, κυρίως με την ενίσχυση των ροών απασχόλησης το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου εν όψει και της έναρξης της τουριστικής περιόδου (βλ. Διάγραμμα IV.14).<sup>15</sup>

Ωστόσο, οι **εκτιμήσεις των επιχειρήσεων** για τις **βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης** αποτυπώνουν την επιφυλακτικότητα των επιχειρήσεων για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με την απασχόληση, καθώς όλα τα υπό εξέταση μεγέθη με εξαίρεση το λιανικό εμπόριο παραμένουν σε αρνητικό έδαφος, διατηρώντας την αρνητική, αν και ηπιότερη, εικόνα που παρουσιάστηκε το 2015.<sup>16</sup> Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε – σε συνέχεια της διατήρησης των κεφαλαιακών περιορισμών, αν και με χαλαρότερους όρους – η παρατεταμένη περίοδος διαπραγμάτευσης της ελληνικής κυβέρνησης με τους εταίρους για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης.

Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** παρέμεινε σταθερό (9,5% του συνόλου των απασχολομένων το 2015), καθώς ο αριθμός των μερικώς απασχολομένων αυξήθηκε κατά 2,3% το 2015 έναντι του 2014, μετά από αύξηση κατά 12,2% το 2014 έναντι του 2013. Δύσκολη εξακολουθεί να παραμένει η εύρεση εργασίας πλήρους απασχόλησης. Αυξημένα ποσοστά μερικής απασχόλησης παρατηρούνται στους νέους εργαζόμενους (ηλικίας 15-24 ετών), καθώς και στους εργαζόμενους στους κλάδους του χονδρικού-λιανικού εμπορίου και στις υπηρεσίες τουρισμού. Η στροφή των επιχειρήσεων προς πιο ευέλικτες μορφές απασχόλησης επιβεβαι-

<sup>15</sup> Σημειώνεται ότι το 74,2% των νέων θέσεων εργασίας τον Απρίλιο προέρχονται από κλάδους σχετικούς με τον τουρισμό, ενώ, αν ληφθούν υπόψη και οι νέες θέσεις εργασίας στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο, το ποσοστό ανέρχεται σε 86,3%.

<sup>16</sup> Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) παρουσίασαν το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2016 μικρή επιδείνωση στις υπηρεσίες και στη μεταποίηση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Αντίθετα, στις κατασκευές σημειώθηκε μικρή αποκλιμάκωση των αρνητικών προσδοκιών των επιχειρήσεων, ενώ στο λιανικό εμπόριο υπήρξε σημαντική βελτίωσή τους.



ώνεται και από τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, όπου καταγράφονται οι νέες προσλήψεις ανά είδος σύμβασης, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των νέων προσλήψεων το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2016 αφορά προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης.<sup>17</sup> Επίσης, το ποσοστό της προσωρινής εργασίας (ως προς το σύνολο των μισθωτών ηλικίας 15-64 ετών) παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο (2015: 11,9%, 2014 :11,7%) μετά από μείωση που σημείωσε την περίοδο 2011-2013.

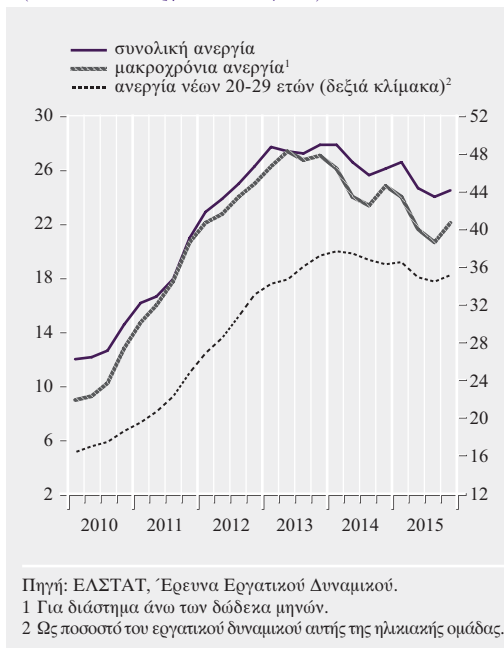
Ως συνέπεια των ανωτέρω, το **ποσοστό απασχόλησης** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,4 ποσοστιαία μονάδα, από 49,4% το 2014 σε 50,8% το 2015, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28. Η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης το 2015 έναντι του 2014 ήταν ανάλογη για τους άνδρες (1,3 ποσοστιαία μονάδα) και τις γυναίκες (1,4 ποσοστιαία μονάδα). Επισημαίνεται όμως ότι το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών (42,5%) υπολείπεται σημαντικά των ανδρών εργαζομένων (59,3%).

Το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το 2015 αυξήθηκε οριακά, αντανακλώνοντας τη σημαντική αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό κατά περίπου μία ποσοστιαία μονάδα, ενώ το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, υποδηλώνοντας ότι υπό την πίεση της ανάγκης εξασφάλισης εισοδήματος οι εκτός απασχόλησης γυναίκες συνεχίζουν την αναζήτηση εργασίας.<sup>18</sup> Η είσοδος και η παραμονή στην αγορά εργασίας περισσότερων γυναικών μπορεί να βοηθήσει στην εξισορρόπηση των αποτελεσμάτων της συρρίκνωσης του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, καθώς και στη μείωση της πίεσης στα δημόσια οικονομικά και στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης.<sup>19</sup>

Η **αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας** συνδεύθηκε από αντίστοιχη μείωση της ανεργίας σε όλες τις ηλικιακές κατηγορίες και ήταν μεγαλύτερη στην ηλικιακή ομάδα 25-29 ετών, ενώ υποχώρησε οριακά στην ηλικιακή ομάδα 45-64 ετών (βλ. Διάγραμμα IV.15). Το **ποσο-**

**Διάγραμμα IV.15 Ποσοστά ανεργίας (2010-2015)**

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



**στό ανεργίας των νέων 20-29 ετών** μειώθηκε σε ετήσια βάση από 44,2% το 2014 σε 40,6% το 2015, διατηρώντας όμως τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28. Τα προγράμματα απασχόλησης, οι νομοθετικές αλλαγές στο διάστημα 2012-2014 που επέτρεψαν την πρόσληψη των νέων (κάτω των 25 ετών) με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς και ο υψηλός βαθμός απασχόλησης των νέων στις τουριστικές υπηρεσίες και το εμπόριο, συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων για δεύτερη συνεχή χρονιά. Ωστόσο, το ποσοστό των νέων εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης (*άτομα εκτός απασχόλησης,*

<sup>17</sup> Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2016 το 50,9% των νέων προσλήψεων είναι με συμβάσεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης, έναντι 47,6% το 2015 (βλ. μηνιαία δελτία τύπου του Υπουργείου Εργασίας για τα αποτελέσματα από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, Απρίλιος 2016).

<sup>18</sup> Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το 2015 ήταν 67,8% έναντι 67,4% το 2014, των γυναικών 59,9% έναντι 59% και των ανδρών 75,9% έναντι 76,0%.

<sup>19</sup> Πολιτικές που θα εναρμονίζουν την επαγγελματική και την οικογενειακή ζωή των γυναικών (όπως για παράδειγμα παροχή υπηρεσιών ημερήσιας φροντίδας και φιλοξενίας βρεφών, νηπίων, παιδιών, εφήβων και ατόμων με αναπηρία) θα συμβάλουν στη διατήρηση και την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας.

εκπαίδευσης ή κατάρτισης), παρά τη μείωση το 2015 έναντι του 2014, παραμένει εξαιρετικά υψηλό σε σχέση με την κατάσταση πριν από την κρίση και 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 συντομισμένων δράσεων και πρωτοβουλιών (όπως η θέσπιση προγραμμάτων μετάβασης από την εκπαίδευση στην εργασία για την απόκτηση εργασιακής εμπειρίας, η ενίσχυση της επαγγελματικής εκπαίδευσης και κατάρτισης κ.ά.), αποτελούν κεντρική επιλογή των θεσμικών οργάνων και των κρατών-μελών της ΕΕ.

Παράλληλα, μειώθηκε το **ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας** σε 18,2% το 2015 (19,5% το 2014), με την πλειοψηφία των ανέργων να είναι γυναίκες. Η σύνθεση της ανεργίας και ειδικότερα της μακροχρόνιας ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διάβιου εκπαίδευση και την καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης του ΟΑΕΔ μπορούν να συμβάλουν προς αυτή την κατεύθυνση με τον κατάλληλο σχεδιασμό και στόχευση και την ορθή αξιοποίηση των διαθέσιμων, κυρίως ευρωπαϊκών, πόρων.<sup>20</sup> Πρόσφατη μελέτη της ΕΕ επισημαίνει ότι για τη μετάβαση από τη μακροχρόνια ανεργία στην απασχόληση, ιδιαίτερα των νέων, πρέπει να στηριχθεί η αγορά εργασίας με πολιτικές απασχόλησης που ευνοούν την προσφορά και τη ζήτηση εργασίας, ώστε να ενισχυθεί η προοπτική επανένταξης των ανέργων στην αγορά εργασίας και να αποτραπεί η πιθανότητα μετάβασής τους εκτός εργατικού δυναμικού. Επίσης, στην ίδια μελέτη επισημαίνεται η σημασία της δημιουργίας νέων επιχειρήσεων για τον περιορισμό της ανεργίας.<sup>21</sup>

Κατά τη διάρκεια του 2016 εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί ο ρυθμός αποκλιμάκωσης της ανεργίας. Η περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας και ιδιαίτερα της ανεργίας των νέων και της μακροχρόνιας ανεργίας και η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης θα εξαρτηθούν

από τη σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος και της οικονομικής δραστηριότητας, τη συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών και τη σταδιακή επαναφορά της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σε αυτό το πλαίσιο, σημαντικές είναι οι δράσεις για τη βελτίωση και την επέκταση των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης, με παράλληλη αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους, καθώς και οι δράσεις για τον περιορισμό της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας, προκειμένου να διασφαλιστούν η στήριξη του συνταξιοδοτικού συστήματος και η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εργασίας.

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

### 4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο **πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ** έκλεισε την προηγούμενη χρονιά καταγράφοντας το Δεκέμβριο του 2015 θετικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών (+0,4%) για πρώτη φορά μετά από 33 συνεχόμενους μήνες παραμονής σε αρνητικό έδαφος (βλ. Διαγράμματα IV.16 και IV.17). Έκτοτε, κινήθηκε εναλλάξ καθοδικά και ανοδικά και από το Μάρτιο του 2016 σταθεροποιήθηκε ξανά σε αρνητικό έδαφος. Η εκ νέου καταγραφή ετήσιων ρυθμών του εναρμονισμένου πληθωρισμού με αρνητικό πρόσημο υποδηλώνει την κατίσχυση των αποπληθωριστικών πιέσεων έναντι των πληθωριστικών, παρά τις αυξήσεις στην έμμεση φορολογία.

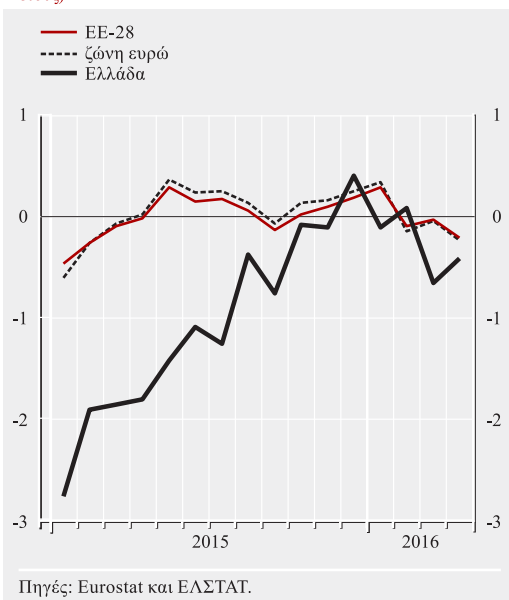
Οι πληθωριστικές πιέσεις εντάθηκαν κυρίως από τον Αύγουστο του 2015, συμπιπτοντας χρονικά με τη μετάταξη σημαντικού αριθμού

<sup>20</sup> Για την άμεση και καλύτερη αντιστοίχιση της προσφοράς και της ζήτησης εργασίας, ο ΟΑΕΔ παρουσίασε νέα διαδικασία αναζήτησης και επιλογής υποψηφίων για πρόσληψη ανέργων από τις επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, μέσω του ολοκληρωμένου πληροφοριακού συστήματος του ΟΑΕΔ θα παρέχεται στις επιχειρήσεις η δυνατότητα να έχουν πρόσβαση στα στοιχεία των βιογραφικών των εγγεγραμμένων στα μητρώα των ανέργων, βάσει της επαγγελματικής ειδικότητας και της περιοχής διαμονής τους (βλ. δελτίο τύπου ΟΑΕΔ, 16.3.2016).

<sup>21</sup> European Commission, "Employment and Social Developments in Europe 2015", 2016.

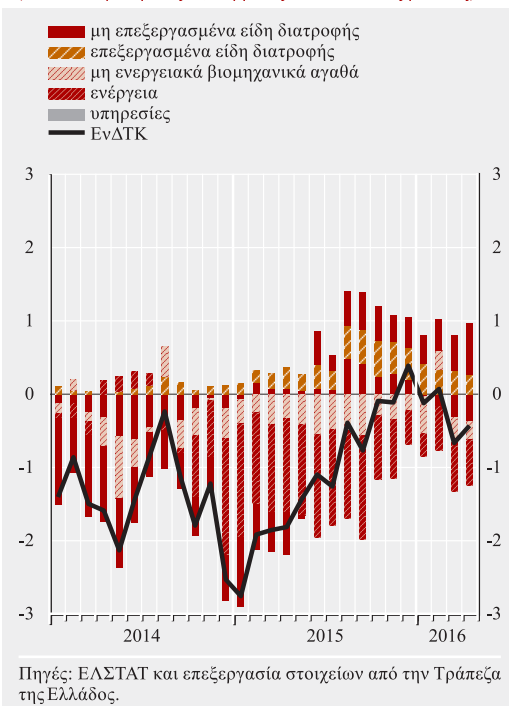
#### Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



#### Διάγραμμα IV.17 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κυρίων συνιστωσών του (2014-2016)

(ΕνΔΤΚ σε μεταβολές %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)

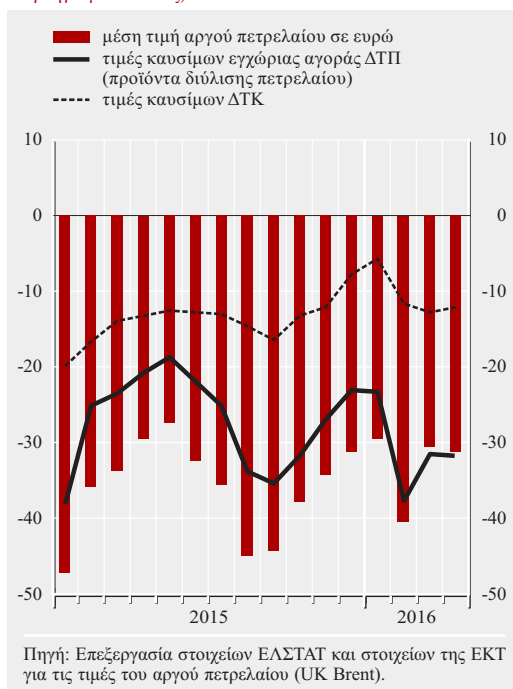


επεξεργασμένων κυρίως τροφίμων αλλά και υπηρεσιών από το μειωμένο συντελεστή (13%) στον κανονικό συντελεστή (23%). Οι αυξήσεις στους έμμεσους φόρους συνέβαλαν στην αποκλιμάκωση του αποπληθωρισμού και στην καταγραφή θετικών ετήσιων ρυθμών μεταβολής του μέσου επιπέδου των τιμών το Δεκέμβριο του 2015 (+0,4%) και το Φεβρουάριο του 2016 (+0,1%). Παρατηρήθηκαν όμως χαμηλά ποσοστά μετακύλισης στις τελικές τιμές καταναλωτή από τις αυξήσεις στην έμμεση φορολογία, τα οποία στο γενικό πληθωρισμό εκτιμώνται γύρω στο 34%. Αυτά τα χαμηλά ποσοστά μετακύλισης αντανακλούν την υποτονική ζήτηση στην οικονομία που επανήλθε σε ύφεση και κυρίως τις χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Εκτιμάται ότι η ευεργετική επίδραση της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου στο ενεργειακό κόστος και στο κόστος μεταφορών δίνει, κατά τα τελευταία δύο χρόνια περίπου, ανάσα στις επιχειρήσεις και τη δυνατότητα να απορροφήσουν σημαντικό μέρος των πολλαπλών αυξήσεων στην έμμεση φορολογία (βλ. Ειδικό θέμα IV.4). Έτσι, η χαμηλή ζήτηση σε συνδυασμό με τις χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου (βλ. Διάγραμμα IV.18) υπεραντιστάθμισαν τις πληθωριστικές πιέσεις από την έμμεση φορολογία και φαίνεται να διατηρούν για μια ακόμη χρονιά το μέσο ετήσιο πληθωρισμό σε αρνητικό έδαφος.

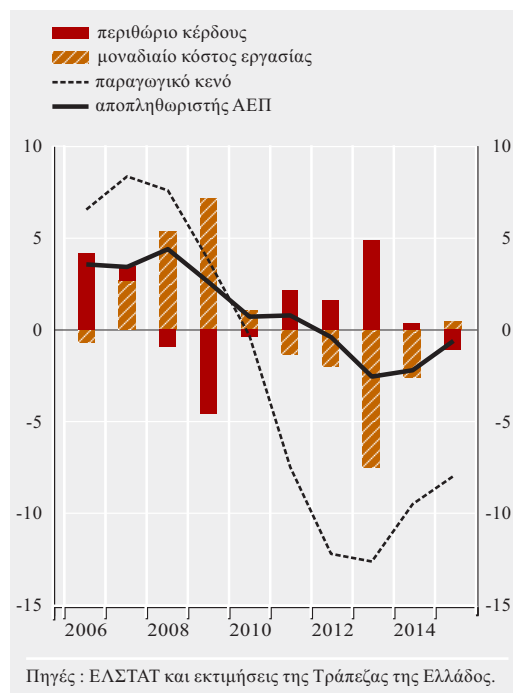
Οι νέες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία θα προσθέσουν ξανά πληθωριστικές πιέσεις, που και αυτές, λόγω της διεθνούς συγκυρίας και της παρούσας κατάστασης της ελληνικής οικονομίας, αναμένεται να έχουν περιορισμένη επίπτωση στον εγχώριο πληθωρισμό. Πιο συγκεκριμένα, η από 1.6.2016 αύξηση του κανονικού συντελεστή του ΦΠΑ από το 23% στο 24% αναμένεται να απορροφηθεί από τις επιχειρήσεις σε μεγάλο ποσοστό, να μη μετακυλιστεί δηλαδή στις τελικές τιμές καταναλωτή στην πλήρη της διάσταση. Οι νέες όμως αυξήσεις στους ειδικούς φόρους κατανάλωσης σε καύσιμα, καπνό, οινοπνευματώδη ποτά κ.λπ. θα επιβαρύνουν πληθωριστικά και για μια ακόμη φορά θα ωθήσουν το γενικό πληθωρισμό προς θετικό έδαφος.

**Διάγραμμα IV.18 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2015-Απρίλιος 2016)**

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



**Διάγραμμα IV.19 Καθοριστικοί παράγοντες του εγχώριου πληθωρισμού**



Όσον αφορά τον **εγχώριο πληθωρισμό**, όπως μετρείται από τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ, παρατηρούνται τα εξής: Η χαμηλή ζήτηση είναι ο κυριότερος λόγος για τον οποίο ο πληθωρισμός βρίσκεται σε αρνητικά επίπεδα. Μέχρι και το τέλος του 2014, το μοναδιαίο κόστος εργασίας ακολούθησε πτωτική πορεία λόγω των σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ενώ τα περιθώρια κέρδους παρέμειναν θετικά. Το τελευταίο μπορεί να ερμηνευθεί από: (α) το γεγονός ότι, λόγω της ύφεσης, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι αυτές που παραμένουν στην αγορά και (β) την ύπαρξη στρεβλώσεων στην αγορά προϊόντων. Όσον αφορά το έτος 2015, παρατηρείται ότι το περιθώριο κέρδους μειώνεται, ενώ το μοναδιαίο κόστος εργασίας αυξάνεται. Η αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας πιθανώς αντανάκλα τη μείωση της παραγωγικότητας. Η συμπίεση του περιθωρίου κέρδους ενδεχομένως εξηγείται από την προσπάθεια των επιχειρή-

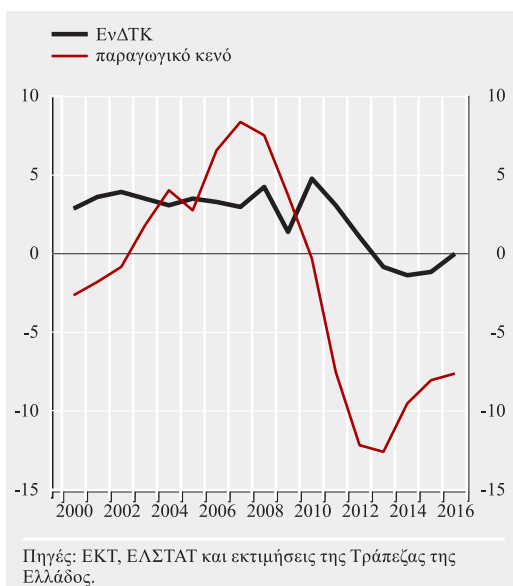
σεων να διατηρήσουν το μερίδιο αγοράς τους (βλ. Διάγραμμα IV.19).

Συμπερασματικά, η χαμηλή ζήτηση συνεχίζει να συμβάλλει στη διατήρηση του πληθωρισμού σε αρνητικά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.20). Αντιπληθωριστικά επίσης συμβάλλει και το διεθνές περιβάλλον μέσω των χαμηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου. Αντιθέτως, πληθωριστική θα είναι η συμβολή των νέων αυξήσεων στην έμμεση φορολογία, το μέγεθος της οποίας και ο βαθμός μετακύλισής της στις τελικές τιμές καταναλωτή θα κρίνει και το κατά πόσον ο εναρμονισμένος πληθωρισμός θα παραμείνει σε αρνητικό έδαφος ή θα επανέλθει σε θετικούς ετήσιους ρυθμούς.

#### 4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σύμφωνα με τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ για το 2015, **το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας** αυξή-

**Διάγραμμα IV.20** Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή και παραγωγικό κενό



θηκε, αντανακλώντας την αισθητή αύξηση της μισθωτής απασχόλησης, η οποία υπεραντιστάθμισε τη μείωση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό (κατά 1,7%, δηλαδή λιγότερο από ό,τι το 2014 – βλ. Πίνακα IV.7). Τα νέα στοιχεία συνεπάγονται μείωση της παραγωγικότητας της εργασίας, η οποία πιθανώς αντανακλά αύξηση της απασχόλησης σε τομείς χαμηλής παραγωγικότητας εργασίας (για την επίδραση της κλαδικής αναδιάρθρωσης στην παραγωγικότητα, βλ. Ειδικό θέμα

IV.5). Η μείωση της παραγωγικότητας οδηγεί σε μικρή αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας το 2015.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί της ΕΛΣΤΑΤ κατέγραψαν μείωση κατά 1,8% της δαπάνης του τομέα της γενικής κυβέρνησης για “εισόδημα εξαρτημένης εργασίας”.

Στον επιχειρηματικό τομέα, οι περισσότερες συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν το 2015 (κυρίως επιχειρησιακές και δευτερευόντως κλαδικές/ομοιοεπαγγελματικές) προέβλεπαν σταθερότητα των ήδη συμφωνημένων αποδοχών, ορισμένες προέβλεπαν μείωση, ενώ πολύ λιγότερες προέβλεπαν συγκρατημένες αυξήσεις.

Για το 2016, όσον αφορά τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, από την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού προκύπτει ότι το άθροισμα (α) των δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) για αποδοχές και συντάξεις και (β) της δαπάνης για αμοιβές των άλλων φορέων της γενικής κυβέρνησης θα μειωθεί κατά 0,2%. Πάντως, το α' τρίμηνο του 2016 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,2%, ενώ οι δαπάνες του ΤΠ για συντάξεις μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 2,3%, με αποτέλεσμα το *άθροισμα των*

**Πίνακας IV.7** Αμοιβές και κόστος εργασίας (2014-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2014	2015	2016 (προβλ.)
<b>Ελλάδα</b>			
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-2,0	1,5	1,1
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-2,1	-1,7	-0,2
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	0,5	-2,1	-1,4
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-2,6	0,5	1,2
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-0,6	-1,8	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	-2,8	3,4	...

Πηγή: Για το 2014 και το 2015, ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη. Για το 2016, προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.



δύο μεγεθών να μειωθεί κατά 0,6%.<sup>22</sup> Στον επιχειρηματικό τομέα, στο διάστημα 1.1-31.5.2016 υπογράφηκαν 161 επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις και μόνο 6 κλαδικές/ομοιοεπαγγελματικές, οι οποίες ως επί το πλείστον προβλέπουν σταθερότητα των αποδοχών.

Για το σύνολο της οικονομίας, προβλέπεται ότι οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό θα εμφανίσουν πολύ περιορισμένη μείωση, της τάξεως του 0,2%, ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ενδέχεται να αυξηθεί ελαφρά περισσότερο από 1%, καθώς ο ρυθμός μεταβολής της παραγωγικότητας αναμένεται να παραμείνει αρνητικός.

#### 4.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΩΝ

Μικρή επιδείνωση παρατηρήθηκε στα αποτελέσματα των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα το 2015 σε σχέση με το 2014, ωστόσο στο σύνολό τους παρέμειναν κερδοφόρες. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 163 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,<sup>23</sup> καταγράφεται αύξηση των πωλήσεων κατά 0,5% και των μικτών κερδών κατά 4,6%. Ωστόσο, παρατηρείται σημαντική άνοδος τόσο των Εξόδων Διοίκησης-Διάθεσης όσο και των Χρηματοοικονομικών Εξόδων (18,6% και 15,3% αντίστοιχα), με αποτέλεσμα να συρρικνωθεί η κερδοφορία των επιχειρήσεων κατά 57,8% σε σχέση με το 2014. Η εξέλιξη αυτή ενδεχομένως συνδέεται και με την αυξημένη ανάγκη διαχείρισης έκτακτων συνθηκών λόγω της επιβολής κεφαλαιακών περιορισμών το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Ταυτόχρονα, σημειώθηκε μείωση στο περιθώριο καθαρού κέρδους (από 3,2% το 2014 σε 1,3% το 2015), ενώ η αποδοτικότητα Ιδίων και Συνολικών Κεφαλαίων περιορίστηκε (από 2,9% και 1,3% σε 1,3% και 0,6% αντίστοιχα). Σημειώνεται ότι η επιδείνωση του περιθωρίου κέρδους εντοπίζεται κυρίως στις επιχειρήσεις της βιομηχανίας και των λοιπών εκτός του εμπορίου υπηρεσιών, ενώ στο εμπόριο ο συγκεκριμένος δείκτης εμφανίζεται να παραμένει σχεδόν σταθερός.

Ενδείξεις υποχώρησης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων προκύπτουν τελικά και από τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ, καθώς το λειτουργικό πλεόνασμα φαίνεται ότι επιβαρύνθηκε ιδιαίτερα το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών για το σύνολο του 2015 μειώθηκε κατά 6,1% έναντι του 2014, ενώ η συρρίκνωσή του το δ' τρίμηνο έφθασε στο 38% περίπου. Στην εξέλιξη αυτή φαίνεται ότι συνέβαλε και η αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, αλλά και η μικρή άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διάρκεια του έτους (βλ. ενότητα 4.2 για το κόστος εργασίας).

#### 4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να βελτιώνεται και το 2016, παρά την ανατιμητική πορεία του ευρώ από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και παρά την επίδραση της αύξησης των έμμεσων φόρων στην Ελλάδα κατά το 2016. Οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που υλοποιήθηκαν τα προηγούμενα έτη, σε συνδυασμό με τη διατήρηση συνθηκών υπερπροσφοράς στην αγορά εργασίας εξαιτίας της πολυετούς ύφεσης και της υψηλής ανεργίας, έχουν ως αποτέλεσμα τη συνέχιση της μείωσης των σχετικών δεικτών σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος. Αντιθέτως, η συνολική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας η οποία συνεκτιμά και πλήθος άλλων παραμέτρων διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, παρουσιάζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και οπισθοχώρησης.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής

<sup>22</sup> Το μέγεθος αυτό προσεγγίζει την έννοια των "αμοιβών εξαρτημένης εργασίας του τομέα της γενικής κυβέρνησης".

<sup>23</sup> Στις 173 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιστήρια.

**Πίνακας IV.8 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)<sup>1</sup>**

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 <sup>2</sup>		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας <sup>2</sup>	
	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	1,5	128,6	3,9	109,2	1,0	118,4	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,4	126,5	-1,6	112,6	3,1	121,0	2,2
2011	112,7	0,5	118,8	0,3	123,8	-2,2	113,1	0,4	118,5	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	115,5	-6,7	111,3	-1,6	113,5	-4,2
2013	112,7	1,9	113,8	-0,7	107,3	-7,1	108,7	-2,3	103,6	-8,7
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	103,6	-3,4	106,7	-1,8	99,7	-3,8
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	99,8	-3,7	105,5	-1,2	99,6	-0,1
2016**	111,6	1,1	106,6	-0,1	99,3	-0,5	104,8	-0,7	98,8	-0,8

Πηγή: Δείκτης υπολογισμένος από την Τράπεζα της Ελλάδος. Τα στοιχεία για συναλλαγματικές ισοτιμίες, τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προέρχονται από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτιμήσεις και προβλέψεις.

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

2 Από το Νοέμβριο του 2014 αναθεωρήθηκαν οι σειρές του δείκτη πραγματικής ΣΣΙ με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας για την Ελλάδα είναι αυτό που υπολογίζει η ΕΚΤ και όχι η Τράπεζα της Ελλάδος.

οικονομίας εκτιμάται ότι βελτιώθηκε περαιτέρω το 2015, κατά 3,7% με βάση το σχετικό κόστος εργασίας και κατά 4,5% με βάση το σχετικό δείκτη τιμών καταναλωτή. Στη θετική αυτή εξέλιξη των δεικτών πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας συνέβαλε σημαντικά η υποχώρηση του δείκτη ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά 2,7% το 2015 (βλ. Πίνακα IV.8).

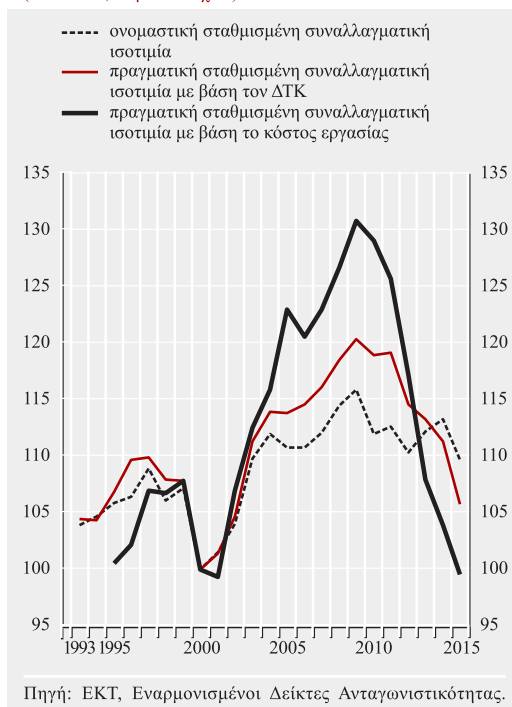
Σύμφωνα με την εξέλιξη των δεικτών αυτών, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας που υπέστη η ελληνική οικονομία την περίοδο 2000-2009 ανακτήθηκε σταδιακά. Εκτιμάται ότι το επίπεδο ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ήταν οριακά βελτιω-

μένο κατά 0,2% το 2015 έναντι του 2000, ενώ με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή η σωρευτική απώλεια περιορίστηκε στο 6,7% το 2015 έναντι του 2000. Ανάλογη βελτίωση δείχνουν και οι αντίστοιχοι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ. Ο εναρμονισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το δ' τρίμηνο του 2015 βρισκόταν ακριβώς στο μέσο επίπεδο του 2000. Αντιθέτως, ο δείκτης με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή το α' τρίμηνο του 2016 βρισκόταν 7,0% πάνω από το επίπεδο του 2000 (βλ. Διάγραμμα IV.21).

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της

**Διάγραμμα IV.21 Εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας: δείκτες σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών 1993-2015**

(2000=100, ετήσια στοιχεία)



ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι θα βελτιωθεί και το 2016, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Εκτιμάται ότι οι σχετικοί δείκτες θα υποχωρήσουν ελαφρά, κατά 0,5% με βάση το σχετικό κόστος εργασίας και κατά 0,1% με βάση το σχετικό δείκτη τιμών καταναλωτή, κυρίως λόγω της προβλεπόμενης μικρής ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας.<sup>24</sup>

Η ευνοϊκή εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας επιδρά, αν και με χρονική υστέρηση, στη συνεχιζόμενη άνοδο της αξίας αλλά και του όγκου των ελληνικών εξαγωγών πλην καυσίμων, παρά τη μεγάλη συρρίκνωση της παραγωγικής βάσης και την απαξίωση παραγωγικού κεφαλαίου που σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίες τις δύο δεκαετίες προ του ευρώ βρί-

σκονταν κατά μέσο όρο στο 16,4% του ΑΕΠ, αυξήθηκαν σταδιακά μετά την κρίση, από 23,4% του ΑΕΠ το 2008 σε 30,1% του ΑΕΠ το 2015. Κατά την ίδια περίοδο, οι συνολικές εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν από 39,9% του ΑΕΠ το 2008 σε 45,8% το 2015.

Η αποκατάσταση της κανονικότητας στο επιχειρηματικό περιβάλλον γενικά και ιδιαίτε- ρως της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων θα ευνοήσει τη δυνατότητα υλοποίησης παραγωγικών επενδύσεων για επέκταση και διαφοροποίηση της παραγωγικής ικανότητας στους διεθνώς εμπορεύσιμους κλάδους, ενισχύοντας ακόμη περισσότερο την εξωστρέφεια παλαιών και νέων εξαγωγικών επιχειρήσεων.

Η **συνολική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας**, σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, παρουσιάζει εκ νέου ενδείξεις στασιμότητας ή ακόμη και οπισθοχώρησης. Σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας στο επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας, η Ελλάδα έπεσε κατά δύο θέσεις και βρέθηκε στην 60ή μεταξύ 189 κρατών, ενώ σύμφωνα με το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του IMD η Ελλάδα έπεσε κατά 6 θέσεις και το 2016 βρίσκεται στην 56ή θέση μεταξύ 61 κρατών.

Παρότι η Ελλάδα είναι η χώρα που έχει ανταποκριθεί στον καλύτερο δυνατό βαθμό στις συστάσεις του ΟΟΣΑ για υιοθέτηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, συνεχίζει να κατατάσσεται με βάση τους περισσότερους από τους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας στη χαμηλότερη θέση τόσο μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ-28 όσο και μεταξύ όλων των προηγμένων οικονομιών. Σύμφωνα με αυτούς τους σύνθετους δείκτες, τα σημαντικότερα εμπόδια στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων εξακολουθούν να είναι η πρόσβαση στη χρηματοδότηση, η αναποτελεσμα-

<sup>24</sup> Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος θα αυξηθεί κατά 1,5% και ο δείκτης της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας θα υποχωρήσει κατά 1,2% το 2016.

τική γραφειοκρατία και το διαρκώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο.

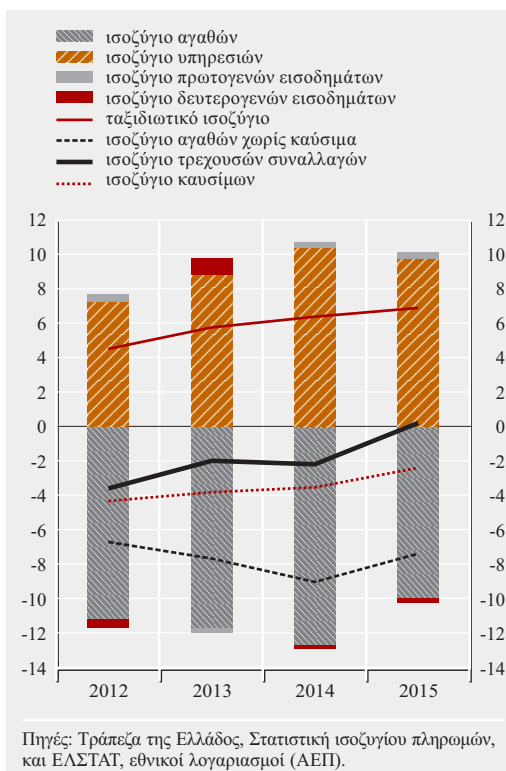
## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** παρουσίασε αξιοσημείωτη βελτίωση το 2015 (βλ. Διάγραμμα IV.22), η οποία οφείλεται στη μείωση κατά 3,7 δισεκ. ευρώ του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών, παρά τον περιορισμό των εξαγωγών, καθώς μειώθηκαν και οι εισαγωγές με ταχύτερο ρυθμό (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό παράρτημα). Η βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος εργασίας και τις τιμές είχε θετική επίδραση στον όγκο των ελληνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, παρά τους ήπιους ρυθμούς μεγέθυνσης των αγορών όπου κυρίως απευθύνονται τα ελληνικά προϊόντα.

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών το 2015 αντανάκλασε σε μεγάλο βαθμό τη βελτίωση του ισοζυγίου των καυσίμων, ως αποτέλεσμα της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου, τη μείωση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, οι οποίες είχαν επιβαρύνει σημαντικά το ισοζύγιο αγαθών το 2014, και τη θετική πορεία των εξαγωγών αγαθών των λοιπών εξαγωγικών κλάδων. Ο περιορισμός του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών οφείλεται στη μείωση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορές, ενώ η άνοδος της τουριστικής κίνησης συνεχίστηκε και το 2015, συμβάλλοντας στη βελτίωση του ταξιδιωτικού ισοζυγίου παρά τη μείωση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι και της μέσης διάρκειας παραμονής.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2016 αναμένεται να βελτιωθεί περαιτέρω, επηρεαζόμενο θετικά από τη συγκρατημένη άνοδο των εξαγωγών αγαθών και τη συνεχιζόμενη καλή επίδοση του τουρισμού, παρά το γεγονός ότι το διεθνές οικονομικό περιβάλλον δεν είναι τόσο ευνοϊκό. Η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας και η πτώση των τιμών του πετρελαίου εξακολουθούν να έχουν

**Διάγραμμα IV. 22 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ**



θετική επίδραση, αλλά, επιπλέον, είναι αναγκαία η μείωση της αβεβαιότητας, η ομαλοποίηση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και η βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας.

Το α' τρίμηνο του 2016 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε βελτίωση, οφειλόμενη στο μεγαλύτερο μέρος της στις ευνοϊκές εξελίξεις στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Παράλληλα, βελτιώθηκε και το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, καθώς η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών υπεραντιστάθμισε τον περιορισμό του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών.

Η βελτίωση του **ισοζυγίου αγαθών** οφείλεται, όπως και το 2015, κυρίως στη μείωση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων (η οποία αντιπροσωπεύει περίπου τα 2/3 της μείωσης του ελλείμματος) και για αγορές πλοίων. Επίσης, σε μικρότερο βαθμό περιορί-

στηκε και το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών εκτός καυσίμων. Σημειώνεται ότι η υποχώρηση των συναλλαγών που αφορούν αγοραπωλησίες πλοίων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη διεξαγωγή τους εκτός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος (λόγω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων) και επομένως στην αδυναμία καταγραφής τους. Η θετική επίδραση από την πτώση των τιμών του πετρελαίου στο ισοζύγιο αγαθών αναμένεται να συνεχιστεί και το 2016. Η άνοδος των εξαγωγών των λοιπών αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων προβλέπεται συγκρατημένη. Επίσης, αναμένεται η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης να έχει αρνητική επίδραση στις εισαγωγές.

Οι **εξαγωγές αγαθών** σημείωσαν άνοδο κατά 5,5% σε πραγματικούς όρους το α' τρίμηνο του 2016, παρά τους περιορισμούς ρευστότητας και το κλίμα αβεβαιότητας, κυρίως λόγω αύξησης (10%) του όγκου των εξαγωγών καυσίμων. Οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασαν σχετικά μικρή άνοδο (1,6% σε πραγματικούς όρους), με ρυθμό βραδύτερο εκείνου που είχε σημειωθεί το α' τρίμηνο του 2015. Αξιόλογες επιδόσεις των εξαγωγών παρατηρήθηκαν στους κλάδους των τροφίμων, των χημικών-φαρμακευτικών και των μη μεταλλικών ορυκτών. Όσον αφορά τους γεωγραφικούς προορισμούς, το ποσοστό των εξαγωγών προς τις χώρες της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ γενικότερα παρουσίασε άνοδο.

Οι **εισαγωγές αγαθών** περιορίστηκαν κυρίως λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου, η οποία παρέσυρε και την αξία των αντίστοιχων εισαγωγών προς τα κάτω, παρά το γεγονός ότι ο όγκος τους αυξήθηκε. Επίσης, περιορίστηκαν σημαντικά και οι πληρωμές για αγορές πλοίων.<sup>25</sup> Τέλος, οι εισαγωγές εκτός πλοίων και καυσίμων μειώθηκαν τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους.

Το 2015 σημειώθηκε περιορισμός του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών λόγω της σημαντικής μείωσης των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών (κυρίως θαλάσσιων μεταφορών), γεγονός που οφείλεται στην επιβολή περιορισμών στην κίνηση

κεφαλαίων. Αντίθετα, σημαντική βελτίωση σημείωσε το ταξιδιωτικό ισοζύγιο, ενώ περιορίστηκε και το έλλειμμα του ισοζυγίου των λοιπών υπηρεσιών.

Το α' τρίμηνο του 2016 οι αφίξεις ξένων επισκεπτών μειώθηκαν κατά 6,2%,<sup>26</sup> ενώ οι ταξιδιωτικές εισπράξεις παρέμειναν στο ίδιο επίπεδο του α' τριμήνου του 2016, λόγω της άνοδου της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι (6,5%). Τα στοιχεία για τις αεροπορικές αφίξεις της περιόδου Ιανουαρίου-Απριλίου 2016 (οι οποίες εμφάνισαν άνοδο κατά 7,6%)<sup>27</sup> δημιουργούν ευνοϊκή προοπτική για τις εξελίξεις στο ταξιδιωτικό ισοζύγιο, δεδομένης και της τακτικής των κρατήσεων της τελευταίας στιγμής.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ) για το 2016, οι αφίξεις τουριστών αναμένεται να φθάσουν τα 27,5 εκατομμύρια και οι αντίστοιχες εισπράξεις τα 15 δισεκ. ευρώ. Θετική επίδραση αναμένεται να έχουν οι επικρατούσες γεωπολιτικές συγκυρίες στην περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, οι οποίες καθιστούν τη χώρα μας ασφαλή προορισμό σε σχέση με τις ανταγωνίστριες χώρες.<sup>28</sup> Άνοδικά αναμένεται να κινηθούν οι αφίξεις από τις ΗΠΑ αλλά και τη Ρωσία, ενώ η βελτίωση στη διαδικασία χορήγησης βίζας Σένγκεν για χώρες όπως η Ρωσία και η Κίνα θα αντισταθμίσει τυχόν μειώσεις από παραδοσιακές αγορές. Αρνητική επίδραση στην εικόνα της χώρας μπορεί να έχει η προσφυγική και μεταναστευτική κρίση,<sup>29</sup> αλλά και η επιβολή φόρων που

<sup>25</sup> Τα στοιχεία των εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ για το α' τρίμηνο του 2016 δείχνουν ότι η αξία των εισαχθέντων πλοίων (η οποία καταγράφεται με διαφορετική μέθοδο από εκείνη της Τράπεζας της Ελλάδος) είναι υπερδιπλάσια από εκείνη του α' τριμήνου του 2015.

<sup>26</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, μείωση σημειώθηκε κυρίως στις οδικές αφίξεις λόγω των κινητοποιήσεων των αγροτών και των προβλημάτων από τους μετανάστες-πρόσφυγες στα σύνορα.

<sup>27</sup> Παρατηρείται αναβάθμιση αερολιμένων σε νησιωτικούς προορισμούς (Πάρος, Μήλος, Νάξος, Σύρος), καθώς και βελτίωση της απευθείας σύνδεσης του αεροδρομίου της Καλαμάτας με το Λονδίνο μέσω της British Airways.

<sup>28</sup> Πραγματοποίηση τρομοκρατικών επιθέσεων σε ανταγωνιστικούς προορισμούς (Τουρκία, Αίγυπτο, Τυνησία), καθώς και τεταμένες σχέσεις μεταξύ Ρωσίας και Τουρκίας.

<sup>29</sup> Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της Censuswide για λογαριασμό της SETE Intelligence, καταγράφεται σαφής αρνητική επίδραση του προσφυγικού-μεταναστευτικού ζητήματος στην εικόνα της Ελλάδος στις αγορές της Μεγάλης Βρετανίας, της Γερμανίας και των ΗΠΑ.



αυξάνουν το κόστος των παρεχόμενων υπηρεσιών κυρίως στον τομέα της εστίασης.

Στον τομέα των μεταφορών, η μείωση των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές που παρατηρήθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2015 συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2016. Οι μεταφορικές εισπράξεις σημείωσαν μείωση κατά 44,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, γεγονός που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανεπαρκή καταγραφή τους από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, λόγω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, αλλά και στην αβεβαιότητα που επικρατεί στο οικονομικό περιβάλλον της χώρας. Κατά τη συγκεκριμένη περίοδο οι ναύλοι (σύμφωνα με τον ClarkSea Index) κατέγραψαν μείωση κατά περίπου 25,2% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2015.<sup>30</sup> Οι προοπτικές για το 2016, ιδιαίτερα στον τομέα μεταφοράς ξηρού φορτίου, παραμένουν αρνητικές, καθόσον η προσφορά πλοίων εξακολουθεί να υπερβαίνει τη ζήτηση (βλ. Ειδικό θέμα IV.2).<sup>31</sup>

Το 2015, το **ισοζύγιο των πρωτογενών εισοδημάτων** παρουσίασε αυξημένο πλεόνασμα σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ τα ισοζύγια δευτερογενών εισοδημάτων και κεφαλαίων παρουσίασαν επιδείνωση. Γενικά, η απορρόφηση των κονδυλίων τόσο του παλαιού όσο και του νέου ΕΣΠΑ επιταχύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2015. Το α' τρίμηνο του 2016 το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων εμφάνισε αυξημένο πλεόνασμα σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2015 και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων εμφάνισε πλεόνασμα σε σύγκριση με έλλειμμα το α' τρίμηνο του 2015. Παράλληλα, και το ισοζύγιο κεφαλαίων ήταν βελτιωμένο σε σχέση με το 2015. Σημειώνεται ότι το α' τρίμηνο του 2016 οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ έφθασαν τα 1,3 δισεκ. ευρώ, ενώ καταγράφηκε επιπλέον 1,0 δισεκ. ευρώ σε επιδοτήσεις για τους αγρότες στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής.

Το **ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών** το 2015 παρουσίασε άνοδο των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι

του εξωτερικού, καθώς η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων από άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου αντιστάθμισε τη μείωση που προήλθε από τις λοιπές επενδύσεις. Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές εισροές το 2015, ενώ η ίδια εικόνα διατηρήθηκε και το α' τρίμηνο του 2016.<sup>32</sup> Η άνοδος των ξένων άμεσων επενδύσεων θα εξαρτηθεί από την απομάκρυνση της αβεβαιότητας και την αποκατάσταση ευνοϊκού επιχειρηματικού κλίματος.

## 6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία ενσωματώνουν όλα τα μέτρα που έχουν ψηφιστεί ή έχουν συμφωνηθεί μέχρι τις 24 Μαΐου 2016 και προβλέπονται στη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM).<sup>33</sup> Συμπεριλαμβάνουν επίσης υποθέσεις για τις εξελίξεις των μισθών και ενσωματώνουν τις επιπτώσεις διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην οικονομική δραστηριότητα. Για την εξέλιξη των εξωγενών μεγεθών που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθετεί τις υποθέσεις της ΕΚΤ για το σύνολο της ευρωζώνης. Οι υποθέσεις αυτές αφορούν βασικά μεγέθη η εξέλιξη των οποίων καθορίζεται από το διεθνές περιβάλλον, όπως η παγκόσμια ανάπτυξη, η οικονο-

<sup>30</sup> Μείωση σημείωσαν οι δείκτες μεταφοράς ξηρού φορτίου (Clarksons Average Bulker Earnings) και μεταφοράς πετρελαίου (Clarksons Average Tanker Earnings) κατά 37,5% και 21,1% αντίστοιχα.

<sup>31</sup> Το παγκόσμιο θαλάσσιο εμπόριο προβλέπεται να αυξηθεί κατά 2,2% το 2016 (2,0% το 2015), ενώ το εμπόριο ξηρού φορτίου μόνο κατά 0,3% (0,1% το 2015) και το εμπόριο μεταφοράς πετρελαίου κατά 3,5% (4,7% το 2015). Με τους ρυθμούς διάλυσης πλοίων κυρίως ξηρού φορτίου να παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, ο παγκόσμιος στόλος αναμένεται να αυξηθεί κατά 3,1% το 2016 και 2,7% το 2017 (Clarksons Research, *Shipping Review & Outlook*, Spring 2016).

<sup>32</sup> Οι καθαρές απαιτήσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού από άμεσες επενδύσεις σημείωσαν αύξηση το Μάρτιο κατά 336 εκατ. ευρώ. Οι σημαντικότερες συναλλαγές που σημειώθηκαν είναι: η αγορά, ύψους 245 εκατ. ευρώ, νέων μετοχών της NBG FINANCE PLC (Μεγάλη Βρετανία) από την Εθνική Τράπεζα και η αγορά, ύψους 55 εκατ. ευρώ, νέων μετοχών της Eurobank Bulgaria (Βουλγαρία) από τη Eurobank.

<sup>33</sup> Βασίζεται όμως στα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν από την ΕΛΣΤΑΤ μέχρι τις 13.5.2016.

## Πίνακας IV.9 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	-0,2	-0,3	2,5	3,0
Ιδιωτική κατανάλωση	0,3	-0,6	1,6	1,9
Δημόσια κατανάλωση	0,0	-0,9	0,0	-0,4
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	0,7	0,8	10,8	12,1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,8	0,4	3,9	4,0
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-6,9	-0,3	3,3	3,2
Αποθέματα	-1,6	0,0	0,0	0,0
ΕνΔΤΚ	-1,1	0,0	0,9	0,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,2	0,3	0,4	0,7
Απασχόληση	2,1	1,1	1,8	2,0
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	24,9	24,1	22,8	21,4
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	0,0	0,9	1,6	1,3

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

μική δραστηριότητα στην ευρωζώνη, η εξωτερική ζήτηση των ελληνικών εξαγωγών, οι τιμές των κύριων ανταγωνιστριών χωρών, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες των παγκόσμιων νομισμάτων, οι τιμές του πετρελαίου και μια σειρά χρηματοπιστωτικών μεγεθών (επιτόκια, αποδόσεις ομολόγων κ.λπ.).

Για τη διενέργεια και την ακριβή ποσοτικοποίηση των προβλέψεων χρησιμοποιείται μια σειρά από υποδείγματα και οικονομετρικά εργαλεία, που διαφοροποιούνται με βάση την προβλεπτική τους ικανότητα σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες (βλ. Ειδικό θέμα IV.6 για τη μεθοδολογία των προβλέψεων).

Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία δείχνουν ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας που ξεκινά από το δεύτερο εξάμηνο του 2016 και συνεχίζεται τα έτη 2017 και 2018. Για το 2016 αναμένεται μικρή μείωση του ΑΕΠ, της τάξεως του 0,3%, και ανάπτυξη 2,5% και 3% για το 2017 και 2018 αντίστοιχα (βλ. Πίνακα IV.9). Οι προβλέψεις βασίζονται στην υπόθεση ότι η ολοκλήρωση της αξιολόγησης το πρώτο εξάμηνο του 2016 θα επιφέρει, από το δεύτερο εξάμηνο του 2016 και μετά, σημαντικές θετικές επιδράσεις στη ρε-

στότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στη μείωση της αβεβαιότητας και στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, με σημαντικές συνέπειες στην εξέλιξη βασικών συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης. Βασίζεται επίσης στην υπόθεση ότι θα συνεχιστεί η διευκολυντική νομισματική πολιτική από την ΕΚΤ.

Η ανάκαμψη για την εν λόγω περίοδο βασίζεται σε ήπιους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ ανά τρίμηνο, της τάξεως του 0,7% κατά μέσο όρο για την περίοδο από το γ' τρίμηνο του 2016 έως το δ' τρίμηνο του 2018. Οι ήπιοι αυτοί ρυθμοί ανάκαμψης ανά τρίμηνο οδηγούν σε ανάσχεση της υφεσιακής δυναμικής το 2016 και σε ανάπτυξη το 2017 και το 2018.

Για το 2016, η αρνητική συμβολή από τις συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης αποδυναμώνεται μερικώς από τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών (βλ. Διάγραμμα IV.24). Η ιδιωτική κατανάλωση, που αποδείχθηκε αρκετά σταθερή το 2015, προβλέπεται να μειωθεί το 2016, ως αποτέλεσμα της μείωσης των μέσων αμοιβών των μισθωτών προ φορολογίας και της αύξησης των φορολογικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών. Η συμβολή των επενδύσεων επίσης αναμένεται αρνητική, παρά την ανα-

### Διάγραμμα IV.23 Εξαγωγές αγαθών και εξωτερική ζήτηση

(δείκτης 2009=100)

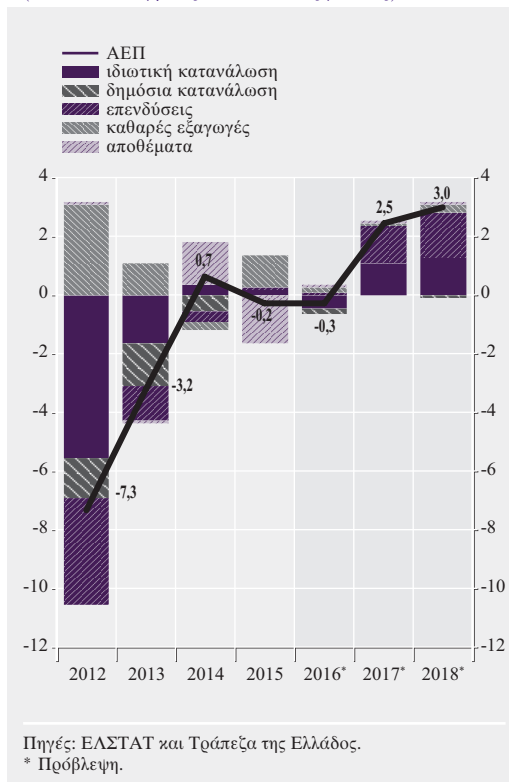


μενόμενη αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων: οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να μειωθούν, όπως δείχνουν πρόσφατοι βραχυχρόνιοι δείκτες, όπως και οι δημόσιες επενδύσεις σε πραγματικές τιμές.

Η οριακή αύξηση των εξαγωγών για το 2016 είναι αποτέλεσμα αντίρροπων τάσεων: οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν τη θετική πορεία της περιόδου 2014-2015, συμβαδίζοντας με την εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης για τα ελληνικά αγαθά (βλ. Διάγραμμα IV.23). Τα τουριστικά έσοδα επίσης αναμένονται αυξημένα με βάση τις αφίξεις που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί στα βασικά αεροδρόμια της χώρας και τις προκρατήσεις στα ξενοδοχεία. Όμως, τα έσοδα από τη ναυτιλία αναμένεται να συνεχίσουν να καταγράφουν απώλειες, ως αποτέλεσμα των κεφαλαιακών περιορισμών. Οι εισαγωγές αναμένεται να καθοριστούν από το εισαγωγικό περιεχόμενο των συνιστωσών της ζήτησης και των εξαγωγών και από την περαιτέρω χαλάρωση των κεφαλαιακών περιορισμών. Συνεπώς, για το 2016 αναμένεται μια μικρή περαιτέρω μείωση των εισαγωγών.

### Διάγραμμα IV.24 Ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και συμβολές

(ποσοστά %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)

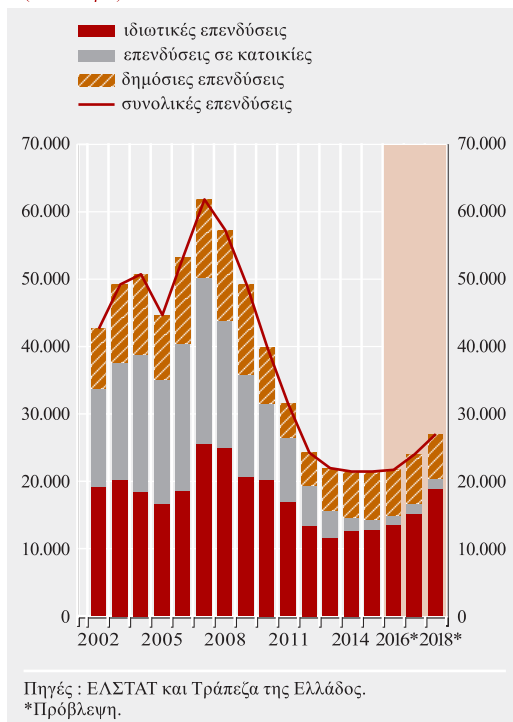


Το 2017 και το 2018 η ανάπτυξη βασίζεται κυρίως στην ανάκαμψη των βασικών συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης – της κατανάλωσης και των επενδύσεων (βλ. Διάγραμμα IV.24). Συγκεκριμένα, αναμένεται αποκατάσταση θετικών ρυθμών μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης, ως αποτέλεσμα της αύξησης της απασχόλησης και του εισοδήματος, της βελτίωσης των πιστωτικών συνθηκών και της σταδιακής αποκατάστασης της εμπιστοσύνης.

Η ανάκαμψη των επενδύσεων μετά το 2016 θα στηριχθεί στην ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων εκτός κατοικιών (βλ. Διάγραμμα IV.25). Θετικό αντίκτυπο στον εγχώριο τραπεζικό δανεισμό προς τον ιδιωτικό τομέα εκτιμάται ότι θα έχουν η διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, η αναμενόμενη απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για την επανένταξη των ελληνικών κρατικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύ-

**Διάγραμμα IV.25 Εξελίξεις στις πραγματικές επενδύσεις**

(εκατ. ευρώ)



στημα εξασφαλίσεις (waiver) και η δυνατότητα συμμετοχής και των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Ο αυξημένος δανεισμός σε συνδυασμό με τη χρηματοδότηση από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της ΕΕ, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανάπτυξης και Ανασυγκρότησης (EBRD) θα δώσουν σημαντική ώθηση στις ιδιωτικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, εκτός κατοικιών. Παρά τη δυναμική εξέλιξη των επενδύσεων που αναμένεται, το μερίδιο των επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ θα παραμείνει σε χαμηλό επίπεδο συγκριτικά με την προ κρίσης εποχή.

Η εξέλιξη των εξαγωγών για το 2017-2018 εκτιμάται ότι θα ακολουθήσει την πορεία της περιόδου 2012-2014. Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να υπερκεράσουν οριακά την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για ελληνικά αγαθά, όπως παρατηρείται από το 2014 ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της ανταγωνιστι-

κότητας (βλ. Διάγραμμα IV.23). Τα έσοδα από τον τουρισμό επίσης θα κινηθούν ανοδικά, ενώ σταδιακά, με την περαιτέρω χαλάρωση των κεφαλαιακών περιορισμών και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, αναμένεται να αυξηθούν και τα έσοδα από τη ναυτιλία. Οι εισαγωγές αναμένεται να ακολουθήσουν την πορεία της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών, σύμφωνα με το εισαγωγικό περιεχόμενο αυτών των μεγεθών.

Η απασχόληση αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται το 2016, αν και με χαμηλότερο ρυθμό έναντι του 2015, παρά τη συνέχιση της ύφεσης κατά το πρώτο εξάμηνο του 2016. Οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση υποστηρίζονται από την αναμενόμενη καλή πορεία του τουριστικού κλάδου, τις θετικές προσδοκίες για την απασχόληση από επιχειρήσεις υπηρεσιών και εμπορίου και την επιστροφή στην ανάπτυξη το δεύτερο εξάμηνο του 2016, το χαμηλό μισθολογικό κόστος και την απουσία πιέσεων για μισθολογικές αυξήσεις, το θεσμικό πλαίσιο που υποστηρίζει την ευελιξία στην αγορά εργασίας, καθώς και από τα συνεχιζόμενα προγράμματα απασχόλησης που προωθούν τη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό. Ως αποτέλεσμα, προβλέπεται ότι το ποσοστό ανεργίας θα υποχωρήσει οριακά το 2016. Η μείωση του ποσοστού ανεργίας θα συνεχιστεί μέσω της αύξησης της απασχόλησης με την αναμενόμενη δυναμική επιστροφή στην ανάπτυξη την περίοδο 2017-2018 (βλ. Πίνακα IV.9).

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ελληνική οικονομία είναι συμβατές με τις προβλέψεις άλλων οργανισμών (βλ. Πίνακα IV.10).

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), προβλέπεται ότι η καθοδική πορεία των τιμών θα ανακοπεί το 2016 και θα υπάρξει σταδιακή αύξηση το 2017 και το 2018. Η εξέλιξη των τιμών για το 2016 αναμένεται να καθοριστεί από τρεις παράγοντες: α) τη συνεχιζόμενη ασθενική ζήτηση, β) τις χαμηλές τιμές του πετρελαίου και γ) τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων που αποφασίστηκαν πρόσφατα. Για το 2017 και το 2018 η μεταβολή του

#### Πίνακας IV.10 Προβλέψεις και εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών για το ΑΕΠ της Ελλάδος

Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές	Ημερομηνία δημοσίευσης	2015	2016	2017
ΟΟΣΑ	Ιούνιος 2016	-0,3	-0,2	1,9
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Απρίλιος 2016	-0,2	-0,3	2,7
Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	Απρίλιος 2016	-0,2	-0,6	2,7
Consensus Economics	Μάιος 2016	-0,2	-1,0	1,2

Πηγές: ΔΝΤ (World Economic Outlook), Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Economic Forecast, Spring 2016), Consensus Economics (Consensus Forecasts), ΟΟΣΑ (OECD Economic Outlook).

ΕνΔΤΚ αναμένεται ελαφρά θετική, ως αποτέλεσμα της αναμενόμενης ανόδου των τιμών του πετρελαίου, της σταδιακής ανάκαμψης της ζήτησης και της επίπτωσης των έμμεσων φόρων. Η μετακύλιση της αύξησης του ΦΠΑ στις τιμές καταναλωτή για το δεύτερο εξάμηνο του 2016 και το πρώτο εξάμηνο του 2017 αναμένεται να είναι περιορισμένη, ως αποτέλεσμα της προσπάθειας των επιχειρήσεων να απορροφήσουν τις αυξήσεις ώστε να μη χάσουν μερίδια αγοράς σε ένα περιβάλλον χαμηλής ζήτησης.

Οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις προβλέψεις φαίνεται να είναι ισορροπημένες. Η έκβαση θα μπορούσε να είναι πιο θετική του

αναμενομένου, εάν υπάρξουν: (α) ταχύτερη αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, (β) σημαντική βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και (γ) πιο γρήγορη εφαρμογή του προγράμματος των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Αντιθέτως, (α) μεγαλύτερη της αναμενόμενης επίπτωση των πρόσφατων φορολογικών μέτρων, (β) καθυστέρηση στην εφαρμογή του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων, (γ) τυχόν επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης – με τις ενδεχόμενες επιπτώσεις στον τουρισμό και το εμπόριο – και (δ) η ενδεχόμενη επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε πιο αρνητική έκβαση.

#### Ειδικό Θέμα IV.1

##### ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΥΓΕΙΑΣ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΥΓΕΙΑ ΤΟΥ ΠΛΗΘΥΣΜΟΥ

###### Οι μεταρρυθμίσεις στον τομέα της υγείας οδήγησαν σε εξοικονόμηση δημόσιων πόρων

Ένας βασικός στόχος πολιτικής των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής 2010-2015 ήταν η μεταρρύθμιση του συστήματος υγείας και ειδικότερα η αντιμετώπιση χρόνιων παθολογιών, όπως η κακή διαχείριση, η διαφθορά και η μη ορθολογική κατανομή των διαθέσιμων πόρων. Οι μεταρρυθμιστικές ενέργειες που σχεδιάστηκαν στόχευαν στη μείωση των δαπανών, στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς τους και στη βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών του συστήματος υγείας.

Με γνώμονα τα ανωτέρω, υιοθετήθηκαν αυστηρότεροι έλεγχοι των οικονομικών δεδομένων των νοσοκομειακών μονάδων και εξοικονομήθηκαν πόροι μέσω της μηχανοργάνωσης και της εισαγωγής του διπλογραφικού λογιστικού συστήματος. Ταυτόχρονα, με τη διενέργεια διαγωνισμών για την προμήθεια υγειονομικού υλικού σε κεντρικό επίπεδο κατέστη δυνατή η αναμόρφωση του



συστήματος προμηθειών. Παράλληλα, προωθήθηκε η αναδιάρθρωση και συγχώνευση νοσοκομειακών μονάδων και καθιερώθηκε η ολοήμερη λειτουργία των νοσοκομείων, μέσω της οποίας βελτιώθηκε η προσβασιμότητα των υπηρεσιών υγείας για τους πολίτες και επιτεύχθηκε καλύτερη αξιοποίηση των νοσοκομειακών δομών και του υψηλού επιπέδου ανθρώπινου δυναμικού των νοσοκομείων.

Επιπρόσθετα, ο έλεγχος της φαρμακευτικής δαπάνης και της δαπάνης για διαγνωστικές εξετάσεις βελτιώθηκε με την υλοποίηση της ηλεκτρονικής συνταγογράφησης. Στον περιορισμό της δαπάνης συνέβαλαν και άλλα μέτρα, όπως η εισαγωγή της “αρνητικής” λίστας φαρμάκων, η μείωση της τιμής των πρωτοτύπων (μετά τη λήξη ισχύος του διπλώματος ευρεσιτεχνίας) και των γενόσημων φαρμάκων (μέσω υιοθέτησης συστήματος αναφοράς με τα δεδομένα στις τρεις χώρες της ΕΕ με τις χαμηλότερες τιμές), η ενθάρρυνση της χρήσης γενόσημων φαρμάκων και η κατάρτιση “θετικού” καταλόγου φαρμακευτικών προϊόντων.

Ταυτόχρονα, περιορίστηκε το μικτό περιθώριο κέρδους των φαρμακείων και των χονδρεμπόρων φαρμάκων και απελευθερώθηκε το επάγγελμα του φαρμακοποιού, ενώ καθιερώθηκε ο αυτόματος μηχανισμός επιστροφής χρημάτων από τις φαρμακευτικές εταιρίες (clawback) και τα φαρμακεία (rebate).

Τέλος, με την ενοποίηση των ταμείων υγείας, συστάθηκε ο Εθνικός Οργανισμός Παροχής Υπηρεσιών Υγείας (ΕΟΠΥΥ) με στόχο τον καθορισμό ενιαίων εισφορών και παροχών υγείας. Ο ΕΟΠΥΥ μετατράπηκε αποκλειστικά σε αγοραστή (και όχι πάροχο) υπηρεσιών υγείας, προκειμένου να επιτυγχάνονται πιο συμφέρουσες συμβάσεις με τους παρόχους υγείας (ιδιωτικές κλινικές και διαγνωστικά κέντρα). Παράλληλα, συστάθηκε το Πρωτοβάθμιο Εθνικό Δίκτυο Υγείας (ΠΕΔΥ), κατόπιν της ενοποίησης των δομών πρωτοβάθμιας φροντίδας υγείας (ΠΦΥ) του ΕΟΠΥΥ και του ΕΣΥ, με στόχο την αντιμετώπιση του κατακερματισμού και της αναποτελεσματικότητας του συστήματος υγείας.

Σημειώνεται ότι από το 2014 και έπειτα διευκολύνθηκε η πρόσβαση των ανασφάλιστων (οι οποίοι εκτιμώνται σε περίπου 2 εκατ. άτομα) στην πρωτοβάθμια και δευτεροβάθμια περίθαλψη και τους παρασχέθηκε φαρμακευτική κάλυψη,<sup>1</sup> ενώ με το άρθρο 33 του Ν. 4368/2016 προβλέφθηκε ρητά η υγειονομική κάλυψη των ανασφάλιστων καθώς και των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων.

Η συμφωνία του Αυγούστου 2015 (Ν. 4336/2015) περιλαμβάνει ειδική αναφορά στην αναγκαιότητα συνέχισης των μεταρρυθμίσεων στον τομέα της υγείας. Ειδικότερα, οι νέες παρεμβάσεις πολιτικής στοχεύουν: α) στον έλεγχο των δημόσιων δαπανών, β) στη διαχείριση των τιμών των φαρμακευτικών προϊόντων, γ) στη βελτίωση της διαχείρισης των νοσοκομείων, δ) στην αύξηση του ποσοστού των νοσοκομειακών προμηθειών που διενεργούνται συγκεντρωτικά και ε) στη διαχείριση της ζήτησης φαρμακευτικών προϊόντων και ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης μέσω τεκμηριωμένων πρωτοκόλλων ηλεκτρονικής συνταγογράφησης. Με βάση τα συμφωνηθέντα, επιδιώκεται ο εκσυγχρονισμός των συστημάτων μηχανοργάνωσης και η ανάπτυξη νέου συστήματος ηλεκτρονικού παραπεμπτικού για την πρωτοβάθμια και δευτεροβάθμια περίθαλψη που να επιτρέπει τη διατύπωση εναλλακτικών οδών περίθαλψης για τους ασθενείς. Ταυτόχρονα επιδιώκεται η ανάθεση της ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης προς ιδιώτες παρόχους να γίνεται με οικονομικά αποδοτικό τρόπο.

1 European Commission (2015).

Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ (2016), η δημόσια και ιδιωτική δαπάνη υγείας στην Ελλάδα διαμορφώθηκε σε 8,3% του ΑΕΠ το 2014, έναντι 9,8% του ΑΕΠ το 2010.<sup>2</sup> Η δημόσια δαπάνη, κατόπιν των ανωτέρω παρεμβάσεων, αποτελούσε το 59,7% της συνολικής δαπάνης υγείας το 2014, έναντι 70% το 2010.<sup>3</sup> Ειδικότερα, οι δημόσιες δαπάνες στον τομέα της υγείας διαμορφώθηκαν σε 15,6 δισεκ. ευρώ το 2014, δηλαδή περιορίστηκαν κατά 43,6% ή περίπου κατά 6,8 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το 2010 (ΕΛΣΤΑΤ 2016). Σημαντικό μέρος της εξοικονόμησης πόρων αφορά τη δημόσια δαπάνη για φαρμακευτική περίθαλψη, η οποία περιορίστηκε κατά 54,2% (και διαμορφώθηκε σε περίπου 2,6 δισεκ. ευρώ το 2014), καθώς και τη δημόσια δαπάνη για υπηρεσίες περίθαλψης (νοσοκομεία, ιατρούς και αποκατάσταση), η οποία περιορίστηκε κατά 40,9% (σε περίπου 5,2 δισεκ. ευρώ το 2014) την εν λόγω περίοδο.

#### **Αύξηση του μεριδίου της ιδιωτικής χρηματοδότησης στη συνολική δαπάνη υγείας**

Η συνολική ιδιωτική δαπάνη υγείας περιορίστηκε σε ονομαστικούς όρους κατά 13,3% την περίοδο 2010-2014, αντανακλώντας μεταξύ άλλων τα μειωμένα εισοδήματα των νοικοκυριών, και διαμορφώθηκε σε 5,7 δισεκ. ευρώ το 2014. Ωστόσο, αύξηση κατά περίπου 22,9% παρουσίασε η ιδιωτική δαπάνη για φαρμακευτική περίθαλψη την περίοδο 2010-2014 (προσεγγίζοντας το 1,9 δισεκ. ευρώ το 2014), εξέλιξη που αντανακλά την αυξημένη συμμετοχή των ασθενών στη δαπάνη του φαρμάκου. Συνολικά, η συμβολή του ιδιωτικού τομέα στη συνολική χρηματοδότηση για δαπάνες υγείας αυξήθηκε από 29,7% στην αρχή της κρίσης σε 39,0% το 2014.<sup>4</sup> Επίσης, οι δαπάνες υγείας ως ποσοστό των συνολικών δαπανών των νοικοκυριών αυξήθηκαν σε 7,2% το 2014 από 6,5% το 2009. Αύξηση παρουσίασε και το ποσοστό των μηνιαίων δαπανών υγείας των νοικοκυριών για φαρμακευτική και νοσοκομειακή περίθαλψη σε σχέση με τις οδοντιατρικές και ιατρικές υπηρεσίες.<sup>5</sup>

Σε αυτό το σημείο, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα ευρήματα πρόσφατης έρευνας της ΕΛΣΤΑΤ (2015), σύμφωνα με την οποία καταγράφεται αύξηση κατά 10,6% στο ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας 15 ετών και άνω που κατανάλωσε φάρμακα, βότανα ή βιταμίνες χωρίς συνταγή γιατρού σε σχέση με το 2009 (από 24,6% το 2009 σε 27,2% το 2014).<sup>6</sup> Τα εν λόγω στοιχεία συμβαδίζουν αφενός με την αύξηση της φαρμακευτικής δαπάνης και αφετέρου με την υποχώρηση των δαπανών για ιατρικές υπηρεσίες.

#### **Οικονομική κρίση και επιπτώσεις στην υγεία των πολιτών**

Την περίοδο της οικονομικής κρίσης το ΑΕΠ εμφάνισε σωρευτική υποχώρηση περίπου κατά 26%, ο αριθμός των απασχολούμενων μειώθηκε περίπου κατά 1 εκατομμύριο άτομα, ενώ η ανεργία από 7,8% το 2008 εκτοξεύθηκε σε 27,5% το 2013, ενώ στη συνέχεια υποχώρησε σε 26,5% το 2014 και 24,9% το 2015.<sup>7</sup> Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν σε αύξηση του ποσοστού του πληθυσμού που αντιμετωπίζει κίνδυνο φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού.

2 Στον ΟΟΣΑ ο μέσος όρος ήταν 8,9% του ΑΕΠ το 2013 (OECD 2015).

3 Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD 2015), η δημόσια δαπάνη αποτελούσε το 2013 το 73% της συνολικής δαπάνης υγείας (κατά μέσο όρο) στις χώρες του ΟΟΣΑ.

4 Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD 2015), η εξέλιξη αυτή αντανακλά την αύξηση των ιδιωτικών πληρωμών (out-of-pocket) στις συνολικές δαπάνες, οι οποίες διαμορφώνονται σε πολύ υψηλότερο επίπεδο σε σύγκριση με άλλες χώρες του ΟΟΣΑ (π.χ. 31% το 2013 στην Ελλάδα, έναντι 28% στην Πορτογαλία και μόλις 14% στη Γερμανία).

5 Σε ονομαστικούς όρους η μηνιαία δαπάνη υγείας ανά νοικοκυριό μειώθηκε κατά 21% μεταξύ 2009 και 2014 σε 105,8 ευρώ, εκ των οποίων το μεγαλύτερο μέρος (33,3%) αφορούσε κάλυψη φαρμακευτικής περίθαλψης, το 29,3% κάλυψη νοσοκομειακών αναγκών, το 15% οδοντιατρικές υπηρεσίες και το 10,8% ιατρικές υπηρεσίες. Το 2009 το μεγαλύτερο μέρος της δαπάνης των νοικοκυριών αφορούσαν οι οδοντιατρικές υπηρεσίες (29,4%), ακολουθούμενες από τις ιατρικές υπηρεσίες (20,1%), ενώ η φαρμακευτική περίθαλψη κάλυπτε το 19,2% και η νοσοκομειακή περίθαλψη μόλις το 17,5%. Βλ. IOBE, 2015.

6 Στην ίδια έρευνα καταγράφεται μικρή μείωση 4,8% στο ποσοστό του πληθυσμού που κατανάλωσε φάρμακα με ιατρική συνταγή (από 48,8% το 2009 σε 46,7% το 2014), βλ. ΕΛΣΤΑΤ (2015).

7 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της ραγδαίας αύξησης της ανεργίας τα τελευταία χρόνια αναλύονται σε πρόσφατο άρθρο του Οικονομικού Δελτίου της Τράπεζας της Ελλάδος, βλ. Ταγκαλάκης (2015).

Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD 2016), ο δείκτης κινδύνου σχετικής φτώχειας αυξήθηκε από 12,2% το 2009 σε 16,6% το 2013, ενώ για πρώτη φορά μειώθηκε σε 15,8% το 2014.<sup>8</sup> Ενδιαφέρον είναι το εύρημα μελέτης του ΟΟΣΑ, σύμφωνα με το οποίο τα τελευταία χρόνια ο κίνδυνος φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού ενισχύθηκε κυρίως για τα παιδιά, ενώ παρατηρήθηκε ελαφρά υποχώρηση του αντίστοιχου κινδύνου για την τρίτη ηλικία. Το εύρημα αυτό, σε συνδυασμό με την πολύ υψηλή ανεργία μεταξύ των νέων (περίπου 50%), ενισχύει το ενδεχόμενο η ύφεση να έχει μακροπρόθεσμες αρνητικές επιπτώσεις τόσο στο ανθρώπινο κεφάλαιο όσο και στην ευημερία των νέων γενεών.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η οικονομική κρίση, η συσσώρευση χρεών και η υψηλή και αυξανόμενη ανεργία είναι δυνατόν να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη σωματική και ψυχική υγεία των πολιτών.<sup>9</sup> Η επίδραση στο γενικό επίπεδο υγείας του πληθυσμού μπορεί να επέλθει είτε μέσω χαμηλότερου ατομικού εισοδήματος, είτε μέσω μικρότερων δημόσιων δαπανών στον τομέα της υγείας. Δηλαδή αφενός μεν η μείωση του ατομικού εισοδήματος και η ανεργία οδηγούν σε μεγαλύτερη νοσηρότητα και μικρότερη χρήση των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας, αφετέρου δε ο περιορισμός των δημόσιων δαπανών περιορίζει την προσφερόμενη ποσότητα και υποβαθμίζει την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών υγείας. Τελικώς, από κοινού συμβάλλουν στην υποβάθμιση του επιπέδου υγείας του πληθυσμού.

Όπως αναφέρουν πρόσφατες μελέτες,<sup>10</sup> η ανεργία και το χαμηλό εισόδημα συνδέονται με εμφάνιση ψυχικών διαταραχών, προβλήματα εθισμού και χρήσης ουσιών, κατανάλωση φθηνών τροφών χωρίς υψηλή διατροφική αξία, κάπνισμα, υπερκατανάλωση οινοπνευματωδών ποτών ή αύξηση των χρόνιων νοσημάτων και, όπως προαναφέρθηκε, συνοδεύονται από ανεπαρκή αντιμετώπιση των ιατρικών περιστατικών, λόγω υποβάθμισης των παρεχόμενων υπηρεσιών υγείας. Συνολικά, η χαμηλότερη κοινωνικοοικονομική κατάσταση ενός ατόμου (socio-economic status) συνδέεται με κακή κατάσταση υγείας και αυξημένα επίπεδα νοσηρότητας και θνησιμότητας.

Πρόσφατη μελέτη των Maruthappu et al. (2016) διαπιστώνει στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην ανεργία, τις δημοσιονομικές περικοπές στον τομέα της υγείας και τη θνησιμότητα από καρκίνο σε δείγμα που περιλαμβάνει πάνω από 70 χώρες και πλέον των δύο δεκαετομμυρίων ατόμων την περίοδο 1990-2010.<sup>11</sup> Σύμφωνα με τη μελέτη, μία αύξηση της ανεργίας κατά 1% συνδέεται με επιπλέον 0,37 θανάτους από καρκίνο ανά 100.000 άτομα. Παράλληλα, η περικοπή της δημόσιας υγειονομικής δαπάνης κατά 1% του ΑΕΠ συνδέεται με επιπλέον 0,0053 θανάτους από καρκίνο ανά 100.000 άτομα. Οι αναλυτές επισημαίνουν ότι η οικονομική κρίση του 2008-2010 συνδέεται με επιπλέον 260.000 θανάτους από καρκίνο στις χώρες του ΟΟΣΑ. Επίσης, συμπεραίνουν ότι η γενική υγειονομική κάλυψη (universal health coverage) δύναται να προστατεύσει τον πληθυσμό (ειδικότερα τους άνεργους) σε περιόδους οικονομικής κρίσης εξασθενίζοντας τη θετική συσχέτιση μεταξύ ανεργίας και θανάτων από καρκίνο.

#### **Παράγοντες συμπεριφοράς που επηρεάζουν την υγεία**

Όπως έχει επισημανθεί από τη διεθνή βιβλιογραφία, η οικονομική κρίση συνδέεται με την υιοθέτηση λιγότερο υγιεινού τρόπου ζωής, την κατανάλωση φθηνών τροφών χωρίς υψηλή διατροφική αξία, το κάπνισμα, την υπερκατανάλωση οινοπνευματωδών ποτών και την έλλειψη σωμα-

8 Επιπλέον, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2016).

9 Μεταξύ άλλων βλ. Musgrove, (1987), Stuckler et al. (2009), Marmot and Bell (2009).

10 Βλ. Zavras et al. (2012) και διαΝΕΟσις (2016).

11 Βλ. Maruthappu et al. (2016).

τικής άσκησης, παράγοντες που επιβαρύνουν την υγεία και συμβάλλουν στην εκδήλωση χρόνιων παθήσεων.<sup>12</sup> Τα διαθέσιμα στοιχεία για την Ελλάδα δεν υποδηλώνουν ωστόσο μια δραματική μεταβολή στη συμπεριφορά και τις διατροφικές συνήθειες μέσα στην κρίση.

Ειδικότερα, η Ελλάδα έχει το υψηλότερο ποσοστό ενηλίκων καπνιστών μεταξύ των κρατών-μελών του ΟΟΣΑ και παρουσιάζει αυξητική τάση μεταξύ 2000 και 2013 (το ποσοστό αυτών που καπνίζουν καθημερινά ή συστηματικών καπνιστών από 15 ετών και άνω έχει αυξηθεί από 35% σε 39%, OECD 2015). Νεότερα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ καταγράφουν μείωση κατά 14,4% του ποσοστού των συστηματικών καπνιστών την περίοδο 2009-2014 και αύξηση κατά 13,3% στο ποσοστό όσων καπνίζουν περιστασιακά.<sup>13</sup>

Υποχώρηση καταγράφεται στην κατανάλωση αλκοόλ, από περίπου 8,5 λίτρα ανά άτομο (15+) ετησίως το 2000 σε 7-7,5 λίτρα ανά άτομο το 2013, όταν ο μέσος όρος στον ΟΟΣΑ ήταν 8,9 λίτρα ανά άτομο. Όπως προκύπτει από την πρόσφατη έρευνα της ΕΛΣΤΑΤ, μείωση κατά 28,9% σημειώνεται στο ποσοστό του πληθυσμού (15+) που καταναλώνει καθημερινά ή σχεδόν καθημερινά αλκοολούχα ποτά.<sup>14</sup>

Όσον αφορά την κατανάλωση φρούτων και λαχανικών, που αποτελούν τη βάση της υγιεινής διατροφής, η οποία με τη σειρά της συνιστά βασικό παράγοντα πρόληψης χρόνιων παθήσεων, το 2014 παρατηρείται ελαφρά υποχώρηση του ποσοστού του πληθυσμού (15+) που δηλώνει καθημερινή κατανάλωση φρούτων και λαχανικών σε σχέση με το 2009. Συγκεκριμένα καταγράφεται μείωση 10,0% στον πληθυσμό (15+) που καταναλώνει καθημερινά φρούτα (2014: 54,6%, 2009: 60,7%) και μείωση κατά περίπου 2,8% στην καθημερινή κατανάλωση λαχανικών (2014: 62,0%, 2009: 63,8%).

Στην Ελλάδα το ποσοστό παχυσαρκίας στον πληθυσμό (15+) ήταν 19,6% το 2013, έναντι 19,0% στον ΟΟΣΑ.<sup>15</sup> Επίσης, η Ελλάδα βρίσκεται στην πρώτη θέση μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ όσον αφορά το ποσοστό των υπέρβαρων παιδιών (περιλαμβανομένων και των παχύσαρκων), ενώ αυξητική είναι η τάση του ποσοστού των υπέρβαρων και παχύσαρκων εφήβων τη δεκαετία του 2000 (OECD 2015).<sup>16</sup>

Τέλος, σύμφωνα με έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2014), το ποσοστό του πληθυσμού που συμμετέχει τακτικά ή αρκετά τακτικά σε φυσική δραστηριότητα έχει αυξηθεί σε 31% το 2013 από 18% το 2009, ωστόσο υπολείπεται ακόμη του μέσου όρου στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ-28: 41%).<sup>17</sup>

### Επιπτώσεις στην υγεία

Αν και απαιτούνται αρκετά χρόνια ώστε να αποκαλυφθούν οι πλήρεις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στην υγεία του πληθυσμού, στην Ελλάδα αρκετοί δείκτες υγείας έχουν αρχίσει να

12 Βλ. δια.ΝΕΟσις (2016).

13 Το ποσοστό των συστηματικών καπνιστών υποχώρησε από 31,9% το 2009 σε 27,3% το 2014.

14 Το ποσοστό του πληθυσμού που καταναλώνει καθημερινά αλκοολούχα ποτά μειώθηκε σε 6,9% το 2014 από 9,7% το 2009.

15 Σύμφωνα με την έρευνα υγείας της ΕΛΣΤΑΤ, καταγράφεται μείωση κατά 2,3% στο ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας 15+ που είναι παχύσαρκοι μεταξύ 2009-2014. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Υγείας, η Ελλάδα εμφανίζει αύξηση της παχυσαρκίας στο σύνολο του πληθυσμού από 21,3% το 2010 σε 22,9% το 2014.

16 Στην Ελλάδα το ποσοστό των υπέρβαρων παιδιών κυμαίνεται το 2013 μεταξύ 47% και 55% έναντι 20-25% στον ΟΟΣΑ, ενώ το ποσοστό των υπέρβαρων εφήβων ηλικίας 15 ετών ήταν περίπου 19%, έναντι 15% στον ΟΟΣΑ. Σε περίπτωση που ο Δείκτης Μάζας Σώματος (βάρος ατόμου διά το τετράγωνο του ύψους του) είναι μεγαλύτερος ή ίσος του 30, τότε ένα άτομο θεωρείται παχύσαρκο, όταν είναι μεταξύ 25 και 29,9 θεωρείται υπέρβαρο, κάτω του 25 είναι φυσιολογικού βάρους και κάτω του 18,5 λιποβαρές.

17 Παρατηρείται μείωση του ποσοστού των ερωτηθέντων που δεν κάνουν καμία φυσική δραστηριότητα ή κάποιο σπορ, από 67% το 2009 σε 59% το 2013, καθώς και αυτών που σπανίως αθλούνται (σε 10% το 2013 από 15% το 2009), ενώ έχει αυξηθεί το ποσοστό αυτών που αθλούνται τακτικά (σε 7% το 2013 από 3% το 2009) ή αρκετά τακτικά (σε 24% το 2013 από 15% το 2009). Στην ΕΕ-28 το έτος 2013 το 42% δηλώνει ότι δεν συμμετέχει σε καμία φυσική δραστηριότητα, το 17% ότι συμμετέχει σπάνια, το 33% ότι συμμετέχει αρκετά τακτικά και το 8% ότι συμμετέχει τακτικά. Βλ. European Commission (2014).

επιδεινώνονται. Πρόσφατες μελέτες υποστηρίζουν ότι τα πρώτα χρόνια της οικονομικής κρίσης μειώθηκε το ποσοστό του πληθυσμού που δηλώνει “καλή” ή “πολύ καλή” αυτοαξιολογούμενη υγεία (self-rated health), από 71% το 2006 σε 68,8% το 2011.<sup>18</sup> Σύμφωνα όμως με νεότερα στοιχεία (ΕΛΣΤΑΤ 2015), το ποσοστό του πληθυσμού που δηλώνει “καλή” ή “πολύ καλή” υγεία έχει παραμείνει σταθερό μεταξύ 2009 και 2014.<sup>19</sup>

Ωστόσο, στην ίδια έρευνα της ΕΛΣΤΑΤ καταγράφεται σημαντική αύξηση (κατά 24,2%) στον πληθυσμό ηλικίας 15 ετών και άνω (15+) που δηλώνει ότι πάσχει από κάποιο χρόνιο πρόβλημα υγείας ή χρόνια πάθηση (τα περιστατικά χρόνιας νοσηρότητας αυξήθηκαν από 39,7% το 2009 σε 49,3% το 2014).<sup>20</sup> Επίσης, την περίοδο της κρίσης αυξήθηκε το ποσοστό του πληθυσμού (15+) που περιόρισε τις δραστηριότητές του λόγω προβλημάτων υγείας (δείκτης Global Activity Limitation Indicator) από 22,8% το 2009 σε 29,8% το 2014. Η ανοδική τάση στη χρόνια νοσηρότητα του πληθυσμού δύναται να επιδράσει αυξητικά στις μελλοντικές δαπάνες υγείας και να επιβαρύνει τα ασφαλιστικά ταμεία ενώ ενδέχεται να οδηγήσει σε υποχώρηση της παραγωγικότητας της εργασίας.<sup>21</sup>

Αξιοσημείωτο είναι το εύρημα ότι η σωματική υγεία των παιδιών έχει επηρεαστεί αρνητικά από την οικονομική κρίση. Όπως αναφέρεται στη διεθνή βιβλιογραφία (βλ. Economou et al. 2014), το ποσοστό των γεννήσεων παιδιών χαμηλού βάρους (κάτω από 2,5 κιλά) στην Ελλάδα έχει αυξηθεί κατά 19% την περίοδο 2008-2010, γεγονός που συνδέεται με μακροχρόνιες αρνητικές επιπτώσεις στην υγεία και την ανάπτυξη των παιδιών.<sup>22</sup>

Επίσης, σύμφωνα με στοιχεία που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, έχει ανακοπεί η μακροχρόνια τάση μείωσης της παιδικής θνησιμότητας (θάνατοι βρεφών έως ενός έτους ανά 1.000 γεννήσεις ζώντων). Συγκεκριμένα, η παιδική θνησιμότητα αυξήθηκε από 2,65 το 2008 σε 3,75 το 2014. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται αφενός στην αύξηση κατά περίπου 10% των θανάτων βρεφών κάτω του ενός έτους και αφετέρου στην υποχώρηση των γεννήσεων κατά 22,1% την προαναφερθείσα περίοδο. Συγκεκριμένα, καταγράφηκαν 92.149 γεννήσεις το 2014, έναντι 118.302 το 2008 (που ήταν η υψηλότερη τιμή της περιόδου 1985-2014). Παρά το γεγονός ότι τα στοιχεία αυτά δεν μπορούν άμεσα να αποδοθούν στην οικονομική κρίση, η αναστροφή των προηγούμενων τάσεων αποτελεί ιδιαίτερα ανησυχητικό φαινόμενο.

Τέλος, οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στην ψυχική υγεία του πληθυσμού είναι σημαντικές και εμφανείς. Για παράδειγμα, δραματική αύξηση παρουσιάζει το ποσοστό του πληθυσμού

18 Βλ. Zavras et al. (2012), Simou and Koutsogeorgou (2014) και Economou et al. (2014).

19 Από 75,3% το 2009, διαμορφώθηκε σε 75,2% το 2014. Έχει αυξηθεί όμως το ποσοστό αυτών που δήλωσαν μέτρια κατάσταση υγείας, από 16,6% το 2009 σε 18,0% το 2014, ενώ έχει μειωθεί το ποσοστό αυτών που δήλωσαν κακή-πολύ κακή κατάσταση υγείας, από 8,1% το 2009 σε 6,8% το 2014, βλ. ΕΛΣΤΑΤ (2015).

20 Χρόνιο θεωρείται το πρόβλημα υγείας ή η πάθηση που διαρκεί ή πρόκειται να διαρκέσει περισσότερο από 6 μήνες, με ή χωρίς φαρμακευτική αγωγή. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό του πληθυσμού (15+) που δήλωσε το 2014 ότι α) πάσχει από άσθμα ήταν 4,4%, έναντι 4,3% το 2009, β) υπέρταση του μυοκαρδίου ήταν 2,0%, έναντι 1,4% το 2009 (αύξηση κατά 42,9%), γ) πάσχει από υπέρταση ήταν 20,4%, έναντι 20,2% το 2009, δ) υπέρταση αγγειακό εγκεφαλικό επεισόδιο ή υφίσταται τις χρόνιες συνέπειες παλαιού εγκεφαλικού ήταν 2,0%, έναντι 1,7% το 2009, ε) πάσχει από σακχαρώδη διαβήτη ήταν 9,2%, έναντι 7,9% το 2009 και στ) έχει υψηλό επίπεδο χοληστερόλης στο αίμα ήταν στο 15,3%, έναντι 15,0% το 2009 (ΕΛΣΤΑΤ 2015).

21 Θετικές ωστόσο είναι οι ενδείξεις που αφορούν την πραγματοποίηση ιατρικών εξετάσεων (προληπτικών ή μη), καθώς η πρόληψη και η συνεχής παρακολούθηση της υγείας του πληθυσμού συνδέονται με καλύτερο επίπεδο υγείας και με περιορισμό των μελλοντικών ιατρικών δαπανών. Για παράδειγμα, το 29,1% του πληθυσμού (15+) εμβολιάστηκε κατά της γρίπης το 2014, δηλαδή υπήρχε αύξηση κατά 94% έναντι του 2009, όταν το ποσοστό του πληθυσμού που εμβολιάστηκε ήταν 15,0%. Μείωση 27,6% σε σχέση με το 2009 καταγράφεται στο ποσοστό των γυναικών που δεν έχουν κάνει ποτέ στη ζωή τους μαστογραφία (από 53,0% το 2009 σε 38,4% το 2014). Μείωση κατά 33,9% σε σχέση με το 2009 καταγράφεται στο ποσοστό των γυναικών που δεν έχουν κάνει ποτέ στη ζωή τους κυτταρολογικό έλεγχο κατά Παπανικολάου (από 31,3% το 2009 σε 20,7% το 2014).

22 Σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ (βλ. OECD 2015) για το 2013, το ποσοστό των γεννήσεων παιδιών χαμηλού βάρους στην Ελλάδα ήταν 8,9% (ελαφρά μειωμένο σε σχέση με το 9,5% το 2011), έναντι 6,6% στον ΟΟΣΑ.



με συμπτώματα μείζονος κατάθλιψης κατά την περίοδο της κρίσης (βλ. Kentikelenis et al. 2014, Simou and Koutsogeorgou 2014). Το εύρημα επιβεβαιώνεται από επιδημιολογικές έρευνες, σύμφωνα με τις οποίες καταγράφεται ραγδαία αύξηση της μείζονος κατάθλιψης από 3,3% το 2008 σε 6,8% το 2009, 8,2% το 2011 και 12,3% το 2013.<sup>23</sup> Όπως αποτυπώνεται στα στοιχεία της έρευνας υγείας της ΕΛΣΤΑΤ, το 2014 το 4,7% του πληθυσμού ηλικίας 15 ετών και άνω δήλωσε ότι είχε κατάθλιψη, έναντι 2,6% το 2009.

Σημειώνεται ότι το μεγαλύτερο τμήμα της σχετικής βιβλιογραφίας καταγράφει θετική συσχέτιση μεταξύ της οικονομικής ύφεσης και του ποσοστού αυτοκτονιών (διαΝΕΟσις 2016).<sup>24</sup> Ωστόσο, υπάρχουν μελέτες που υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει συστηματική και αυτόνομη σχέση μεταξύ ανεργίας, ρυθμού ανάπτυξης και ποσοστού αυτοκτονιών.<sup>25</sup> Όπως επισημαίνεται, ο κίνδυνος αυτοκτονικής συμπεριφοράς αυξάνεται όταν υφίστανται οι λεγόμενοι πρωτογενείς παράγοντες κινδύνου (ψυχιατρικές-ιατρικές καταστάσεις), ενώ οι δευτερογενείς (οικονομική κατάσταση) και τριτογενείς (ηλικία, φύλο) παράγοντες επηρεάζουν τον κίνδυνο αυτοκτονίας, μόνο όμως εφόσον προϋπάρχουν πρωτογενείς παράγοντες κινδύνου (διαΝΕΟσις 2016).

### Πρόσβαση στις υπηρεσίες υγείας

Σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ (OECD 2015) για το 2013, μόνο το 79% του πληθυσμού στην Ελλάδα είχε ιατροφαρμακευτική κάλυψη. Το ποσοστό του υγειονομικά ανασφάλιστου πληθυσμού ήταν το υψηλότερο στον ΟΟΣΑ και οφειλόταν στο υψηλό ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας και στην οικονομική αδυναμία αρκετών αυτοαπασχολούμενων να καλύψουν τις ασφαλιστικές τους εισφορές. Μάλιστα, παρά τις προσπάθειες παροχής ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης στον ανασφάλιστο πληθυσμό, έχει αυξηθεί το ποσοστό του πληθυσμού (ειδικά των ηλικιωμένων) που δηλώνουν αδυναμία ικανοποίησης των ιατρικών και φαρμακευτικών αναγκών λόγω οικονομικών προβλημάτων (Kentikelenis et al. 2014, διαΝΕΟσις 2016). Για παράδειγμα, 1 στα 6 άτομα χαμηλού εισοδήματος το 2013 δήλωναν αδυναμία ικανοποίησης των ιατρικών τους αναγκών λόγω οικονομικών προβλημάτων (OECD 2015).

Από την έρευνα υγείας για το 2014 της ΕΛΣΤΑΤ (2015) προκύπτει ότι χρειάστηκε και δεν είχε την οικονομική δυνατότητα να λάβει: α) ιατρική φροντίδα ή θεραπεία το 13,9% του πληθυσμού ηλικίας 15+, β) οδοντιατρική φροντίδα ή θεραπεία το 15,4% του πληθυσμού 15+, γ) υπηρεσίες φροντίδας ψυχικής υγείας το 4,3% του πληθυσμού 15+ και δ) τα φάρμακα που του είχε συστήσει ο γιατρός το 11,2% του πληθυσμού 15+.

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η αδυναμία κάλυψης των ιατρικών και φαρμακευτικών αναγκών των πιο ευαίσθητων ομάδων του πληθυσμού (την περίοδο της κρίσης), έχει αυξηθεί η παρουσία εθελοντικών κοινωνικών ιατρείων σε πολλά αστικά κέντρα (π.χ. Γιατροί του Κόσμου), τα οποία την προ κρίσης περίοδο κάλυπταν κατά κύριο λόγο τις ανάγκες ανασφάλιστων μεταναστών (Kentikelenis et al. 2014, Simou and Koutsogeorgou 2014). Ωστόσο, με τον Ν. 4368/2016 (άρθρο 33) προβλέπεται η ιατροφαρμακευτική κάλυψη των ανασφάλιστων και των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων μέσω του Εθνικού Συστήματος Υγείας.

Παράλληλα έχει παρατηρηθεί μείωση στις εισαγωγές σε ιδιωτικά νοσοκομεία και αντίστοιχη αύξηση των εισαγωγών στα δημόσια νοσοκομεία, εξαιτίας της αδυναμίας κάλυψης των ιδιωτι-

<sup>23</sup> Βλ. διαΝΕΟσις (2016).

<sup>24</sup> Για παράδειγμα, βλ. Branas et al. (2015) και Antonakakis and Collins (2014).

<sup>25</sup> Για παράδειγμα, βλ. Fountoulakis et al. (2012) και Fountoulakis et al. (2013).

κών δαπανών και λόγω ελλειπών οργάνωσης της πρωτοβάθμιας φροντίδας υγείας (οι εισαγωγές σε δημόσια νοσοκομεία διαμορφώθηκαν σε 2,5 εκατ. το 2014 από 1,6 εκατ. το 2009).<sup>26</sup>

Ως συνέπεια, παρατηρήθηκε αύξηση των καθυστερήσεων στην παροχή δημόσιων υπηρεσιών υγείας, η οποία ενισχύθηκε από την έλλειψη κατάλληλων ιατρικών ειδικοτήτων. Όπως προκύπτει από την έρευνα υγείας της ΕΛΣΤΑΤ (2015) για το 2014, χρειάστηκε να λάβει ιατρονοσηλευτική φροντίδα και καθυστέρησε να τη λάβει ή δεν την έλαβε καθόλου α) το 13,1% του πληθυσμού (15+) λόγω μεγάλης λίστας αναμονής, β) το 6,1% του πληθυσμού λόγω μεγάλης απόστασης ή προβλημάτων στη μεταφορά και γ) το 9,4% του πληθυσμού λόγω έλλειψης ειδικοτήτων ιατρών και επαγγελματιών υγείας.

### **Σύνοψη και συμπεράσματα**

Η επί του παρόντος υλοποιηθείσα μεταρρύθμιση του συστήματος υγείας έχει συμβάλει σημαντικά στην εξοικονόμηση δημόσιων πόρων. Το ζητούμενο πλέον είναι να αξιολογηθεί κατά πόσον οι εν λόγω μεταρρυθμίσεις ενίσχυσαν την αποτελεσματικότητα του συστήματος υγείας βελτιώνοντας τις προσφερόμενες υπηρεσίες, με δεδομένο τον περιορισμό των διαθέσιμων πόρων.

Συνολικά, οι πλήρεις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης, συμπεριλαμβανομένης της περικοπής των δημόσιων δαπανών, στην υγεία του πληθυσμού δεν έχουν διαφανεί πλήρως. Αν και εκτιμάται ότι θα απαιτηθούν αρκετά έτη έως ότου διαφανούν, αρκετοί δείκτες σωματικής και ψυχικής υγείας έχουν ήδη αρχίσει να επιδεινώνονται από την έναρξη της οικονομικής κρίσης. Τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία συνηγορούν στην πρόβλεψη ότι τα περιστατικά χρόνιων παθήσεων αναμένεται να αυξηθούν εξαιτίας: α) της μικρότερης ζήτησης για ιατρικές υπηρεσίες λόγω χαμηλότερων εισοδημάτων, β) του αυξημένου άγχους, γ) της υιοθέτησης λιγότερο υγιεινού τρόπου ζωής και δ) της πιθανής υποβάθμισης των προσφερόμενων υπηρεσιών υγείας.

Στο βαθμό που το επίπεδο υγείας των πολιτών, όπως σκιαγραφείται από τους σχετικούς δείκτες σωματικής και ψυχικής υγείας, θα εξακολουθήσει να υποβαθμίζεται, οι δαπάνες υγείας αναμένεται να αυξηθούν μελλοντικά, με αντίστοιχη επιβάρυνση των ασφαλιστικών ταμείων. Επιπρόσθετα, η υποβάθμιση του επιπέδου υγείας των πολιτών δύναται να οδηγήσει σε απώλειες ωρών εργασίας και σε κάμψη της παραγωγικότητας της εργασίας. Οι μακροχρόνιες επιπτώσεις θα μπορούσαν να συνδέονται με χειροτέρευση της γενικής υγείας του πληθυσμού και αναστροφή της ανοδικής τάσης στο προσδόκιμο ζωής.

Από τα ανωτέρω καθίσταται σαφές ότι είναι αναγκαίο η μεταρρυθμιστική πολιτική να επικεντρωθεί περισσότερο στην καλύτερη στόχευση και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των υπηρεσιών υγείας και λιγότερο στην περαιτέρω περικοπή της δημόσιας δαπάνης. Αυτό που πρέπει να διασφαλιστεί είναι η βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών υγείας και η πλήρης κάλυψη του πληθυσμού, ιδιαίτερα των ανασφάλιστων και των εύρωστων κοινωνικών ομάδων που έχουν πληγεί περισσότερο από την οικονομική κρίση όπως προβλέπεται και στον Ν. 4368/2016. Περαιτέρω παρεμβάσεις στο σύστημα υγείας θα πρέπει να ενισχύσουν την πρόληψη και έγκαιρη ανίχνευση των ασθενειών, προκειμένου να περιοριστεί αφενός το αυξημένο μελλοντικό κόστος στο σύστημα υγείας και αφετέρου η υποβάθμιση της γενικής υγείας του πληθυσμού.

<sup>26</sup> Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ (2015), σταθερές καταγράφονται οι εισαγωγές σε δημόσια και ιδιωτικά νοσηλευτήρια με διανυκτέρευση το 2014 σε σχέση με το 2009, ενώ αύξηση κατά 25,5% σημειώνεται στις ημερήσιες νοσηλείες. Το 2014 το 9,5% του πληθυσμού 15+ έκανε εισαγωγή σε νοσοκομείο με διανυκτέρευση, ενώ το 13,8% έκανε εισαγωγή σε νοσοκομείο για ημερήσια νοσηλεία.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

- διαΝΕΟσις (2016), *Η Υγεία των Ελλήνων στην Κρίση*, Ινστιτούτο Κοινωνικής και Προληπτικής Ιατρικής, Μάρτιος.
- ΕΛΣΤΑΤ (2015), *Έρευνα Υγείας: Έτος 2014*.
- ΕΛΣΤΑΤ (2016), *Σύστημα Λογαριασμών Υγείας (ΣΛΥ) έτους 2014*.
- ΙΟΒΕ (2015), *Η φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα. Γεγονότα και στοιχεία 2014*. Παρατηρητήριο Οικονομικών Υγείας, Σύνδεσμος Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων Ελλάδος, Νοέμβριος.
- Ταγκιλάκης, Αθ. (2015), “Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 42, σελ. 21-45.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2016), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015*, Φεβρουάριος 2016, σελ. 113-117 και Πλαίσιο VI.3.

### Ξενόγλωσση

- Antonakakis, N. and A. Collins (2014), “The impact of fiscal austerity on suicide: On the empirics of a modern Greek tragedy”, *Social Science & Medicine*, 112, 39-50.
- Branas, C.C., A.E. Kastanaki, M. Michalodimitrakis, J. Tzougas, E.F. Kranioti, P.N. Theodorakis, B.G. Carr and D.J. Wiebe (2015), “The impact of economic austerity and prosperity events on suicide in Greece: a 30-year interrupted time-series analysis”, *BMJ*, 5(1), e005619.
- Economou, Ch., D. Kaitelidou, Al. Kentikelenis, A. Sissouras and A. Maresso (2014), “The impact of the financial crisis on the health system and health in Greece”, Case Study, World Health Organization, European Observatory on Health Systems and Policies.
- European Commission (2014), Special Eurobarometer 412, Sport and Physical Activity Report.
- European Commission (2015), “Assessment of the Social Impact of the new Stability Support Programme for Greece”, Staff working document, 19.8.2015.
- Fountoulakis, K.N., I.A. Grammatikopoulos, S.A. Koupidis, M. Siamouli and P.N. Theodorakis (2012), “Health and the financial crisis in Greece”, *The Lancet*, 379(9820), 1001-1002.
- Fountoulakis, K.N., C. Savopoulos, M. Siamouli, E. Zaggelidou, S. Mageirria and A. Hatzitolios (2013), “Trends in suicidality amid the economic crisis in Greece”, *European Archives of Psychiatry and Clinical Neuroscience*, 263(5), 441-444.
- Kentikelenis, A., M. Karanikolos, A. Reeves, M. Mckee and D. Stuckler (2014), “Greece’s health crisis: from austerity to denialism”, *The Lancet*, 383, 748-53.
- Marmot, M. and R. Bell (2009), “How will the financial crisis affect health?”, *BMJ*, 338, 858-860.
- Maruthappu, M., J. Watkins, A.M. Noor, C. Williams, R. Ali, R. Sullivan, Th. Zeltner and R. Atun (2016), “Economic downturns, universal health coverage, and cancer mortality in high-income and middle-income countries, 1990-2010: a longitudinal analysis”, *The Lancet*, Published Online: 25 May 2016, DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0140-6736\(16\)00577-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0140-6736(16)00577-8).
- Musgrove, P. (1987), “The economic crisis and its impact on health and health care in Latin America and the Caribbean”, *International Journal of Health Services*, 17(3), 411-441.
- OECD (2015), *Health at a Glance*, Paris, OECD.
- OECD (2016), *Economic Surveys: Greece*, Paris, OECD. Simou, E. and E. Koutsogeorgou (2014), “Effects of the economic crisis on health and healthcare in Greece in the literature from 2009 to 2013: A systematic review”, *Health Policy*, 115, 111-119.

Stuckler, D., S. Basu, M. Suhrcke, A. Coutts and M. Mckee (2009), “The public health effect of economic crises and alternative policy responses in Europe: an empirical analysis”, *The Lancet*, 376 (9686), 315-323.

Zavras, D., V. Tsiantou, E. Pavi, K. Mylona and J. Kyriopoulos (2012), “Impact of economic crisis and other demographic and socio-economic factors on self-rated health in Greece”, *European Journal of Public Health*, vol. 23, no. 2, 206-210.

## Ειδικό θέμα IV.2

### ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΙΑΚΩΝ ΕΛΕΓΧΩΝ ΣΤΙΣ ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΑΜΕΤΑΚΟΜΙΣΤΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΤΗΣ ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Το 2015 παρατηρήθηκε σημαντική πτώση των εισπράξεων των υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών, της τάξεως του 30% έναντι του 2014, δηλαδή σχεδόν όση ήταν η ετήσια μείωση των εισπράξεων το 2009 ως συνέπεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Σε σχέση με το μέσο όρο της περιόδου μετά την εκδήλωση της κρίσης (2010-2014), μιας περιόδου περιορισμένης ανάκαμψης σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα,<sup>1</sup> η μείωση των εισπράξεων των υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών το 2015 υπήρξε ακόμη μεγαλύτερη.

Η μείωση αυτή φαίνεται να σχετίζεται άμεσα με την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Πράγματι, οι μηνιαίες εισπράξεις έπεσαν θεαματικά τον Ιούλιο του 2015 και έκτοτε εμφάνισαν βραδεία ανάκαμψη μέσα στο έτος.

Στο παρόν ειδικό θέμα θα γίνει μία επισκόπηση των εξελίξεων των μεταβλητών που επηρεάζουν τις εισπράξεις των υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών και θα επιχειρηθεί μία εκτίμηση των επιπτώσεων των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων στις καθαρές εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

#### Εξελίξεις στις διεθνείς ναυλαγορές, την παγκόσμια οικονομία και τον ελληνόκτητο στόλο

Κατά τη διάρκεια του 2015 οι ναύλοι (σε ευρώ), όπως καταγράφονται από το δείκτη ClarkSea<sup>2</sup> (βλ. Διάγραμμα Β), αυξήθηκαν κατά περίπου 44,6% σε σχέση με το 2014, με έντονη ωστόσο διαφοροποίηση ανάμεσα στους επιμέρους κλάδους. Ο κλάδος μεταφοράς πετρελαίου και φυσικού αερίου (δεξαμενόπλοια) ευνοήθηκε από τις χαμηλές τιμές του πετρελαίου και από την τάση για αποθεματοποίηση, η οποία ωστόσο αρχίζει πλέον το 2016 να φθάνει σε κορεσμό. Αντίθετα, οι ναύλοι του ξηρού φορτίου επηρεάστηκαν αρνητικά από την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας (3,1% το 2015, από 3,4% το 2014) και του διεθνούς εμπορίου (2,6% το 2015, από 3,4% το 2014). Ειδικότερα, η σχετική επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας (6,9% το 2015, από 7,3% το 2014) και η σταδιακή μεταστροφή της από τις εξαγωγές και τις επενδύσεις προς την εγχώρια ζήτηση είχαν σημαντικές επιπτώσεις στις μεταφορές σιδηρομεταλλεύματος και άνθρακα, με αποτέλεσμα τη στασιμότητα του παγκόσμιου εμπορίου ξηρού φορτίου (-0,1% το 2015). Η απότομη συρρίκνωση των ροών του εμπορίου υπό συνθήκες αυξανόμενης δυναμικής του παγκόσμιου στόλου οδήγησε σε ιστορικά χαμηλά τα επίπεδα των ναύλων ξηρού φορτίου.<sup>3</sup>

1 Για την πορεία των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές την περίοδο μετά την κρίση, βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική*, Ιούνιος 2014.

2 Ο δείκτης ClarkSea είναι ο μόνος δημοσιευμένος εβδομαδιαίος δείκτης εσόδων για όλους τους κύριους τύπους εμπορικών πλοίων. Σταθμίζεται με βάση τον αριθμό των πλοίων ανά κατηγορία. Οι κατηγορίες πλοίων τις οποίες καλύπτει ο δείκτης ClarkSea είναι τα πετρελαιοφόρα δεξαμενόπλοια, τα πλοία μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, τα πλοία μεταφοράς υγροποιημένων αερίων και τα πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων (βλ. [www.clarksons.net](http://www.clarksons.net)).

3 Clarksons Research, *Shipping Review & Outlook*, Spring 2016.

Η συνολικά θετική πορεία των ναύλων το 2015 σε συνδυασμό με το μέγεθος του ελληνόκτητου στόλου συνεπάγονταν ευνοϊκές προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές στο σύνολο του έτους,<sup>4</sup> καθώς η Ελλάδα συνεχίζει να κατέχει την πρώτη θέση στην παγκόσμια ναυτιλιακή αγορά, ελέγχοντας το 16,11% της παγκόσμιας χωρητικότητας.<sup>5</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία του διεθνούς ναυλομεσιτικού οίκου Clarksons, ο υπό ελληνική πλοιοκτησία στόλος αποτελείται από 5.211 πλοία, με ολική χωρητικότητα 195,9 εκατ. κ.ο.χ. (κόρους ολικής χωρητικότητας), αυξημένη κατά 1,9% σε σύγκριση με το τέλος του 2015.<sup>6</sup>

#### **Η επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων στις καθαρές εισπράξεις από το θαλάσσιο διαμετακομιστικό εμπόριο (cross trading) για το 2015**

Στην ενότητα αυτή επιχειρείται να εκτιμηθεί η επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων, που επιβλήθηκαν τον Ιούλιο του 2015, στις καθαρές εισπράξεις (εισπράξεις μείον πληρωμές) υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου για το 2015 με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>7</sup>

Το 2015 οι καθαρές εισπράξεις υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου διαμορφώθηκαν σε 6.038 εκατ. ευρώ, ενώ το 2014 ανήλθαν σε 8.568 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας πτώση κατά 29,5%. Μπορούμε επομένως να συμπεράνουμε ότι (*ceteris paribus*) η επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων στις καθαρές εισπράξεις υπολογίζεται ως η απόκλιση μεταξύ των δύο ετών, δηλαδή στο ποσό των 2.529 εκατ. ευρώ ή στο 1,4% του ονομαστικού ΑΕΠ για το 2015.

Η σύγκριση με το 2014 είναι εύλογη, εφόσον το 2014 αποτελεί ένα κατάλληλο έτος αναφοράς για τις εισπράξεις υπηρεσιών του διαμετακομιστικού εμπορίου. Πράγματι, το Διάγραμμα Α φανερώνει ότι οι μηνιαίες εισπράξεις για το 2014 κινούνται σε παρόμοια επίπεδα με το μηνιαίο μέσο όρο εισπράξεων (982 εκατ. ευρώ) της περιόδου 2000-2013. Παρομοίως, οι ετήσιες εισπράξεις για το 2014 (11.326 εκατ. ευρώ) κινούνται κοντά στον ετήσιο μέσο όρο εισπράξεων (11.785 εκατ. ευρώ) της περιόδου 2000-2013.

Ωστόσο, η σύγκριση της εξέλιξης των εσόδων σε σχέση με το 2014 δεν λαμβάνει υπόψη το πώς θα εξελίσσονταν δυνητικά τα έσοδα το 2015, με βάση τους παράγοντες που τα προσδιορίζουν, εάν απουσίαζαν οι κεφαλαιακοί έλεγχοι. Αυτό σημαίνει ότι η επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων στις καθαρές εισπράξεις ενδεχομένως θα ήταν ακόμη μεγαλύτερη, εφόσον η εξέλιξη των προσδιοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν τις εισπράξεις ήταν θετική.

Κατά συνέπεια, μια πληρέστερη αποτίμηση της επίπτωσης των κεφαλαιακών ελέγχων στις καθαρές εισπράξεις για το 2015 βασίζεται στην εκτίμηση ενός οικονομετρικού υποδείγματος για τις εισπράξεις (για τη δομή του, βλ. Bragoudakis et al. (2016, 2015)<sup>8</sup>). Σύμφωνα με το υπόδειγμα, οι βασικότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες των εισπράξεων υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου, το οποίο αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος των θαλάσσιων μεταφορών, είναι η εξέλιξη

4 Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015* (Κεφάλαιο V.7), Φεβρουάριος 2016.

5 Στις αρχές του 2016 ο στόλος ελληνικών συμφερόντων παρουσιάζεται αυξημένος τόσο σε αριθμό πλοίων όσο και σε όρους χωρητικότητας, κυρίως σε πλοία μεταφοράς υγροποιημένου αερίου, σιδηρομεταλλεύματος, χύδην φορτίου, εμπορευματοκιβωτίων (containers), καθώς και σε άλλα φορητά πλοία (cargo). Μικρές μειώσεις σημειώνονται τόσο στον αριθμό όσο και σε όρους χωρητικότητας στα δεξαμενόπλοια-πετρελαιοφόρα (oil tankers) (Greek Shipping Co-operation Committee, "Greek controlled shipping", Μάρτιος 2016).

6 Clarksons Research, *World Fleet Monitor*, February 2016.

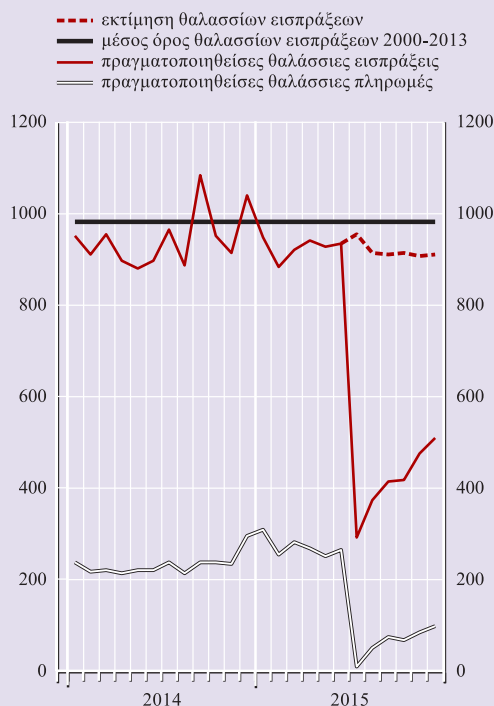
7 Πιο συγκεκριμένα, σε όλη την παρούσα ενότητα οι "καθαρές εισπράξεις υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου" αναφέρονται στις καθαρές εισπράξεις για τις υπηρεσίες διαμετακομιστικού εμπορίου και για τις "λοιπές υπηρεσίες" θαλάσσιων μεταφορών (ρηνουλκήσεις, επισκευές κ.λπ.).

8 Bragoudakis, Z. and S. Panagiotou (2016), "Re-investigating the Greek Shipping Earnings", Bank of Greece, αδημοσίευτη μελέτη. Bragoudakis, Z., S. Panagiotou & H. Thanopoulou (2015), "Greek shipping earnings and investment expenditure: exploring the pre- & post-'ordering frenzy' period", *SPOUDAI*, Vol. 65, Issue 2-3, 3-28.



### Διάγραμμα Α Εισπράξεις και πληρωμές από το διαμετακομιστικό εμπόριο και εκτίμηση εισπράξεων χωρίς κεφαλαιακούς ελέγχους

(μηνιαία στοιχεία, εκατ. ευρώ)

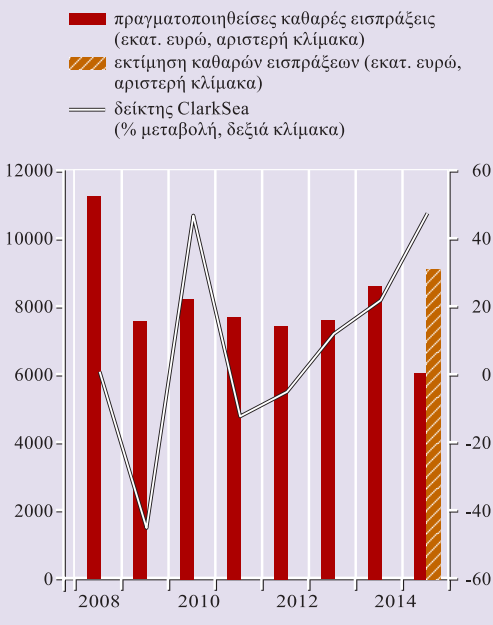


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν εισπράξεις/πληρωμές υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου και "λοιπών" υπηρεσιών (ρουμουκλήσεις, επισκευές κ.λπ.).

### Διάγραμμα Β Καθαρές εισπράξεις από το διαμετακομιστικό εμπόριο και εκτίμηση αυτών χωρίς κεφαλαιακούς ελέγχους

(ετήσια στοιχεία)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Clarkson.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν καθαρές εισπράξεις υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου και "λοιπών" υπηρεσιών (ρουμουκλήσεις, επισκευές κ.λπ.).

των ναύλων στις διεθνείς ναυλαγορές (δείκτης ClarkSea), το παγκόσμιο θαλάσσιο εμπόριο και το μέγεθος του ελληνόκτητου στόλου.<sup>9</sup>

Αρχικά, εκτιμάται το υπόδειγμα έως τον Ιούνιο του 2015 (πριν από την επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων) και κατόπιν γίνεται προβολή της εξέλιξης των εισπράξεων έως το τέλος του έτους (βλ. Διάγραμμα Α). Με αυτό τον τρόπο εκτιμάται το μέγεθος στο οποίο θα είχαν διαμορφωθεί οι εισπράξεις σύμφωνα με τους προσδιοριστικούς τους παράγοντες, χωρίς την επίδραση των κεφαλαιακών ελέγχων (βλ. Διάγραμμα Β).<sup>10</sup> Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, οι καθαρές εισπράξεις εκτιμώνται στο ποσό των 9.076 εκατ. ευρώ για το 2015, έναντι 6.038 εκατ. ευρώ που τελικά πραγματοποιήθηκαν. Προκύπτει λοιπόν ότι η επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων στις καθαρές εισπράξεις υπολογίζεται στο ποσό των 3.037 εκατ. ευρώ ή στο 1,7% του ονομαστικού ΑΕΠ για το 2015.

<sup>9</sup> Στο υπόδειγμα, το μέγεθος του ελληνόκτητου στόλου προσεγγίζεται από το υπόλοιπο των δανείων προς τη ναυτιλία, του οποίου η σημασία είναι διττή: αντανακλά αφενός την αύξηση του ελληνόκτητου στόλου και αφετέρου την ενίσχυση της ναυτιλιακής συστάδας (βλ. Μπραγουδάκης, Ζ. και Σ. Παναγιώτου (2010), "Προσδιοριστικοί παράγοντες των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές: η περίπτωση της Ελλάδος", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 34).

<sup>10</sup> Σημειώνεται ότι το υπόδειγμα εκτιμά τις εισπράξεις υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου. Για να υπολογιστούν οι καθαρές εισπράξεις, αφαιρούνται από αυτές οι πληρωμές, κυρίως πληρωμές "λοιπών υπηρεσιών" των θαλάσσιων μεταφορών (όπως επισκευές), οι οποίες δεν είναι δυνατόν να υπολογιστούν μέσω μακροοικονομικού υποδείγματος και είναι οι πραγματοποιηθείσες του έτους. Οι πληρωμές αυτές είναι συνήθως κατά πολύ μικρότερες από τις εισπράξεις (ενδεικτικά, τόσο το 2014 όσο και το 2015 ήταν περίπου το 1/4 των εισπράξεων) και εμφανίζονται σημαντικά μειωμένες από το δεύτερο εξάμηνο του 2015.

Η μεγαλύτερη επίπτωση των κεφαλαιακών ελέγχων στις καθαρές εισπράξεις που προκύπτει με βάση το υπόδειγμα οφείλεται στην επίδραση της αύξησης<sup>11</sup> του δείκτη ClarkSea (βλ. Διάγραμμα Β) κατά 44,6% (σε ευρώ) και της ταυτόχρονης αύξησης του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου κατά 2,0%. Εκτιμάται ότι αυτά θα συντελούσαν στην άνοδο των εισπράξεων σε 11.064 εκατ. ευρώ και των καθαρών εισπράξεων σε 9.076 εκατ. ευρώ για το 2015. Αντ' αυτού, οι εισπράξεις που τελικά πραγματοποιήθηκαν το 2015 ήταν 8.026 εκατ. ευρώ, μειωμένες κατά 27,4%, και οι καθαρές εισπράξεις ήταν 6.038 εκατ. ευρώ, δηλαδή μειωμένες κατά 33,4%.

### Επιπτώσεις και προοπτικές στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Τα παραπάνω αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οι εισπράξεις από το διαμετακομιστικό εμπόριο το 2015 ήταν σαφώς μειωμένες από αυτές που θα διαμορφώνονταν με βάση τους θεμελιώδεις προσδιοριστικούς τους παράγοντες. Συμπεραίνουμε ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες, για να ξεπεράσουν τους περιορισμούς στη διαχείριση των εσόδων τους που επιβλήθηκαν μέσω της τραπεζικής αργίας και των δυσχερειών στην ανάληψη και μεταφορά χρημάτων, απέφυγαν να εισαγάγουν έσοδα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Στην παρούσα φάση δεν είναι εύκολο να εκτιμηθεί κατά πόσον η τάση που διαμορφώθηκε τον Ιούλιο του 2015 εξαιτίας των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων ήταν παροδική ή αποτελεί πιο μακροπρόθεσμο φαινόμενο. Παρά τη σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων,<sup>12</sup> οι εισπράξεις του διαμετακομιστικού εμπορίου παρέμειναν χαμηλές ολόκληρο το 2015 και η τάση αυτή φαίνεται να συνεχίζεται το 2016. Το α' τρίμηνο του 2016 οι εισπράξεις από τις θαλάσσιες μεταφορές (εκ των οποίων σχεδόν το 95% αποτελείται από τις εισπράξεις υπηρεσιών διαμετακομιστικού εμπορίου) ανήλθαν σε 1,4 δισεκ. ευρώ, κατά πολύ χαμηλότερες από 2,8 δισεκ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2015, αλλά σε παρόμοια επίπεδα με τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2015 (βλ. τον πίνακα).

Οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές επηρεάζουν σημαντικά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς αποτελούν το 42,2% (ετήσιος μέσος όρος της περιόδου 2010-2014) των συνολικών εξαγωγών υπηρεσιών. Ωστόσο, οι δραστηριότητες της ναυτιλίας επηρεάζουν το ισοζύγιο τρε-

### Ισοζύγιο υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών

(τριμηνιαία στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	2014				2015				2016
	α' τρ.	β' τρ.	γ' τρ.	δ' τρ.	α' τρ.	β' τρ.	γ' τρ.	δ' τρ.	α' τρ.
Εισπράξεις από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών	2.835	2.699	2.974	2.941	2.780	2.840	1.100	1.417	1.377
Πληρωμές για υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών	701	680	715	800	884	826	145	267	293
Καθαρές εισπράξεις από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών	2.134	2.019	2.259	2.141	1.897	2.014	955	1.150	1.083

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

11 Ο δείκτης ClarkSea αυξήθηκε κατά 22,3% σε δολάρια, λόγω της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου από 1,32 δολάρια ανά ευρώ το 2014 σε 1,1 το 2015.

12 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2015, Ειδικό θέμα VI.1 για το πλαίσιο των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Οι πιο πρόσφατες ρυθμίσεις θεμάτων περιορισμών στην ανάληψη μετρητών και τη μεταφορά κεφαλαίων (ΦΕΚ Β' 684, 15.3.2016) διευκολύνουν περαιτέρω τις συναλλαγές προς το εξωτερικό για επιχειρηματικές δραστηριότητες, ενώ ήδη από τον Ιούλιο του 2015 για τις ναυτιλιακές εταιρίες ισχύει ειδικό όριο ανάληψης έως 50 χιλ. ευρώ ημερησίως, εφόσον αυτά προέρχονται από ποσά που πιστώνονται από το εξωτερικό.

χουσών συναλλαγών και μέσω άλλων συναλλαγών που δεν καταγράφονται στις υπηρεσίες, όπως εισπράξεις και πληρωμές προς και από ναυτιλιακές εταιρίες για αγοροπωλησίες πλοίων, επισκευές, καύσιμα, μισθοδοσίες ναυτικών, ενοίκια, δάνεια και τόκους ξένων τραπεζών και ασφάλιστρα.<sup>13</sup> Αν και μέσα στο δεύτερο εξάμηνο του 2015 οι *συνολικές εισπράξεις* που αφορούν τις δραστηριότητες της ναυτιλίας μειώθηκαν σημαντικά, ταυτόχρονα παρατηρήθηκε περιορισμός των πληρωμών, μεγάλο μέρος των οποίων δεν καταγράφεται στις υπηρεσίες. Συνεπώς, οι *καθαρές εισπράξεις* (δηλαδή οι εισπράξεις μείον τις πληρωμές) για τις δραστηριότητες της ναυτιλίας *συνολικά* ήταν κατά περίπου 25% μικρότερες το δεύτερο εξάμηνο του 2015 έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2015, σε σύγκριση με τις *καθαρές εισπράξεις* αποκλειστικά των υπηρεσιών *θαλάσσιων μεταφορών* που ήταν κατά περίπου 46% μειωμένες το δεύτερο εξάμηνο του 2015 σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο.

Η τάση για συρρίκνωση των *καθαρών εισπράξεων υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών* συνεχίζεται το 2016: το α' τρίμηνο εμφανίζονται μειωμένες κατά 43% σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2015, επηρεαζόμενες τόσο από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων όσο και από την καθοδική πορεία του δείκτη ClarkSea.<sup>14</sup> Ωστόσο, το ίδιο διάστημα οι *καθαρές συνολικές εισπράξεις της ναυτιλίας* μειώθηκαν κατά πολύ λιγότερο, δηλαδή κατά 8% σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2015.

Επομένως, η επίδραση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων αναφορικά με τη ναυτιλία ήταν μεν εξαιρετικά σημαντική όσον αφορά τις εισπράξεις από τις υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών (δηλαδή στις εισπράξεις από ναύλους), αλλά ήταν κατά πολύ μικρότερη συνολικά, ως αποτέλεσμα χαμηλότερων καταγραφόμενων πληρωμών, οι οποίες είτε περιορίστηκαν είτε εκτελέστηκαν εκτός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Οι παραπάνω ενδείξεις δημιουργούν ανησυχίες για την καθιέρωση μιας νέας στρατηγικής εκ μέρους των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, κατά την οποία το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων τους θα κρατείται στο εξωτερικό, ενώ στην Ελλάδα θα εισάγονται μόνο όσες εισπράξεις είναι απαραίτητες για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους εντός της χώρας. Επιπλέον, λόγω της φύσης των δραστηριοτήτων της ναυτιλίας, όπου το μεταφορικό έργο εκτελείται σε διεθνή ύδατα μακριά από τα γραφεία διαχείρισης,<sup>15</sup> η μεταφορά της έδρας ή των γραφείων των ναυτιλιακών υπηρεσιών είναι σχετικά εύκολη, με δυνητικά περισσότερο μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στα έσοδα που καταγράφονται στο ελληνικό ισοζύγιο υπηρεσιών στο μέλλον.

Εκτός από τη διατήρηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, μια σειρά επιπρόσθετων παραγόντων συνηγορούν στο ότι οι παραπάνω τάσεις ενδέχεται να εξακολουθήσουν να ασκούνται μακροπρόθεσμα:

Πρώτον, η ενδεχόμενη αλλαγή ορισμένων βασικών διατάξεων του ειδικού φορολογικού καθεστώτος που διέπει τη ναυτιλιακή βιομηχανία και τις επιχειρήσεις της ναυτιλιακής συστάδας (cluster).<sup>16</sup>

13 Η ανάλυση των *συνολικών εισπράξεων/πληρωμών* σε αυτή την ενότητα αναφέρεται σε όλα τα κονδύλια του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (π.χ. το ισοζύγιο εισοδημάτων) όπου καταγράφονται αυτού του είδους οι συναλλαγές που σχετίζονται με τη ναυτιλία.

14 Ο δείκτης ClarkSea μειώθηκε κατά 25,2% το α' τρίμηνο του 2016 σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2015.

15 IOBE (2013), *Η συμβολή της ποντοπόρου ναυτιλίας στην ελληνική οικονομία: επιδόσεις και προοπτικές*.

16 Η ποντοπόρος ναυτιλία απολαμβάνει εννοϊκό φορολογικό καθεστώς σε σύγκριση με τους υπόλοιπους κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Στην Ελλάδα ισχύει το καθεστώς φορολόγησης της χωρητικότητας των πλοίων (tonnage tax), βάσει του οποίου θεσπίζεται ένας συγκεκριμένος φορολογικός συντελεστής ανά τόνο, ενώ εξαιρούνται από φορολόγηση τα εταιρικά κέρδη. Παρόμοια εννοϊκή μεταχείριση παρατηρείται σε όλα τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης του Αυγούστου 2015 προέβλεπε, μεταξύ των δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων που θα συμπεριλαμβάνονταν στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2016-2019, τη σταδιακή κατάργηση του ειδικού φορολογικού καθεστώτος για το ναυτιλιακό τομέα και την επέκταση της προσωρινής εθελοντικής συνεισφοράς της ναυτιλιακής κοινότητας έως το 2018.

Η σημασία ενός σταθερού και ευνοϊκού θεσμικού και φορολογικού περιβάλλοντος για την προσέλκυση ναυτιλιακών εταιριών έχει επισημανθεί στο παρελθόν,<sup>17</sup> ενώ η απουσία του φόρου χωρητικότητας (tonnage tax) στη φορολόγηση της ευρωπαϊκής ναυτιλίας εκτιμάται ότι θα είχε σημαντικές επιπτώσεις στην ευρωπαϊκή οικονομία.<sup>18</sup>

Δεύτερον, οι πιθανές αλλαγές του φορολογικού καθεστώτος στον ευρύτερο ναυτιλιακό τομέα μετά την απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που ζητά την τροποποίηση διατάξεων του θεσμικού πλαισίου της ναυτιλίας επικαλούμενη μη συμβατότητά του με τις κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις.<sup>19</sup>

Τρίτον, η περιορισμένη δυνατότητα εύρεσης χρηματοδότησης, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί το 2016, καθώς οι τράπεζες που χορηγούν ναυτιλιακά δάνεια, και ειδικά οι ευρωπαϊκές, βρίσκονται σε διαδικασία απομόχλευσης και ενίσχυσης της ποιότητας των χαρτοφυλακίων τους, εμφανίζοντας μειωμένη έκθεση σε δανεισμό για ναυτιλιακές δραστηριότητες.<sup>20</sup>

17 Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομοματική Πολιτική*, Ιούνιος 2014, και IOBE (2013), *Η συμβολή της ποντοπόρου ναυτιλίας στην ελληνική οικονομία: επιδόσεις και προοπτικές*.

18 Μια απόπειρα εκτίμησης των επιπτώσεων αναφέρεται σε 50% χαμηλότερη συνεισφορά της ναυτιλίας το 2012 στην ευρωπαϊκή οικονομία σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας και απασχόλησης, στην περίπτωση μη ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης, βλ. Oxford Economics, *The economic value of the EU shipping industry*, Απρίλιος 2014.

19 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ζήτησε από την Ελλάδα να βελτιώσει τη στόχευση του “φόρου χωρητικότητας” (tonnage tax) με την αιτιολογία ότι το ελληνικό σύστημα ευνοεί τους μετόχους ναυτιλιακών εταιριών και άλλες επιχειρήσεις (ασφαλιστικοί διαμεσολαβητές, ναυτιλιακοί πράκτορες, εταιρίες με σκάφη αλιευτικά, ρυμουλκά ή αναψυχής κ.ά.) πέραν των ορίων που επιτρέπονται βάσει των κατευθυντήριων γραμμών για τις θαλάσσιες μεταφορές, με αποτέλεσμα να δημιουργείται στρέβλωση του ανταγωνισμού στην ενιαία αγορά (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, δελτίο τύπου 21.12.2015).

20 Petrofin Bank Research, *Key developments and growth in Greek ship-finance*, Απρίλιος 2016.

### Ειδικό θέμα IV.3

#### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

##### Εξελίξεις στην εγχώρια παραγωγή και κατανάλωση

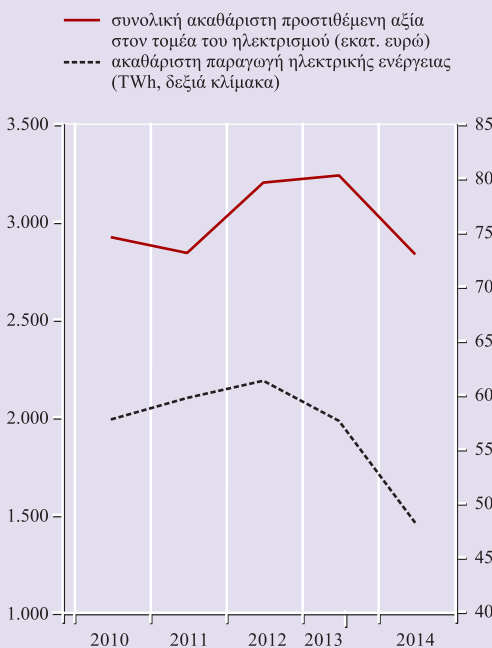
Η παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας καταλαμβάνει σημαντικό μερίδιο στη συνολική βιομηχανική παραγωγή και η κατανάλωσή της αποτελεί ένδειξη δυναμισμού για τους ενεργοβόρους κλάδους της μεταποίησης. Επιπλέον, οι εξελίξεις στην αγορά της ηλεκτρικής ενέργειας συνδέονται άμεσα με την περιβαλλοντική στρατηγική της χώρας, τους γεωπολιτικούς συσχετισμούς με άξονα το ευρύτερο θέμα της ενεργειακής πολιτικής και κυρίως με το μεταρρυθμιστικό βηματισμό και την είσοδο της επιχειρηματικής πρωτοβουλίας στην παραγωγή, διανομή και πώληση ηλεκτρικής ενέργειας.

Η **ακαθάριστη παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα** σημείωσε μέχρι και το 2012 ανοδική πορεία, η οποία όμως αντιστράφηκε το 2013 με μείωση κατά 6,2% που συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό το 2014 (-16,6%).<sup>1</sup> Η εξέλιξη της ακολουθεί σε μεγάλο βαθμό την πορεία της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του τομέα ηλεκτρισμού στην ελληνική οικονομία, ως αποτέλεσμα της μείωσης της ζήτησης λόγω της κρίσης (βλ. Διάγραμμα Α). Καθοδική τάση στην παραγωγή της ηλεκτρικής ενέργειας παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια και στις υπόλοιπες χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ, κυρίως ως συνέπεια της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης.<sup>2</sup>

1 Βλ. International Energy Agency (IEA-OECD), *Electricity Information Reports*.

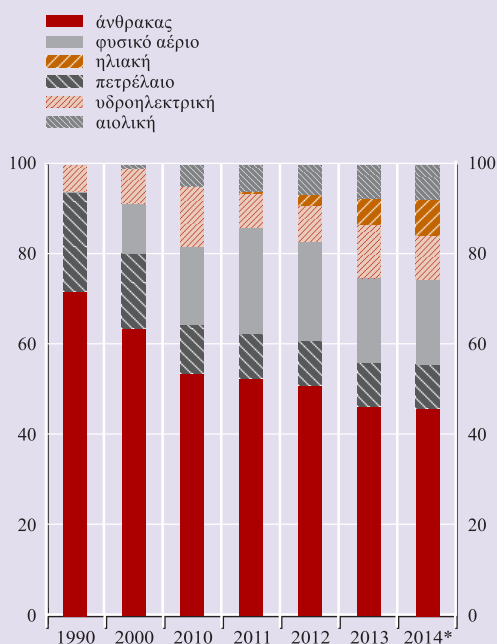
2 Σημειώνεται ότι το μερίδιο συμμετοχής της εγχώριας παραγωγής στο σύνολο των ευρωπαϊκών χωρών-μελών του ΟΟΣΑ την περίοδο 2010-2014 διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 1,6%.

**Διάγραμμα Α** Η εξέλιξη της ΑΠΑ του τομέα ηλεκτρισμού και της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας (2010-2014)



Πηγές: IEA/OECD Electricity Statistics, ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα Β** Ποσοστιαία μερίδια συμμετοχής στην παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας ανά πηγή προέλευσης



Πηγή: IEA/OECD Electricity Statistics.  
\* Εκτιμήσεις IEA/OECD.

Αναλύοντας την εξέλιξη της **ακαθάριστης παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας ανά πηγή προέλευσης**, παρατηρείται ότι η μείωση στη διάρκεια του 2014 προήλθε από τη μείωση της παραγωγής από υδροηλεκτρική ενέργεια, από καύσιμα και από αιολική ενέργεια, ενώ αντίθετα καταγράφηκε αύξηση της παραγωγής από ηλιακή ενέργεια. Βέβαια, η συμβολή των ορυκτών καυσίμων, κυρίως του άνθρακα και του φυσικού αερίου με μερίδια συμμετοχής 46,1% και 18,9% αντίστοιχα το 2014, στην παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας παραμένει ιδιαίτερα σημαντική, ενώ ακολουθούν η υδροηλεκτρική ενέργεια, η ηλιακή και η αιολική (βλ. Πίνακα Α). Η διαχρονική εξέλιξη πάντως των μεριδίων συμμετοχής αντανάκλα, σε κάποιο βαθμό, την ανάπτυξη τεχνολογιών που είναι περισσότερο φιλικές προς το περιβάλλον, σε συνδυασμό με αντίστοιχη πτώση της χρήσης ορυκτών καυσίμων, συμβαδίζοντας και με τις κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Ένωσης για μεγαλύτερη διείσδυση της πράσινης ενέργειας στο ενεργειακό μίγμα<sup>3</sup> (βλ. Διάγραμμα Β).

Σχετικά με το **εξωτερικό εμπόριο ηλεκτρικής ενέργειας**, η Ελλάδα το 2014 σημείωσε αύξηση των εισαγωγών της κατά 63,8%, αντιστρέφοντας την πτωτική πορεία της περιόδου 2010-2013. Το μεγαλύτερο μέρος των εισαγωγών προέρχεται από τη Βουλγαρία και ακολουθούν η Αλβανία και η Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας.<sup>4</sup> Αντίθετα, οι εξαγωγές της χώρας, ενώ είχαν αυξηθεί μέχρι και το 2012, σημείωσαν μείωση το επόμενο έτος, η οποία συνε-

3 Το μερίδιο συμμετοχής των ορυκτών καυσίμων μειώθηκε σε 74,8% το 2014 από 81,9% το 2010, ενώ τα μερίδια συμμετοχής της ηλιακής ενέργειας και της αιολικής αυξήθηκαν σε 8,0% και 7,5% αντίστοιχα το 2014, από 0,3% και 4,7% το 2010, ως αποτέλεσμα και των επενδύσεων που υλοποιήθηκαν τα τελευταία χρόνια σε αιολικά πάρκα και κυρίως σε φωτοβολταϊκά.

4 Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, το 2013 οι εισαγωγές από τις χώρες αυτές ήταν 2,97 TWh, 1,38 TWh και 1,09 TWh, ενώ τα αντίστοιχα μερίδια ήταν 51,3%, 23,8% και 18,9%.



**Πίνακας Α Παραγωγή, εισαγωγές, εξαγωγές και κατανάλωση ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα**

(TWh)

	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014*
<b>Ακαθάριστη παραγωγή</b>	<b>35,0</b>	<b>53,8</b>	<b>57,4</b>	<b>59,4</b>	<b>61,0</b>	<b>57,2</b>	<b>47,7</b>
Υδροηλεκτρική	2,0	4,1	7,5	4,3	4,6	6,4	4,6
Ηλιακή	–	–	0,2	0,6	1,7	3,6	3,8
Αιολική	0,0	0,5	2,7	3,3	3,9	4,1	3,6
Καύσιμα	33,0	49,3	47,0	51,2	50,8	43,0	35,7
Ανθρακας	25,2	34,3	30,8	31,1	31,1	26,4	22,0
Πετρέλαιο	7,7	8,9	6,1	5,9	6,1	5,4	4,5
Φυσικό αέριο	0,1	5,9	9,8	13,9	13,4	10,9	9,0
Βιοκαύσιμα & απόβλητα	–	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
– Ιδία χρήση από τις μονάδες ηλεκτροπαραγωγής	2,9	4,0	4,0	5,5	7,3	4,6	...
<b>Καθαρή παραγωγή</b>	<b>32,1</b>	<b>49,9</b>	<b>53,4</b>	<b>53,9</b>	<b>53,7</b>	<b>52,6</b>	...
– Άλλη χρήση (για αντλιοστάσια)	0,3	0,6	0,0	0,4	0,3	0,1	0,2
+ Εισαγωγές	1,3	1,7	8,5	7,2	6,0	5,8	9,5
– Εξαγωγές	0,6	1,7	2,8	3,9	4,2	3,9	0,6
<b>Παρεχόμενη ηλεκτρική ενέργεια</b>	<b>32,5</b>	<b>49,3</b>	<b>59,1</b>	<b>56,8</b>	<b>55,2</b>	<b>54,4</b>	...
– Τομέας μετατροπής και απώλειες διανομής	2,9	4,3	3,8	2,8	1,6	3,9	...
<b>Συνολική κατανάλωση</b>	<b>29,7</b>	<b>45,0</b>	<b>55,3</b>	<b>53,9</b>	<b>53,6</b>	<b>50,5</b>	...
– Κατανάλωση ενεργειακού τομέα	1,2	1,8	2,2	2,2	1,5	1,7	...
<b>Τελική κατανάλωση</b>	<b>28,5</b>	<b>43,2</b>	<b>53,1</b>	<b>51,8</b>	<b>52,0</b>	<b>48,8</b>	...
Βιομηχανία	12,1	13,5	14,1	14,6	11,6	11,4	...
Μεταφορές	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	...
Εμπορικός και δημόσιος τομέας	5,6	12,3	18,0	16,8	18,5	17,0	...
Νοικοκυριά	9,1	14,2	18,1	17,6	19,1	17,4	...
Αγροτικός τομέας & αλιεία	1,6	2,9	2,7	2,5	2,7	2,7	...

Πηγή: IEA/OECD Electricity Statistics.

\* Εκτιμήσεις IEA/OECD.

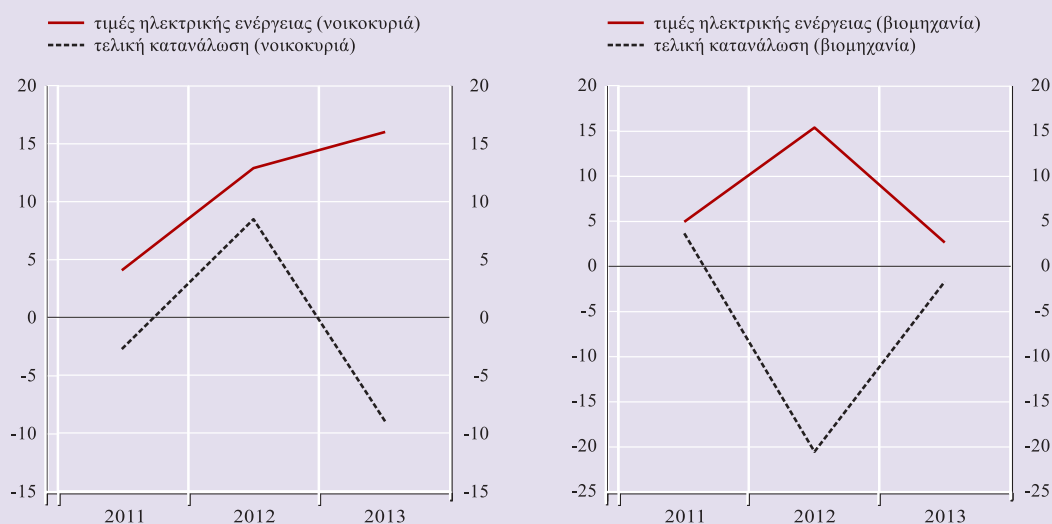
χίστηκε ακόμη εντονότερη το 2014 (-84,6%). Κυριότεροι προορισμοί των ελληνικών εξαγωγών ηλεκτρικής ενέργειας από το 2010 και έπειτα ήταν η Ιταλία και η Αλβανία, ενώ το 2013 σημαντικό μέρος των εξαγωγών κατευθύνθηκε στην Τουρκία.

Όσον αφορά την ηλεκτρική ενέργεια που διατίθεται για **τελική κατανάλωση**, η ανοδική πορεία της δεκαετίας 2000-2010 αντιστράφηκε στη συνέχεια, στον απόηχο της οικονομικής κρίσης, καταγράφοντας εντονότερους αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής (-6,2% το 2013, από -2,4% το 2011). Το μεγαλύτερο ποσοστό της διαθέσιμης ηλεκτρικής ενέργειας προς τελική κατανάλωση προορίζεται για τα νοικοκυριά (35,7%) και τον εμπορικό και δημόσιο τομέα (34,8%), ενώ ακολουθούν η βιομηχανία και σε μικρότερο βαθμό ο πρωτογενής τομέας (με μερίδια συμμετοχής 23,4% και 5,5% αντίστοιχα).

Η εγχώρια αγορά, οι τελικοί χρήστες ηλεκτρικής ενέργειας και κατά συνέπεια και η κατανάλωση την ίδια περίοδο **επιβαρύνθηκαν από μεγάλες αυξήσεις στις τιμές**, οι οποίες ήταν υψη-

### Διάγραμμα Γ Η εξέλιξη των τιμών και της κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας στα νοικοκυριά και τη βιομηχανία

(ετήσιες μεταβολές %)



Πηγή: IEA/OECD Electricity Statistics.

λότερες στα νοικοκυριά από ό,τι στη βιομηχανία (βλ. Διάγραμμα Γ). Συγκεκριμένα, η αύξηση για τα νοικοκυριά ανήλθε σε 48,5% το 2014 έναντι του 2010, ενώ για τη βιομηχανία ανήλθε σε 25,1%. Η μεγάλη αύξηση στις τιμές προήλθε εν μέρει από τη μεγάλη αύξηση του επιβαλλόμενου φόρου. Συγκεκριμένα, ο φόρος για τα νοικοκυριά αυξήθηκε κατά 147%, ενώ για τη βιομηχανία κατά 73,1%. Επίσης, σημαντικά αυξημένη στα νοικοκυριά έναντι της βιομηχανίας εμφανίστηκε και η ποσοστιαία συμμετοχή του φόρου στις τιμές ηλεκτρικής ενέργειας. Ειδικότερα, στη βιομηχανία αυξήθηκε από 14% το 2010 σε 19% το 2014, ενώ στα νοικοκυριά η αντίστοιχη συμμετοχή εκτινάχθηκε από 19% σε 32%.

#### Η δομή της αγοράς και θεσμικές μεταρρυθμίσεις

Η έλλειψη ανταγωνισμού τόσο στην παραγωγή όσο και στην προμήθεια ηλεκτρισμού επηρέασε αρνητικά την εγχώρια αγορά, περιορίζοντας τις διαθέσιμες επιλογές για χαμηλότερες τιμές και καλύτερες υπηρεσίες. Ειδικότερα, σε επίπεδο εγκατεστημένης ισχύος, το μερίδιο της ΔΕΗ Α.Ε. ανήλθε το 2015 στο 81,7%, έναντι 79,7% το 2012 (βλ. Πίνακα Β). Η ενίσχυση του μεριδίου της συνδέεται με την είσοδο νέας υδροηλεκτρικής μονάδας το 2014 και νέας μονάδας φυσικού αερίου το 2013. Σημειώνεται ότι τα έτη 2013-2015 η εγκατεστημένη ισχύς των μονάδων φυσικού αερίου και των μονάδων ΑΠΕ υπερέβη την αντίστοιχη των λιγνιτικών μονάδων (βλ. Πίνακα Β και Διάγραμμα Δ).<sup>5</sup> Η εξέλιξη αυτή ήταν απόρροια των ισχυρών επενδυτικών κινητρών που δόθηκαν από το 2006 για την αντιμετώπιση του σημαντικού ελλείμματος ισχύος, καθώς και της κυβερνητικής επιλογής να μη γίνουν επενδύσεις σε μονάδες παραγωγής λιθάνθρακα. Η σταδιακή απόσυρση πεπαλαιωμένων λιγνιτικών μονάδων πάντως αναμένεται μακροπρόθεσμα να επηρεάσει σημαντικά το μίγμα της ηλεκτροπαραγωγής. Ωστόσο, το αντίστοιχο μερίδιο της ΔΕΗ στη συνολική εγκατεστημένη ισχύ (συμπεριλαμβανομένων των ΑΠΕ) μειώθηκε το 2015 στο 61,6%, από 63,5% το 2012.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Το μερίδιο συμμετοχής στο σύνολο της εγκατεστημένης ισχύος ήταν για τις μονάδες φυσικού αερίου 30,8% το 2015, έναντι 28,2% το 2012, ενώ για τις λιγνιτικές μονάδες το αντίστοιχο μερίδιο το 2015 ήταν 23,9%, έναντι 28,0% το 2012.

<sup>6</sup> Σημειώνεται ότι το 2015 το μερίδιο των ΑΠΕ στο σύνολο εγκατεστημένης ισχύος αυξήθηκε στο 24,6%, από 20,4% το 2012.

## Πίνακας Β Εγκατεστημένη ισχύς ανά τεχνολογία και παραγωγό

Εγκατεστημένη ισχύς ανά τεχνολογία								
	MW				Μερίδια (%)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Λιγνιτικές μονάδες	4.448	4.456	4.456	4.456	28,0	25,6	25,2	23,9
Υδροηλεκτρικές μονάδες	3.018	3.018	3.173	3.173	19,0	17,4	17,9	17,0
Πετρελαϊκές μονάδες	698	698	698	698	4,4	4,0	3,9	3,7
Μονάδες φυσικού αερίου	4.478	4.906	4.906	5.751	28,2	28,2	27,7	30,8
ΑΠΕ	3.237	4.295	4.464	4.594	20,4	24,7	25,2	24,6
<b>Σύνολο</b>	<b>15.879</b>	<b>17.373</b>	<b>17.697</b>	<b>18.672</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Εγκατεστημένη ισχύς ανά τεχνολογία και παραγωγό (πλην ΑΠΕ)								
	MW				Μερίδια (%)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
<b>ΔΕΗ</b>	<b>10.081</b>	<b>10.509</b>	<b>10.664</b>	<b>11.509</b>	<b>79,7</b>	<b>80,4</b>	<b>80,6</b>	<b>81,7</b>
ΔΕΗ Λιγνιτική	4.448	4.456	4.456	4.456	35,2	34,1	33,7	31,6
ΔΕΗ Υδροηλεκτρική	3.018	3.018	3.173	3.173	23,9	23,1	24,0	22,5
ΔΕΗ Πετρελαϊκή	698	698	698	698	5,5	5,3	5,3	5,0
ΔΕΗ CCGT	1.578	1.998	1.998	2.843	12,5	15,3	15,1	20,2
ΔΕΗ OCGT	339	339	339	339	2,7	2,6	2,6	2,4
<b>Λοιποί παραγωγοί</b>	<b>2.562</b>	<b>2.570</b>	<b>2.570</b>	<b>2.570</b>	<b>20,3</b>	<b>19,6</b>	<b>19,4</b>	<b>18,3</b>
Elpedison	799	799	799	799	6,3	6,1	6,0	5,7
Korinthos Power	434	434	434	434	3,4	3,3	3,3	3,1
Protergia	433	433	433	433	3,4	3,3	3,3	3,1
Αλουμίνιον Συμπαγωγή	326	334	334	334	2,6	2,6	2,5	2,4
Ήρων CCGT	422	422	422	422	3,3	3,2	3,2	3,0
Ήρων OCGT	148	148	148	148	1,2	1,1	1,1	1,1
<b>Σύνολο</b>	<b>12.643</b>	<b>13.079</b>	<b>13.234</b>	<b>14.079</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Πηγή: Εκθέσεις Πεπραγμένων ΡΑΕ.

Αναφορικά με τα μερίδια παραγόμενης ενέργειας πλην ΑΠΕ, το μερίδιο της ΔΕΗ Α.Ε. το 2015 παρουσίασε σημαντική αύξηση, φθάνοντας το 88% έναντι 78% τα έτη 2012-2013<sup>7</sup> (βλ. Διάγραμμα Ε). Η ενίσχυση της συγκέντρωσης εις βάρος των ανεξάρτητων παραγωγών εκτιμάται ότι αποτυπώνει τις δυσκολίες δραστηριοποίησης των τελευταίων υπό συνθήκες οικονομικής κρίσης αλλά και ατελούς απελευθέρωσης της αγοράς.

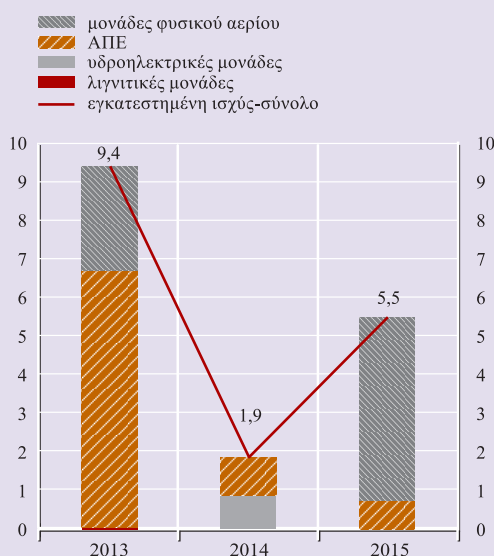
Σχετικά με τη λιανική αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, το 2015 η ΔΕΗ παρέμεινε ο βασικός προμηθευτής, αντιπροσωπεύοντας το 95,9% του συνολικού αριθμού πελατών.<sup>8</sup> Ωστόσο, **το ποσοστό συμμετοχής της ΔΕΗ στη συνολική κατανάλωση εμφανίζεται μειωμένο** έναντι του 2012 (99,1%), μετά από συγκρατημένη αλλά σταθερή καθοδική πορεία τα τελευταία χρόνια και **παρά το γεγο-**

7 Βλ. Εκθέσεις Πεπραγμένων Ρυθμιστικής Αρχής Ενέργειας (ΡΑΕ).

8 Τα μερίδια των υπόλοιπων προμηθευτών για το 2015 έχουν ως εξής: Elpedison Εμπορική Α.Ε.: 1,17%, Watt & Volt Α.Ε.: 0,15%, ΗΡΩΝ Α.Ε.: 1,51%, Greek Environmental & Energy Network Α.Ε.: 0,18%, Voltera Α.Ε.: 0,13%, Protergia Α.Ε.: 0,75% και NRG Trading Α.Ε.: 0,14%.

### Διάγραμμα Δ Συμβολές στην αύξηση της εγκατεστημένης ισχύος ανά τεχνολογία

(ποσοστά %)



Πηγή: Εκθέσεις Πεπραγμένων ΠΑΕ.

απολαμβάνουν κάποιες εκπτώσεις, καθώς και οι φορείς που στεγάζονται σε δημόσια κτίρια. Από την άλλη πλευρά, παρά τις δυσκολίες στο άνοιγμα της αγοράς, υπάρχουν νέοι παίκτες στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, όπως οι υπηρεσίες κοινής ωφέλειας, οι οποίες επιζητούν να εκμεταλλευθούν το συγκριτικό πλεονέκτημα της σταθερής σχέσης με την πελατειακή τους βάση.

Η στασιμότητα που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια στην απελευθέρωση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και οι απαραίτητες μεταρρυθμιστικές δράσεις για την άμεση επιτάχυνσή της καταγράφηκαν και στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης του 2015. Ειδικότερα, στον Ν. 4336/2015 υπήρξε πρόβλεψη για τα ακόλουθα: α) τροποποίηση των κανόνων της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας προκειμένου να αποφευχθεί η λειτουργία σταθμών κάτω από το μεταβλητό κόστος, β) αναθεώρηση των τιμολογίων της ΔΕΗ βάσει κόστους, μεταξύ άλλων αντικαθιστώντας την έκπτωση 20% για τους χρήστες υψηλής τάσης με τιμολόγια βάσει του οριακού κόστους, γ) μείωση των μεριδίων χονδρικής και λιανικής αγοράς της ΔΕΗ κατά 25% με στόχο να μειωθούν κάτω του 50% έως το 2020 και δ) ιδιωτικοποίηση της επιχείρησης μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας (ΑΔΜΗΕ).

Ωστόσο, στη συνέχεια των διαπραγματεύσεων με τους θεσμούς για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και την ψήφιση του Ν. 4389/2016<sup>10</sup>, σχετικά με τη μείωση του μεριδίου της ΔΕΗ υιοθετήθηκε το μοντέλο των δημοπρασιών ισχύος (NOME)<sup>11</sup>, απομακρύνοντας το εναλλακτικό

νός ότι το μερίδιο της ΔΕΗ στην εγκατεστημένη ισχύ καθώς και το μερίδιό της στην παραγόμενη ενέργεια αυξήθηκαν μεταξύ 2012 και 2015 (βλ. Διάγραμμα Ε). Σημειώνεται επίσης ότι στα μη διασυνδεδεμένα νησιά η ΔΕΗ παραμένει ο αποκλειστικός προμηθευτής ηλεκτρικής ενέργειας.

Στη λιανική αγορά ηλεκτρικής ενέργειας παρατηρούνται κάποιες ακαμψίες, που επιβραδύνουν τις προσπάθειες για την πραγματική απελευθέρωση της αγοράς. Τα γεγονότα του 2012, που οδήγησαν στη διαγραφή από το Μητρώο Συμμετεχόντων, λόγω ληξιπρόθεσμων οφειλών, τεσσάρων εναλλακτικών προμηθευτών,<sup>9</sup> κλόνισαν προς στιγμήν την εμπιστοσύνη των καταναλωτών. Επίσης, για ένα σημαντικό τμήμα πελατών της ΔΕΗ δεν είναι εύκολο να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις προκειμένου να μετακινηθεί σε εναλλακτικό προμηθευτή. Σε αυτό το τμήμα ανήκουν οι αγρότες, οι οποίοι χρησιμοποιούν τα φθηνά τιμολόγια της ΔΕΗ, οι μεγάλοι βιομηχανικοί πελάτες που

9 Οι τέσσερις προμηθευτές το 2011 αντιπροσώπευαν συνολικό μερίδιο αγοράς 9,4% του συνολικού όγκου κατανάλωσης.

10 "Επείγουσες διατάξεις για την εφαρμογή της Συμφωνίας Δημοσιονομικών Στόχων και Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων και άλλες διατάξεις".

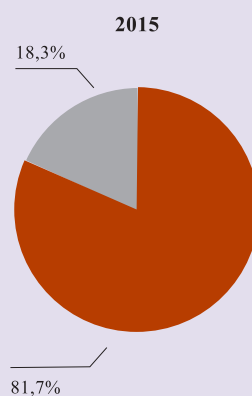
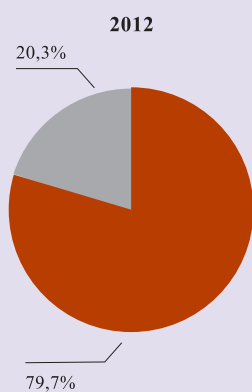
11 Οι δημοπρασίες ισχύος (NOME) θα διασφαλίζουν την ισότιμη πρόσβαση των άλλων προμηθευτών ηλεκτρικής ενέργειας στη λιγνιτική και την υδροηλεκτρική παραγωγή της ΔΕΗ. Με το "μοντέλο NOME" οι ιδιώτες προμηθευτές-ανταγωνιστές της ΔΕΗ, που σήμερα στηρίζονται μόνο στην παραγωγή ενέργειας από φυσικό αέριο, θα μπορούν να αγοράζουν ενέργεια σε ανταγωνιστικές τιμές, την οποία στη συνέχεια θα μεταπωλούν στις βιομηχανίες, τις εταιρίες μέσης και χαμηλής τάσης και στα νοικοκυριά. Για τις δημοπρασίες λιγνιτικής και υδροηλεκτρικής παραγωγής της ΔΕΗ θα εκπονηθεί κανονισμός, με βάση τα στοιχεία του Λειτουργού της Αγοράς (ΛΑΓΗΕ) και εισήγηση της ΠΑΕ προς το υπουργείο, από τον οποίο θα προκύπτουν οι ποσότητες της ενέργειας που θα δημοπρατείται, καθώς και η τιμή εκκίνησης των δημοπρασιών.

## Διάγραμμα Ε Μερίδια χονδρικής και λιανικής αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας

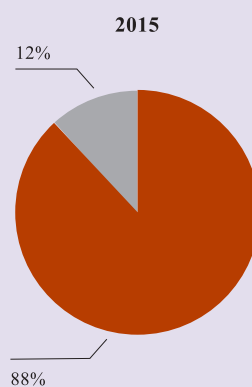
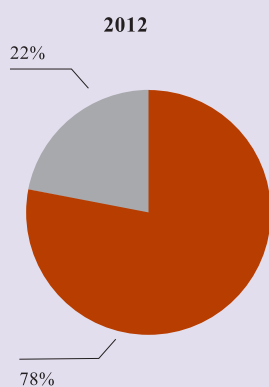
(ποσοστά %)

ΔΕΗ  
Λοιποί

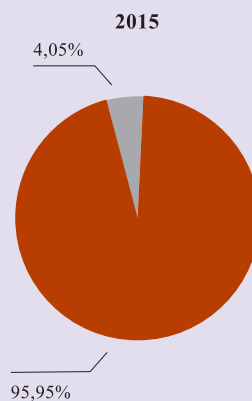
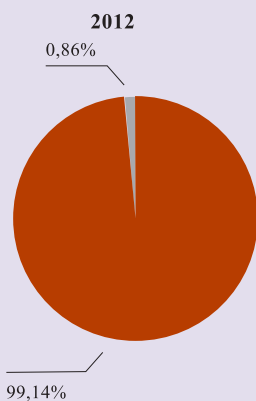
### Μερίδια αγοράς ως προς την εγκατεστημένη ισχύ πλην ΑΠΕ



### Μερίδια αγοράς ως προς την παραγόμενη ενέργεια πλην ΑΠΕ



### Μερίδια λιανικής αγοράς ως προς την κατανάλωση



Πηγή: Εκθέσεις Πεπραγμένων ΡΑΕ.



σχέδιο της πώλησης μονάδων της ΔΕΗ. Επίσης, προβλέπεται μείωση του μεριδίου της ΔΕΗ κατά 20% έως το 2017 (αντί 25% έως το 2018), με την πρώτη δημοπρασία για ποσότητα ίση με το 8% του συνολικού όγκου του ηλεκτρισμού που διακινείται στο διασυνδεδεμένο σύστημα να υλοποιείται το δεύτερο εξάμηνο του 2016.<sup>12</sup> Όσον αφορά την ιδιωτικοποίηση της επιχείρησης μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας (ΑΔΜΗΕ), προβλέπεται πώληση του 49% της ΑΔΜΗΕ Α.Ε., η συμμετοχή του Δημοσίου στο μετοχικό της κεφάλαιο δεν μπορεί να υπολείπεται του 51%, ενώ ο έλεγχός της θα ασκείται από κρατικό φορέα στον οποίο δεν θα συμμετέχει η ΔΕΗ ή οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση που ασκεί δραστηριότητες προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας ή φυσικού αερίου<sup>13</sup>. Η διαδικασία ιδιωτικοποίησης ορίζεται ότι θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί έως το Φεβρουάριο του 2017. Η θέσπιση των ρυθμιστικών μέτρων με σκοπό την ισότιμη πρόσβαση των προμηθευτών ηλεκτρικής ενέργειας στο εγχώριο ενεργειακό μίγμα αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην ανάπτυξη υγιούς ανταγωνισμού και στη βελτίωση της ποιότητας και των τιμών παροχής ηλεκτρικής ενέργειας στους τελικούς καταναλωτές.

Συμπερασματικά αναφέρεται ότι **η απελευθέρωση στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας**, ιδιαίτερα στην παραγωγή και στη χονδρική, **παρουσίασε στασιμότητα**, υπό τη **συνδυασμένη επίδραση (α) της ατελούς σχεδίασης και εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και (β) της επενδυτικής ένδειας λόγω της παρατεταμένης ύφεσης** της οικονομίας. Εκτιμάται ότι η άμεση προώθηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στις σχετικές διατάξεις των νομοθετημάτων του 2015 και του 2016 και αναφέρθηκαν αναλυτικά παραπάνω θα ενισχύσουν την ανταγωνιστικότητα της αγοράς και θα ενεργοποιήσουν σοβαρές επενδυτικές προσπάθειες και βέλτιστες επιχειρηματικές πρακτικές, τόσο στο χώρο της παραγωγής όσο και στη διανομή και κατανάλωση της ηλεκτρικής ενέργειας. Σε αυτή την κατεύθυνση αναμένεται να συμβάλουν κυρίως η πρόσβαση των ανεξάρτητων παραγωγών στη λιγνιτική και υδροηλεκτρική παραγωγή μέσω δημοπρασιών αλλά και η ιδιωτικοποίηση της ΑΔΜΗΕ Α.Ε., η οποία αναμένεται να αποκαταστήσει δικαιότερους όρους ανταγωνισμού ανάμεσα στους ιδιώτες παρόχους και τη ΔΕΗ.

12 Οι ετήσιες ποσότητες ηλεκτρικής ενέργειας προς δημοπράτηση είναι 8% για το 2016, 12% για το 2017, 13% για το 2018 και 13% για το 2019, με σημείο αναφοράς το μερίδιο της ΔΕΗ Α.Ε. κατά το μήνα Αύγουστο 2015, το οποίο ανερχόταν σε ποσοστό 95,24%.

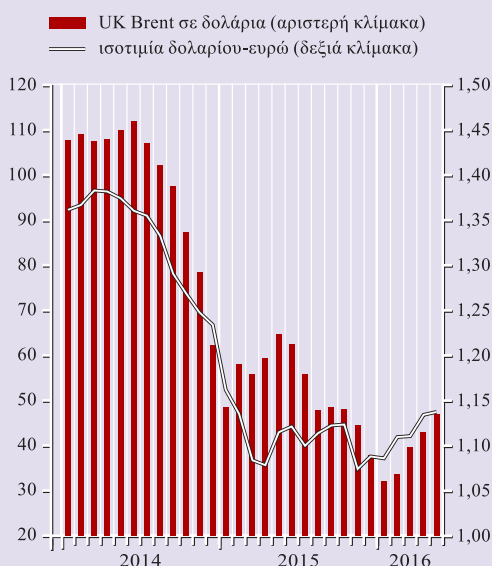
13 Αναλυτικότερα, η διαμόρφωση της νέας σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου γίνεται μέσω α) της μεταβίβασης μετοχών εκδόσεως της ΑΔΜΗΕ Α.Ε. που αντιστοιχούν σε ποσοστό 51% του μετοχικού κεφαλαίου αυτής από τη ΔΕΗ Α.Ε. σε εταιρία συμμετοχών, β) της πώλησης και μεταβίβασης μετοχών εκδόσεως της ΑΔΜΗΕ Α.Ε. που αντιστοιχούν σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του μετοχικού κεφαλαίου αυτής από τη ΔΕΗ Α.Ε. σε εταιρία της οποίας μοναδικός μέτοχος θα είναι το Ελληνικό Δημόσιο (ΔΕΣ ΑΔΜΗΕ Α.Ε.) και γ) της πώλησης και μεταβίβασης μετοχών εκδόσεως της ΑΔΜΗΕ Α.Ε. που αντιστοιχούν σε ποσοστό τουλάχιστον 20% του μετοχικού κεφαλαίου αυτής από τη ΔΕΗ Α.Ε. σε στρατηγικό επενδυτή.

#### Ειδικό θέμα IV.4

##### Η ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΤΙΜΩΝ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΟΝ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ

Οι τιμές του αργού πετρελαίου Brent κατά το α' εξάμηνο του 2014 κινούνταν κατά μέσο όρο ελαφρώς χαμηλότερα από τα 110 δολάρια ανά βαρέλι, καταγράφοντας στις 19 Ιουνίου το μέγιστο κλείσιμο για το έτος στα 115,06 δολ./βαρ. (βλ. Διάγραμμα Α). Έκτοτε καταγράφεται σταδιακή στην αρχή και εντονότερη στη συνέχεια υποχώρηση των τιμών. Σωρευτικά, η πορεία από την υψηλή καταγραφείσα μέση τιμή του Ιουνίου του 2014 (111,87 δολ./βαρ.) στη χαμηλή μέση τιμή του Ιανουαρίου του 2016 (31,93 δολ./βαρ.) συνιστά πτώση της τάξεως του 71,5%. Από τον Ιανουάριο του 2016 μέχρι το Μάιο του 2016 η τιμή του πετρελαίου Brent ανέκαμψε σημαντικά, καταγράφοντας αύξηση κατά τι μικρότερη από 50% στα 47,66 δολ./βαρ., παραμένει όμως σημαντικά χαμηλότερη από τις τιμές που καταγράφονταν στα μέσα του 2014.

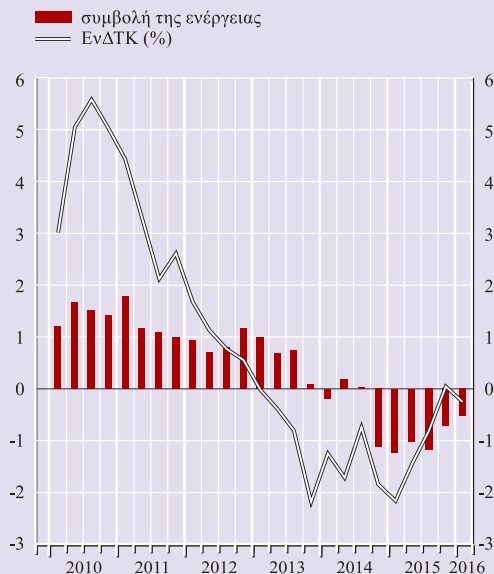
**Διάγραμμα Α Η πτωτική πορεία των τιμών του πετρελαίου και η ισοτιμία δολαρίου-ευρώ (Ιανουάριος 2014 - Μάιος 2016)**



Πηγές: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Financial Times.

**Διάγραμμα Β Εναρμονισμένος πληθωρισμός της Ελλάδος και συμβολή της ενέργειας (2010-2016)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες, τριμηνιαία στοιχεία)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η πτωτική πορεία των τιμών του πετρελαίου συνοδεύθηκε, με κάποια χρονική υστέρηση, από ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ κατά 20,9% από το Μάιο του 2014 έως σήμερα (βλ. Διάγραμμα Α). Σημειώνεται ότι έχει παρατηρηθεί υποτίμηση του δολαρίου σε περιόδους ανόδου της τιμής του πετρελαίου, ενώ μεγάλες πτώσεις της τιμής του πετρελαίου συμβαδίζουν με ανατίμηση του αμερικανικού νομίσματος.

Η πετρελαϊκή κρίση κατά τα δύο τελευταία χρόνια συνδέεται πρωτίστως με θέματα καθαρά οικονομικής φύσεως, αλλά και με άλλα που άπτονται της γεωπολιτικής. Η διεθνής ζήτηση πετρελαίου είναι σαφώς μειωμένη κυρίως λόγω της επιβράδυνσης της οικονομίας της Κίνας και άλλων μεγάλων αναπτυσσόμενων οικονομιών. Η χαμηλότερη ζήτηση πετρελαίου δεν συνοδεύθηκε από αντίστοιχη χαμηλότερη προσφορά εκ μέρους των πετρελαιοπαραγωγών χωρών και κυρίως εκ μέρους των χωρών-μελών του ΟΠΕΚ.

Στην Ελλάδα, η επίδραση της πτωτικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου είναι εμφανής τόσο στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) όσο και στον υποδείκτη της ενέργειας (βλ. Διάγραμμα Β). Από τις αρχές του 2010 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2013 η συμβολή του υποδείκτη της ενέργειας ήταν θετική, λόγω των υψηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου αλλά και της υψηλής φορολόγησης του κλάδου των καυσίμων. Στο διάστημα Οκτωβρίου 2013-Σεπτεμβρίου 2014 η συμβολή των ενεργειακών αγαθών στο γενικό πληθωρισμό ήταν ουσιαστικά μηδενική. Από το δ' τρίμηνο του 2014 η συμβολή του υποδείκτη της ενέργειας στο γενικό πληθωρισμό είναι σταθερά αρνητική. Πιο συγκεκριμένα, το δ' τρίμηνο του 2014 και το α' τρίμηνο του 2015 η συμβολή των ενεργειακών αγαθών κάλυψε περίπου το ήμισυ του αρνητικού μεγέθους του πληθωρισμού, το β' τρίμηνο του 2015 η πτώση του πληθωρισμού μπορεί να αποδοθεί σχεδόν αποκλειστικά στην ενέργεια, ενώ κατά τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2015

**Γενικός πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ), υποδείκτης της ενέργειας και συμβολή της ενέργειας στο γενικό δείκτη στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ**

	Ελλάδα			Ζώνη ευρώ		
	ΕνΔΤΚ (%)	Ενέργεια (%)	Συμβολή της ενέργειας στο γενικό πληθωρισμό (ποσοστ. μον.)	ΕνΔΤΚ (%)	Ενέργεια (%)	Συμβολή της ενέργειας στο γενικό πληθωρισμό (ποσοστ. μον.)
2010	4,7	30,4	1,47	1,6	7,4	0,65
2011	3,1	16,7	1,27	2,7	11,9	1,19
2012	1,0	12,6	0,91	2,5	7,6	0,88
2013	-0,9	6,3	0,63	1,4	0,6	0,08
2014	-1,4	-2,0	-0,27	0,4	-1,9	-0,23
2015	-1,1	-11,1	-1,04	0,0	-6,8	-0,78
2016*	-0,3	-8,2	-0,55	0,0	-7,7	-0,76

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Eurostat και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
\* Στοιχεία πρώτου τετραμήνου.

και κατά το α' τρίμηνο του 2016 η συμβολή της ενέργειας υπερκαλύπτει το μέγεθος του γενικού πληθωρισμού, καθιστώντας τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου το βασικό παράγοντα των αποπληθωριστικών πιέσεων.

Η πτώση των τιμών του πετρελαίου έχει επιφέρει ενεργητικά αποτελέσματα στην ελληνική οικονομία μέσω της επίδρασης της στον ΕνΔΤΚ. Η επίδραση είναι ιδιαίτερα σημαντική σε σχέση με την αντίστοιχη στη ζώνη του ευρώ (βλ. τον πίνακα), λόγω της υψηλής ενεργειακής εξάρτησης της ελληνικής οικονομίας από το πετρέλαιο. Τα τελευταία δύο περίπου χρόνια οι καταναλωτές και οι εγχώριες επιχειρήσεις έχουν ευεργετηθεί από τις χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, η μείωση των τιμών και η πτώση του μοναδιαίου κόστους εργασίας έχουν συμπιέσει το κόστος παραγωγής. Ως εκ τούτου, δύνανται να απορροφήσουν μεγάλο μέρος των αυξήσεων στην έμμεση φορολογία και να μην τις μετακυλίσουν στους καταναλωτές. Αυτό παρατηρήθηκε έντονα με τις αυξήσεις των συντελεστών ΦΠΑ που έλαβαν χώρα τον Ιούλιο του 2015 και που, συγκρινόμενες με παρόμοιες αυξήσεις στο παρελθόν (όπως π.χ. το Μάρτιο και τον Ιούλιο του 2010 αλλά και τον Ιανουάριο του 2011), παρουσίασαν υψηλότερα ποσοστά απορρόφησης από τις επιχειρήσεις.<sup>1</sup> Έτσι, ουσιαστικά, η μείωση των τιμών του πετρελαίου έχει μια δευτερογενή επίδραση στις τιμές, μέσω της δυνατότητας που παρέχει στις επιχειρήσεις να απορροφήσουν μέρος των αυξήσεων του ΦΠΑ.

<sup>1</sup> Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο συντελεστής συσχέτισης του ποσοστού απορρόφησης των αυξήσεων του ΦΠΑ με το ετήσιο ποσοστό μεταβολής των διεθνών τιμών του πετρελαίου λαμβάνει την τιμή 0,22 κατά την περίοδο Μαρτίου 2010-Δεκεμβρίου 2011 και την τιμή 0,75 την περίοδο Αυγούστου 2015-Απριλίου 2016.

### ΚΛΑΔΙΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Όπως έχει επισημανθεί παλαιότερα από την Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>1</sup> η μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα δύο όρων:

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^n \omega_{i,t-1} \times (\Delta y_{i,t}) + \sum_{i=1}^n y_{i,t} \times (\Delta \omega_{i,t}) \quad (1)$$

όπου  $Y_t$  είναι η συνολική παραγωγικότητα της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας τη χρονική περίοδο  $t$ ,  $y_i$  η παραγωγικότητα της εργασίας στον κλάδο  $i$  (όπου  $i=1..n$ ) και  $\omega_i$  το κλαδικό μερίδιο της απασχόλησης. Το πρώτο τμήμα του δεύτερου σκέλους της εξίσωσης (1) αντιπροσωπεύει την ενδοκλαδική (*within*) επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα. Δηλαδή εκφράζει τη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας ως αποτέλεσμα μεταβολών σε επίπεδο κλάδου οικονομικής δραστηριότητας (π.χ. λόγω συσσώρευσης κεφαλαίου, τεχνολογικής προόδου και αναδιάρθρωσης εντός του κλάδου υπέρ των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων). Το δεύτερο τμήμα αντιπροσωπεύει τη διακλαδική (*between*) επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα, η οποία προκύπτει από την αναδιάρθρωση της εργασίας μεταξύ κλάδων (κλαδική αναδιάρθρωση).

Στο βαθμό που τα κλαδικά μερίδια εργασίας αυξάνονται στους κλάδους υψηλής παραγωγικότητας, η διακλαδική επίδραση είναι θετική και συμβάλλει σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας.

#### Η συμβολή της διακλαδικής και ενδοκλαδικής επίδρασης στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας

Αξιοποιώντας στοιχεία για τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας (σε επίπεδο διψήφιων κωδικών Nace Rev.2)<sup>2</sup> και με βάση την εξίσωση (1), επιχειρείται να εξεταστεί η συμβολή της διακλαδικής και ενδοκλαδικής επίδρασης στη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας.

Όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα Α, η ενδοκλαδική επίδραση αποτελεί το σημαντικότερο προσδιοριστικό παράγοντα της μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας τόσο σε περιόδους οικονομικής ανόδου (π.χ. 1997-2007) όσο και σε περιόδους ύφεσης (2008-2012). Ειδικότερα, περίπου τα 5/6 της ποσοστιαίας μεταβολής της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας την περίοδο 1997-2014 αποδίδονται στην ενδοκλαδική επίδραση και μόλις το 1/6 στη διακλαδική επίδραση.

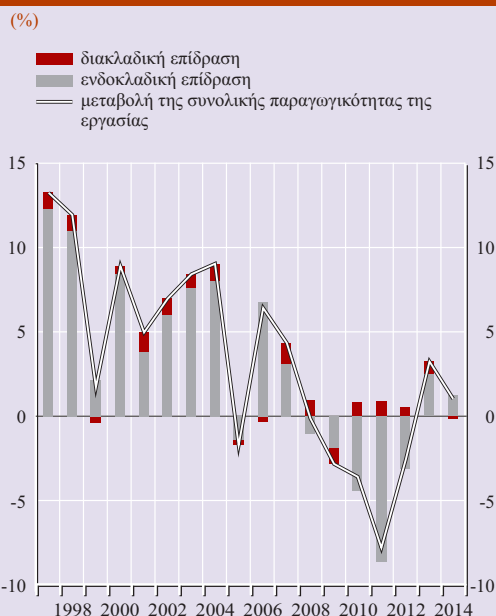
Ωστόσο, όπως απεικονίζεται στα Διαγράμματα Α και Β, η κλαδική αναδιάρθρωση της απασχόλησης (διακλαδική επίδραση) είχε θετική επίδραση στη μεταβολή της παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας σχεδόν σε όλη την υπό εξέταση περίοδο. Μάλιστα, η διακλαδική επίδραση αύξησε την παραγωγικότητα της εργασίας τα έτη 2010-2012, κατά τα οποία η μεταβολή της κλαδικής παραγωγικότητας (ενδοκλαδική επίδραση) ήταν αρνητική. Δηλαδή την περίοδο της ραγδαίας πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας η αύξηση του μεριδίου της απασχόλησης στους σχετικά πιο παραγωγικούς κλάδους επέδρασε θετικά στη μεταβολή της συνο-

1 Βλ. Νομισματική Πολιτική, Ιούνιος 2015, Ειδικό θέμα IV.2, σελ. 87-96, καθώς και τις μελέτες που αναφέρονται εκεί.

2 Δεν λαμβάνεται υπόψη ο κλάδος "Διαχείριση ακίνητης περιουσίας" καθώς, δεδομένου ότι η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του κλάδου αντανάκλα κυρίως προσόδους, δεν μπορεί να οριστεί η έννοια της παραγωγικότητας της εργασίας για τον κλάδο αυτό.



**Διάγραμμα Α** Η συμβολή της διακλαδικής και ενδοκλαδικής επίδρασης στη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας



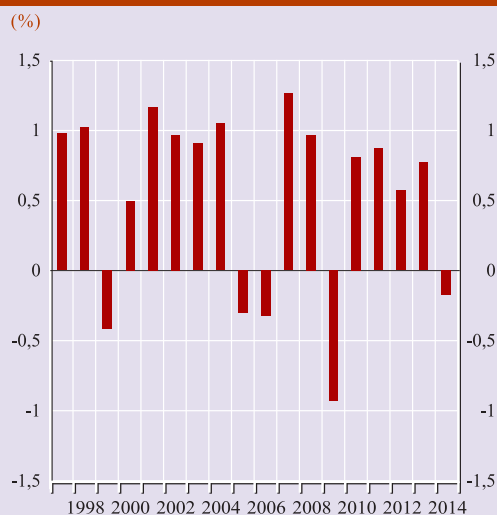
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

λικής παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας. Η θετική τάση συνεχίστηκε το 2013, ενώ το 2014 η συμβολή της διακλαδικής επίδρασης μετατράπηκε σε οριακά αρνητική.

**Η συσχέτιση της ενδοκλαδικής και διακλαδικής επίδρασης σε κλαδικό επίπεδο**

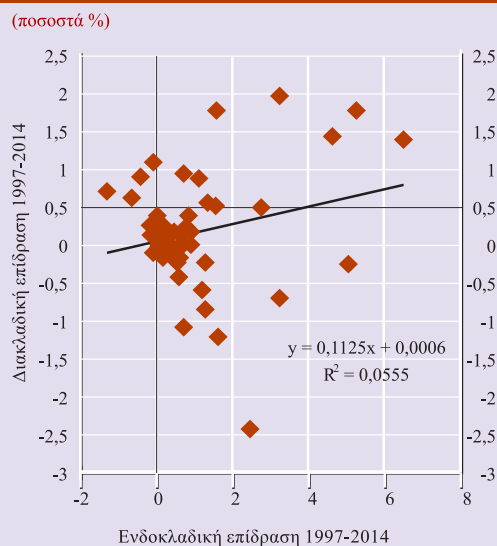
Εξετάζοντας την ενδοκλαδική και διακλαδική επίδραση σε κλαδικό επίπεδο (σε επίπεδο διψήφιων κωδικών Nace Rev.2) προκύπτει το συμπέρασμα ότι την περίοδο 1997-2014 υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ τους (βλ. Διάγραμμα Γ). Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η αύξηση της κλαδικής παραγωγικότητας σε σχέση με τη συνολική παραγωγικότητα συνοδεύεται παράλληλα από την απορρόφηση μεγαλύτερου κλαδικού μεριδίου εργασίας και ενισχύει με διττό τρόπο τη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας, αφενός μέσω της υψηλότερης κλαδικής παραγωγικότητας και αφετέρου μέσω της θετικής συμβολής της κλαδικής αναδιάρθρωσης της εργασίας. Η θετική αυτή συσχέτιση μεταξύ ενδοκλαδικής και διακλαδικής επίδρασης σε κλαδικό επίπεδο καθίσταται εντονότερη την περίοδο 2008-2014 έναντι της περιόδου που προηγείται (βλ. Διαγράμματα Δ-Ε). Συνεπώς, η κλαδική ανα-

**Διάγραμμα Β** Η συμβολή της διακλαδικής επίδρασης στη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

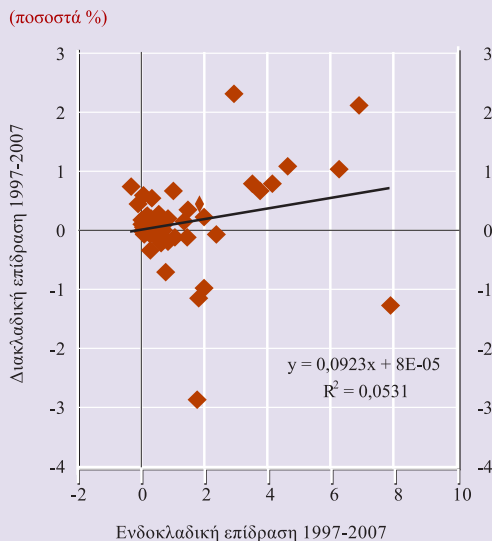
**Διάγραμμα Γ** Διακλαδική και ενδοκλαδική επίδραση σε κλαδικό επίπεδο 1997-2014



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.



**Διάγραμμα Δ Διακλαδική και ενδοκλαδική επίδραση σε κλαδικό επίπεδο 1997-2007**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

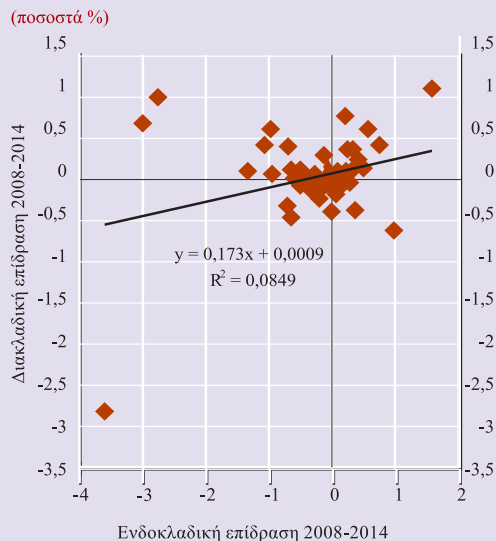
διάρθρωση της απασχόλησης την περίοδο 2008-2014 υπέρ των σχετικά πιο παραγωγικών κλάδων επέδρασε θετικά στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας.

Παράλληλα, αξίζει επίσης να επισημανθεί ότι η αύξηση της κλαδικής παραγωγικότητας σε σχέση με τη συνολική παραγωγικότητα οδηγεί και σε αύξηση της απασχόλησης (όχι μόνο της συνολικής παραγωγικότητας) και επομένως διαψεύδεται ο φόβος ότι η άνοδος της παραγωγικότητας μπορεί να συνεπάγεται εξοικονόμηση εργασίας και τελικά μείωση της απασχόλησης.

#### Η συμβολή των επιμέρους κλάδων οικονομικής δραστηριότητας στη διακλαδική επίδραση

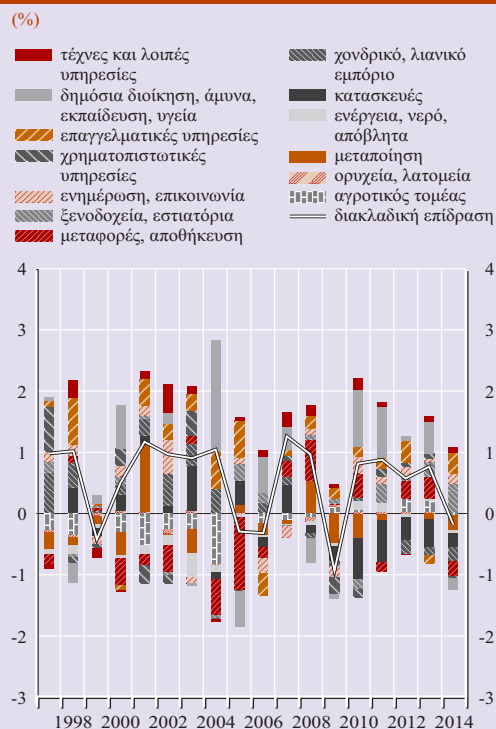
Οι κλάδοι που αύξησαν το μερίδιο εργασίας τους και επέδρασαν θετικά στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου 1997-2009 ήταν κατά κύριο λόγο οι ακόλουθοι: χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επαγγελματικές υπηρεσίες, τέχνες και λοιπές υπηρεσίες, κατασκευές και ενημέρωση-επικοινωνία (βλ. Διάγραμμα ΣΤ). Θετική, αν και λιγότερο σημαντική, επίδραση άσκησαν επίσης οι χρηματοπιστωτικές υπη-

**Διάγραμμα Ε Διακλαδική και ενδοκλαδική επίδραση σε κλαδικό επίπεδο 2008-2014**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα ΣΤ Η συμβολή επιμέρους κλάδων οικονομικής δραστηριότητας στη διακλαδική επίδραση**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

ρεσίες, η δημόσια διοίκηση, εκπαίδευση και υγεία, τα ξενοδοχεία και εστιατόρια, τα ορυχεία-λατομεία, οι μεταφορές και η μεταποίηση. Αντίθετα, ο αγροτικός τομέας και ο κλάδος ενέργειας, παροχής νερού και διαχείρισης αποβλήτων είχαν συστηματικά αρνητική επίδραση.

Την πρόσφατη περίοδο 2010-2014 θετική συμβολή στη διακλαδική επίδραση είχαν κυρίως οι ακόλουθοι κλάδοι: ξενοδοχεία και εστιατόρια, ενημέρωση-επικοινωνία, επαγγελματικές υπηρεσίες, τέχνες και λοιπές υπηρεσίες, αγροτικός τομέας, δημόσια διοίκηση-εκπαίδευση-υγεία, μεταφορές-αποθήκευση, χρηματοπιστωτικός τομέας και ενέργεια. Ιδιαίτερα αρνητική ήταν η συμβολή των κατασκευών και του χονδρικού-λιανικού εμπορίου και έπονται η μεταποίηση και τα ορυχεία-λατομεία.

#### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Η παρούσα ανάλυση καταδεικνύει ότι την περίοδο 1997-2014 η κλαδική αναδιάρθρωση της εργασίας συνέβαλε σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας. Ειδικότερα, η αύξηση του μεριδίου της απασχόλησης των σχετικά πιο παραγωγικών κλάδων την περίοδο της ύφεσης αντιστάθμισε μερικώς την αρνητική επίδραση από την υποχώρηση της κλαδικής παραγωγικότητας και περιόρισε τις αρνητικές επιπτώσεις στη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας. Σε αυτό συνέβαλαν κυρίως οι κλάδοι: ξενοδοχεία και εστιατόρια, ενημέρωση-επικοινωνία, επαγγελματικές υπηρεσίες, τέχνες και λοιπές υπηρεσίες, δημόσια διοίκηση-εκπαίδευση-υγεία, μεταφορές-αποθήκευση, ο αγροτικός τομέας, ο χρηματοπιστωτικός τομέας και η ενέργεια.

Η θετική διακλαδική συμβολή στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας θα ενδυναμωθεί περαιτέρω μέσω της υιοθέτησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και πολιτικών οι οποίες συμβάλλουν στην απελευθέρωση των αγορών και διευκολύνουν τη μετακίνηση των συντελεστών παραγωγής προς τις πιο αποδοτικές τους χρήσεις. Βεβαίως, για να καταστεί δυνατόν η απελευθέρωση στις αγορές εργασίας, προϊόντων και υπηρεσιών να αξιοποιηθεί από πλευράς των επιχειρήσεων και να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός, θα πρέπει οι τελευταίες να υποστηριχθούν χρηματοδοτικά, δηλαδή θα πρέπει να αποκατασταθούν οι συνθήκες ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας. Παράλληλα, η υιοθέτηση ενός θεσμικού και φορολογικού πλαισίου φιλικού προς την επιχειρηματικότητα και η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων θα δημιουργήσουν κίνητρα για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και θα ενισχύσουν περαιτέρω την κλαδική αναδιάρθρωση και τη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας.

Οι δράσεις αυτές, επιπρόσθετα της διακλαδικής συμβολής, αναμένεται να ενισχύσουν την ενδοκλαδική συμβολή στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας, καθώς θα διευκολύνουν την άνθηση των πλέον παραγωγικών επιχειρήσεων σε κάθε κλάδο της οικονομίας, και να αυξήσουν έτσι με διττό τρόπο τη συνολική παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας.

#### **Ειδικό θέμα IV.6**

##### **ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ: Η ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) διενεργεί οικονομετρικές προβλέψεις για τα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας (ΑΕΠ, συνιστώσες του ΑΕΠ, πληθωρισμός, ανεργία κ.λπ.) ανά τρίμηνο, αλλά και πιο συχνά εφόσον το απαιτεί η οικονομική συγκυρία. Δύο φορές το χρόνο, το Δεκέμ-

βριο και τον Ιούνιο, η ΤτΕ συμμετέχει στις μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, μια διαδικασία που ακολουθείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) σε συνεργασία με όλες τις εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος. Προς το σκοπό αυτό, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες καλούνται να στείλουν τις προβλέψεις για την οικονομία τους στην ΕΚΤ, η οποία με τη σειρά της προχωρεί στην ενοποίησή τους ώστε να προκύψει η πρόβλεψη για το σύνολο της ζώνης του ευρώ. Οι μακροοικονομικές προβολές χρησιμοποιούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στο πλαίσιο των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής, ανακοινώνονται και εν συνεχεία δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της ΕΚΤ.

Για τη διενέργεια των προβλέψεων η ΤτΕ χρησιμοποιεί ένα σύνολο οικονομετρικών υποδειγμάτων. Τα υποδείγματα κατηγοριοποιούνται, ανάλογα με το χρονικό ορίζοντα προβλέψεων στον οποίο αναφέρονται, σε (I) βραχυχρόνια και (II) μεσομακροχρόνια.

**(I) Τα βραχυχρόνια υποδείγματα** χρησιμοποιούνται για την πρόβλεψη (εκτίμηση) των μεγεθών για το τρέχον τρίμηνο (nowcasting) και τα επόμενα ένα έως δύο τρίμηνα (short-term forecasting), καθορίζοντας έτσι την πρόβλεψη σε ορίζοντα μικρότερο του έτους.<sup>1</sup> Τα βραχυχρόνια υποδείγματα περιλαμβάνουν: (I1) υποδείγματα γεφυρών (bridge models) και (I2) ένα υπόδειγμα κύριων συνιστωσών (principal components model). Αξίζει να σημειωθεί ότι **οι βραχυχρόνιες προβλέψεις αναθεωρούνται με την έλευση νέων μηνιαίων στοιχείων και η αναθεώρησή τους μπορεί να μεταβάλει το προφίλ για όλο τον ορίζοντα πρόβλεψης.**

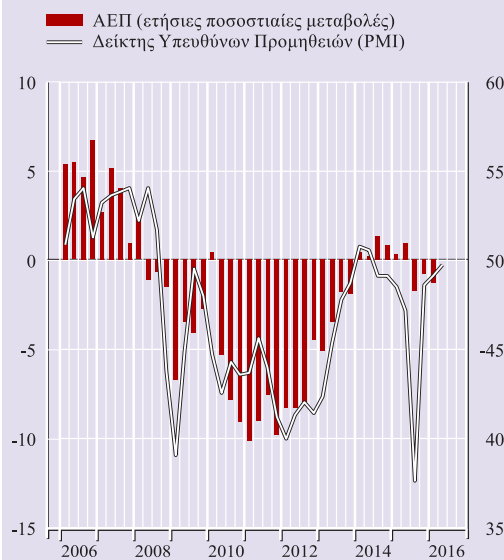
**I1. Τα υποδείγματα γεφυρών** (βλ. μεταξύ άλλων Angelini et al. 2011) συνδέουν (“γεφυρώνουν”) τις τριμηνιαίες παρατηρήσεις του ΑΕΠ και των συνιστωσών του (όπως π.χ. η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις, οι εξαγωγές και οι εισαγωγές) με μηνιαίες παρατηρήσεις δεικτών συγκυρίας (hard data) και δεικτών οικονομικού κλίματος (soft data) που δημοσιεύονται έγκαιρα και μπορούν να χρησιμεύσουν στην κατασκευή προβλέψεων για τις μεταβλητές των Εθνικών Λογαριασμών σε πραγματικό χρόνο. Οι δείκτες αυτοί περιλαμβάνουν α) δείκτες οικονομικής συγκυρίας από έρευνες πεδίου – όπως ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), β) δείκτες οικονομικού κλίματος και προσδοκιών – όπως ο δείκτης οικονομικού κλίματος (ESI), γ) δείκτες της ΕΛΣΤΑΤ για τον κύκλο εργασιών διαφόρων τομέων, δ) δείκτες τιμών, ε) στοιχεία της ΤτΕ για την τραπεζική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα, στ) στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και ζ) αντίστοιχους δείκτες για την ευρωζώνη.

Ως πρώτο βήμα, και αν οι διαθέσιμες παρατηρήσεις των βραχυχρόνιων δεικτών δεν καλύπτουν και τους τρεις μήνες του τρέχοντος τριμήνου, γίνεται αρχικά μια πρόβλεψη των δεικτών για τους επόμενους μήνες με βάση μονομεταβλητά υποδείγματα. Οι δείκτες μετατρέπονται κατόπιν σε τριμηνιαία συχνότητα, “γεφυρώνοντας” έτσι τη διαφορά στη χρονική συχνότητα των παρατηρήσεων των δεικτών σε σχέση με τις παρατηρήσεις για το ΑΕΠ και τις βασικές συνιστώσες του που είναι διαθέσιμες σε τριμηνιαία συχνότητα. Στη συνέχεια, οι τριμηνιαίες παρατηρήσεις των βραχυχρόνιων δεικτών χρησιμοποιούνται ως ερμηνευτικές μεταβλητές για την πρόβλεψη του ΑΕΠ και των συνιστωσών του για το τρέχον και το επόμενο τρίμηνο.

Για το ΑΕΠ και για κάθε βασική του συνιστώσα, έχουν εκτιμηθεί διάφορες εμπειρικές εξειδι-

<sup>1</sup> Όσον αφορά την πρόβλεψη-εκτίμηση της δραστηριότητας στο τρέχον τρίμηνο, πρέπει να σημειωθούν τα εξής: Τα στοιχεία των τριμηνιαίων Εθνικών Λογαριασμών δημοσιοποιούνται με σημαντική χρονική υστέρηση: π.χ. τα στοιχεία για μια πρώτη εκτίμηση (flash estimate) για το ΑΕΠ δημοσιοποιούνται από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) ενάμιση μήνα μετά το πέρας του τριμήνου, ενώ για τις συνιστώσες του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης με τη μορφή προσωρινών στοιχείων (provisional data) δημοσιοποιούνται περίπου δύο μήνες μετά το πέρας του τριμήνου. Ως εκ τούτου, είναι αναγκαίο να υπάρχουν εκτιμήσεις για την τρέχουσα περίοδο, δηλαδή για το προηγούμενο και το τρέχον τρίμηνο.

## Διαχρονική εξέλιξη του ΑΕΠ και του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (ΑΕΠ σε σταθερές τιμές 2010, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) και Markit Economics (PMI, εποχικώς διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση).

κεύσεις, από τις οποίες αντλείται ένας μέσος όρος για την πρόβλεψη του τρέχοντος τριμήνου. Η τελική πρόβλεψη για τη βραχυχρόνια εξέλιξη του ΑΕΠ βασίζεται: (α) στο άθροισμα των μεταβολών των συνιστωσών αλλά και (β) σε ένα σταθμισμένο μέσο όρο των επιμέρους προβλέψεων που προκύπτουν από τις διαφορετικές εξειδικεύσεις των υποδειγμάτων γεφυρών για το ίδιο το ΑΕΠ.

Ειδικά για το ΑΕΠ, ένα υπόδειγμα που έχει σημαντική προβλεπτική ικανότητα είναι αυτό που χρησιμοποιεί το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τη μεταποίηση (βλ. Bragoudakis and Sideris 2016).<sup>2</sup> Για την ελληνική οικονομία, ο δείκτης PMI για τη μεταποίηση παρέχει τις πιο πρόσφατες πληροφορίες για τις εξελίξεις στον ιδιωτικό τομέα. Βασίζεται σε πέντε επιμέρους δείκτες που αφορούν: νέες παραγγελίες, παραγωγή, αποθήματα, χρόνο παράδοσης προμηθειών, αποθέματα προμηθειών. Η διαχρονική εξέλιξη του ΑΕΠ και του PMI φανερώνει μεγάλο βαθμό συσχέτισης μεταξύ των δύο μεγεθών (βλ. το διάγραμμα).

**12. Το υπόδειγμα κύριων συνιστωσών** (βλ. μεταξύ άλλων Marcellino et al. 2003) χρησιμοποιεί την πληροφόρηση από όλους τους δείκτες μηνιαίας συχνότητας, που είναι διαθέσιμοι σε κάθε χρονική στιγμή. Η ανάλυση των κύριων συνιστωσών βασίζεται στην εξειδίκευση της διακύμανσης ενός συνόλου παρατηρούμενων μεταβλητών σε μηνιαία συχνότητα, χρησιμοποιώντας γραμμικούς συνδυασμούς των μεταβλητών. Οι γραμμικοί συνδυασμοί χρησιμοποιούνται στη συνέχεια στην ανάλυση προκειμένου να γίνει πρόβλεψη του ΑΕΠ σε τριμηνιαία συχνότητα. Ουσιαστικά, με βάση αυτό το υπόδειγμα, στην παλινδρόμηση για την πρόβλεψη του ΑΕΠ χρησιμοποιούνται όχι όλες οι ανεξάρτητες ερμηνευτικές μεταβλητές, αλλά οι κύριοι γραμμικοί συνδυασμοί τους. Για την ελληνική οικονομία χρησιμοποιούνται 34 μεταβλητές, επιλεγμένες με βάση στατιστικά κριτήρια.

**(II)** Για προβλέψεις μεσοπρόθεσμου-μακροχρόνιου ορίζοντα (πέραν του έτους) η TtE χρησιμοποιεί το **ετήσιο μακροοικονομικό υπόδειγμα της ελληνικής οικονομίας** (για τη δομή του, βλ. Sideris and Zonzilos 2005). Σε αυτό, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζεται ως μια μικρή οικονομία στο πλαίσιο της λειτουργίας του Ευρωσυστήματος. Το υπόδειγμα υποθέτει ότι η οικονομία παράγει (συναθροιστικά) ένα αγαθό και είναι ανοικτή στο εξωτερικό εμπόριο τόσο με χώρες της ευρωζώνης όσο και εκτός ευρωζώνης. Στο υπόδειγμα η ζήτηση προσδιορίζει τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις, σύμφωνα με την κενυσιανή θεώρηση, ενώ η προσφορά προσδιορίζει τη μακροχρόνια κατάσταση ισορροπίας (steady-state), σύμφωνα με τη νεοκλασική θεωρία. Οι τιμές του

<sup>2</sup> Υπάρχει πλούσια διεθνής βιβλιογραφία που καταδεικνύει ότι ο δείκτης PMI είναι μια πολύ χρήσιμη πηγή πληροφόρησης για την πρόβλεψη του ΑΕΠ (βλ. μεταξύ άλλων Liedo and Muñoz 2010).

(συναθροιστικού) προϊόντος που παράγεται στην οικονομία και η ζήτηση για τους συντελεστές παραγωγής (εργασία και κεφάλαιο) προέρχονται από τη μεγιστοποίηση των κερδών της συνάρτησης παραγωγής (τύπου Cobb-Douglas) μιας αντιπροσωπευτικής επιχείρησης που λειτουργεί σε μια ατελώς ανταγωνιστική αγορά, με σταθερές αποδόσεις κλίμακας και με την τεχνολογία να διαμετρείται και να ενσωματώνεται εξωγενώς. Στο υπόδειγμα οι δημόσιες δαπάνες καθορίζονται εξωγενώς, τα δημόσια έσοδα εξαρτώνται από την ονομαστική εξέλιξη των συναθροιστικών μεγεθών με βάση τους φορολογικούς συντελεστές, ενώ δεν υπάρχει χρηματοπιστωτικός τομέας.

Στο υπόδειγμα οι προσδοκίες ενσωματώνονται έμμεσα με τη χρήση χρονικών υστερήσεων (backward looking). Όσον αφορά την οικονομετρική μεθοδολογία, οι δυναμικές εξισώσεις του υποδείγματος εξειδικεύονται ως εξισώσεις διόρθωσης σφάλματος, ακολουθώντας τη διαδικασία συνολοκλήρωσης (cointegration) σε δύο στάδια. Οι εξισώσεις που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα: α) ενσωματώνουν τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής οικονομίας και β) είναι συνεπείς, για λόγους ομοιογένειας, με εκείνες που χρησιμοποιούνται από την ΕΚΤ και άλλες εθνικές κεντρικές τράπεζες, ούτως ώστε στο πλαίσιο της διενέργειας των προβλέψεων και των προσομοιώσεων του Ευρωσυστήματος να μην υπάρχει διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων μεταξύ των χωρών που να οφείλεται σε τεχνικούς λόγους.

Για τη διαμόρφωση του σεναρίου αναφοράς λαμβάνονται υπόψη εξωγενώς οι εξελίξεις σε ένα σύνολο μεταβλητών όπως: η διεθνής τιμή του πετρελαίου, η εξωτερική ζήτηση για τα ελληνικά προϊόντα (αγαθά και υπηρεσίες), η συναλλαγματική ισοτιμία, οι τιμές εξαγωγών και εισαγωγών των βασικών ανταγωνιστών και τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια.

### **Βιβλιογραφία**

Angelini, E., G. Camba-Méndez, D. Giannone, L. Reichlin and G. Rünstler (2011), “Short-term forecasts of euro area GDP growth”, *Econometrics Journal*, 14, C25-C44.

Bragoudakis, Z. and D. Sideris (2016), “Nowcasting Greek GDP: A comparison of bridge models”, Bank of Greece, mimeo.

Liedo, D. and E. Muñoz (2010), “Nowcasting Spanish GDP Growth in Real Time: One and a Half Months Earlier”, Banco de España Working Paper No. 1037.

Marcellino, M., J.H. Stock, and M. Watson (2003), “Macroeconomic forecasting in the euro area: country specific versus area-wide information”, *European Economic Review*, 47, 1-18.

Sideris, D. and N. Zonzilos (2005), “The Greek Model of European System of Central Banks Multi-Country Model”, Bank of Greece Working Paper No. 20.





## V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι πέντε πρώτοι μήνες του 2016 χαρακτηρίστηκαν από έντονες διαπραγματεύσεις για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης στο πλαίσιο του νέου προγράμματος. Μετά την υλοποίηση πληθώρας προαπαιτούμενων δράσεων το δεύτερο εξάμηνο του 2015, που συνετέλεσαν στην επίτευξη και μάλιστα υπέρβαση του στόχου του δημοσιονομικού αποτελέσματος το 2015, η μεταρρυθμιστική προσπάθεια καθυστέρησε όσον αφορά την πλήρη αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος και τη φορολογία εισοδήματος. Ως εκ τούτου, πάγωσε η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του προγράμματος και δυσχεράνθηκε η ταμειακή διαχείριση, γεγονός που οδήγησε σε αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου. Το Μάιο του 2016 επιταχύνθηκε η θεσμοθέτηση των εκκρεμών προαπαιτούμενων σχετικά με τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος και την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος και θεσμοθετήθηκαν περαιτέρω δημοσιονομικά μέτρα που σχετίζονται μεταξύ άλλων με την αύξηση της έμμεσης φορολογίας, την περικοπή μισθολογικών δαπανών και την ίδρυση ενός αυτόματου μηχανισμού δημοσιονομικής προσαρμογής, προκειμένου να διασφαλιστεί η επίτευξη των στόχων του προγράμματος.

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης αναμένεται να επηρεάσει θετικά την οικονομία πολλαπλώς, τόσο μέσω της τόνωσης της ρευστότητας των επιχειρήσεων όσο και μέσω της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Εντούτοις, η σύνθεση του μίγματος πολιτικής αποτελεί αντίρροπο παράγοντα, καθώς αφορά ως επί το πλείστον φορολογικές ρυθμίσεις που ανακόπτουν την οικονομική ανάκαμψη. Για την αντιστάθμισή τους κρίνεται καθοριστική η απρόσκοπτη άμεση εφαρμογή του προγράμματος με έμφαση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, στην ενίσχυση των επενδύσεων, στον εξορθολογισμό τόσο των μη παραγωγικών δαπανών του δημόσιου τομέα όσο και του φορολογικού συστήματος, καθώς και στην αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας – δηλαδή σε πολιτικές που θα συντελέσουν στη διατήρηση του πρωτογενούς πλεονάσματος και στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους.

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



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

Το 2015 υπήρξαν έντονες αναταράξεις στο πολιτικοοικονομικό κλίμα, που επηρέασαν σημαντικά τη δημοσιονομική διαχείριση. Η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος πάγωσε κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, ενώ αποκαταστάθηκε κατά το δεύτερο εξάμηνο στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Μετά τη λήψη σειράς δημοσιονομικών μέτρων, τα δημόσια έσοδα ενισχύθηκαν σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του έτους και η δημοσιονομική διαχείριση ομαλοποιήθηκε παράλληλα με τη σταθεροποίηση της οικονομικής/πολιτικής κατάστασης. Επιπλέον, η ταξινόμηση φορέων εντός της γενικής κυβέρνησης, καθώς και ορισμένοι έκτακτοι παράγοντες που σχετίζονται μεταξύ άλλων με αυξημένες εισροές από την Ευρωπαϊκή Ένωση επηρέασαν θετικά το δημοσιονομικό αποτέλεσμα. Αντίθετα, η στατιστική καταγραφή στους λογαριασμούς της κυβέρνησης των συμβάσεων παραχώρησης πέντε αυτοκινητοδρόμων

<sup>1</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 31.5.2016.

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

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2012	2013	2014	2015
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	<b>-8,8</b>	<b>-13,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-7,2</b>
– Κεντρική κυβέρνηση	-8,3	-15,3	-4,4	-7,2
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	-0,5	2,3	0,8	0,0
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,2</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
<b>Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού</b>				
<b>Δημοσιονομικά στοιχεία<sup>2</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>
<b>Ταμειακά στοιχεία<sup>3</sup></b>	<b>-5,6<sup>4</sup></b>	<b>-7,1<sup>5</sup></b>	<b>-2,4<sup>6</sup></b>	<b>-1,9<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 2016).

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 δεδουλευμένοι τόκοι ύψους 4.751 εκατ. ευρώ για τα ομόλογα που συμμετείχαν στο PSI, καθώς και τόκοι ύψους 519 εκατ. ευρώ λόγω της επαναγοράς χρέους, που καταβλήθηκαν με τη μορφή βραχυπρόθεσμων τίτλων του ΕFSF.

5 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2,0 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.

6 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.

7 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).

λόγω τροποποίησης των συμβολαίων τους, καθώς και το κόστος της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών που κατέστη αναγκαία μέσα στο 2015 λειτούργησαν επιβαρυντικά. Ως εκ τούτου, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα επιδεινώθηκε έναντι του 2014, ενώ το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα, στο οποίο δεν περιλαμβάνονται η επίδραση του οικονομικού κύκλου καθώς και οι έκτακτοι παράγοντες, παρουσίασε μείωση έναντι του 2014 (βλ. Διάγραμμα V.1).

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2012-2015 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), το ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) για το 2015 παρουσιάζει έλλειμμα της τάξεως του 7,2% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 3,6% του ΑΕΠ το 2014 (βλ. Πίνακα V.1). Η μεγάλη επιδείνωση έναντι του 2014 οφείλεται στην επί-

πτωση της καθαρής κρατικής στήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα το 2015, ενώ μετά τη σχετική διόρθωση το αποτέλεσμα του 2015 παρουσιάζει βελτίωση έναντι του 2014, καταγράφοντας έλλειμμα 3,2% του ΑΕΠ και επαληθεύοντας την εκτίμηση της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού του 2016.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2015 με βάση το πρόγραμμα εκτιμάται<sup>2</sup> σε 0,7% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά τον αναθεωρημένο προς τα κάτω στόχο του νέου προγράμματος για πρωτογενές έλλειμμα 0,25% του ΑΕΠ. Στην επίτευξη του στόχου συνετέλεσαν τα δημοσιονομικά μέτρα που εφαρμόστηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2015 στο πλαίσιο του νέου προγράμματος, ενώ η υπέρβαση του οφείλεται στην καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων και των εισφορών κοι-

<sup>2</sup> Για το 2015, στο πρωτογενές αποτέλεσμα με βάση το πρόγραμμα, μεταξύ άλλων, δεν υπολογίζεται το κόστος στήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της τάξεως του 4,2% του ΑΕΠ.

νωνικής ασφάλισης, λόγω και της ηπιότερης ύφεσης έναντι της αρχικά προβλεπόμενης, στη μεγαλύτερη συγκράτηση των δαπανών, στην ταξινόμηση φορέων εντός της γενικής κυβέρνησης, καθώς και σε ορισμένους έκτακτους παράγοντες που σχετίζονται μεταξύ άλλων με αυξημένα έσοδα από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ως εκ τούτου, μέρος μόνο της υπέρβασης αυτής του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του στόχου αναμένεται να έχει θετική επίδραση στο 2016.

Το πρώτο διάστημα του 2016 χαρακτηρίστηκε από έντονη διαπραγματευτική προσπάθεια προκειμένου να ολοκληρωθεί η πρώτη αξιολόγηση στο πλαίσιο του νέου προγράμματος, η οποία προβλεπόταν αρχικά για τον Οκτώβριο του 2015. Η οικονομία περιήλθε σε μια παρατεταμένη στάση αναμονής όσον αφορά τη λήψη σημαντικών αποφάσεων που αναμένεται να επηρεάσουν καθοριστικά την οικονομική δραστηριότητα και σχετίζονται μεταξύ άλλων με την ολοκλήρωση της ασφαλιστικής και φορολογικής μεταρρύθμισης. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα να ανακοπεί η βελτίωση της πορείας ορισμένων οικονομικών δεικτών και σε άλλες περιπτώσεις να αντιστραφεί η θετική τους τάση.

Η καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης οδήγησε σε πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Όπως συνέβη και το αντίστοιχο διάστημα του 2015, εξαιτίας της περιορισμένης ρευστότητας και προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι υφιστάμενες υποχρεώσεις πληρωμών, αυξήθηκε ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης, ενώ ταυτόχρονα παρατηρήθηκαν αναβολές πληρωμών προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης. Ως εκ τούτου, οι ληξιπρόθεσμες οφειλές του Δημοσίου αυξήθηκαν σημαντικά το α' τρίμηνο του 2016, με αρνητικές συνέπειες στην πραγματική οικονομία.

Σ' ένα τέτοιο κλίμα παρατεταμένων διαβουλεύσεων και αλληπάλληλων μεταθέσεων της καταληκτικής ημερομηνίας της ολοκλήρωσης

της αξιολόγησης, η αβεβαιότητα αναζωπυρώθηκε και παρεμποδίστηκε η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών στην ελληνική οικονομία. Ειδικότερα, η απόδοση των εντόκων γραμματίων διάρκειας 13 εβδομάδων έχει διατηρηθεί στο υψηλό επίπεδο του 2,7%, όπου βρισκόταν καθ' όλη τη διάρκεια του 2015, στην τελευταία δημοπρασία του Απριλίου του 2016 (15.4.2016), από 1,70% το Νοέμβριο του 2014 (14.11.2014). Επίσης, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου διαμορφώθηκε στο 9,1% (2.5.2016), σε σύγκριση με 7,22% το Νοέμβριο του 2015 (24.11.2015) και μόλις 6,85% στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2014. Εντούτοις, με την επίτευξη της συμφωνίας στο Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης (Eurogroup) της 24ης Μαΐου, η αβεβαιότητα άρχισε να αποκλιμακώνεται, γεγονός που αντικατοπτρίστηκε άμεσα στη μείωση της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου στο 7,11% (25.5.2016).

Η στάση αναμονής είχε αρνητικές επιπτώσεις και στα δημοσιονομικά αποτελέσματα του πρώτου τετραμήνου του έτους. Τα συνολικά έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού εμφανίζουν μείωση έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου. Όσον αφορά τα φορολογικά έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού, παρότι είναι αυξημένα έναντι του περυσινού τετραμήνου λόγω των φορολογικών μέτρων του νέου προγράμματος, υπολείπονται του στόχου τους για το τετράμηνο. Επιπλέον, η φοροδοτική ικανότητα των φορολογουμένων παρουσιάζει σημάδια εξάντλησης, όπως υποδηλώνει η σημαντική αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο το α' τρίμηνο του έτους.<sup>3</sup>

Όσον αφορά την πρόοδο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, το Φεβρουάριο ψηφίστηκε ο νόμος 4369/2016<sup>4</sup> προς την κατεύθυνση της βελτίωσης της δημόσιας διοίκησης. Ο νόμος εντάσσεται στο γενικότερο πλαίσιο της συμ-

3 Σύμφωνα με τα στοιχεία Ιανουαρίου-Μαρτίου 2016 για την παρακολούθηση της φορολογικής διοίκησης, ο όγκος των ληξιπρόθεσμων οφειλών το Μάρτιο του 2016 ανήλθε σε 87,5 δισεκ. ευρώ.

4 "Εθνικό Μηρώο Επιτελικών Στελεχών Δημόσιας Διοίκησης, βαθμολογική διάθροση θέσεων, συστήματα αξιολόγησης, προαγωγών και επιλογής προϊσταμένων - διαφάνεια αξιοκρατία και αποτελεσματικότητα της Δημόσιας Διοίκησης και άλλες διατάξεις".

φωνίας με τους εταίρους σχετικά με την αποπολιτικοποίηση του δημόσιου τομέα και περιλαμβάνει θέματα αξιολόγησης, βαθμολόγησης και επιλογής των στελεχών της δημόσιας διοίκησης. Πρόκειται για ένα εγχείρημα που βασίζεται σε τέσσερις πυλώνες: το Εθνικό Μητρώο Επιτελικών Στελεχών, το Σύστημα Αξιολόγησης, τη βαθμολογική διάρθρωση των θέσεων και το Σύστημα Επιλογής Προϊσταμένων.

Επιπλέον, μετά από πολύμηνες συζητήσεις και διαπραγματεύσεις ως προς τις διατάξεις της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης, στις 8 Μαΐου 2016 ψηφίστηκε ο νόμος 4387/2016<sup>5</sup>, που περιλαμβάνει την ασφαλιστική μεταρρύθμιση καθώς και αλλαγές στη φορολογία εισοδήματος προκειμένου να ολοκληρωθεί η πλειοψηφία των προαπαιτούμενων δράσεων της πρώτης αξιολόγησης.

Οι κυριότερες ασφαλιστικές ρυθμίσεις του νόμου αφορούν μεταξύ άλλων: α) την απλοποίηση της δομής του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης με την απορρόφηση των υφιστάμενων φορέων κύριας ασφάλισης, καθώς και των τομέων ή λογαριασμών πρόνοιας/υγείας/ανεργίας στον Εθνικό Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ), β) τον ενιαίο υπολογισμό κύριων συνταξιοδοτικών παροχών, οι οποίες υπολογίζονται ως το άθροισμα της εθνικής σύνταξης (384 ευρώ) με προνοιακό χαρακτήρα και της ανταποδοτικής σύνταξης, η οποία υπολογίζεται βάσει των αποδοχών ή του εισοδήματος επί των οποίων καταβλήθηκαν εισφορές κατά τη διάρκεια όλου του εργασιακού βίου και του ποσοστού αναπλήρωσης για κάθε επιμέρους περίοδο ασφάλισης, γ) τον υπολογισμό των εισφορών των αυτοαπασχολούμενων, των ελευθέρων επαγγελματιών και των αγροτών επί του εισοδήματός τους, δ) την αύξηση για μια εξαετία των εισφορών για την επικουρική ασφάλιση μισθωτών, εργοδοτών, αυτοαπασχολούμενων και ελευθέρων επαγγελματιών, ε) τη λειτουργία αυτόματου μηχανισμού εξισορρόπησης σε περίπτωση ελλειμμάτων στην επικουρική ασφάλιση, στ) τη θέσπιση ενιαίων κανόνων εισφορών κλάδου κύριας σύνταξης με το

συνολικό ποσοστό εισφοράς κλάδου σύνταξης στον ΕΦΚΑ να ορίζεται σε 20%, που συνεπάγεται αύξηση εισφορών για αυτοαπασχολούμενους και αγρότες, ζ) τη θέσπιση ποσοστού 6,95% επί του εισοδήματος αυτοαπασχολούμενων και αγροτών για ασφαλιστικές εισφορές υγειονομικής περίθαλψης, η) την αναπροσαρμογή των επικουρικών συντάξεων με βάση τα δημογραφικά δεδομένα, τα οποία στηρίζονται σε εγκεκριμένους αναλογιστικούς πίνακες θνησιμότητας, και το πλασματικό ποσοστό επιστροφής (εισφορών), θ) το νέο τρόπο υπολογισμού του εφάπαξ, ι) την αυστηροποίηση των κριτηρίων για την παροχή του επιδόματος κοινωνικής αλληλεγγύης συνταξιούχων (ΕΚΑΣ) έως το 2019 και την κατάργησή του από το 2020 και ια) τη θέσπιση επιδόματος κοινωνικής αλληλεγγύης ανασφάλιστων υπερηλίκων.

Οι αλλαγές στη φορολογία εισοδήματος τις οποίες περιλαμβάνει ο εν λόγω νόμος αφορούν: α) την καθιέρωση νέας ενιαίας κλίμακας για μισθωτούς, συνταξιούχους, ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες, με συντελεστές 22%, 29%, 37% και 45%, β) τη φορολόγηση του αγροτικού εισοδήματος με τη νέα κλίμακα, γ) την καθιέρωση βασικής έκπτωσης φόρου 1.900 ευρώ για φορολογούμενο χωρίς παιδιά, 1.950 ευρώ για φορολογούμενο με ένα παιδί, 2.000 ευρώ για φορολογούμενο με δύο παιδιά και 2.100 ευρώ για φορολογούμενο με τρία ή περισσότερα παιδιά, για εισοδήματα έως 20.000 ευρώ, η οποία βαίνει μειούμενη (κατά 10 ευρώ ανά 1.000 ευρώ εισοδήματος) για υψηλότερα εισοδήματα, δ) τη θέσπιση νέας κλίμακας ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης με περισσότερα και υψηλότερα κλιμάκια (από 2,2% έως 10%), η οποία δεν θα υπολογίζεται πλέον στο σύνολο του εισοδήματος αλλά θα επιβάλλεται σε κάθε κλιμάκιο εισοδήματος, ε) τη θέσπιση τριών συντελεστών για το φόρο εισοδήματος από περιουσία (15%, 35% και 45%), στ) την αύξηση του συντελεστή φορολόγησης των επιχειρηματικών κερδών προ-

<sup>5</sup> “Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας – Μεταρρύθμιση ασφαλιστικού-συνταξιοδοτικού συστήματος – Ρυθμίσεις φορολογίας εισοδήματος και τυχερών παιγνίων”.



σωπικών εταιριών (ΟΕ, ΕΕ) που τηρούν απλογραφικά βιβλία από το 26% στο 29%, ζ) την αύξηση του συντελεστή φορολόγησης μερισμάτων από 10% σε 15% και η) την αναστολή της εφαρμογής του ειδικού τέλους στα τυχερά παιχνίδια.

Στη συνεδρίαση του Συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης (Eurogroup) στις 9 Μαΐου, αναγνωρίστηκε η πρόοδος της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας όσον αφορά τη δέσμη μέτρων που ψηφίστηκε και ορίστηκαν οι επιπλέον δράσεις προκειμένου να ολοκληρωθεί η πρώτη αξιολόγηση. Οι προαπαιτούμενες δράσεις αφορούσαν: α) ρυθμίσεις στην έμμεση φορολογία και στο μισθολόγιο των δημοσίων υπαλλήλων, β) την ενίσχυση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων μέσω της ίδρυσης του νέου ταμείου και της μεταφοράς σε αυτό μέρους της περιουσίας του Ελληνικού Δημοσίου, γ) την εφαρμογή της στρατηγικής σχετικά με τη διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση και των μη εξυπηρετούμενων δανείων και δ) τη θέσπιση ενός μηχανισμού αυτόματης δημοσιονομικής προσαρμογής που θα διασφαλίζει την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου.

Επιπλέον, το Eurogroup ανανέωσε την πρόθεσή του για λήψη μέτρων σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, υπό την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής των δράσεων στο πλαίσιο του προγράμματος, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι ανάγκες για την εξυπηρέτησή του θα παραμένουν σε διατηρήσιμο επίπεδο. Τα μέτρα που είναι δυνατόν να εξεταστούν αφορούν μεταξύ άλλων επιμήκυνση των περιόδων χάριτος και αποπληρωμής, καθώς και τη χρήση των κερδών των ομολόγων που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης (SMP και ANFA), των οποίων η είσπραξη δεν προβλεπόταν στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, ενώ αποκλείστηκε σαφώς το ενδεχόμενο μείωσης της ονομαστικής αξίας του χρέους.

Στο παραπάνω πλαίσιο, στις 22 Μαΐου 2016 ψηφίστηκε ο νόμος 4389/2016<sup>6</sup> που μεταξύ

άλλων περιλαμβάνει: α) τη σύσταση νέας ανεξάρτητης φορολογικής αρχής που θα διαδεχθεί τη Γενική Γραμματεία Δημοσίων Εσόδων από την 1.1.2017, β) νέα δέσμη φορολογικών μέτρων που αφορούν έμμεσους φόρους, γ) τροποποίηση του ΕΝΦΙΑ (μείωση του αφορολόγητου, αυξήσεις συντελεστών και καταργήσεις απαλλαγών), δ) την εθνική στρατηγική για τη διαχείριση του ιδιωτικού χρέους, ε) τη σύσταση της Ελληνικής Εταιρίας Συμμετοχών και Περιουσίας Α.Ε., στ) τον πλήρη ιδιοκτησιακό διαχωρισμό της ΑΔΜΗΕ Α.Ε. από τη ΔΕΗ, ζ) τη σύσταση της Γενικής Γραμματείας Ψηφιακής Πολιτικής, η) την επέκταση του περιορισμού των προσλήψεων στο Δημόσιο στα έτη 2017 (κανόνας 1:4, δηλαδή μια πρόσληψη για τέσσερις αποχωρήσεις) και 2018 (κανόνας 1:3, δηλαδή μια πρόσληψη για τρεις αποχωρήσεις), θ) πάγωμα της μισθολογικής ωρίμανσης και προαγωγής των υπαλλήλων που αμείβονται με ειδικά μισθολόγια έως και το 2018 και ι) την ίδρυση ενός αυτόματου μηχανισμού δημοσιονομικής προσαρμογής.

Ειδικότερα όσον αφορά την έμμεση φορολογία, η νέα δέσμη μέτρων προβλέπει μεταξύ άλλων: α) αύξηση του ΦΠΑ από 23% στο 24% (από 1.6.2016), β) αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο πετρέλαιο θέρμανσης και στην κηροζίνη (από 15.10.2016), καθώς και στα καύσιμα και στο πετρέλαιο κίνησης (από 1.1.2017), γ) κατάργηση του ΕΦΚ στο φυσικό αέριο για ηλεκτροπαραγωγή (από 1.6.2016) και μείωσή του για οικιακή και για βιομηχανική χρήση (από 1.1.2017), δ) αύξηση του ΕΦΚ στη μπύρα (από 1.6.2016) και στον καφέ (από 1.1.2017), ε) αύξηση του φόρου στον καπνό και επιβολή ΕΦΚ στα ηλεκτρονικά τσιγάρα (από 1.1.2017), στ) αναμόρφωση των τελών ταξινόμησης αυτοκινήτων και αλλαγές στο φόρο πολυτελείας (1.6.2016), ζ) αύξηση του φόρου μερισμάτων από 10% σε 15% (για εισοδήματα που αποκτώνται από 1.1.2017), η) αύξηση της συμμετοχής του Δημοσίου στα τυχερά παιχνίδια από 30% σε

<sup>6</sup> “Επείγουσες διατάξεις για την εφαρμογή της Συμφωνίας Δημοσιονομικών Στόχων και Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων και άλλες διατάξεις.”

35% (από 1.1.2016), θ) επιβολή φόρου διαμονής στα κύρια ξενοδοχειακά καταλύματα και στα ενοικιαζόμενα επιπλωμένα δωμάτια-διαμερίσματα (από 1.1.2018) και ι) επιβολή τέλους ύψους 10% στη συνδρομητική τηλεόραση (από 1.6.2016) και τέλους ύψους 5% στη σταθερή τηλεφωνία (από 1.1.2017).

Όσον αφορά τον αυτόματο μηχανισμό δημοσιονομικής προσαρμογής του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης, σκοπός του είναι η διασφάλιση της επίτευξης των δημοσιονομικών στόχων του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής και του νέου προγράμματος, μέσω της λήψης δημοσιονομικών μέτρων για την περίοδο 2017-2019. Σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή, κάθε έτος θα συντάσσεται από τον Υπουργό Οικονομικών έκθεση που θα διαπιστώνει τυχόν αρνητική απόκλιση (άνω του 0,25% του ΑΕΠ) του δημοσιονομικού αποτελέσματος από το στόχο του προγράμματος και θα αποτυπώνει το συνολικό ύψος κατά το οποίο πρέπει να περιοριστεί η εκτέλεση του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης. Σε αυτή τη βάση θα εκδίδεται μέχρι την 31η Μαΐου του ίδιου έτους, μετά από πρόταση του Υπουργού Οικονομικών, Προεδρικό Διάταγμα με το οποίο θα περιορίζεται η εκτέλεση του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης, με μείωση των δαπανών (έως 2% του ΑΕΠ) που θα ορίζονται σε αυτό. Σε περίπτωση παρέλευσης της ως άνω προθεσμίας χωρίς τις απαιτούμενες ενέργειες, η δημοσιονομική προσαρμογή θα επέρχεται αυτόματα από 1ης Ιουνίου του ίδιου έτους με μείωση κατά ίσο ποσοστό του συνόλου των δαπανών όλων των κατηγοριών του εκτελούμενου προϋπολογισμού. Από τη μείωση αυτή θα εξαιρούνται κατηγορίες δαπανών που σχετίζονται μεταξύ άλλων με υγεία, δημόσιες επενδύσεις και πρόνοια. Επίσης, παρέχεται η δυνατότητα λήψης μόνιμων διορθωτικών μέτρων σε αντικατάσταση μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής, συμπεριλαμβανομένων μέτρων στο σκέλος των εσόδων. Τέλος, προβλέπεται η δυνατότητα αναστολής της επιβολής των μέτρων ή μείωσης του ύψους τους όταν η απόκλιση οφείλεται σε περίπτωση: α) φυσικών καταστροφών ή ανωτέρας βίας με δημο-

σιονομική επίπτωση που υπερβαίνει το 0,5% του ΑΕΠ και β) υστέρησης του πραγματικού ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ που υπερβαίνει το 0,5%. Στη δεύτερη αυτή περίπτωση, η απόκλιση θα μειώνεται κατά ένα ποσοστό που θα υπολογίζεται ως το ήμισυ της διαφοράς του καταγραφόμενου πραγματικού ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ, όπως προκύπτει από την ετήσια ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ το Μάρτιο, σε σχέση με την πρόβλεψη του πραγματικού ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ, όπως αποτυπώνεται στο εκάστοτε Τεχνικό Μνημόνιο Συνεργασίας.

Στη συνεδρίαση του Συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης (Eurogroup) στις 24 Μαΐου, αναγνωρίστηκε η επίτευξη συμφωνίας σε επίπεδο τεχνικών κλιμακίων (staff-level agreement) και εξουσιοδοτήθηκε η ομάδα εργασίας του Συμβουλίου (Euroworking group) να πιστοποιήσει την πλήρη εφαρμογή των προαπαιτούμενων δράσεων προκειμένου να ολοκληρωθεί η πρώτη αξιολόγηση και να εκταμιευθεί η επόμενη δόση στο πλαίσιο του προγράμματος. Οι εκκρεμείς δράσεις αφορούσαν διορθώσεις στη νομοθεσία σχετικά με το άνοιγμα της αγοράς για την πώληση δανείων και σχετικά με την ασφαλιστική μεταρρύθμιση, καθώς και ενέργειες στο πεδίο των αποκρατικοποιήσεων.

Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, το Συμβούλιο υπενθύμισε το μεσοπρόθεσμο στόχο πρωτογενούς πλεονάσματος 3,5% του ΑΕΠ από το 2018 και έπειτα και υπογράμμισε τη σημασία της δημοσιονομικής πορείας σύμφωνα με τις δημοσιονομικές δεσμεύσεις στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επίσης, συμφώνησε με την υιοθέτηση του ύψους των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών ως ποσοστού του ΑΕΠ ως σημείου αναφοράς για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας του χρέους. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, το ποσοστό αυτό θα πρέπει να παραμένει κάτω από το 15% του ΑΕΠ κατά τη μεσοπρόθεσμη περίοδο μετά τη λήξη του προγράμματος και κάτω από το 20% του ΑΕΠ εφεξής. Επιπλέον, στο πλαίσιο των γενικών κατευθυντήριων αρχών που συμφωνήθηκαν στις 9 Μαΐου, το

Συμβούλιο συμφώνησε σε μια δέσμη μέτρων για το χρέος που θα τεθούν σταδιακά σε εφαρμογή, όπως είναι απαραίτητο προκειμένου να τηρηθεί το συμφωνημένο πλαίσιο για τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες, και θα υπόκεινται στις προκαθορισμένες προϋποθέσεις του προγράμματος (βλ. Ειδικό θέμα V.1).

Η ολοκλήρωση της αξιολόγησης αναμένεται να επηρεάσει θετικά την οικονομία με πολλούς τρόπους. Ένα πρώτο και άμεσο όφελος αναμένεται να είναι η αποκατάσταση της ρευστότητας του Δημοσίου με την αποδέσμευση της επόμενης δόσης ύψους 10,3 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του προγράμματος. Από αυτά, τα 7,5 δισεκ. θα εκταμειωθούν μέσα στον Ιούνιο μετά την επικύρωση της αξιολόγησης από τα ξένα κοινοβούλια, εκ των οποίων 1,8 δισεκ. ευρώ θα χρησιμοποιηθούν για τη μείωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, γεγονός που θα ωφελήσει την πραγματική οικονομία και θα δώσει ώθηση στην ανάπτυξη. Το υπόλοιπο ποσό της δόσης, ύψους 2,8 δισεκ. ευρώ, αναμένεται να εκταμειωθεί το Σεπτέμβριο, εκ των οποίων 1,7 δισεκ. ευρώ θα χρησιμοποιηθούν και πάλι για τη μείωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου. Επιπλέον, με την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης ανοίγει ο δρόμος για την επαναφορά της δυνατότητας των ελληνικών τραπεζών να δανειζονται απευθείας από την ΕΚΤ με μειωμένο κόστος, που σε συνδυασμό με την εφαρμογή της στρατηγικής για τα δάνεια σε καθυστέρηση αναμένεται να οδηγήσει σε αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα, σε περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και σε ενίσχυση της προσφοράς ρευστότητας στην ιδιωτική οικονομία. Η ενδεχόμενη ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ θα έχει επιπλέον θετικές επιδράσεις στη ρευστότητα προς την ιδιωτική οικονομία. Τέλος, είναι πλέον σαφώς ορισμένο το πλαίσιο της οικονομικής πολιτικής για τα επόμενα έτη, καθώς ως προαπαιτούμενα έχουν θεσμοθετηθεί το σύνολο των απαραίτητων ρυθμίσεων για την επιτυχή εφαρμογή του τριετούς προ-

γράμματος, γεγονός που δημιουργεί σταθερότητα, ενισχύει την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και συντελεί στη δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικότερου προς τις ιδιωτικές επενδύσεις.

Ωστόσο, για άλλη μια φορά το μίγμα πολιτικής αποτελείται ως επί το πλείστον από φορολογικές επιβαρύνσεις, που επιδρούν αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα και επιβραδύνουν την οικονομική ανάκαμψη. Πράγματι, ως αποτέλεσμα των αλληλέλληλων φορολογικών μέτρων κατά τα τελευταία έτη στο πλαίσιο των προγραμματίων οικονομικής προσαρμογής, τα φορολογικά έσοδα μειώνονται συνεχώς σε ονομαστικές τιμές, ενώ ως ποσοστό του ΑΕΠ υπολείπονται σταθερά του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ, τόσο λόγω της ονομαστικής τους μείωσης όσο και λόγω της δραματικής μείωσης του ΑΕΠ. Επίσης, η δομή τους, σε αντίθεση με τις άλλες ανεπτυγμένες χώρες, παρουσιάζει μεγαλύτερη εξάρτηση από έμμεσους φόρους (που αποτελούνται κυρίως από τον ΦΠΑ) σε σύγκριση με τους άμεσους φόρους (που αποτελούνται κυρίως από τους φόρους εισοδήματος και κεφαλαίου), γεγονός που συνεπάγεται μεγαλύτερη οικονομική ανισότητα.<sup>7</sup>

Όσον αφορά τα έσοδα από τον ΦΠΑ, μετά την αύξηση του συντελεστή από το 18% στο 19% το 2005, ακολούθησαν τρεις αυξήσεις την περίοδο 2010-2011 και η μεγαλύτερη αναμόρφωση του 2015 με τις μετατάξεις πολλών προϊόντων στον υψηλό συντελεστή. Με την πρόσφατη αύξηση του βασικού συντελεστή από 23% σε 24% στον πολυνόμο του Μαΐου, η Ελλάδα θα διαθέτει τον τέταρτο υψηλότερο ΦΠΑ στην ΕΕ, γεγονός που συνεπάγεται περαιτέρω επιβάρυνση του επενδυτικού κλίματος, ειδικότερα σε σύγκριση με τις γειτονικές χώρες.<sup>8</sup> Παρά τις διαδοχικές αυξήσεις του συντελεστή τα τελευταία έτη, τα έσοδα από

<sup>7</sup> Βλ. επίσης Τράπεζα Πειραιώς, *Η φορολογική διάθροιση σε Ελλάδα και ΕΕ, Συγκριτική Ανάλυση*, Απρίλιος 2016.

<sup>8</sup> Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τα βιομηχανικά προϊόντα που παράγονται στην Κύπρο επιβαρύνονται με ΦΠΑ 19%, στη Βουλγαρία με 20%, στη Ρουμανία με 16,5%, στην Τουρκία με 15% και στην Ιταλία με 22%.

ΦΠΑ βαίνουν μειούμενα,<sup>9</sup> ως αποτέλεσμα μεταξύ άλλων της μεγάλης μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος, της εκτεταμένης φοροδιαφυγής και της αναποτελεσματικότητας των εισπρακτικών μηχανισμών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο ποσοστιαίος δείκτης που καταγράφει τη διαφορά των πραγματικών εισπράξεων ΦΠΑ από το ποσό που κανονικά θα έπρεπε να εισπράττεται (VAT Gap) ανήλθε το 2013 για την Ελλάδα στο 34% των θεωρητικών εσόδων ΦΠΑ, έναντι 15,2% στην ΕΕ, σημειώνοντας το τέταρτο υψηλότερο ποσοστό.<sup>10</sup>

Πέραν της αύξησης του ΦΠΑ, πλήγμα στην ήδη επιβαρυνόμενη επιχειρηματικότητα καταφέρουν και οι αυξήσεις στα καύσιμα που διογκώνουν το μεταφορικό και ενεργειακό κόστος των επιχειρήσεων, οι αυξημένοι συντελεστές του ΕΝΦΙΑ, καθώς και η αύξηση του φορολογικού συντελεστή για τα κέρδη των προσωπικών εταιριών και η αλλαγή στη φορολόγηση των επενδύσεων.

Επιπλέον, η αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών εντείνει τη φορολογική επιβάρυνση της εργασίας και οδηγεί μεσοπρόθεσμα σε μείωση του ΑΕΠ. Όπως αναφέρεται και σε πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ,<sup>11</sup> η μέση φορολογική επιβάρυνση στην Ελλάδα υπολογίζεται σε 39,3% το 2015 έναντι μέσου όρου 35,9%, κατατάσσοντας τη χώρα στη 14η θέση ανάμεσα στις 34 χώρες του ΟΟΣΑ. Με τις νέες ρυθμίσεις το ποσοστό αυτό αναμένεται να αυξηθεί, δημιουργώντας ανικίνητρα για εργασία και εντείνοντας τα κίνητρα για εισφοροδιαφυγή, παρεμποδίζοντας πολύπλευρα την οικονομική ανάκαμψη.<sup>12</sup>

Αντίθετα, η δημοσιονομική προσαρμογή, προκειμένου να συντελέσει στην ταχύτερη επά-

νοδο της οικονομίας σε τροχιά διατηρήσιμης ανάπτυξης, ενδείκνυται να βασίζεται σε παρεμβάσεις που αφορούν εξορθολογισμό των μη παραγωγικών δαπανών του Δημοσίου, καθώς έχουν μικρότερη αρνητική επίδραση στο ΑΕΠ από ό,τι οι παρεμβάσεις που αφορούν φορολογικές αυξήσεις.<sup>13</sup>

Είναι αυτονόητο ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θεσμοθετούνται στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της αξιολόγησης πρέπει να υλοποιηθούν άμεσα και απαρέγκλιτα, 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. Η άμεση εφαρμογή των αποκρατικοποιήσεων και των δράσεων για αποτελεσματικότερη δημόσια διοίκηση (διαφάνεια, αξιοκρατία, μείωση γραφειοκρατίας κ.ά.), βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και πάταξη της φοροδιαφυγής, μεταξύ άλλων, αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων που θα οδηγήσουν στην επίτευξη διατηρήσιμου πρωτογενούς πλεονάσματος και στη μείωση του δημόσιου χρέους (βλ. Πλαίσιο V.1).

<sup>9</sup> Εντούτοις, το τελευταίο επτάμηνο (Οκτώβριος 2015-Απρίλιος 2016) οι εισπράξεις από ΦΠΑ έχουν επηρεαστεί θετικά όχι μόνο από την αύξηση των φορολογικών συντελεστών, αλλά και από την αυξημένη χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών λόγω της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

<sup>10</sup> Βλ. European Commission, *Study to quantify and analyse the VAT Gap in the EU Member States*, 2015 Report.

<sup>11</sup> OECD, *Taxing Wages – Greece*, 2016.

<sup>12</sup> Βλ. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014* (Φεβρουάριος 2015), σελ. 132.

<sup>13</sup> *The composition of fiscal adjustments: new evidence*, Alesina A., Barbiero O., Favero C., Giavazzi F. and Paradisi M., January 2015.

## Πλαίσιο V.1

### Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η αποτελεσματική διαχείριση των δημοσιονομικών εργαλείων έχει ιδιαίτερη βαρύτητα στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, ιδιαίτερα στην παρούσα συγκυρία όπου ύστερα από έξι

χρόνια αυστηρής δημοσιονομικής πολιτικής οι δυνατότητες παρέμβασης, τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και από την πλευρά των δαπανών, είναι περιορισμένες. Η επιτυχής υλοποίηση του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής συναντά δημοσιονομικές προκλήσεις, σε ένα υφεσιακό περιβάλλον όπου ο αρνητικός ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης συνδέεται με αποπληθωρισμό, ανεργία, αρνητικό παραγωγικό κενό και υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ – παράγοντες που επιδρούν ανασχετικά στην επενδυτική πρωτοβουλία και, κατά συνέπεια, στην ανάκαμψη του ΑΕΠ και τη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών. Η δυναμική των αυτόματων σταθεροποιητών, σε μια οικονομία που βρίσκεται σε πρόγραμμα, είναι εξασθενημένη και τόσο η αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης (σε μεγάλο βαθμό) όσο και η μείωση των δαπανών (σε μικρότερο βαθμό) αναμένεται να επιβαρύνουν το ΑΕΠ και να αυξήσουν το παραγωγικό κενό.<sup>1</sup>

Παρ' όλα αυτά, η βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος είναι δέσμευση των κυβερνήσεων και επομένως η υλοποίηση των διαρθρωτικών παρεμβάσεων κρίνεται καθοριστικής σημασίας για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας και την ενίσχυση του δυναμικού ΑΕΠ.<sup>2</sup>

Ξεκινώντας από το σκέλος των δαπανών, οι όποιες παρεμβάσεις θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τη συμβολή της δημοσιονομικής πολιτικής στην εξομάλυνση των συνεπειών του οικονομικού κύκλου. Έτσι, οι σχεδιαζόμενες περικοπές δαπανών δεν θα πρέπει να αφορούν το πρόγραμμα των δημοσίων επενδύσεων, αφού οι δημόσιες επενδύσεις συνεισφέρουν θετικά στην οικονομική μεγέθυνση.<sup>3</sup> Μελέτη του ΟΟΣΑ υποστηρίζει<sup>4</sup> ότι οι δημόσιες επενδύσεις στο χώρο της υγείας (νοσοκομεία και εξοπλισμό) και της παιδείας επηρεάζουν σημαντικά τη μακροπρόθεσμη μεγέθυνση της οικονομίας.

Η πληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών από το κράτος προς τους ιδιώτες ή/και ο συμψηφισμός τους με τις οφειλές των ιδιωτών προς το κράτος θα μπορούσε να έχει θετική συμβολή στην ανάκαμψη του ΑΕΠ, αφού ενισχύει τη ρευστότητα της οικονομίας και την αξιοπιστία της κυβέρνησης στις αγορές. Οι προβλέψεις της κυβέρνησης θα πρέπει να συνυπολογίζουν και την εξέλιξη των ληξιπρόθεσμων οφειλών, οι οποίες θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στην κατάρτιση του Κρατικού Προϋπολογισμού.

Η στοχοθεσία και ο έλεγχος των δαπανών των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης θεωρούνται σημαντικά βήματα για συγκράτηση των δαπανών. Θα πρέπει όμως πιθανές αποκλίσεις από τους στόχους να επανεξετάζονται με βάση μια πολιτική δαπανών και ταυτόχρονα να αξιολογείται και η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης.

Οι όποιες αναγκαίες περικοπές θα πρέπει να συνδέονται με την ιεράρχησή τους με βάση τις μικρότερες πολλαπλασιαστικές επιπτώσεις που έχουν για το ΑΕΠ συγκεκριμένες κατηγορίες δαπανών.

Η αξιοποίηση των προγραμμάτων ΕΣΠΑ για την ενίσχυση της απασχόλησης αναμένεται να έχει θετικές επιδράσεις, στην οικονομική ανάκαμψη και την παραγωγικότητα. Προς την ίδια κατεύ-

1 Για την ελληνική οικονομία έχει επανειλημμένα αναφερθεί στη βιβλιογραφία και υποστηριχθεί και από την Τράπεζα της Ελλάδος ότι ο πολλαπλασιαστές φόρων είναι σημαντικά μεγαλύτερος από τον πολλαπλασιαστή δαπανών. Αυτό από μόνο του υποδεικνύει τις επιπτώσεις της φορολογικής επιβάρυνσης στο ΑΕΠ της οικονομίας, βλ. π.χ. *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, 2013 και 2015 και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015*, Φεβρουάριος 2016.

2 Για τη συμβολή των διαρθρωτικών παρεμβάσεων στο δυναμικό ΑΕΠ, βλ. "The potential growth impact of structural reforms in the EU. A benchmarking exercise", *European Economy, Economic papers 541*, December 2014.

3 Για τη συμβολή των δημοσίων επενδύσεων στο ΑΕΠ, βλ. Πλαίσιο VI.2 στην *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015*, Φεβρουάριος 2016.

4 "The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality", OECD, WP No 1, 22.3.2016.



θυνηση θα μπορούσαν να συμβάλουν οι συμπράξεις του δημόσιου με τον ιδιωτικό τομέα (ΣΔΙΤ) και οι δαπάνες για τα συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα.

Αντίστοιχα, θετική για την οικονομική ανάκαμψη θα μπορούσε να είναι η αναδιοργάνωση των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης σε ευέλικτα σχήματα εξειδικευμένου προσωπικού, π.χ. συμπράξεις με τοπικούς επαγγελματικούς και επιστημονικούς φορείς, που αναμένεται να γνωρίζουν καλύτερα από κάθε άλλον τις τοπικές ανάγκες και τις δυνατότητες. Αυτό θα επιτρέψει στους ΟΤΑ να αξιοποιήσουν τις οικονομίες κλίμακας, ενισχύοντας την έρευνα και την καινοτομία και την επιχειρηματικότητα στις περιοχές τους. Έτσι, θα μπορούσαν αφενός να συμβάλουν στην αύξηση της παραγωγικότητας και τη μείωση της τοπικής ανεργίας και αφετέρου να έχουν ίδια έσοδα ώστε να επιβαρύνουν λιγότερο τον Κρατικό Προϋπολογισμό.

Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι η φορολογική επιβάρυνση συνδέεται με αρνητική σχέση με το ΑΕΠ της οικονομίας. Παρ' όλα αυτά, ενώ η δίκαιη κατανομή των φορολογικών βαρών κρίνεται καθοριστική για την ομαλή λειτουργία της κοινωνίας, η ελληνική πραγματικότητα από το 2010 και μετά καταδεικνύει ότι ένα μεγάλο μέρος της ύφεσης εξηγείται από την επίπτωση της φορολογικής επιβάρυνσης στο ΑΕΠ. Οι εκτιμήσεις υποδηλώνουν ότι ο πολλαπλασιαστής των φόρων στην Ελλάδα είναι σημαντικά μεγαλύτερος από τον πολλαπλασιαστή των δημόσιων δαπανών. Με δεδομένη την ανάγκη να επιτευχθούν οι στόχοι, οι φορολογικές παρεμβάσεις θα πρέπει να επικεντρωθούν στη βελτίωση των φορολογικών εσόδων μέσα από τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις του φορολογικού συστήματος, που αφορούν τόσο τη φορολογική διοίκηση όσο και τη σύνθεση της φορολογίας.

Τα περιθώρια βελτίωσης των φορολογικών εσόδων μέσα από παρεμβάσεις στη φορολογική διοίκηση είναι εμφανή, αν κανείς αναλογιστεί την απόκλιση που υπάρχει ανάμεσα στα πραγματοποιηθέντα και τα δυνητικά έσοδα.<sup>5</sup>

Οι μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να στοχεύουν στη βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού. Με τη μείωση της πολυπλοκότητας της φορολογικής νομοθεσίας μπορεί να ενισχυθεί η εθελοντική φορολογική συμμόρφωση, υπό την προϋπόθεση ότι θα αναπτυχθεί ένας ελεγκτικός μηχανισμός που θα είναι λειτουργικά ικανός να ελέγχει τη φοροδιαφυγή και όχι μόνο να εντοπίζει τους μη συνεπείς φορολογούμενους, αλλά και να επιβάλλει κυρώσεις μέσω ενός ισχυρού αλλά και δίκαιου πλαισίου ποινών. Αυτό βέβαια θα πρέπει να συνδέεται με την κατάλληλη εκστρατεία καλλιέργειας της φορολογικής συνείδησης των πολιτών.

Η διαφοροποίηση των φορολογούμενων σε κατηγορίες (differential treatment) ανάλογα με τη συνεισφορά τους στο σύνολο των φορολογικών εσόδων και η δημιουργία ομάδων εποπτείας της φοροδοτικής τους ικανότητας (π.χ. για τις κατηγορίες με μεγάλη συνεισφορά) θα μπορούσαν να συμβάλουν στη βελτίωση του μηχανισμού συλλογής φόρων, διότι θα διευκόλυναν τον εντοπισμό των διαχρονικών αλλαγών στο δηλωθέν εισόδημα των φορολογούμενων λειτουργώντας και ως ένδειξη φοροδιαφυγής (όταν για παράδειγμα υπάρχουν έσοδα που δεν μπορούν να δικαιολογηθούν).

Η αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων της τεχνολογίας (ευρεία χρήση μηχανογραφημένων συστημάτων στη δημόσια διοίκηση) θα μπορούσε, πέρα από τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους, να είναι καθοριστική στη διασταύρωση των στοιχείων που αφορούν τους φορολογούμενους (οικονομική κατάσταση, περιουσία, εργασία). Βέβαια, αυτό προϋποθέτει και την ύπαρξη ενός δικτύου που θα συνδέει όλους τους δημόσιους φορείς και τους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης.

5 Σύμφωνα με την ΕΕ, το φορολογικό κενό για τον ΦΠΑ (VAT Gap) για το 2013 εκτιμάται για την Ελλάδα στο 34%.

Η επανεξέταση του ειδικού καθεστώτος των φοροαπαλλαγών και η κατάργησή τους όταν δεν υπάρχει στόχευση, όπως έχει υποστηρίξει η Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>6</sup> θα μπορούσε να θεωρηθεί ως πηγή θετικών επιδράσεων εσόδων αφού πέρα από το άμεσο αποτέλεσμα στα έσοδα απλοποιεί και τη φορολογική νομοθεσία.

Η ηλεκτρονική υποβολή των φορολογικών δηλώσεων είναι προς τη σωστή κατεύθυνση και μεταξύ άλλων περιορίζει την επαφή ανάμεσα στον φορολογούμενο και τον εφοριακό υπάλληλο, ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα διαφθοράς.

Η ανεξαρτησία της Γενικής Γραμματείας Εσόδων θα συμβάλει προς τη βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και την ελαχιστοποίηση των πολιτικών παρεμβάσεων στη διαδικασία της συλλογής των φορολογικών εσόδων.

Η στελέχωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού με εξειδικευμένο προσωπικό είναι καθοριστικής σημασίας. Οποιαδήποτε φορολογική μεταρρύθμιση θα πρέπει να αξιοποιεί τη γνώση και την εμπειρία των εργαζομένων στο φοροεισπρακτικό μηχανισμό ώστε οι μεταρρυθμίσεις να γίνουν ιδιοκτησία τους<sup>7</sup> (ownership) προκειμένου να τις υποστηρίζουν και να τις προωθούν.

Η σύνθεση της φορολογίας, από την άλλη πλευρά, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως όχημα για την οικονομική ανάπτυξη. Για παράδειγμα, μία μείωση των φορολογικών συντελεστών επί των κερδών των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με την πολιτική δέσμευση για ένα σταθερό φορολογικό σύστημα, θα μπορούσε να συμβάλει στην αύξηση τόσο των εγχώριων όσο και των ξένων άμεσων επενδύσεων. Αντίστοιχα, το ειδικό φορολογικό καθεστώς για την επιχειρηματικότητα που εφαρμόζεται σε συγκεκριμένες περιοχές θα μπορούσε να μειώσει την ανεργία και να αυξήσει το παραγόμενο προϊόν και το εισόδημα των περιοχών αυτών. Κάτι τέτοιο βέβαια θα είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικό αν η δομή της τοπικής αυτοδιοίκησης μεταρρυθμιστεί με τρόπο ώστε να μπορεί να συμβάλει επί της ουσίας στην ανάπτυξη των περιοχών της, αξιοποιώντας τις οικονομίες κλίμακας, όπως προαναφέρθηκε.

Στο ίδιο μήκος κύματος, φορολογικά κίνητρα θα μπορούσαν να συνδεθούν με την επένδυση σε έρευνα και ανάπτυξη, της οποίας η συμβολή στη μεγέθυνση της οικονομίας είναι αναμφισβήτητη.

Η επιβάρυνση της απασχόλησης μέσω αύξησης είτε των φορολογικών συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος είτε των εργοδοτικών εισφορών έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία στρεβλώσεων στην αγορά εργασίας τόσο στην πλευρά της προσφοράς όσο και στην πλευρά της ζήτησης. Αύξηση των συντελεστών του φόρου εισοδήματος δημιουργεί, από ένα επίπεδο και άνω, αντικίνητρα για εργασία με επιπτώσεις στην παραγωγικότητα. Αντίστοιχα, η αύξηση των εργοδοτικών εισφορών μπορεί να συνδεθεί με κίνητρα για μείωση της ζήτησης για εργασία. Σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ,<sup>8</sup> στην Ελλάδα η φορολογική επιβάρυνση των εισοδημάτων από εργασία ξεπερνά το μέσο όρο των χωρών-μελών του Οργανισμού.

Όσον αφορά τους φόρους περιουσίας, παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει αρκετή εμπειρική βιβλιογραφία για τη σχέση τους με την οικονομική μεγέθυνση, η προτίμησή τους συγκριτικά με τους

6 Νομισματική Πολιτική 2014-2015, Ιούνιος 2015.

7 "Designing a Tax Administration Reform Strategy: Experiences and Guidelines", IMF (1997), WP/97/30.

8 Taxing wages 2016, OECD, 12 April 2016.

άμεσους φόρους συνδέεται με το γεγονός ότι οι φόροι περιουσίας δεν σχετίζονται με στρεβλώσεις στην απασχόληση και την επιχειρηματικότητα.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η βελτίωση της λειτουργίας του κρατικού μηχανισμού και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς του, είτε αυτό αφορά παρεμβάσεις (διαρθρωτικές) στην πλευρά των εσόδων είτε στην πλευρά των δαπανών, δεν μπορεί να επιφέρει αποτελέσματα εάν δεν γίνει κατανοητό από όλους ότι η οποιαδήποτε μεταρρυθμιστική προσπάθεια έχει μακροπρόθεσμη στόχευση και συνδέεται με τη βέλτιστη αξιοποίηση των πόρων του κράτους που επιστρέφονται στους πολίτες με τη μορφή κοινωνικών αγαθών όπως υγεία, παιδεία, ασφάλεια και άλλες μορφές κοινωνικών παροχών. Για το λόγο αυτό λοιπόν, είναι καθοριστικής σημασίας η δέσμευση όλων των πολιτικών δυνάμεων στη βελτίωση και τον εξορθολογισμό της λειτουργίας του κρατικού μηχανισμού, εν όψει του οφέλους που κάτι τέτοιο μπορεί να έχει στην οικονομική μεγέθυνση.

Τέλος, προς την κατεύθυνση αυτή, κρίνεται σκόπιμο στη συζήτηση για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους να περιληφθεί και η προοπτική μείωσης του τελικού δημοσιονομικού στόχου. Πιο συγκεκριμένα, κρίνεται ότι η μείωση του τελικού δημοσιονομικού στόχου της γενικής κυβέρνησης από πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ το 2018 σε 2% του ΑΕΠ θα υποβοηθήσει την ταχύτερη επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε διατηρήσιμους και σχετικά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης χωρίς να θιγεί η προοπτική βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Άλλωστε, η εμπειρία δείχνει ότι ελάχιστες χώρες μπόρεσαν να διατηρήσουν πρωτογενές πλεόνασμα της τάξεως του 3,5% του ΑΕΠ για μεγάλο χρονικό διάστημα, όπως απαιτείται στην περίπτωση της Ελλάδος από το 2018 και μετά (βλ. Ειδικό θέμα V.1).

## 2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2016)

### Γενική Κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Μαρτίου 2016<sup>14</sup> το αποτέλεσμα της ΓΚ βελτιώθηκε κατά 1,1% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Αντίστοιχα, το πρω-

τογενές αποτέλεσμα της ΓΚ κατά την ίδια περίοδο διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Η βελτίωση προκύπτει από: α) το καλύτερο αποτέλεσμα του Κράτους, λόγω κυρίως της αύξησης των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους, των μεταβιβάσεων από την ΕΕ, καθώς και του αυξημένου μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος, β) το καλύτερο αποτέλεσμα των νομικών προσώπων κεντρικής κυβέρνησης, λόγω μειωμένων μεταβιβάσεων προς τον ΚΠ αλλά και αυξημένων μεταβιβάσεων από τον ΚΠ, και γ) τη βελτίωση του αποτελέσματος των ΟΚΑ, λόγω κυρίως αύξησης των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές.

Το ύψος των ληξιπρόθεσμων οφειλών το Μάρτιο του 2016 (προμηθευτές και επιστροφές φόρων) αυξήθηκε κατά περίπου 191 εκατ. ευρώ έναντι του Φεβρουαρίου. Το συνολικό ύψος των ληξιπρόθεσμων οφειλών αυξήθηκε σε περίπου 6,7 δισεκ. ευρώ, έναντι 6,0 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2015 και έναντι 3,8 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2014.

### Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2016 το αποτέλεσμα του ΚΠ εμφανίζει έλλειμμα της τάξεως

<sup>14</sup> Τα διαθέσιμα στοιχεία για τη γενική κυβέρνηση αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου-Μαρτίου 2016.

## Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιερόνυμος-Αγρίλιος		Ποσοστιαίες μεταβολές			Ετήσια στοιχεία			Ποσοστιαίες μεταβολές		
	2014	2015	2016*	2015/14	2016*/15	2014	2015	2016	2015/14	2016/15	
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8)	(9=7:6)	(10=8:7)	
<b>I. Έσοδα</b>	<b>16.136</b>	<b>15.815</b>	<b>16.014</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>51.353</b>	<b>51.421</b>	<b>53.527</b>	<b>0,1</b>	<b>4,1</b>	
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	13.842	14.291	14.104	3,2	-1,3	46.637	46.589	49.107	-0,1	5,4	
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	14.748	15.043	15.030	2,0	-0,1	49.834	49.257	50.573	-1,2	2,7	
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων	0	191	52			384	254	1.802			
Επιστροφές φόρων	906	943	978	4,1	3,7	3.581	2.922	3.268	-18,4	11,8	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.295	1.525	1.910	-33,6	25,2	4.716	4.832	4.420	2,5	-8,5	
- Ίδια έσοδα	24	87	57			66	932	250			
- Έσοδα από ΕΕ	2.271	1.437	1.853			4.649	3.900	4.170			
<b>II. Δαπάνες</b>	<b>17.282</b>	<b>16.324</b>	<b>16.168</b>	<b>-5,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>55.053</b>	<b>54.951</b>	<b>55.751</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,5</b>	
1. Προπογενείς δαπάνες ΚΠ)	15.090	13.712	13.298	-9,1	-3,0	49.525	49.151	49.821	-0,8	1,4	
1. Τακτικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	15.884	15.502	15.250	-2,4	-1,6	48.461	48.544	49.001	0,2	0,9	
- Τόκοι	2.192	2.612	2.869	19,2	9,8	5.528	5.800	5.930	4,9	2,2	
- Προπογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	13.238	12.410	12.321	-6,3	-0,7	41.919	41.298	41.861	-1,5	1,4	
- Εξοπλιστικά προγράμματα	25	12	27			345	565	598			
- Καταπόσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οποίων	397	409	31			587	703	532			
εντός γενικής κυβέρνησης	382	403	27			442	655	380			
εκτός γενικής κυβέρνησης	15	6	4			145	48	152			
- Προμήθεια εκπαίμενης δανείων ΕΦΣΦ	32	60	2			82	178	80			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.398	821	919	-41,3	11,9	6.592	6.406	6.750	-2,8	5,4	
<b>III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)</b>	<b>-1.146</b>	<b>-510</b>	<b>-154</b>			<b>-3.700</b>	<b>-3.530</b>	<b>-2.224</b>			
% του ΑΕΠ	-0,6	-0,3	-0,1			-2,1	-2,0	-1,3			
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-2,042	-1,211	-1,146			-1,824	-1,955	106			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	897	704	991			-1,876	-1,574	-2,330			
<b>IV. Προφογενές αποτέλεσμα ΚΠ</b>	<b>1.046</b>	<b>2.103</b>	<b>2.715</b>			<b>1.828</b>	<b>2.270</b>	<b>3.706</b>			
% του ΑΕΠ	0,6	1,2	1,6			1,0	1,3	2,1			

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

\* Προσομοιά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

του 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ καταγράφει πλεόνασμα 1,6% του ΑΕΠ, καλύτερο κατά 0,4% του ΑΕΠ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015, υπερβαίνοντας κατά 2,2 δισεκ. ευρώ το στόχο περιόδου<sup>15</sup> (βλ. Πίνακα V.2).

Η βελτίωση αυτή έναντι του 2015 εξηγείται κατά κύριο λόγο από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) κατά 0,7% και από τα αυξημένα έσοδα του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) κατά 25,2%, που υπερβαίνουν την οριακή μείωση των εσόδων του ΤΠ (-0,1%) καθώς και την αύξηση των δαπανών του ΠΔΕ (11,9%). Αντίστοιχα, η καλύτερη απόδοση έναντι του στόχου περιόδου οφείλεται στη μεγάλη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ (κατά 1,8 δισεκ. ευρώ) και των δαπανών του ΠΔΕ (κατά 201 εκατ. ευρώ), καθώς και στην καταβολή αυξημένου

μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος (κατά 325 εκατ. ευρώ) έναντι του αρχικά προβλεπόμενου στον Προϋπολογισμό του 2016, ενώ τα έσοδα του ΠΔΕ υστερούν σημαντικά (κατά 470 εκατ. ευρώ) από το στόχο.

Την υπό εξέταση περίοδο, τα έσοδα του ΤΠ (προ μείωσης επιστροφών) μειώθηκαν κατά 0,1% έναντι του 2015, καταγράφοντας υπέρβαση ύψους 378 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου λόγω της καταβολής αυξημένου μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος. Όσον αφορά τα φορολογικά έσοδα, αυτά παρουσιάζουν αύξηση έναντι του 2015 και απόκλιση ύψους 207 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου. Ειδικότερα, στους άμεσους φόρους καταγράφεται μείωση της τάξεως του 1,9% έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου. Στους έμμεσους φόρους καταγράφεται σημαντική

15 Βλ. Υπουργείο Οικονομικών, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2016.

### Πίνακας V.3 Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση<sup>1,2</sup>

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2014	2015*	2015	2016*
<b>Κρατικός προϋπολογισμός</b>	<b>-4.209</b>	<b>-3.359</b>	<b>-1.490</b>	<b>205</b>
% του ΑΕΠ	-2,4	-1,9	-0,8	0,1
– Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	-2.343 <sup>4</sup>	-1.788 <sup>5</sup>	-2.193 <sup>6</sup>	-804 <sup>7</sup>
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-1.866	-1.571	703	1.009

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 δημοσίου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 518 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 480 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 1.310 εκατ. ευρώ που προέρχονται από αποπληρωμή προνομιούχων μετοχών και δ) 443 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. 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). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 51 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΟΣ ΑΕ, ΕΑΒ ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 1.152 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 451 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

5 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.

6 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) 195,7 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.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 51,7 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).



αύξηση κατά 5,2% και απόκλιση κατά 160 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου, με τα έσοδα από τον ΦΠΑ να παρουσιάζουν αύξηση της τάξεως του 6,4% συγκριτικά με το 2015, κυρίως εξαιτίας της επίδρασης του μέτρου των αυξημένων συντελεστών αλλά και πιθανού περιορισμού της άτυπης οικονομίας λόγω της διευρυμένης χρήσης ηλεκτρονικού χρήματος.

### Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο τετράμηνο του 2016 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι (βλ. Πίνακα V.3). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε βελτίωση (κατά 1,1% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στο πρωτογενές αποτέλεσμα του ΤΠ, λόγω αύξησης των εσόδων και μείωσης των πρωτογενών δαπανών, καθώς και στο αποτέλεσμα του ΠΔΕ, λόγω αυξημένων εσόδων και παρά τις αυξημένες δαπάνες για επενδύσεις.

## 3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2015 μειώθηκε σε 311.452 εκατ. ευρώ (ή 176,9% του ΑΕΠ) από 319.718 εκατ. ευρώ (ή 180,1% του ΑΕΠ) το 2014. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης κατά τη διάρκεια του 2015 έχει επηρεαστεί από: α) την επιστροφή των ομολόγων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ύψους 10,9 δισεκ. ευρώ (ή 6,0% του ΑΕΠ) από το ΓΧΣ που δεν είχαν χρησιμοποιηθεί για τις ανάγκες της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος,<sup>16</sup> β) τις δόσεις του νέου προγράμματος ύψους 15,1 δισεκ. ευρώ (ή 8,6% του ΑΕΠ), γ) το κόστος της νέας ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών στο πλαίσιο του τρίτου προγράμματος ύψους 5,4 δισεκ. ευρώ (ή 3,1% του ΑΕΠ) και δ) την αποπληρωμή χρεολυσίων ύψους 16,3 δισεκ. ευρώ (ή 9,3% του ΑΕΠ).

<sup>16</sup> Το ποσό αυτό αφορά τίτλους EFSF που περιλαμβάνονταν στο πακέτο των 48 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, οι οποίοι δεν χρησιμοποιήθηκαν τελικά.

### Ειδικό θέμα V.1

#### ΠΙΘΑΝΑ ΜΕΤΡΑ ΕΛΑΦΡΥΝΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Η συμφωνία που επετεύχθη στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 24 Μαΐου 2016 ανοίγει το δρόμο για την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του Προγράμματος Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ). Παράλληλα, οριοθετεί το πλαίσιο σχετικά με την ανάληψη δράσεων εκ μέρους των δανειστών για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους. Συγκεκριμένα, θεσπίζεται ως στόχος η διατήρηση των Ακαθάριστων Χρηματοδοτικών Αναγκών 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 των ακόλουθων μέτρων ελάφρυνσης, υπό την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής του προγράμματος.

**Για τη βραχυπρόθεσμη περίοδο,** συμφωνήθηκε μια πρώτη δέσμη μέτρων που θα εφαρμοστούν μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και μέχρι το τέλος του προγράμματος, η οποία περιλαμβάνει:

- Εξομάλυνση των αποπληρωμών του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ), σύμφωνα με την τρέχουσα μεσοσταθμική διάρκεια.

- Αξιοποίηση της χρηματοδότησης των ΕΤΧΣ και ΕΜΣ για τον περιορισμό των επισφαλειών από τα επιτόκια.
- Παραίτηση από το περιθώριο επιτοκίου (step-up) που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα για το έτος 2017.

**Μεσοπρόθεσμα**, μια δεύτερη δέσμη μέτρων θα μπορεί να εφαρμοστεί υπό την προϋπόθεση της επιτυχούς υλοποίησης του προγράμματος και στο βαθμό που αυτό θα κριθεί αναγκαίο με βάση τα αποτελέσματα σχετικής επικαιροποιημένης ανάλυσης βιωσιμότητας. Αυτή η δέσμη μέτρων περιλαμβάνει τα εξής:

- Κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους του δεύτερου προγράμματος για το 2018.
- Χρήση των κερδών από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP (πλην αυτών που αντιστοιχούν στα έτη 2015 και 2016) για τη μείωση των μελλοντικών ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών.
- Ενεργοποίηση αχρησιμοποίητων πόρων στο πλαίσιο του προγράμματος ΕΜΣ για πρόωξη μερική εξόφληση των υφιστάμενων επίσημων δανείων προς την Ελλάδα.
- Στοχευμένη αναδιάρθρωση των δανείων του ΕΤΧΣ (π.χ. επιμήκυνση της μεσοσταθμικής διάρκειας, περαιτέρω εξομάλυνση, αναβολή ή και μείωση των πληρωμών τόκων).

**Μακροπρόθεσμα**, συμφωνήθηκε να θεσπιστεί ένας πρόσθετος μηχανισμός ασφαλείας, που θα μπορεί να ενεργοποιηθεί μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος, υπό την προϋπόθεση ότι η Ελλάδα συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Αυτός ο μηχανισμός μπορεί να περιλαμβάνει περαιτέρω αναδιάρθρωση των δανείων του ΕΤΧΣ.

Η οριοθέτηση της συζήτησης γύρω από το χρέος αποτελεί ένα σημαντικό πρώτο βήμα, καθώς αναγνωρίζεται η ανάγκη αναδιάρθρωσης, η οποία έχει επισημανθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος.<sup>1</sup> Εντούτοις, η λήψη μέτρων εν πολλοίς αναβάλλεται για το μέλλον και τελεί υπό την αυστηρή προϋπόθεση της τήρησης των δεσμεύσεων της ελληνικής κυβέρνησης, οι οποίες περιλαμβάνουν την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ το 2018.

Είναι γεγονός ότι έχουν γίνει αρκετές παραχωρήσεις προς την Ελλάδα από το 2010 και έπειτα, όπως μετάθεση των λήξεων, μείωση επιτοκίων, περίοδοι χάριτος και αναβολή των πληρωμών τόκων. Ως αποτέλεσμα αυτών των παραχωρήσεων, η σταθμισμένη διάρκεια του δημόσιου χρέους της Ελλάδος έχει αυξηθεί σε περισσότερα από 16 έτη και οι δαπάνες για τόκους σε ταμειακή βάση προβλέπεται να παραμείνουν κάτω από 3% του ΑΕΠ έως το 2022, όταν θα λήξει η δεκαετής αναβολή των πληρωμών τόκων επί του δανείου του ΕΤΧΣ. Ως αποτέλεσμα της μακράς διάρκειας και της χαμηλής επιτοκιακής επιβάρυνσης, συχνά υποστηρίζεται ότι είναι δυνατόν να μετατεθεί χρονικά η ελάφρυνση του ελληνικού χρέους μέχρι το 2022. Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικοί λόγοι για άμεσες ενέργειες ελάφρυνσης του χρέους.

- Πρώτον, τα επιτόκια παγκοσμίως βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και η καμπύλη αποδόσεών τους έχει σχετικά περιορισμένη κλίση, πράγμα που σημαίνει ότι, με το ίδιο κόστος, η

1 Βλ. Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Δεκέμβριος 2015, Ειδικό θέμα V.2.

τυχόν ελάφρυνση του χρέους θα μπορούσε να είναι επωφελέστερη για την Ελλάδα αν γίνει σήμερα παρά μετά από μερικά χρόνια, όταν τα επιτόκια παγκοσμίως θα είναι υψηλότερα.

- Δεύτερον, η ελάφρυνση του χρέους, εάν εφαρμοστεί τώρα, θα συμβάλει στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών προς τη χώρα, με αποτέλεσμα μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου, μείωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και ενίσχυση των επενδύσεων και των προοπτικών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

- Τρίτον, όταν ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) υπερβαίνει το επίπεδο του 100% του ΑΕΠ, όπως στην περίπτωση της Ελλάδος, τα μέτρα που μειώνουν την επιτοκιακή επιβάρυνση μπορούν να βελτιώσουν τη δυναμική του χρέους ταχύτερα από ό,τι τα μέτρα που αποσκοπούν σε αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος.<sup>2</sup>

Επιπλέον, όπως παρατηρεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο,<sup>3</sup> ένας πρόσθετος λόγος που καθιστά αναπόδραστη την αναδιάρθρωση του χρέους είναι ότι, βάσει της διεθνούς εμπειρίας και των ιστορικών επιδόσεων της Ελλάδος, η επίτευξη και διατήρηση του στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 3,5% του ΑΕΠ δεν είναι ρεαλιστική. Ως εκ τούτου, το ΔΝΤ προκρίνει μια δέσμη μέτρων αναδιάρθρωσης, η οποία περιλαμβάνει: (α) μετάθεση των λήξεων των δανείων, (β) αναβολή πληρωμών τόκων και (γ) υιοθέτηση σταθερών επιτοκίων.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα εύλογα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, (α) μετάθεση των λήξεων, (β) διαχρονική εξομάλυνση των πληρωμών τόκων, (γ) επανέναρξη της απόδοσης των κερδών της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τα χαρτοφυλάκια ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP) και (δ) ανταλλαγή των δανείων του ΔΝΤ με δάνεια του ΕΜΣ. Τα μέτρα αυτά μπορούν να αντισταθμιστούν με: (α) μείωση του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα σε 2% του ΑΕΠ, (β) περισσότερες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και ιδιωτικοποιήσεις.

Στα σενάρια που ακολουθούν, εκτιμάται η εξέλιξη των ετήσιων ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης (Gross Financing Needs) ως αντιπροσωπευτικού κριτηρίου βιωσιμότητας του χρέους. Επισημαίνεται ότι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, το δημόσιο χρέος κρίνεται ως βιώσιμο εφόσον οι ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ δεν ξεπερνούν το 15% μεσοπρόθεσμα και το 20% μακροπρόθεσμα.

#### **Βασικό σενάριο με στόχο για πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ**

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο (χωρίς ελάφρυνση του χρέους), οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένουν γενικώς χαμηλότερες από το όριο του 15% έως το 2060 (με ορισμένες εξαιρέσεις στη βραχυχρόνια περίοδο), με βάση τις παραδοχές ότι ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ συγκλίνει προς το 1,5% μετά το 2022, ο πληθωρισμός συγκλίνει προς το 2% μετά το 2019 και το πρωτογενές πλεόνασμα διατηρείται στο 3,5% μετά το 2018 (οι τεχνικές παραδοχές εξηγούνται λεπτομερέστερα στο Παράρτημα). Ο μέσος λόγος των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ για την περίοδο 2016-2030 είναι 11,4%.

2 Παραδείγματος χάριν, όταν ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι 180%, μια μείωση του έμμεσου επιτοκίου κατά 1 ποσοστιαία μονάδα οδηγεί σε μείωση του λόγου κατά 1,8 ποσοστιαία μονάδα. Αντίθετα, μια αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος κατά 1 ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ οδηγεί σε μείωση του λόγου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ κατά 1 ποσοστιαία μονάδα στην καλύτερη περίπτωση, δηλαδή όταν ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής ισούται με μηδέν.

3 International Monetary Fund, "Greece – Preliminary Debt Sustainability Analysis – Updated estimates and further considerations", IMF Country Report No. 16/130, May 2016.

### Βασικό σενάριο με στόχο για πρωτογενές πλεόνασμα 2% του ΑΕΠ

Η μείωση του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα σε 2% του ΑΕΠ μετά το 2018 οδηγεί σε αύξηση του λόγου των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ σε επίπεδο υψηλότερο από το όριο του 15% μετά το 2026 (βλ. το διάγραμμα). Και τούτο διότι αυτή την περίοδο υπάρχουν αυξημένες εξοφλήσεις που θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν με υψηλότερο κόστος.

### Τρεις επιλογές ελάφρυνσης του χρέους μέσω αναδιάρθρωσης και εξομάλυνσης των πληρωμών για τόκους με ταυτόχρονη μείωση του στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα στο 2% του ΑΕΠ

**Επιλογή 1:** Μετάθεση των λήξεων των δανείων του ΕΤΧΣ κατά 20 έτη (τελική αποπληρωμή έως το 2071) και εξομάλυνση πληρωμών τόκων επί των δανείων του ΕΦΣΦ σε διάστημα 20 ετών.<sup>4</sup>

**Επιλογή 2:** Μετάθεση των λήξεων των δανείων του ΕΤΧΣ και των διακρατικών δανείων (Greek Loan Facility – GLF) κατά 20 έτη και εξομάλυνση πληρωμών τόκων επί των δανείων ΕΤΧΣ, GLF και ΕΜΣ σε διάστημα 20 ετών.

**Επιλογή 3:** Ίδια με την Επιλογή 2, αλλά χωρίς κεφαλαιοποίηση των αναβαλλόμενων τόκων.

Και οι τρεις επιλογές περιλαμβάνουν την επανέναρξη της μεταφοράς των εσόδων προς την Ελλάδα της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τη διακράτηση ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP) το 2017.

Τα αποτελέσματα απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα και στο διάγραμμα.

### Μέσες ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2016-2030	2031-2050	2016-2050
Βασικό 3,5% <sup>1</sup>	11,4	12,75	12,2
Βασικό 2% <sup>2</sup>	13,5	19,8	17,1
Επιλογή 1 <sup>3</sup>	11,5	15,6	13,8
Επιλογή 2 <sup>3</sup>	9,4	12,7	11,3
Επιλογή 3 <sup>3</sup>	8,9	10,4	9,7

1 Βασικό σενάριο χωρίς ελάφρυνση χρέους με στόχο για πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ.

2 Βασικό σενάριο χωρίς ελάφρυνση χρέους με στόχο για πρωτογενές πλεόνασμα 2% του ΑΕΠ.

3 Σενάριο με ελάφρυνση χρέους με στόχο για πρωτογενές πλεόνασμα 2% του ΑΕΠ.

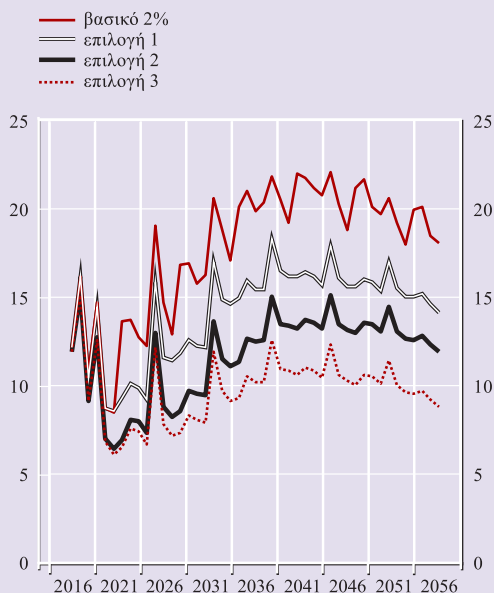
• **Επιλογή 1:** Έως το 2035, το χρέος μειώνεται σε 115% του ΑΕΠ (βασικό σενάριο 2%: 138% του ΑΕΠ). Οι μέσες ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης μειώνονται κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ σε σχέση με το βασικό σενάριο (σε 11,5% του ΑΕΠ από 13,5% του ΑΕΠ) στη διάρκεια της περιόδου 2016-2030. Μακροπρόθεσμα, η μείωση των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών είναι μεγαλύτερη (από 19,8% του ΑΕΠ σε 15,6% του ΑΕΠ). Το χρέος δεν είναι βιώσιμο σύμφωνα με τον ορισμό του ΔΝΤ (όριο 15% του ΑΕΠ).

• **Επιλογή 2:** Έως το 2035, το χρέος μειώνεται σε 97% του ΑΕΠ. Οι μέσες ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες μειώνονται κατά 4,1 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ ετησίως σε

4 “Εξομάλυνση των πληρωμών τόκων”: οι κεφαλαιοποιημένοι αναβαλλόμενοι τόκοι μετά το 2022 αποπληρώνονται σε ισόποσες δόσεις στη διάρκεια μιας περιόδου 20 ετών. Αυτό εξομαλύνει την απότομη άνοδο των πληρωμών τόκων μετά το 2022.

## Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Παράλληλα, τα μέτρα αυτά επιτρέπουν τη μείωση του δημοσιονομικού στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος από 3,5% σε 2% του ΑΕΠ μετά το 2018 χωρίς να διακινδυνεύουν τη βιωσιμότητα του χρέους.

### Παράρτημα: Τεχνικές παραδοχές

- Αύξηση του ΑΕΠ σύμφωνα με το πρόγραμμα έως το 2022, δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης 1,5% τα επόμενα έτη.
- Ο πληθωρισμός συγκλίνει προς το 2% έως το 2019.
- Πρωτογενές πλεόνασμα: σύμφωνα με το πρόγραμμα έως το 2018, 2% μετά το 2018 (βασικό σενάριο 2% και όλες οι επιλογές 1-3).
- Προβολές για την εξέλιξη των επιτοκίων με βάση τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, αλλά πιο συντηρητικές:
  - Επιτόκια δανείων ΕΤΧΣ-ΕΜΣ: 2,6% το 2020, 3,5% μετά το 2027.
  - Επιτόκια δανείων GLF: 1,4% το 2020, 3% μετά το 2027.
  - Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου: 4,25% σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα της προσομοίωσης.
  - Επιτόκια δανείων ΔΝΤ: 3,65% έως το 2020, 4,15% την περίοδο 2021-2025, 4,25% μετά το 2026.

σχέση με το βασικό σενάριο (σε 9,4% του ΑΕΠ από 13,5% του ΑΕΠ) στη διάρκεια της περιόδου 2016-2030. Μακροπρόθεσμα, η μείωση είναι μεγαλύτερη (κατά 7,1 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ ετησίως). Το χρέος είναι βιώσιμο σύμφωνα με τον ορισμό του ΔΝΤ, καθώς οι ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης παραμένουν κάτω από το όριο του 15% ως ποσοστό του ΑΕΠ.

• **Επιλογή 3:** Έως το 2035, το χρέος μειώνεται σε 87% του ΑΕΠ. Οι μέσες ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες μειώνονται κάτω του 10% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κινούνται γύρω στο 10% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα. Η βιωσιμότητα του χρέους ενισχύεται σε σχέση με την Επιλογή 2.

Εν κατακλείδι, η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους μπορεί να ενισχυθεί σημαντικά με τη χρήση ήπιων μεθόδων αναδιάρθρωσης όπως η επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής και η διαχρονική εξομάλυνση των πληρωμών τόκων.



- Με βάση το πρόγραμμα εξόφλησης του παλαιού χρέους και την εξέλιξη των παραπάνω μεταβλητών, εκτιμώνται οι νέες χρηματοδοτικές ανάγκες της κυβέρνησης.
- Νέα χρεόγραφα εκδίδονται στις αγορές από το 2019 και έπειτα με 7ετή διάρκεια.

## ΒΙΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

*Η έξαρση της αβεβαιότητας κατά το α' εξάμηνο του 2015, η οποία ακολουθήθηκε από προοδευτική επιστροφή της εμπιστοσύνης, χωρίς βεβαίως να λείπουν οι διακυμάνσεις καθ' οδόν προς την αξιολόγηση, διαμόρφωσε πολλές νομισματικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις (λ.χ. την πορεία των καταθέσεων και των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων). Σημαντική επίδραση στις εξελίξεις άσκησε και η επιβολή περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα τον Ιούνιο του 2015, οι οποίοι έκτοτε σταδιακά χαλαρώνουν. Ο παράγοντας όμως ο οποίος βάρυνε περισσότερο για τα αποτελέσματα των τραπεζών και την πιστοδοτική τους συμπεριφορά ήταν το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, το οποίο διογκώθηκε το 2015. Επιπλέον της σημαντικής ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, έχουν μέχρι σήμερα εισαχθεί διάφορες μεταρρυθμίσεις στο θεσμικό πλαίσιο που θα διευκολύνουν την αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού. Εξάλλου, η ολοκλήρωση της αξιολόγησης αναμένεται να οδηγήσει σε σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, με συνέπεια γενική βελτίωση των συνθηκών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως απεικονίζεται κατ' αρχάς άμεσα στην αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, η οποία θα έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την ευρύτερη οικονομία.*

Με την επιβολή περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα και την τόνωση της εμπιστοσύνης που επέτυχε η συμφωνία με τους διεθνείς πιστωτές (Ιούλιος 2015), οι εκτεταμένες εκροές καταθέσεων έφθασαν στο τέλος τους και επέστρεψαν στις εγχώριες τράπεζες τραπεζογραμμάτια τα οποία είχαν αποθησαυριστεί, όπως επίσης και κεφάλαια τα οποία είχαν διοχετευθεί σε τοποθετήσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων των καταθέσεων, στο εξωτερικό. Παράλληλα, αυξήθηκε η χρήση των χρεωστικών και πιστωτικών καρτών και άλλων ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών στις συναλλαγές, βλ. Ειδικό θέμα VI.1.

Η σταδιακή αναθεώρηση επί το δυσμενέστερο των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας στη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015 και οι

αρχικές εκτιμήσεις για τις επιπτώσεις της επιβολής των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα οδήγησαν τις τράπεζες να αυξήσουν, από τα μέσα του 2015, τα επιτόκια δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και καταναλωτές, παρά το γεγονός ότι τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας ξεκίνησαν τότε να καταγράφουν ταχεία μείωση. Τους επόμενους μήνες, ωστόσο, οι οικονομικές προοπτικές βελτιώθηκαν σχετικά, εν μέρει επειδή διαπιστώθηκε ότι στην πράξη οι περιορισμοί, δεδομένης μάλιστα της αποτελεσματικής διαχείρισής τους από τις αρχές, δεν ασκούσαν σε μεγάλη έκταση δυσμενείς επιδράσεις. Κατά συνέπεια, οι αυξήσεις των δανειακών επιτοκίων αντιστράφηκαν κατά το μάλλον ή ήττον.

Οι καθαρές μηνιαίες ροές της τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία και οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής της που υπολογίζονται με βάση τις καθαρές ροές γενικά δείχνουν κάποια άμβλυνση της πιστωτικής συστολής, κατά τη διάρκεια του 2015 και τους πρώτους μήνες του 2016, όσον αφορά τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές. Ωστόσο, είναι σαφές ότι το ύψος των, κατά μήνα, εκταμιεύσεων νέων τραπεζικών δανείων με καθορισμένη λήξη, έβαινε μειούμενο στη διάρκεια της περιόδου υπό επισκόπηση. Φθίνουσα πορεία ακολούθησε και το υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων χωρίς καθορισμένη λήξη (λ.χ. υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς). Αυτές οι εξελίξεις είναι ενδεικτικές περιορισμού έναντι των προηγούμενων ετών (και όχι ενίσχυσης) της στήριξης που παρέχει η τραπεζική χρηματοδότηση στην οικονομία στη διάρκεια του 2015 και στις αρχές του 2016. Οι παράγοντες που επηρέασαν την εξέλιξη των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά κατά τα τελευταία έτη αναλύονται οικονομετρικά στο Ειδικό θέμα VI.2.

Η έξαρση της αβεβαιότητας κατά το α' εξάμηνο του 2015 και η αποκλιμάκωση της έντασης που ακολούθησε απεικονίστηκαν στις μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των ομολογιακών τίτλων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά. Στα τέλη του 2015

και τους πρώτους μήνες του 2016, οι αποδόσεις επηρεάστηκαν δυσμενώς από κάποια απαισιοδοξία μεταξύ των επενδυτών σχετικά με την ταχύτητα με την οποία θα ήταν εφικτό η Ελλάδα να ικανοποιήσει τις προϋποθέσεις ώστε να ολοκληρωθεί η αξιολόγηση. Η διαχρονική εξέλιξη της έντασης και της φύσεως των διεθνών επιδράσεων οι οποίες προέρχονται από το περιβάλλον της ζώνης του ευρώ στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων διευρύνεται στο Ειδικό θέμα VI.3.

Οι τιμές των μετοχών των τραπεζών υπέστησαν σημαντική μείωση, κυρίως κατά τη διάρκεια του 2015, η οποία εκτός από τις δυσμενείς εγχώριες οικονομικές εξελίξεις, συνδέεται ειδικότερα με το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων αλλά και με τη μηχανική επίδραση της αύξησης του κεφαλαίου των τραπεζών και με διεθνείς παράγοντες. Αντίθετα, οι τιμές των βιομηχανικών μετοχών επέδειξαν σχετική ανθεκτικότητα και κατέγραψαν σημαντική μείωση μόνο προς τα τέλη του 2015.

Η επιτυχής ολοκλήρωση της αξιολόγησης και, μεσοπρόθεσμα, η έξοδος της οικονομίας από την ύφεση θα βοηθήσουν τη σταδιακή επιστροφή αποταμιεύσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα και θα οδηγήσουν σε διεύρυνση της πρόσβασης των πιστωτικών ιδρυμάτων στις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος καθώς επίσης και στις διεθνείς αγορές χρημάτων και κεφαλαίων. Οι διεθνείς αγορές κεφαλαίων θα ανοίξουν επίσης, όπως και κατά το παρελθόν, για μη τραπεζικές εγχώριες επιχειρήσεις οι οποίες είναι εύρωστες και εξωστρεφείς. Δεδομένης της πρόσφατης ανακεφαλαιοποίησης, οι προαναφερθείσες εξελίξεις θα επιτρέψουν ενίσχυση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών. Προκειμένου η ενίσχυση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών να έχει σημαντική έκταση και διάρκεια, είναι αναγκαίο να προχωρήσει η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τραπεζικό σύστημα.

Πράγματι, το 2015 κατέστη αναγκαία σημαντική αύξηση των προβλέψεων έναντι του

πιστωτικού κινδύνου, με συνέπεια οι ζημιές των ελληνικών τραπεζών να διευρυνθούν και να φθάσουν τα 9 δισεκ. ευρώ. Η ποιότητα των χαρτοφυλακίων δανείων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων χειροτέρευσε, με αποτέλεσμα το μερίδιο των συνολικών ανοιγμάτων που χαρακτηρίζονται ως μη εξυπηρετούμενα να φθάσει το 44,2% το Δεκέμβριο του 2015. Σε βασικούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, όπως οι κατασκευές και η βιομηχανία, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων υπερβαίνει το 50%, ενώ το 70% των δανείων που είχαν ρυθμιστεί κατά το παρελθόν, προκειμένου να ενισχυθεί η πιθανότητα αποπληρωμής τους, χαρακτηρίζονται και πάλι ως μη εξυπηρετούμενα.

Είναι ενθαρρυντικό πάντως ότι το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις υπερβαίνει ελαφρά το 50%, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος συνολικά, κατόπιν της ανακεφαλαιοποίησης, αυξήθηκαν και διαμορφώθηκαν σε επίπεδο πάνω από 16% το 2015. Εξάλλου, έχουν πρόσφατα εισαχθεί πολλές βελτιώσεις στο θεσμικό περιβάλλον που προάγουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση εκ μέρους των τραπεζών των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού. Συγκεκριμένα, έχει δρομολογηθεί ο καθορισμός, με τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος, σχετικών ποσοτικών στόχων για να καθοδηγήσουν τις προσπάθειες των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων. Έχουν επίσης υιοθετηθεί σημαντικά νομοθετήματα με αντικείμενο την επιτάχυνση της αναγκαστικής εκτέλεσης και γενικότερα των διαδικασιών στα δικαστήρια, τη ρύθμιση των οφειλών υπερχρεωμένων νοικοκυριών, την απλοποίηση της εξυγίανσης και της ειδικής εκκαθάρισης των επιχειρήσεων και τη δημιουργία δευτερογενούς αγοράς δανείων, στην οποία θα συμμετέχουν εταιρίες διαχείρισης και μεταβίβασης απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Ο ρόλος της μακροπροληπτικής πολιτικής και ειδικότερα οι μακροοικονομικές επιδράσεις των μεταβολών του δείκτη ελάχιστης κεφαλαιακής επάρκειας αναδεικνύονται στο Ειδικό θέμα IV.4 με τη διαμέτρηση για την ελληνική

οικονομία ενός σύγχρονου δυναμικού στοχαστικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας. Ιδιαίτερη έμφαση δίδεται στις αλληλεπιδράσεις και τις σχέσεις ανατροφοδότησης μεταξύ των μακροοικονομικών εξελίξεων και των συνθηκών στο τραπεζικό σύστημα.

## I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Οι έντονες αβεβαιότητες στις αρχικές διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας κατά το α' εξάμηνο του 2015 δημιούργησαν το υπόβαθρο για να καταγραφούν εκτεταμένες καθαρές εκροές καταθέσεων από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Αντιθέτως, για μέρος της περιόδου από τον Ιούλιο του 2015 μέχρι και τον Απρίλιο του 2016 (τον πλέον πρόσφατο μήνα για τον οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία) σημειώθηκαν καθαρές εισροές καταθέσεων, ενώ οι καθαρές εκροές κατά τους υπόλοιπους μήνες είχαν πολύ μικρότερο μέγεθος συγκρινόμενες με αυτές κατά το α' εξάμηνο του 2015 (βλ. Διάγραμμα VI.1).

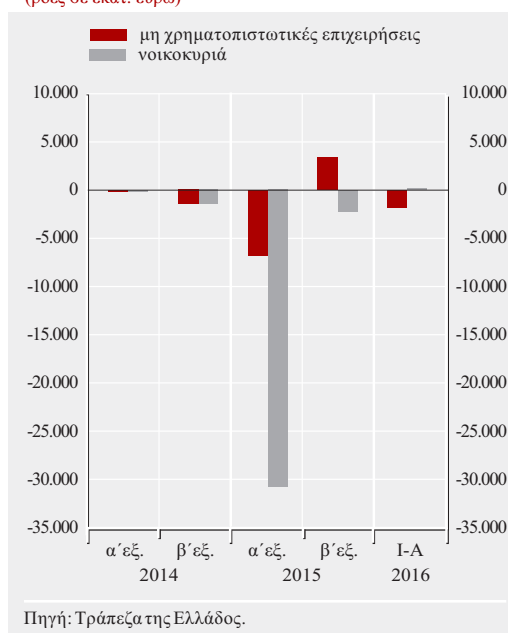
Ειδικότερα, μεταξύ Ιουλίου 2015 και Απριλίου 2016, σημειώθηκε σωρευτική καθαρή εισροή καταθέσεων από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ύψους 1,6 δισεκ. ευρώ, αλλά καθαρή εκροή από τις καταθέσεις των νοικοκυριών ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ.

Ενώ το α' εξάμηνο του 2015 καταγράφηκε μέση μηνιαία εκροή τραπεζογραμματίων από τις εγχώριες τράπεζες ύψους άνω των 3 δισεκ. ευρώ, κατά την περίοδο Ιουλίου 2015-Απριλίου 2016 παρατηρήθηκε εισροή τραπεζογραμματίων κατά 0,3 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Το α' εξάμηνο του 2015, η μέση μηνιαία φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό ανήλθε σε 2,1 δισεκ. ευρώ. Αντιθέτως, το β' εξάμηνο του 2015 και το α' τρίμηνο του 2016, για το οποίο έχουν δημοσιευθεί στοιχεία, σημειώθηκε επιστροφή κεφαλαίων μέσου μηνιαίου ύψους περίπου 0,4 δισεκ. ευρώ.

Η συγκράτηση της συρρίκνωσης της καταθετικής βάσης των τραπεζών αποδίδεται αφενός στην επιβολή (τέλη Ιουνίου 2015) περιορισμών

### Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών

(ροές σε εκατ. ευρώ)



στις αναλήψεις μετρητών και στις διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων και αφετέρου στην τόνωση της εμπιστοσύνης που επιτεύχθηκε με τη συνομολόγηση συμφωνίας με τους διεθνείς πιστωτές τον Ιούλιο του 2015.

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης όσον αφορά την εφαρμογή του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής θωρακίζει την εμπιστοσύνη, με συνέπεια σταδιακή προσέλκυση αποταμιεύσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Επίδραση προς την ίδια κατεύθυνση ασκεί η περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα σε ένα περιβάλλον όπου η αβεβαιότητα θα έχει ελαχιστοποιηθεί, καθώς θα βελτιώσει τη ρευστότητα και άρα την ελκυστικότητα των εγχώριων καταθέσεων. Σε αύξηση των καταθέσεων θα συμβάλει επίσης η αναμενόμενη ανάκαμψη του ΑΕΠ, ενώ σημαντική για τη δημιουργία νέων καταθέσεων θα είναι η ενίσχυση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών (δεδομένου ότι η χορήγηση ενός νέου δανείου συνεπάγεται το

άνοιγμα νέας κατάθεσης, όπου και πιστώνεται το προϊόν του δανείου), η οποία είναι επίσης πιθανή, όπως αναλύεται παρακάτω (ενότητα VI.3).

Εξάλλου, η χρησιμότητα (και άρα η ζήτηση) των καταθέσεων μίας ημέρας ως μέσου πληρωμών έχει αυξηθεί έναντι των προηγούμενων ετών, λόγω της πρόσφατης διάδοσης των χρεωστικών κυρίως, αλλά και των πιστωτικών καρτών καθώς και των ηλεκτρονικών πληρωμών, η οποία τροφοδοτήθηκε από τον περιορισμό της άμεσης διαθεσιμότητας χρήματος σε φυσική μορφή κατόπιν της επιβολής εβδομαδιαίου ορίου στις αναλήψεις. Τέλος, η εμπιστοσύνη, ειδικότερα προς τη φερεγγυότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία επηρεάζει αποφασιστικά την ελκυστικότητα των καταθέσεων σε σύγκριση με εναλλακτικές τοποθετήσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, έχει ενισχυθεί κατόπιν της πρόσφατης ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος.

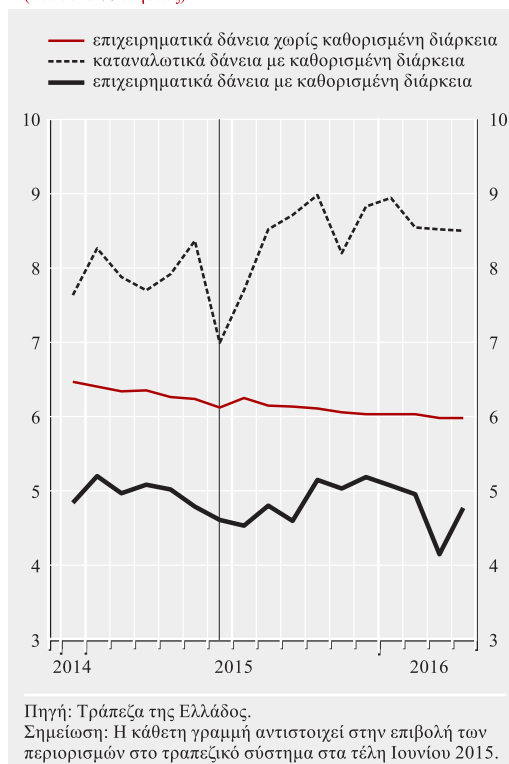
## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Η καθοδική πορεία των επιτοκίων καταθέσεων, από τα μέσα του 2012, διακόπηκε το α' εξάμηνο του 2015, λόγω των εκτεταμένων αποσύρσεων καταθέσεων. Τα επιτόκια επανεμφάνισαν πτωτική τάση μετά τον Ιούνιο του 2015, όταν μετριάστηκαν σημαντικά οι εκροές. Τα επιτόκια στεγαστικής πίστης ακολουθούν καθοδική τάση από τα τέλη του 2011. Η τάση αυτή αντιστράφηκε προσωρινά κατά το α' εξάμηνο του 2015 πιθανόν εξαιτίας της αύξησης της αβεβαιότητας, αλλά συνετέλεσε και το γεγονός ότι την περίοδο εκείνη καταγράφηκαν προσωρινά αυξημένες εκταμιεύσεις νέων στεγαστικών δανείων. Με την επιστροφή της εμπιστοσύνης τον Ιούλιο του 2015, η προηγηθείσα άνοδος των επιτοκίων στεγαστικής πίστης φαίνεται να αντιστράφηκε και τους τελευταίους μήνες καταγράφεται ήπια ανοδική τάση.

Αντιθέτως, τα λοιπά επιτόκια τραπεζικού δανεισμού (δηλ. για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ή καταναλωτική πίστη) κατέγραψαν απότομη άνοδο αμέσως μετά την επιβολή των

**Διάγραμμα VI.2. Επιτόκιο επιχειρηματικών και καταναλωτικών δανείων (Δεκέμβριος 2014- Απρίλιος 2016)**

(ποσοστά % ετησίως)



περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα. Οι αυξήσεις αντιστράφηκαν μέσα σε ένα μήνα στην περίπτωση των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια<sup>1</sup> προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.<sup>2</sup> Όμως, όσον αφορά τα δάνεια με προκαθορισμένη λήξη, τα επιτόκια εξακολούθησαν να καταγράφουν διαδοχικές αυξήσεις και τους επόμενους μήνες. Προς τα τέλη του 2015, ή και κατά τους πρώτους μήνες του 2016, οι αυξήσεις αυτές άρχισαν να αντιστρέφονται (βλ. Διάγραμμα VI.2).

- <sup>1</sup> Όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, αυτές περιλαμβάνουν τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως ή αλληλόχρεους λογαριασμούς. Όσον αφορά την καταναλωτική πίστη, αυτές περιλαμβάνουν τα ανοικτά καταναλωτικά δάνεια, τις πιστωτικές κάρτες και τις υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων φυσικών προσώπων.
- <sup>2</sup> Οι αυξήσεις του επιτοκίου γύρω στα μέσα του 2015 αντιστράφηκαν ακολούθως και στην περίπτωση των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, ωστόσο για να διαχωριστεί από την ήπια ανοδική τάση την οποία ακολουθούν από ετών τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων, τόσο αυτών με καθορισμένη διάρκεια όσο και αυτών χωρίς προκαθορισμένη λήξη.



Η άνοδος των επιτοκίων με την επιβολή των περιορισμών πιθανόν να αντανακλά αύξηση του εκτιμώμενου από τις τράπεζες πιστωτικού κινδύνου. Δεδομένων των συνθηκών που επικράτησαν το α' εξάμηνο του 2015, οι προβλέψεις για το ΑΕΠ στην Ελλάδα αναθεωρήθηκαν προοδευτικά προς τα κάτω. Ενισχύθηκαν οι προσδοκίες για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, τουλάχιστον κατά το β' εξάμηνο του 2015 και το έτος 2016, και αντίστοιχως για αύξηση του πιστωτικού κινδύνου. Επιπροσθέτως, στα μέσα του 2015 αναπτύχθηκαν προσδοκίες ότι η ιδιωτική κατανάλωση και συνεπώς και τα έσοδα των επιχειρήσεων θα επηρεάζονταν κατά έντονα αρνητικό τρόπο λόγω της επιβολής ορίου στις αναλήψεις μετρητών. Διατυπώθηκαν φόβοι ότι οι εισαγωγικές δραστηριότητες των επιχειρήσεων, και κατ' επέκταση η εγχώρια παραγωγή, θα δυσχεραίνονταν λόγω της αργίας των τραπεζών και των περιορισμών στις διασυνοριακές πληρωμές. Φαίνεται ότι οι τράπεζες εκτίμησαν ότι πολλές επιχειρήσεις θα εξωθούνταν σε αύξηση του τραπεζικού δανεισμού, προκειμένου να αντισταθμίσουν τις μειώσεις στις προσόδους τους, ώστε να παραμείνουν σε θέση να εξυπηρετούν απρόσκοπτα τις ανελαστικές υποχρεώσεις τους και να μη σταματήσουν να λειτουργούν (distress borrowing). Δηλαδή οι τράπεζες θεώρησαν ότι λάμβανε χώρα αύξηση του κινδύνου, η οποία δικαιολογούσε περιορισμό της προσφοράς πιστώσεων, ταυτόχρονα με άνοδο της ζήτησης πιστώσεων, και έτσι αρχικά αύξησαν τα επιτόκια δανεισμού. Είναι αξιοσημείωτο ότι, στο πλαίσιο της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις,<sup>3</sup> αναφέρεται από τις ελληνικές τράπεζες αύξηση της ζήτησης πιστώσεων κατά το γ' τρίμηνο του 2015, τόσο εκ μέρους των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους όσο και εκ μέρους των καταναλωτών, για πρώτη φορά από τα τέλη του 2014.

Όταν, στη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2015, οι προσδοκίες για την οικονομική δραστηριότητα βελτιώθηκαν και καθώς η εμπειρία καταδείκνυε ότι η εφαρμογή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα δεν προκαλούσε σημαντικές δυσχέρειες για την επιχειρηματική

δραστηριότητα, οι τράπεζες άρχισαν σταδιακά να αντιστρέφουν τις προηγηθείσες αυξήσεις των επιτοκίων. Είναι αξιοσημείωτο ότι, σύμφωνα με την έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις, η απαισιοδοξία των προσδοκίων των τραπεζών όσον αφορά τις μακροοικονομικές εξελίξεις, τις προοπτικές στο επίπεδο μεμονωμένων τομέων οικονομικής δραστηριότητας ή επιχειρήσεων, την ευκολία ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων και, τέλος, τον κίνδυνο εν γένει επηρέασε περισσότερο περιοριστικά τα πιστοδοτικά τους κριτήρια και τους όρους και τις προϋποθέσεις νέων δανείων κατά το γ' τρίμηνο του 2015, ενώ κατά το δ' τρίμηνο η επίδραση των προσδοκίων αυτών αμβλύθηκε.

Η πολιτική επιτοκίων εκ μέρους των τραπεζών (περί τα μέσα του 2015) ενθάρρυνε τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να προβούν στις όποιες αναγκαίες αυξήσεις του δανεισμού τους σε περιορισμένη βάση, χρησιμοποιώντας ήδη εγκεκριμένες γραμμές πιστώσεων (χωρίς καθορισμένη λήξη), παρά να συνάψουν εξ αρχής νέα δάνεια, δυνητικά μεγαλύτερου ύψους από τα διαθέσιμα περιθώρια εντός των προϋπαρχόντων πιστωτικών ορίων. Η πολιτική αυτή απάλυνε και τα εκλαμβανόμενα από τις τράπεζες προβλήματα ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας τα οποία, με βάση την εμπειρία στα μέσα του έτους (πριν την ανακεφαλαιοποίηση), παρουσιάζονταν ιδιαίτερος οξύμενα.

Καθώς η εμπιστοσύνη θα εδραιώνεται και η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας θα φθάνει στο τέλος της, η καθοδική κίνηση την οποία έχουν εμφανίσει τα περισσότερα ονομαστικά επιτόκια δανεισμού κατά τους τελευταίους μήνες θα παγιωθεί. Εξάλλου, η πτωτική τάση την οποία εμφανίζουν κατά τα τελευταία έτη τα επιτόκια σε πραγματικούς όρους επίσης αναμένεται να εξακολουθήσει μελλοντικά. Σε αυτό θα βοηθήσει και το γεγονός ότι, καθώς η ελληνική οικονομία θα εξέρχεται από την κρίση, οι πιθανότητες ο εγχώριος πληθωρισμός να διαμορφωθεί σε πολύ χαμηλές θετικές ή σε αρνητικές τιμές θα

3 Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015, Κεφάλαιο VII.4.

περιοριστούν και οι πληθωριστικές προσδοκίες θα αναθεωρηθούν προς τα άνω.

Συνέπεια των διαστάσεων του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων είναι η διατήρηση σε υψηλά επίπεδα του περιθωρίου μεταξύ επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού και κόστους άντλησης χρηματοδοτικών πόρων εκ μέρους των τραπεζών, προς διοχέτευση σε νέες πιστώσεις. Με την αναμενόμενη πρόοδο στην αντιμετώπιση του προβλήματος, η αύξηση του περιθωρίου κατά τα τελευταία έτη αναμένεται να αντιστραφεί, ασκώντας επιπλέον πιέσεις για υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών. Εξάλλου, και το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, το οποίο αποκλιμακώθηκε από το β' εξάμηνο του 2015 και εξής, κυρίως λόγω της ταχείας υποχώρησης του κόστους συγκέντρωσης καταθέσεων λιανικής, θα καταγράψει σημαντική περαιτέρω μείωση. Ως γνωστόν, η θετική αξιολόγηση εκ μέρους των διεθνών εταιρών αποτελεί την προϋπόθεση προκειμένου τα χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου να γίνουν και πάλι αποδεκτά στις πράξεις ανοικτής αγοράς που διενεργεί το Ευρωσύστημα, μέσω των οποίων παρέχεται χρηματοδότηση στα πιστωτικά ιδρύματα με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους.

### 3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ

Κατά το α' εξάμηνο του 2015, οι μηνιαίες καθαρές ροές νέας τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία, όσον αφορά την επιχειρηματική αλλά και την καταναλωτική πίστη, διαμορφώθηκαν σε θετικά ή εν γένει λιγότερο αρνητικά επίπεδα σε σύγκριση με το 2014. Αντιθέτως, τον Ιούλιο του 2015 καταγράφηκαν συγκριτικά έντονα αρνητικές καθαρές ροές τραπεζικών πιστώσεων, εξαιτίας της τραπεζικής αργίας κατά το μεγαλύτερο μέρος του μηνός. Έκτοτε οι μηνιαίες καθαρές ροές έγιναν και πάλι γενικά λιγότερο αρνητικές (βλ. Διαγράμματα VI.3 και VI.4). Κατά συνέπεια, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης<sup>4</sup> τόσο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και της καταναλωτικής πίστης συνέχισε, κατά το 2015

και τους πρώτους μήνες του 2016, να ακολουθεί σχεδόν αδιαλείπτως φθίνουσα πορεία, όπως και τα προηγούμενα έτη. Αντιθέτως, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των στεγαστικών δανείων παρέμεινε ουσιαστικά σταθερός.

Ο περιορισμός του ρυθμού μείωσης της επιχειρηματικής πίστης είναι συνεπής με την άνοδο του ΑΕΠ κατά το α' εξάμηνο του 2015. Κατά το β' εξάμηνο του 2015, είναι πιθανόν ότι η προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης στηρίχθηκε από την προσδοκία των τραπεζών ότι επρόκειτο να ανακεφαλαιοποιηθούν, όπως και από την υποχώρηση της αβεβαιότητας, η οποία, αν μη τι άλλο, αύξησε τις δυνατότητες των τραπεζών να συγκεντρώσουν πόρους προς ανδανεισμό ενώ η πρόσβαση στην Τράπεζα της Ελλάδος για άντληση ρευστότητας συνεχίστηκε απρόσκοπτα. Η υποχώρηση της αβεβαιότητας πρέπει να επέδρασε θετικά και στη ζήτηση πιστώσεων και να αντιστάθμισε κάπως την αρνητική επίπτωση της οικονομικής επιβράδυνσης. Οι ερμηνευτικοί παράγοντες της εξέλιξης της καταναλωτικής πίστης ήταν ανάλογοι.

Επισημαίνεται ότι το υψηλό και αυξανόμενο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων οδηγεί σε προοδευτική υποεκτίμηση του απόλυτου μεγέθους της αρνητικής καθαρής ροής νέας τραπεζικής χρηματοδότησης, ώστε οι αντίστοιχοι ετήσιοι ρυθμοί μείωσης να εμφανίζονται λιγότερο αρνητικοί απ' ό,τι αν τα υφιστάμενα χρέη προς τις τράπεζες εξυπηρετούνταν κανονικά. Η μηνιαία καθαρή ροή ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ (α) του ύψους των χορηγηθέντων από τις τράπεζες νέων δανείων και πιστώσεων και (β) των χρεολυσίων που κατέβαλαν οι δανειολήπτες στις τράπεζες, εντός του ημερολογιακού μηνός, για την (μερική) εξόφληση της χρηματοδότησης που είχαν αντλήσει κατά το παρελθόν από το τραπεζικό σύστημα.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής (εν προκειμένω της τραπεζικής χρηματοδότησης) κατά τον ημερολογιακό μήνα T υπολογίζεται ως το ηλίκο του αθροίσματος των μηνιαίων καθαρών ροών (τραπεζικής χρηματοδότησης) από το μήνα T-11 μέχρι και το μήνα T προς το υφιστάμενο υπόλοιπο (της τραπεζικής χρηματοδότησης) στο τέλος του μηνός T-12.

<sup>5</sup> Χάρην απλουστεύσεως, ο ορισμός αυτός αγνοεί ότι στην πράξη για τον υπολογισμό της καθαρής ροής τραπεζικής χρηματοδότησης αφαιρείται η επίδραση, στα υπόλοιπα των πιστώσεων στα βιβλία των τραπεζών, από τις συναλλαγματικές διαφορές ή τις διαγραφές δανείων.

**Διάγραμμα VI.3 Τραπεζική χρηματοδότηση προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιούλιος 2014-Απρίλιος 2016)**

(εκατ. ευρώ, ετήσιος ρυθμός μεταβολής, %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα δάνεια καθορισμένης διάρκειας αντιπροσωπεύουν τα 3/4 περίπου του υφιστάμενου υπολοίπου τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ.

**Διάγραμμα VI.4 Τραπεζική χρηματοδότηση καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών (Ιούλιος 2014-Απρίλιος 2016)**

(εκατ. ευρώ, ετήσιος ρυθμός μεταβολής, %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα καταναλωτικά δάνεια καθορισμένης διάρκειας αντιπροσωπεύουν τα 2/3 περίπου του υφιστάμενου υπολοίπου καταναλωτικής πίστης.

Εάν, συνεπώς, τα καταβαλλόμενα χρεολύσια ελαττωθούν σημαντικά, η καθαρή ροή είναι δυνατόν να καταστεί λιγότερο αρνητική και στο τέλος να μεταστραφεί από αρνητικές σε θετικές τιμές, εξέλιξη η οποία ωστόσο στην πραγματικότητα δεν αντανακλά αντίστοιχη αναθέρμανση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών. Ο μηχανισμός αυτός δεν αποκλείεται να υποκρύπτεται σε κάποιο βαθμό – μεγαλύτερο στην περίπτωση της καταναλωτικής πίστης, για την οποία τα ποσοστά καθυστερήσεων είναι ιδιαίτερα υψηλά – πίσω από την εξέλιξη των μηνιαίων καθαρών ροών που περιγράφηκε παραπάνω.

Ένδειξη προς αυτή την κατεύθυνση παρέχουν τα διαθέσιμα στοιχεία για τις ακαθάριστες μηνιαίες ροές δανείων. Το ύψος των νέων δανείων με προκαθορισμένη λήξη, τα οποία χορηγούνταν κάθε μήνα από τα πιστωτικά ιδρύματα, τόσο προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς νοικοκυριά για τη χρηματοδότηση καταναλωτικών δαπανών, μειώθηκε προοδευτικά μεταξύ β' εξαμήνου του

2014 και β' εξαμήνου του 2015, ενώ η υποχώρηση φαίνεται να συνεχίζεται και τους πρώτους μήνες του 2016.<sup>6</sup> Μάλιστα, ο λόγος των εκταμιεύσεων δανείων καθορισμένης λήξης προς το ονομαστικό ΑΕΠ υποχώρησε μεταξύ β' εξαμήνου του 2014 (της πρώτης εξαμηνιαίας περιόδου για την οποία έχουν καταρτιστεί συνεπή στοιχεία για τις ακαθάριστες ροές) και α' τριμήνου του 2016 (είτε περιληφθούν είτε δεν περιληφθούν τα στεγαστικά δάνεια). Η εξέλιξη αυτή παρέχει κάποιες

<sup>6</sup> Δεν πρέπει ωστόσο να παραβλέπεται ότι ούτε η ερμηνεία της εξέλιξης των ακαθάριστων ροών χρηματοδότησης είναι απαλλαγμένη προβλημάτων. Για παράδειγμα, ως υποτεθεί ότι τα προηγούμενα έτη λάμβανε χώρα, σε μεγάλη έκταση, αναχρηματοδότηση ή ανανέωση υφιστάμενων δανείων, δηλ. εξόφληση υφιστάμενων δανείων χρηματοδοτούμενη με νέα δάνεια, με ή χωρίς μεταβολή των όρων δανεισμού (σε σύγκριση με αυτούς που είχαν συνομολογηθεί σε σχέση με τα παλαιά δάνεια που αντικαθίστανται). Τα νέα αυτά δάνεια επανξάνουν την ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης. Μόνο στην περίπτωση που η αναχρηματοδότηση αφορά υφιστάμενο δάνειο το οποίο τελεί σε καθυστέρηση ήδη για πάνω από 3 μήνες, το νέο τραπεζικό δάνειο δεν θα προσμετρηθεί στη σειρά για τις ακαθάριστες ροές. Εάν, για κάποιο λόγο, το 2015 η αναχρηματοδότηση υφιστάμενων δανείων δεν ήταν τόσο διαδεδομένη όσο κατά το παρελθόν, οι ακαθάριστες ροές δανείων θα παρουσιάζονταν μειωμένες, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι η στήριξη της οικονομίας με νέα χρηματοδότηση κατά το 2015 ήταν ασθενέστερη έναντι των προηγούμενων ετών.

ενδείξεις ότι η διαθεσιμότητα πιστώσεων περιορίστηκε όχι μόνο σε απόλυτους αριθμούς αλλά και σε σύγκριση με ένα (ατελές βεβαίως) μέτρο των αναγκών της οικονομίας για χρηματοδότηση. Τέλος, καθοδική ήταν και η πορεία του υφιστάμενου υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων χωρίς καθορισμένη λήξη (17% του συνόλου της ανεξόφλητης τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά μέσο όρο στη διάρκεια της περιόδου υπό επισκόπηση). Εξάλλου και ο λόγος του υπολοίπου αυτών των πιστώσεων προς το ονομαστικό ΑΕΠ υποχώρησε.

Η θωράκιση της εμπιστοσύνης μέσω της θετικής αξιολόγησης θα διευκολύνει την αύξηση της πρόσβασης των τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και θα συμβάλει στη σταδιακή επιστροφή στο εγχώριο πιστωτικό σύστημα αφενός αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων και αφετέρου καταθέσεων Ελλήνων από τράπεζες στο εξωτερικό. Όπως προαναφέρθηκε, η έκταση στην οποία οι ελληνικές τράπεζες θα μπορούν να αντλήσουν χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα επίσης πρόκειται να αυξηθεί. Έχει προηγηθεί (Απρίλιος 2016) η παραχώρηση της δυνατότητας στις εγχώριες τράπεζες να πωλούν στο Ευρωσύστημα ομόλογα τα οποία εξέδωσε το EFSF στο πλαίσιο παλαιότερων ανακεφαλαιοποιήσεών τους. Αυτό επέτρεψε στα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα κατ' ουσίαν να αρχίσουν να συμμετέχουν, σε έκταση η οποία δεν είναι πλέον αμελητέα, στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, αποκτώντας έτσι ρευστά διαθέσιμα σε μόνιμη βάση (σε αντιδιαστολή με την απόκτηση διαθεσίμων σε προσωρινή βάση η οποία επιτυγχάνεται μέσω της συμμετοχής στις λοιπές, αντιστροπές, πράξεις του Ευρωσυστήματος (repos)).

Ο συνδυασμός (α) της αναμενόμενης υπό πολύ ευνοϊκούς όρους, αύξησης της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος με την (β) πρόσφατη ενίσχυση της κεφαλαιακής του βάσης θα συντελέσει σε τόνωση της πιστοδοτικής ικανότητας των εγχώριων τραπεζών. Ο σημαντικότερος παράγοντας που θα εξακολουθήσει, ωστόσο, να περιορίζει την προσφορά τραπε-

ζικής χρηματοδότησης είναι το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Τον τελευταίο καιρό έχει εμπλουτιστεί σημαντικά το θεσμικό πλαίσιο στη χώρα μας (βλ. ενότητα VI.5), προκειμένου να διευκολυνθεί η αντιμετώπιση του προβλήματος εκ μέρους των τραπεζών, π.χ. μέσω αναδιάρθρωσης-ρύθμισης των χρεών ή και ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων. Επιπροσθέτως, το πρόβλημα θα απαλυνθεί μέσω αυτόματων μηχανισμών σε ένα περιβάλλον οικονομικής ανάκαμψης, καθώς η συχνότητα δημιουργίας νέων δανείων σε καθυστέρηση θα μειωθεί και ορισμένα δάνεια, τα οποία τελούν επί του παρόντος σε καθυστέρηση, θα καταστεί δυνατόν, ακόμη και χωρίς να έχει προηγηθεί αναδιάρθρωση, να γίνουν και πάλι ενήμερα. Στο μέτρο που το βάρος του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων θα απαλύνεται, οι δυνατότητες των τραπεζών να επικεντρωθούν στην παροχή νέων πιστώσεων προς υγιείς τομείς θα διευρύνονται. Ειδικά, οι βιώσιμες επιχειρήσεις δεν θα είναι δυνατόν να χρηματοδοτηθούν όσο εντατικά θα ήταν επιθυμητό, διότι σημαντικό μέρος της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών θα δεσμεύεται για τη χρηματοδότηση οφειλετών που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξυπηρέτηση των χρεών τους, οι οποίες είναι αμφίβολο αν είναι απλώς προσωρινές και αναστρέψιμες. Τέλος, η αναμενόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η περαιτέρω υποχώρηση της αβεβαιότητας θα συμβάλουν σε αύξηση και της ζήτησης πιστώσεων, ενώ προς αυτή την κατεύθυνση επιδρά και η αποκλιμάκωση των δανειακών επιτοκίων, η οποία, όπως προαναφέρθηκε, σε πραγματικούς όρους έχει ήδη γενικευθεί σε όλες τις κατηγορίες τραπεζικής πίστης.

## 4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

### 4.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι βασικοί παράγοντες που επηρέασαν τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το 2015 ήταν η αβεβαιότητα για τη δυναμική της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η ροπή των επενδυτών για ελαχιστοποίηση του αναλαμβανό-

μενου κινδύνου και τα γεωπολιτικά προβλήματα. Ενώ η αύξηση των βασικών επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ το Δεκέμβριο είχε προεξοφληθεί, η μείωση των επιτοκίων, ακόμη και σε αρνητικά επίπεδα, από κεντρικές τράπεζες όπως η Τράπεζα της Ιαπωνίας και η ενίσχυση του προγράμματος αγοράς του Ευρωσυστήματος επέφεραν πρόσκαιρη ομαλοποίηση των συνθηκών στις αγορές.

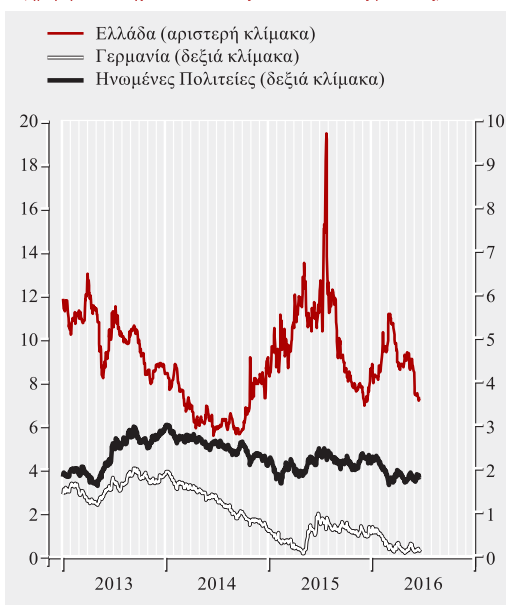
Στις αρχές του 2016, η μεταβλητότητα αυξήθηκε έντονα στις αγορές ομολόγων και μετοχών, καθώς οι ανησυχίες των επενδυτών για τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας και η αδύναμη ζήτηση από την Κίνα οδήγησαν σε μεγάλη πτώση της τιμής του πετρελαίου. Το επενδυτικό κλίμα επιδεινώθηκε και εκδηλώθηκε τάση αποφυγής ανάληψης κινδύνων.

Εξ αυτού του λόγου, οι αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου υποχώρησαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ συνέχισαν να ακολουθούν πτωτική πορεία, παρά την αύξηση των επιτοκίων από τη Fed (βλ. Διάγραμμα VI.5). Στη ζώνη του ευρώ, σημαντική συμβολή στην υποχώρηση των αποδόσεων είχε η αγορά κρατικών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Το επενδυτικό κλίμα επιβαρύνθηκε περαιτέρω εξαιτίας ανησυχιών για τις προοπτικές κερδοφορίας διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Έτσι, ειδικά τους δύο πρώτους μήνες του 2016, οι αποδόσεις των ομολόγων εταιριών και κρατών χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης αυξήθηκαν, ενώ οι κινήσεις των μετοχών των τραπεζών οδήγησαν σε σημαντική πτώση τους δείκτες τιμών στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Στη συνέχεια όμως, οι πιέσεις στις αποτιμήσεις των τίτλων υποχώρησαν, καθώς οι τιμές του πετρελαίου ανέκαμψαν παράλληλα με την ανακοίνωση καλύτερων των αναμενόμενων οικονομικών αποτελεσμάτων από διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Κατά την περίοδο Μαρτίου-Απριλίου 2016, η μεταβλητότητα υποχώρησε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων και των

### Διάγραμμα VI.5 Αποδόσεις κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2016)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Thomson Reuters.  
Σημείωση: Την περίοδο 29.6.2015-31.7.2015 δεν λειτουργούσε η ΗΔΑΤ λόγω των οριζόμενων στην "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου -Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015. Πηγή των στοιχείων για την περίοδο αυτή είναι η Thomson Reuters και τα στοιχεία αφορούν συναλλαγές εκτός Ελλάδος.

ομολόγων των ευάλωτων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ σταθεροποιήθηκαν. Οι τιμές των μετοχών στις αγορές των ΗΠΑ και της Ευρώπης ανέκαμψαν, αντιστρέφοντας εν μέρει την πτώση στις αρχές του έτους.

Η πρόσφατη βελτίωση δεν επιτρέπει εφησυχασμό, καθώς το επενδυτικό κλίμα διεθνώς παραμένει ευάλωτο σε προκλήσεις που αναμένεται να διαμορφώσουν τις συνθήκες υπό τις οποίες θα πραγματοποιηθεί η αναχρηματοδότηση των εταιρικών ομολόγων το 2016 και το 2017.<sup>7</sup> Ως προς τις προκλήσεις, ενδεικτικά αναφέρονται η αδυναμία στην οικονομική

<sup>7</sup> Σύμφωνα με τον οίκο Standard & Poor's, οι ανάγκες αναχρηματοδότησης ομολογιακών εκδόσεων από ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, της επενδυτικής κατηγορίας (δηλ. με διαβάθμιση καλύτερη του BBB-), ανέρχονται σε περίπου 1 τρισεκ. δολάρια ΗΠΑ (509 δισεκ. δολ. το 2016 και 501 δισεκ. δολ. το 2017), ενώ για τις ευρωπαϊκές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αντίστοιχης διαβάθμισης το ποσό αυτό ανέρχεται σε 520 δισεκ. δολ. ΗΠΑ (260 δισεκ. δολ. για κάθε έτος).



δραστηριότητα τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες ενδεχόμενες αρνητικές γεωπολιτικές εξελίξεις. Παράλληλα, οι συνθήκες πραγματικής ρευστότητας στις αγορές ομολόγων παραμένουν ρηχές, ιδίως για τίτλους μη πρωτευόντων (non-prime) εκδοτών και μικρές εκδόσεις, καθώς και τίτλους χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Η χρονική κλιμάκωση που θα επιλέξει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα για την αύξηση των επιτοκίων παρέμβασης στις ΗΠΑ, αποτελεί βασικό παράγοντα για τη διαμόρφωση των συνθηκών στις διεθνείς αγορές και ειδικότερα της ροπής των επενδυτών προς τον κίνδυνο το επόμενο διάστημα.

#### 4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Παρά τις εντάσεις στις διεθνείς αγορές και τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, καθ' όλη τη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2015 οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου επέδειξαν σημάδια αποκλιμάκωσης, σε συνάφεια με τις ανακοινώσεις για πρόοδο στις διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές καθ' οδόν προς την αξιολόγηση (βλ. Διάγραμμα VI.5). Η υποχώρηση των αποδόσεων σε επίπεδα πλησίον εκείνων που επικρατούσαν στο τέλος του 2014 θα μπορούσε να αποδοθεί στις προσδοκίες των επενδυτών για ολοκλήρωση της αξιολόγησης.

Συγκεκριμένα, η απόδοση του ελληνικού κρατικού ομολόγου δεκαετούς διάρκειας ακολούθησε πτωτική τάση κατά το β' εξάμηνο του 2015, αποκλιμακούμενη από 19,3% στις 8 Ιουλίου, μετά το δημοψήφισμα και πριν τη Σύνοδο Κορυφής του Ιουλίου, σε 8,3% στις 31.12.2015. Παρατηρήθηκε στενή συσχέτιση μεταξύ προόδου στην εφαρμογή των μέτρων που προβλέπονται στο τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής και υποχώρησης των αποδόσεων. Η χαμηλότερη απόδοση από το τέλος του 2014 καταγράφηκε την ημέρα της ψήφισης του πολυνομοσχεδίου (6,96% στις 19.11.2015). Αντίστοιχη ήταν και η εξέλιξη της διαφοράς μεταξύ των αποδόσεων των ελληνικών και των γερμανικών δεκαετών κρατικών

ομολόγων (31.12.2015: 770 μονάδες βάσης από 1.865 μ.β. στις 8.7.2015).

Τους πρώτους μήνες του 2016, εν μέσω συνθηκών υψηλής μεταβλητότητας διεθνώς, και λόγω της ανησυχίας αναφορικά με τις εξελίξεις στην ελληνική οικονομία καθώς παρατηνόνταν οι διαπραγματεύσεις για την αξιολόγηση πέραν του αναμενόμενου, παρατηρήθηκε εκ νέου σημαντική άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων του Δημοσίου. Εξάλλου, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων παρέμεινε αρνητική κατά το μεγαλύτερο διάστημα, έως και τα τέλη Μαΐου 2016 (διαφορά αποδόσεων 10ετούς και 3ετούς ομολόγου: -19 μ.β. στις 31.5.2016, έναντι +40 μ.β. στις 31.12.2015).

Οι αποδόσεις του τίτλου με 10ετή διάρκεια (λήξης στις 24.2.2026) ξεπέρασαν το 10% το Φεβρουάριο του 2016 (στις 29.2.2016: 10,4%). Οι αποδόσεις των ομολόγων βραχύτερης διάρκειας αυξήθηκαν ακόμη εντονότερα, υποδηλώνοντας ότι η επενδυτική αβεβαιότητα σχετιζόταν με κινδύνους στο βραχυχρόνιο ορίζοντα (στις 29.2.2016 οι αποδόσεις του τίτλου 3ετούς διάρκειας με λήξη το 2019 έφθασαν το 13,8%, έναντι 7,9% στις 31.12.2015). Στη συνέχεια, δεδομένων ενδείξεων προόδου όσον αφορά την πορεία προς την ολοκλήρωση της αξιολόγησης, οι αποδόσεις αποκλιμακώθηκαν περίπου στα επίπεδα του Νοεμβρίου του 2015 (στις 31.5.2016: 10ετές 7,26% και 3ετές 7,55%).

Η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος όσον αφορά τα ελληνικά κρατικά ομόλογα έχει οδηγήσει σε μεγάλη μείωση της αξίας συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ περιορίστηκε κατά 76% την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2016 σε 2,6 εκατ. ευρώ περίπου, έναντι 10,9 εκατ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2015. Επίσης, κατά το ίδιο διάστημα η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) υποχώρησε κατά 70% σε 2,3 εκατ. ευρώ, έναντι 7,7 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση, σε τακτά χρονικά διαστήματα, εντόκων γραμματίων, με σκοπό την αναχρηματοδότηση προηγούμενων

εκδόσεων που έληγαν (αξία εκδόσεων, Ιαν.-Μάιος 2016: 15,2 δισεκ. ευρώ, Ιαν.-Μάιος 2015: 15,4 δισεκ. ευρώ). Όμως, το κόστος δανεισμού μέσω των νέων εκδόσεων ήταν αυξημένο σημαντικά, καθώς το μεσοσταθμικό επιτόκιο για την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2016 διαμορφώθηκε σε 2,83%, έναντι 2,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2015.

### 4.3 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

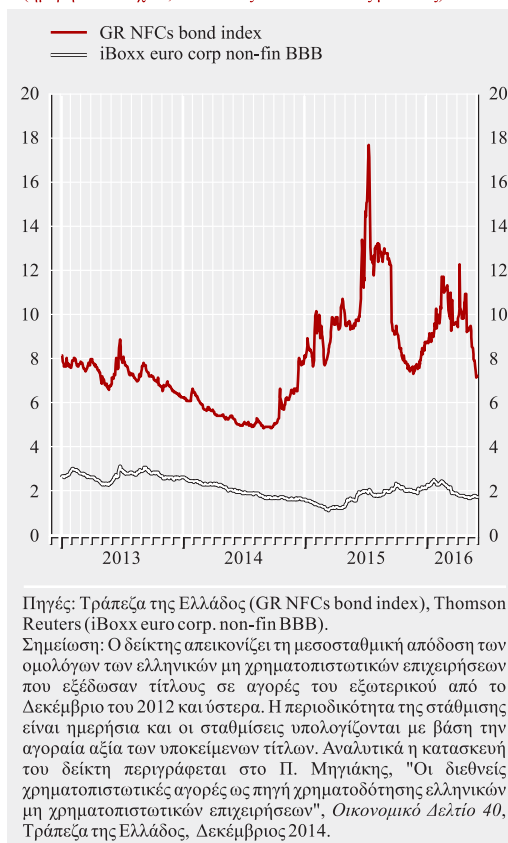
Η αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές από το β' εξάμηνο του 2015 επέδρασε αρνητικά στις αγορές εταιρικών ομολόγων στην Ευρώπη και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Η επίδραση ήταν εντονότερη κατά τις περιόδους κορύφωσης της μεταβλητότητας, ιδίως το τελευταίο τρίμηνο του 2015 και τον Ιανουάριο του 2016. Οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων αυξήθηκαν, εντονότερα για τίτλους χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης και για τίτλους μακρότερης διάρκειας.

Υπό αυτές τις συνθήκες, αρνητικά επηρεάστηκαν και οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με έδρα την Ελλάδα σε διεθνείς κεφαλαιαγορές, παρά τη βελτίωση, εκείνη την περίοδο, των αποτιμήσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Εντούτοις, η ευνοϊκή εξέλιξη των συνθηκών στις διεθνείς αγορές από το Φεβρουάριο του 2016 δεν οδήγησε σε αντίστοιχη βελτίωση των αποτιμήσεων των ομολόγων των ελληνικών επιχειρήσεων, λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με τις εξελίξεις στην εγχώρια οικονομία.

Έτσι, η μέση σταθμική απόδοση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά παρέμεινε σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και η απόδοση του δείκτη των εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>8</sup> αυξήθηκε, από το Νοέμβριο του 2015 και έως τις αρχές Μαΐου 2016 (19.11.2015: 7,30%, 9.5.2016: 9,48%, έχοντας στο ενδιάμεσο καταγράψει υψηλότερα μεγέθη – βλ. Διάγραμμα VI.6). Αποκλιμάκωση των αποδόσεων άρχισε να εμφανίζεται από τις αρχές Μαΐου 2016 με την απόδοση στο τέλος Μαΐου να διαμορφώνεται

**Διάγραμμα VI.6 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ευρώ (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2016)**

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



σε 7,25%. Αντίστοιχη τάση ακολούθησε η διαφορά της απόδοσης του εν λόγω δείκτη από την απόδοση των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ με συγκρίσιμη πιστοληπτική διαβάθμιση. Η διαφορά αυτή μειώθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια του Μαΐου 2016, προσεγγίζοντας τα επίπεδα του Νοεμβρίου 2015.

### 4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το β' εξάμηνο του 2015 και τους πρώτους μήνες του 2016 οι αποτιμήσεις των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών μειώθηκαν σημαντικά. Οι έντονες διακυμάνσεις του γενικού δείκτη τιμών του χρημα-

<sup>8</sup> Από τις 22.4.2016 ο δείκτης ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος για τα ομόλογα που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές είναι διαθέσιμος στο Bloomberg.

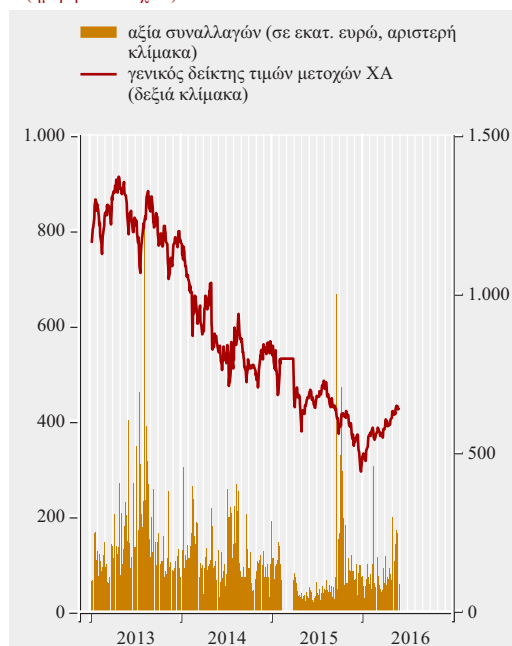
τιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) αντανακλούσαν την πορεία των διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές όσον αφορά την αξιολόγηση, ενώ αξιοσημείωτη ήταν η διαφοροποίηση στην εξέλιξη των τιμών των μετοχών μεταξύ τραπεζών και βιομηχανικών εταιριών (βλ. Διάγραμμα VI.7). Η λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς είχε διακοπεί για περίπου ένα μήνα έως τις 3 Αυγούστου, λόγω της τραπεζικής αργίας αρχικά και ακολούθως λόγω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Την περίοδο Αυγούστου-Οκτωβρίου 2015 ο ΓΔΧΑ ανέκτησε μέρος των σημαντικών απωλειών που είχε καταγράψει αμέσως μετά την επαναλειτουργία του Χρηματιστηρίου στις 3 Αυγούστου (απόδοση ΓΔΧΑ από τις 30.6.2015 έως τις 3.8.2015: -16,2%, από τις 3.8.2015 έως την 31.10.2015: +4,9%). Οι μετοχές των πιστωτικών ιδρυμάτων συνέχισαν την πτωτική τους πορεία, λόγω αβεβαιότητας σχετικά με τη διαδικασία της ανακεφαλαιοποίησης (απόδοση τραπεζικού δείκτη από 3.8.2015 έως 20.10.2015: -45,5%), ενώ οι τιμές των μετοχών μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν σημαντικά (απόδοση δείκτη βιομηχανικών και επιχειρήσεων βιομηχανικών υπηρεσιών από 3.8.2015 έως 20.10.2015: +23,5%). Κατόπιν, οι συνθήκες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επηρεάστηκαν από τις εξελίξεις των διεθνών αγορών, ενώ και οι παράγοντες επενδυτικής αβεβαιότητας σχετικά με τις εγχώριες εξελίξεις επιδεινώσαν το κλίμα. Έτσι, ο ΓΔΧΑ ακολούθησε πτωτική τάση τόσο τους τελευταίους μήνες του 2015 όσο και τους δύο πρώτους μήνες του 2016.

Την περίοδο Μαρτίου-Μαΐου 2016 η πτώση μερικώς αντιστράφηκε (απόδοση ΓΔΧΑ, από τις 1.11.2015 έως τις 31.12.2015: -12,6% και από την 1.1.2016 έως τις 31.5.2016: 2,4%). Εκτός της θετικής επίδρασης από τη βελτίωση των διεθνών συνθηκών, συμβολή στην αντιστροφή της τάσης εκτιμάται ότι είχαν και τα οικονομικά αποτελέσματα που ανακοίνωσαν οι εταιρίες για το οικονομικό έτος 2015. Καταγράφηκε αύξηση στον κύκλο εργασιών και την κερδοφορία, ενώ σε κλάδους που επηρεάζο-

**Διάγραμμα VI.7 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2016)**

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6.2015-31.7.2015 το Χρηματιστήριο ήταν κλειστό λόγω των οριζόμενων στην "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

νται ιδιαίτερα από τις διακυμάνσεις του ΑΕΠ η καλύτερη της αρχικώς εκτιμώμενης εξέλιξη της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας οδήγησε σε μεταστροφή των αποτελεσμάτων τους από ζημιογόνα το 2014 σε κερδοφόρα το 2015. Πιο έντονη ήταν η υποχώρηση στις τιμές των τραπεζικών μετοχών, οι οποίες μειώθηκαν κατά 88,4% από την 1.11.2015 έως τις 29.2.2016, αλλά από τις αρχές Μαρτίου 2016 ανέκτησαν μέρος των απωλειών (απόδοση από 1.1.2016 έως 31.5.2016: -6,8%). Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών την περίοδο 1.1.2016 έως 31.5.2016 μειώθηκε κατά 27% συγκρινόμενη με την αντίστοιχη περίοδο του 2015 και ανήλθε σε 75 εκατ. ευρώ. Τέλος, η συνολική κεφαλαιοποίηση των εταιριών, εισηγμένων στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, διαμορφώθηκε στο τέλος Μαΐου 2016 σε 46 δισεκ. ευρώ, μειωμένη κατά 3 δισεκ. ευρώ (-6%) σε σύγκριση με το Μάιο του 2015.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το 2015 τα οργανικά αποτελέσματα των τραπεζών και των ομίλων τους (πριν από τις προβλέψεις) εμφάνισαν σχετική ανθεκτικότητα σε σύγκριση με το 2014, παρ' όλες τις προκλήσεις που αντιμετωπίστηκαν. Ειδικότερα, τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) των τραπεζών εμφάνισαν σημαντική βελτίωση, ενώ εκείνα των ομίλων οριακή (βλ. Πίνακα VI.1), η οποία αποδίδεται κυρίως στην περαιτέρω συγκράτηση του λειτουργικού κόστους, αλλά, στην περίπτωση των τραπεζών, και στην αύξηση των εσόδων. Τα λειτουργικά έσοδα επηρεάστηκαν (α) θετικά μεν από τη μείωση των εξόδων για τόκους, αποτέλεσμα της σημαντικής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων στις προθεσμιακές καταθέσεις και της στροφής των

καταθετών στους λογαριασμούς ταμειευτηρίου, (β) αρνητικά δε από το κόστος προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος και την υποχώρηση των εσόδων από προμήθειες.

Τα καθαρά έσοδα δεν επαρκούσαν για να καλύψουν το σχηματισμό προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Λαμβάνοντας υπόψη την επιδείνωση του οικονομικού περιβάλλοντος και της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων, καθώς και τα ευρήματα της Συνολικής Αξιολόγησης (Comprehensive Assessment) που διενεργήθηκε από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (EEM) για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες και από την Τράπεζα της Ελλάδος για την Τράπεζα Αττικής, οι τράπεζες σχημάτισαν προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο αυξη-

**Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (2014-2015)**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	2014	2015	Μεταβολή (%)	2014	2015	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>6.596</b>	<b>7.038</b>	<b>6,7</b>	<b>8.837</b>	<b>8.542</b>	<b>-3,3</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	5.860	5.944	1,4	7.451	7.283	-2,3
- Έσοδα από τόκους	10.647	9.744	-8,5	12.629	11.310	-10,4
- Έξοδα τόκων	-4.787	-3.800	-20,6	-5.178	-4.027	-22,2
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	736	1.094	48,6	1.387	1.259	-9,2
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	616	533	-13,5	1.026	929	-9,5
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	-179	16	-	-105	37	-
- Λοιπά έσοδα	299	545	82,3	465	293	-37,0
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-4.207</b>	<b>-3.992</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5.534</b>	<b>-5.219</b>	<b>-5,7</b>
Δαπάνες προσωπικού	-2.356	-2.141	-9,1	-3.035	-2.762	-9,0
Διοικητικά έξοδα	-1.573	-1.577	0,3	-2.054	-2.031	-1,1
Αποσβέσεις	-278	-274	-1,4	-445	-426	-4,3
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>2.389</b>	<b>3.046</b>	<b>27,5</b>	<b>3.303</b>	<b>3.323</b>	<b>0,6</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-8.989	-12.620	40,4	-10.043	-13.471	34,1
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-1.604	-2.305	43,7	-1.046	-1.032	-1,3
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές <sup>2</sup>	72	-28	-	89	-96	-
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>-8.132</b>	<b>-11.907</b>	<b>-46,4</b>	<b>-7.697</b>	<b>-11.277</b>	<b>-46,5</b>
Φόροι	-4.240	-4.282	1,0	-4.141	-4.167	0,6
Κέρδη/ζημιές από διακοπόμενες δραστηριότητες	-62	-1.736	-	98	-1.857	-
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>-3.954</b>	<b>-9.361</b>	<b>-136,7</b>	<b>-3.458</b>	<b>-8.967</b>	<b>-159,3</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

<sup>1</sup> Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

μένες κατά 34% έναντι του 2014. Κατά συνέπεια, τα οικονομικά αποτελέσματα μετά από προβλέψεις, φόρους και έκτακτα αποτελέσματα ήταν ζημιογόνα (ύψους περίπου 9,3 δισεκ. ευρώ για τις τράπεζες και περίπου 9 δισεκ. ευρώ σε ενοποιημένη βάση), σε σημαντικά μεγαλύτερη έκταση από ό,τι το 2014.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών επιδεινώθηκε το 2015, αντιστρέφοντας την εικόνα βελτίωσης που είχε αρχίσει να διαμορφώνεται το 2014. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων αυξήθηκε κατά περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες κατά τη διάρκεια του 2015 (Δεκέμβριος 2015: 35,6%, Δεκέμβριος 2014: 33,8%),<sup>9</sup> ενώ μεγαλύτερη ήταν η επιδείνωση όσον αφορά τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (Non-Performing Exposures – NPEs: Δεκέμβριος 2015: 44,2%, Δεκέμβριος 2014: 39,9%).

Αναλυτικότερα ως προς τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, το υψηλότερο ποσοστό καταγράφεται στα καταναλωτικά δάνεια (54,7%) και ακολουθούν τα επιχειρηματικά δάνεια (43,8%) και τα στεγαστικά δάνεια (41,0%). Αναφορικά με την κλαδική ανάλυση των επιχειρηματικών δανείων, κλάδοι όπως η ενέργεια/πετρελαιοειδή (3,5%) εμφανίζουν αισθητά χαμηλότερα ποσοστά καθυστερήσεων σε σύγκριση με τους υπόλοιπους κλάδους. Από τους κλάδους με σημαντικά υπόλοιπα τραπεζικών δανείων, ενδεικτικά, το εμπόριο καταγράφει ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων 48,5%, οι κατασκευές 52,5%, η εστίαση 76,3% και οι βιομηχανικοί κλάδοι της κλωστοϋφαντουργίας και ξυλείας 73% και 72,5% αντίστοιχα.

Όσον αφορά τη διάρθρωση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, το 1/4 περίπου χαρακτηρίζεται ως αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”).<sup>10</sup> Δυσκολότερα ως προς τη διαχείριση είναι τα δάνεια των οποίων οι δανειακές συμβάσεις έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, τα οποία αποτελούν το 44% περίπου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι τράπεζες έχουν προβεί

σε ρυθμίσεις δανείων. Εξ αυτών, λύσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα εφαρμόστηκαν στο 61% των περιπτώσεων, λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα στο 33% και λύσεις οριστικής διευθέτησης μόνο στο 6%.<sup>11</sup> Αξίζει να επισημανθεί ότι οι ρυθμίσεις δανείων οι οποίες πραγματοποιούνταν στο παρελθόν συχνά είχαν πρόσκαιρα μόνο αποτελέσματα, καθώς 70% περίπου των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης (“forborne exposures”) εμφανίζει εκ νέου καθυστέρηση.

Θετικό είναι το γεγονός ότι το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις στους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκε σημαντικά (2015: 50,1%, 2014: 44%), στο πλαίσιο της προσπάθειας των τραπεζών να ανταποκριθούν και στις σχετικές διαπιστώσεις του Ελέγχου της Ποιότητας των Στοιχείων Ενεργητικού (Asset Quality Review – AQR) που διενεργήθηκε στο πλαίσιο της Συνολικής Αξιολόγησης.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, το 2015 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών

<sup>9</sup> Επιδείνωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση παρουσίασαν όλες οι κατηγορίες δανείων: καταναλωτική πίστη (2015: 54,0%, 2014: 49,5%), στεγαστικά δάνεια (2015: 31,5%, 2014: 28,6%) και επιχειρηματικά δάνεια (2015: 34,3%, 2014: 33,5%).

<sup>10</sup> Ως αβέβαιης είσπραξης χαρακτηρίζονται είτε (α) τα δάνεια που επί του παρόντος δεν εμφανίζουν καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών, εντούτοις οι τράπεζες θεωρούν ότι υπάρχουν βάσιμες ενδείξεις για δυσκολίες των δανειοληπτών σχετικά με την εμπρόθεση αποπληρωμή τους, είτε (β) τα δάνεια που έχουν ρυθμιστεί πρόσφατα και γι' αυτό χρήζουν στενότερης παρακολούθησης για εύλογο χρονικό διάστημα.

<sup>11</sup> Βραχυπρόθεσμοι τύποι ρυθμίσεων θεωρούνται όσοι έχουν διάρκεια μικρότερη των δύο ετών, καθώς αφορούν περιπτώσεις όπου οι δυσκολίες αποπληρωμής κρίνονται, βάσιμα, προσωρινές. Ενδεικτικά, οι βραχυπρόθεσμοι τύποι ρυθμίσεων περιλαμβάνουν κεφαλαιοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών, καταβολή μόνο τόκων κατά τη διάρκεια καθορισμένης βραχείας περιόδου, περίοδο χάριτος κ.λπ. Στις μακροπρόθεσμες ρυθμίσεις κατατάσσονται όσες ισχύουν για διάρκεια μεγαλύτερη των δύο ετών και στοχεύουν στη μείωση της τοκοχρεολυτικής δόσης ή/και της δανειακής επιβάρυνσης, λαμβάνοντας υπόψη συντηρητικές παραδοχές για τη μελλοντική ικανότητα αποπληρωμής του δανειολήπτη μέχρι τη λήξη του προγράμματος αποπληρωμής. Οι ρυθμίσεις αυτής της κατηγορίας μπορεί να περιλαμβάνουν μείωση του επιτοκίου, επιμήκυνση της διάρκειας αποπληρωμής του δανείου, διαχωρισμό οφειλής σε τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι μπορεί να αποπληρώσει και σε τμήμα το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα, μερική διαγραφή οφειλής, λειτουργική αναδιάρθρωση μιας επιχείρησης κ.λπ. Τέλος, ως λύση οριστικής διευθέτησης ορίζεται οποιαδήποτε μεταβολή του είδους της συμβατικής σχέσης μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και δανειολήπτη ή ο τερματισμός αυτής, με στόχο την οριστική τακτοποίηση της απαίτησης έναντι του δανειολήπτη, όπως π.χ. η διαγραφή οφειλής, η ρευστοποίηση σε πλειστηριασμό, ο εξωδικαστικός διακανονισμός κ.λπ.



(Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 16,4% (από 13,8% το 2014) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 16,5% (από 14,1%). Θετική επίδραση στην κεφαλαιακή επάρκεια είχαν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που διενήργησαν οι τράπεζες, συνολικού ύψους 14,4 δισεκ. ευρώ,<sup>12</sup> ενώ αρνητική ο σχηματισμός ιδιαίτερα αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, που ωστόσο συμβάλλει στην εξυγίανση των ισολογισμών τους.

Όσον αφορά τις πηγές χρηματοδότησης, το α' εξάμηνο του 2015 οι ελληνικές τράπεζες υπέστησαν την πίεση από την υποχώρηση του υπολοίπου των καταθέσεων, ενώ είχαν πολύ περιορισμένη πρόσβαση στη διατραπεζική χρηματοδότηση και αύξησαν σημαντικά την προσφυγή τους στον έκτακτο μηχανισμό ρευστότητας (ELA). Με την επιβολή των περιορισμών και τη νέα συμφωνία στα μέσα του έτους (βλ. ενότητα 1 του παρόντος κεφαλαίου) παρατηρήθηκε βελτίωση στις συνθήκες, με μικρή αύξηση των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά και μείωση της προσφυγής στο μηχανισμό έκτακτης ρευστότητας μέχρι τους πρώτους μήνες του 2016, ενώ παρομοίως ενεργητική και σημαντικής έκτασης ήταν και η επίδραση της ανακεφαλαιοποίησης.

Αναφορικά με τις προκλήσεις που έχει να αντιμετωπίσει ο τραπεζικός κλάδος, η κυριότερη σχετίζεται με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Είναι θετικό ότι τους τελευταίους μήνες έχουν γίνει αρκετά βήματα σε επίπεδο νομοθετικών πρωτοβουλιών, ρυθμιστικού πλαισίου και ενεργειών των τραπεζών. Σε αυτή την κατεύθυνση εκτιμάται ότι θα συμβάλει η υποχρέωση των τραπεζών να επιτυγχάνουν επιχειρησιακούς στόχους σχετικά με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (π.χ. μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αύξηση του ποσοστού μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων κ.λπ.). Μέχρι το τέλος Ιουνίου 2016 η Τράπεζα της Ελλάδος, σε συνεργασία με την ΕΚΤ, θα συμφωνήσει με τις τράπεζες συγκεκριμένες τιμές για τους εν λόγω στόχους, λαμβάνοντας υπόψη τις προτάσεις των τραπεζών.

Από το Σεπτέμβριο του 2016 οι τράπεζες θα υποβάλλουν στην Τράπεζα της Ελλάδος αναφορά ανά τρίμηνο, αντιπαραβάλλοντας τις επιδόσεις τους με τους στόχους.

Εκτός από τις προσπάθειες των τραπεζών, η Πολιτεία έχει προχωρήσει στην εφαρμογή της εθνικής στρατηγικής για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων με σειρά νομοθετημάτων σχετικά με:

- την επιτάχυνση της διαδικασίας αναγκαστικής εκτέλεσης<sup>13</sup> και τη βελτίωση του τρόπου κατανομής του αποτελέσματος της εκποίησης,
- τη ρύθμιση οφειλών υπερχρεωμένων νοικοκυριών,
- την επιτάχυνση των διαδικασιών στα Ειρηνοδικεία και Πρωτοδικεία και την ενίσχυση του ανθρώπινου δυναμικού τους,
- την απλοποίηση των διαδικασιών εξυγίανσης και ειδικής εκκαθάρισης επιχειρήσεων και
- τη δημιουργία ενεργούς δευτερογενούς αγοράς δανείων.

Αναφορικά με τη δευτερογενή αγορά απαιτήσεων από τραπεζικά δάνεια, η Τράπεζα της Ελλάδος δημιούργησε αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο αδειοδότησης και εποπτείας των εταιριών διαχείρισης και μεταβίβασης απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Οι εταιρείες που θα επιλέξουν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά αυτή θα υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες όσον αφορά την προστασία των πιστούχων (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) και θα πρέπει να συμμορφώνο-

<sup>12</sup> Στο τέλος του 2015, οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες άντλησαν κεφάλαια συνολικού ύψους 8 δισεκ. ευρώ, προσελκύοντας ιδιώτες επενδυτές και υπερκαλύπτοντας την ανάγκη προληπτικής κεφαλαιακής ενίσχυσης υπό το βασικό σενάριο της άσκησης συνολικής αξιολόγησης. Για δύο από αυτές, το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας κάλυψε τις εναπομείνουσες ανάγκες για το δυσμενές σενάριο της άσκησης.

<sup>13</sup> Η αναγκαστική εκτέλεση πραγματοποιείται εις βάρος του οφειλέτη ο οποίος δεν συμμορφώνεται με το διατακτικό δικαστικής απόφασης. Τα μέσα της αναγκαστικής εκτέλεσης περιλαμβάνουν την αφαίρεση κινητών πραγμάτων, την κατάσχεση και τον πλειστηριασμό κινητών και ακινήτων και την κατάσχεση απαιτήσεων εις χείρας τρίτων.

νται με τα προβλεπόμενα από τον Κώδικα Δεοντολογίας.

Εξάλλου, η Τράπεζα της Ελλάδος προχώρησε στη σύσταση Γραφείου Συντονισμού για την παρακολούθηση της προόδου του σχεδιασμού και της υλοποίησης της εθνικής στρατηγικής για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η Τράπεζα επίσης συμμετέχει στη διαμόρφωση συντονιστικού μηχανισμού για την αντιμετώπιση των οφειλετών με μεγάλα χρέη ταυτόχρονα προς το Δημόσιο και προς τις τράπεζες, από κοινού με τα αρμόδια Υπουργεία και τη Γενική Γραμματεία Δημο-

σίων Εσόδων, ενώ ολοκλήρωσε και τις διαδικασίες για την ανάθεση του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών υπό εκκαθάριση σε ενιαίο εκκαθαριστή/διαχειριστή.

Ανεξάρτητα από τις προαναφερθείσες δράσεις και την ταχύτητα στην υλοποίησή τους, όπως επανειλημμένως έχει αναφέρει η Τράπεζα της Ελλάδος, αναγκαία για το σταδιακό περιορισμό της επιβάρυνσης των τραπεζών από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια είναι η λήψη μέτρων που θα υποβοηθούν την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και τη μείωση της ανεργίας.

## Ειδικό θέμα VI.1

### ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΣΥΝΗΘΕΙΕΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

Η χρήση μετρητών αποτελεί στην Ελλάδα, όπως και σε αρκετές άλλες χώρες, τον πιο συνηθισμένο τρόπο καθημερινών συναλλαγών λόγω των ελκυστικών τους χαρακτηριστικών, αλλά και λόγω των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών της εγχώριας οικονομίας. Η νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα, η οποία αντικατοπτρίζει τη ζήτηση τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ (χρήματος σε φυσική μορφή) στην εγχώρια οικονομία για σκοπούς συναλλαγών, αποθησαυρισμό, μεταφορά στο εξωτερικό ή δυστυχώς και παράνομες δραστηριότητες, παρουσίασε σταθερά αυξητική τάση από την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος μέχρι την έναρξη της ελληνικής κρίσης στα τέλη του 2009. Την ίδια περίοδο οι ηλεκτρονικές μορφές πληρωμών (όπως οι πληρωμές με χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες, οι ηλεκτρονικές μεταφορές πιστώσεων, οι άμεσες χρεώσεις και το ηλεκτρονικό χρήμα) κατέγραφαν σταθερά ανοδική πορεία. Ωστόσο, στη διάρκεια της κρίσης, η νομισματική κυκλοφορία αυξήθηκε απότομα, καθώς οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά χρησιμοποίησαν τα μετρητά ως μέσο αποθησαυρισμού. Υπό την επίδραση και της ύφεσης στην οικονομία, η περαιτέρω ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών επιβραδύνθηκε σημαντικά.<sup>1</sup>

Η θέσπιση περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς και στις διασυνοριακές πληρωμές και μεταφορές κεφαλαίων τον Ιούνιο του 2015, προκειμένου να διασφαλιστεί η ρευστότητα και γενικότερα η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, και ειδικότερα οι περιορισμοί στις αναλήψεις μετρητών αναπόφευκτα επέφεραν αξιοσημείωτες μεταβολές στις συναλλακτικές συνήθειες των οικονομικών μονάδων.

Στο Διάγραμμα Α απεικονίζεται η εξέλιξη του αριθμού των συναλλαγών με κάρτες πληρωμών, δηλ. με χρεωστικές ή πιστωτικές κάρτες, πριν και αμέσως μετά τη θέσπιση των περιορισμών που προαναφέρθηκαν. Αποτυπώνεται η έντονη άνοδος του αριθμού και της αξίας των συναλλαγών αυτών κατά το β' εξάμηνο του 2015. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των συναλλαγών με κάρτες πληρωμών ανήλθε σε 88,2 εκατομμύρια, αυξημένος κατά 128% σε σύγκριση με το α' εξάμηνο του 2015 και η αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 5,1 δισεκ. ευρώ, αυξημένη κατά 110% αντιστοίχως. Το ποσό ανά συναλλαγή με κάρτα, το οποίο ακολουθεί γενικά πτωτική πορεία από το 2010

<sup>1</sup> Ενδεικτικά, ο αριθμός των συναλλαγών με κάρτες στην ελληνική οικονομία ενισχύεται με μέσο ετήσιο ρυθμό 7% την περίοδο 2002-2009 έναντι 11 % περίπου στη ζώνη του ευρώ. Στη συνέχεια, την περίοδο 2010-2014, ο μέσος ετήσιος ρυθμός υποχώρησε σε -1,6% έναντι 14% στη ζώνη του ευρώ.

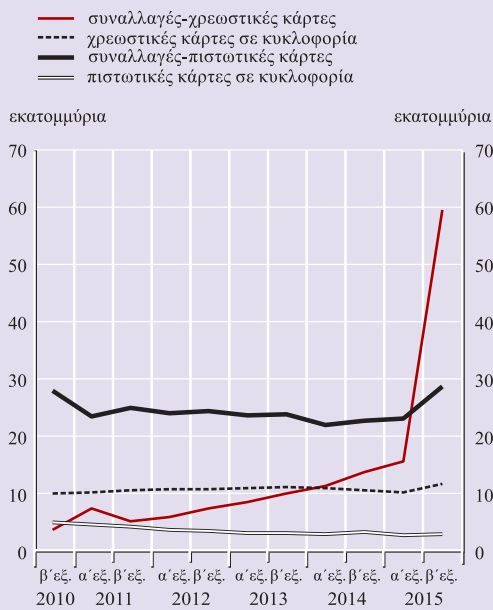
και μετά, υποχώρησε περαιτέρω στη διάρκεια του 2015 και διαμορφώθηκε σε 58 ευρώ το β' εξάμηνο, έναντι 63 ευρώ το α' εξάμηνο και 92 ευρώ το β' εξάμηνο του 2010. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται αφενός με την ύφεση της ελληνικής οικονομίας, που περιλαμβάνει την υποχώρηση του επιπέδου των τιμών, με τον περιορισμό του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς και με το γεγονός ότι, στο πλαίσιο της γενικευμένης διεύρυνσής της μετά τη θέσπιση των περιορισμών, η χρήση των καρτών επεκτάθηκε σε πολύ περισσότερες συναλλαγές, άρα και στις συναλλαγές μικρότερης αξίας.<sup>2</sup>

Η αύξηση του όγκου των συναλλαγών με κάρτες το β' εξάμηνο του 2015 προέρχεται κυρίως από χρεωστικές κάρτες (βλ. Διάγραμμα Α). Οι κάρτες αυτές αποτελούν στενό υποκατάστατο των μετρητών, καθώς η χρήση τους δεν συνεπάγεται τη δημιουργία πίστωσης, αλλά άμεση χρέωση των οφειλόμενων ποσών στους τραπεζικούς λογαριασμούς. Συγκεκριμένα, ο αριθμός και η αξία των συναλλαγών με χρεωστικές κάρτες, που παρουσίαζαν σχετικά σταθερή άνοδο το προηγούμενο διάστημα, περίπου τετραπλασιάστηκαν μεταξύ α' και β' εξαμήνου του 2015. Με αυτό τον τρόπο η χρήση των χρεωστικών καρτών συνέβαλε σε μερική εξομάλυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης αντισταθμίζοντας τις συνέπειες του περιορισμού της πρόσβασης σε χρήμα με τη φυσική του μορφή το β' εξάμηνο του έτους.

Την ίδια περίοδο ο αριθμός και η αξία των συναλλαγών με πιστωτικές κάρτες ενισχύθηκαν μόνο κατά 25%. Γενικότερα, στη διάρκεια της κρίσης από το 2009 και μετά, η χρήση των πιστωτικών καρτών συνοδεύθηκε από συνεχή υποχώρηση του υπολοίπου των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών, τα οποία υπόκεινται σε τόκους. Αντιθέτως, σταδιακά αυξανόταν η σημασία του υπολοίπου που αντανάκλα την αναβολή της πληρωμής για μικρό χρονικό διάστημα με μηδενικό επιτόκιο (convenience credit) η οποία μεσολαβεί μεταξύ της πραγματοποίησης της συναλλαγής και της ημερομηνίας που η κάρτα πρέπει να εξοφληθεί. Ταυτόχρονα, ο αριθμός των πιστωτικών καρτών σε κυκλοφορία έβαινε γενικά μειούμενος, λόγω της αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών και της γενικότερης τάσης για απομόχλευση στην οικονομία, σημειώνοντας μικρή μόνο αύξηση το β' εξάμηνο του 2014, καθώς και μετά την επιβολή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα τον Ιούνιο του 2015 (βλ. Διάγραμμα Α). Διαπιστώνεται λοιπόν μεταβολή στον τρόπο χρήσης των πιστωτικών καρτών σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν, καθώς χρησιμοποιούνται περισσότερο ως μέσα πληρωμών, δεδομένης και της προαναφερθείσας άτοκης πολύ βραχυπρόθεσμης διευκόλυνσης που παρέχουν, και λιγότερο ως μέσο δανεισμού των νοικοκυριών.

### Διάγραμμα Α Συναλλαγές με κάρτες πληρωμών και κάρτες σε κυκλοφορία<sup>1</sup>

(αριθμός συναλλαγών και αριθμός καρτών σε κυκλοφορία)



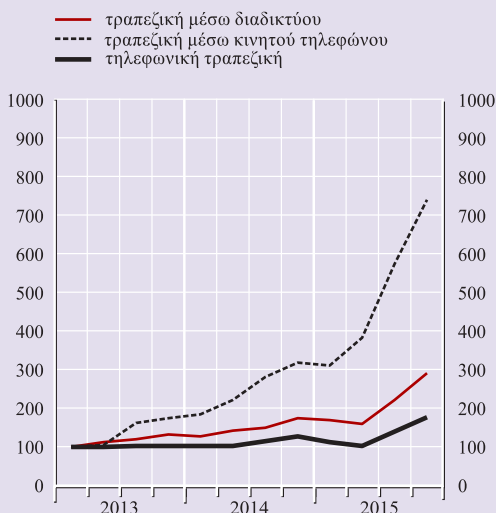
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Τα στοιχεία αφορούν συναλλαγές στην Ελλάδα σε τερματικά στα σημεία πώλησης (POS) και εξ αποστάσεως πληρωμές μέσω διαδικτύου, ταχυδρομείου/τηλεφώνου ή άλλου τρόπου πρόσβασης.

<sup>2</sup> Τα αποτελέσματα παλινδρομήσεων με βάση εξαμηνιαία στοιχεία της περιόδου 2010-2015 παρέχουν ενδείξεις ότι η αξία ανά συναλλαγή με κάρτες πληρωμών στην ελληνική οικονομία αποτελεί θετική συνάδραση της μεταβολής του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, ενώ συνδέεται αρνητικά με την επιβολή περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα.

**Διάγραμμα Β Συναλλαγές μέσω των ηλεκτρονικών υπηρεσιών πληρωμών των τραπεζών<sup>1</sup>**  
(α' τρίμ. 2013-δ' τρίμ. 2015)

(αριθμός συναλλαγών, α' τρίμ. 2013=100)

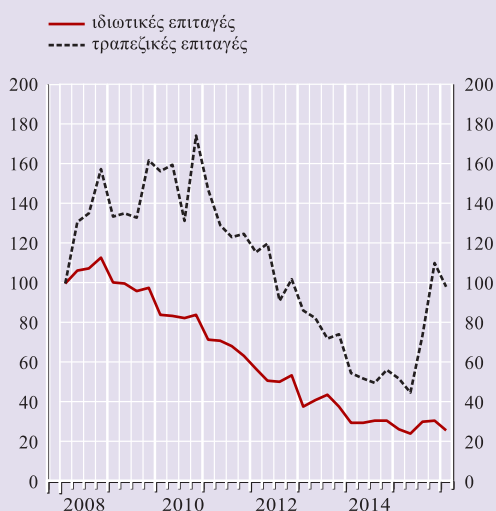


Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών.

1 Περιλαμβάνονται πληρωμές ή μεταφορές χρηματικών ποσών εντός της ίδιας τράπεζας ή μεταξύ διαφορετικών τραπεζών και οι πληρωμές λογαριασμών κοινής ωφέλειας, οργανισμών και τρίτων. Για το δ' τρίμ. 2013 εκτιμήσεις, δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία.

**Διάγραμμα Γ Αριθμός επιταγών στο σύστημα ΔΙΑΣ**  
(α' τρίμ. 2008 - α' τρίμ. 2016)

(α' τρίμ. 2008=100)



Πηγή: ΔΙΑΣ Α.Ε.

Η διεύρυνση της χρήσης των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών απεικονίζεται και στο βαθμό αξιοποίησης των σχετικών υπηρεσιών και εφαρμογών που παρέχουν οι τράπεζες εκμεταλλευόμενες τη σύγχρονη τεχνολογία, όπως οι υπηρεσίες τραπεζικής μέσω διαδικτύου και η τραπεζική μέσω κινητών τηλεφώνων. Οι συναλλαγές μέσω των υπηρεσιών αυτών παρουσίαζαν τα αμέσως προηγούμενα έτη ανοδική τάση, ιδίως στην περίπτωση της τραπεζικής μέσω κινητού τηλεφώνου. Η άνοδος αυτή επιταχύνθηκε σημαντικά αμέσως μετά την εισαγωγή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα (βλ. Διάγραμμα Β) και προερχόταν πρωτίστως από φυσικά πρόσωπα, και σε μικρότερο βαθμό, από εταιρίες και νομικά πρόσωπα. Η δυναμική της ανόδου αυτής διατηρήθηκε σταθερή και το δ' τρίμηνο του 2015.

Στη διάρκεια των τελευταίων (οκτώ περίπου) ετών, επήλθαν αξιοσημείωτες μεταβολές και στη χρήση των επιταγών ως συναλλακτικών μέσων – ο αριθμός και η αξία τους εμφάνισαν πολύ σημαντική κάμψη. Παράγοντες που συνέβαλαν στην πτωτική αυτή τάση είναι η συρρίκνωση των εμπορικών συναλλαγών, η διάχυτη αύξηση του κινδύνου αθέτησης πληρωμών στην οικονομία και η επιλεκτικότερη χορήγηση μπλοκ επιταγών από τις τράπεζες, καθώς και η τάση υποκατάστασής τους από εναλλακτικά ηλεκτρονικά μέσα πληρωμών. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία του ηλεκτρονικού συστήματος ΔΙΑΣ,<sup>3</sup> είναι δυνατός ο διαχωρισμός των επιταγών σε τραπεζικές (οι οποίες επέχουν θέση μετρητών) και σε ιδιωτικές (οι οποίες λειτουργούν, μέσω της μεταχρονολόγησής τους, ως μέσο παροχής εμπορικής πίστωσης). Από τη διαγραμματική απεικόνιση

3 Τα στοιχεία αυτά αντιπροσωπεύουν το 56% περίπου του συνολικού αριθμού και το 36% της συνολικής αξίας του συμψηφισμού των εγχώριων επιταγών (προσωρινά στοιχεία 2015). Ειδικότερα, τα στοιχεία αυτά αφορούν επιταγές οι οποίες διεκπεραιώνονται εξ ολοκλήρου ηλεκτρονικά μέσω της ΔΙΑΣ Α.Ε. και αφορούν συναλλαγές μεταξύ δύο λογαριασμών που τηρούνται σε διαφορετικές τράπεζες. Επιπρόσθετα, υπάρχουν και οι συναλλαγές με επιταγές του Γραφείου Συμψηφισμού Αθηνών, που επίσης αφορούν λογαριασμούς οι οποίοι τηρούνται σε διαφορετικές τράπεζες, καθώς και οι συναλλαγές που καταγράφονται από τα πιστωτικά ιδρύματα και αφορούν λογαριασμούς εντός της ίδιας τράπεζας (συμπεριλαμβανομένης της Τράπεζας της Ελλάδος).

των στοιχείων αυτών (βλ. Διάγραμμα Γ) προκύπτει ότι πλέον η χρήση των ιδιωτικών επιταγών έχει υποχωρήσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, που πιθανότατα αντιπροσωπεύουν οικονομικές συναλλαγές των περισσότερο φερέγγυων εκδοτών. Ο αριθμός των ιδιωτικών επιταγών που συμψηφίστηκαν στο σύστημα ΔΙΑΣ δεν φαίνεται να επηρεάστηκε αρνητικά από τη θέσπιση των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα.<sup>4</sup> Αντίθετα, ο αριθμός των τραπεζικών επιταγών που εκκαθαρίστηκαν μέσω του συστήματος αυτού φαίνεται ότι ενισχύθηκε εντυπωσιακά από τον Ιούλιο του 2015 και εξής: οι τραπεζικές επιταγές χρησιμοποιήθηκαν κυρίως για την ανακατανομή διαθέσιμων μεταξύ καταθετικών λογαριασμών του ίδιου κατόχου σε διαφορετικές τράπεζες, αλλά και για την πληρωμή υποχρεώσεων που υπό άλλες συνθήκες θα εξοφλούνταν με χρήση μετρητών.

Συμπερασματικά, η επιβολή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα τον Ιούνιο του 2015 αποτέλεσε το έναυσμα για σημαντική επιτάχυνση της μεταβολής των συνηθειών πληρωμών όσον αφορά τα ηλεκτρονικά μέσα και συνέβαλε σε μερική εξομάλυνση της καταναλωτικής δαπάνης παρά τον περιορισμό στη διαθεσιμότητα μετρητών για πολλά νοικοκυριά. Εφόσον η πρόσφατη αύξηση της διάδοσης ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών αποδειχθεί διατηρήσιμη μεσοπρόθεσμα, αναμένεται να αποφέρει σημαντικά οφέλη, όπως η μείωση του κόστους των συναλλαγών, η αποτελεσματικότερη κατανομή των παραγωγικών πόρων στην οικονομία και το τραπεζικό σύστημα και η ενίσχυση των φορολογικών εσόδων.<sup>5</sup> Η σχετική σημασία των ηλεκτρονικών πληρωμών, συμπεριλαμβανομένων των πληρωμών με κάρτες, έναντι των μετρητών στην οικονομία θα εξαρτηθεί από την αλληλεπίδραση μακροοικονομικών παραγόντων, όπως η ανάκαμψη της οικονομίας, η αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης και το επίπεδο των επιτοκίων, σε συνδυασμό με μικροοικονομικούς παράγοντες όπως η εξέλιξη των προτιμήσεων των οικονομικών μονάδων και ο βαθμός αναγνώρισης των χαρακτηριστικών ευκολίας και ασφάλειας που παρέχουν τα ηλεκτρονικά μέσα πληρωμών, καθώς και ο βαθμός περαιτέρω διείσδυσης της τεχνολογίας στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

4 Σε αυτό συνέβαλε και η πρόβλεψη που υπήρξε μετά τη θέσπιση των περιορισμών και αφού είχε λήξει η τραπεζική αργία, ότι οι επιταγές για τις οποίες υπήρχε αδυναμία πληρωμής μέχρι τέλος Αυγούστου 2015 δεν θα καταγράφονταν σε αρχεία δεδομένων οικονομικής συμπεριφοράς εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων ή άλλων φορέων εφόσον εξοφλούνταν μέχρι τις 30 Σεπτεμβρίου 2015.

5 Ειδικότερα για τα οφέλη των ηλεκτρονικών πληρωμών, βλ. IOBE, "Τα ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής και η ενίσχυση των φορολογικών εσόδων στην Ελλάδα", Οκτώβριος 2015.

## Ειδικό θέμα VI.2

### ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΡΟΣ ΤΑ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΩΝ ΕΡΜΗΝΕΥΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ

Η αρνητική εξέλιξη των δανείων προς τα νοικοκυριά κατά τη διάρκεια της κρίσης είναι δυνατόν να εξηγηθεί από τη δυσμενή πορεία ορισμένων βασικών παραγόντων που παραδοσιακά προσδιορίζουν τη ζήτηση και την προσφορά των πιστώσεων αυτών.

Προκειμένου να διερευνηθεί η επίδραση των κύριων μεταβλητών προσφοράς και ζήτησης στις τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, εκτιμάται τριμηνιαίο υπόδειγμα για την περίοδο 1995-2014, το οποίο ενσωματώνει χρονικά μεταβαλλόμενους συντελεστές στις σχέσεις προσφοράς και ζήτησης δανείων.<sup>1</sup>

1 Αρχικά εκτιμάται "αυτοπαλίνδρομο διανυσματικό υπόδειγμα με διόρθωση σφάλματος" (VECM) με τη μέθοδο Johansen και ταυτοποιούνται μια μακροχρόνια καμπύλη προσφοράς και μια μακροχρόνια καμπύλη ζήτησης δανείων. Στη συνέχεια, το τελικό υπόδειγμα ενσωματώνει, έπειτα από εκτίμηση σε δύο στάδια, χρονική μεταβολή στις παραμέτρους των δύο μακροχρόνιων σχέσεων προσφοράς και ζήτησης.



Το υπόδειγμα περιλαμβάνει ως εξαρτημένη μεταβλητή το υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων προς νοικοκυριά (δηλ. των στεγαστικών δανείων, της καταναλωτικής πίστης και των λοιπών πιστώσεων, σε πραγματικούς όρους) και ως ερμηνευτικές μεταβλητές της ζήτησης δανείων το ΑΕΠ, ένα μεσοσταθμικό πραγματικό επιτόκιο των νέων τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά και τον αποπληθωρισμένο δείκτη τιμών κατοικιών. Σε ό,τι αφορά την πλευρά της προσφοράς, περιλαμβάνονται οι εξής ερμηνευτικές μεταβλητές: α) το ύψος των ρευστών διαθεσίμων (σε πραγματικούς όρους) τα οποία έχει αντλήσει (προς αναδανεισμό) κάθε τράπεζα από πηγές εκτός των υπόλοιπων εγχώριων τραπεζών, δηλαδή από την κεντρική τράπεζα, μέσω συγκέντρωσης μη διατραπεζικών καταθέσεων, μέσω διατραπεζικού δανεισμού από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού και της έκδοσης τραπεζικών ομολόγων, β) η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου των τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων (περιθώριο επιτοκίου), γ) η διαφορά του επιτοκίου νέων δανείων στην Ελλάδα από το αντίστοιχο επιτόκιο στη Γερμανία, ως προσέγγιση του υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες στην Ελλάδα.<sup>2</sup>

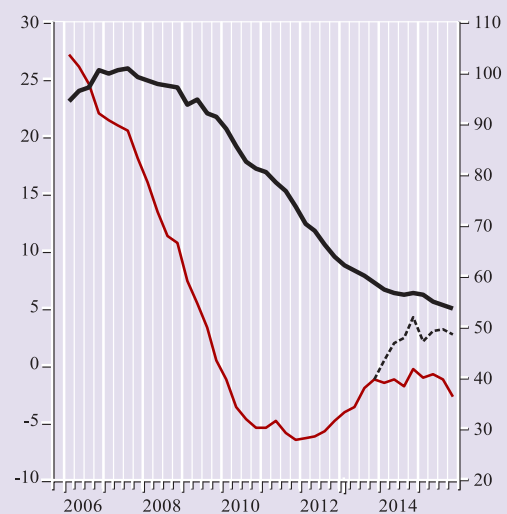
Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων δείχνουν ότι η επίδραση της ζήτησης δανείων είναι πολύ σημαντικότερη από την επίδραση της προσφοράς σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, εύρημα το οποίο είναι σύνηθες στη διεθνή εμπειρική βιβλιογραφία. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών στις σχέσεις προσφοράς και ζήτησης δανείων εμφανίζουν μεγάλη σταθερότητα καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου του δείγματος.<sup>3</sup>

Μακροχρόνια, η σχέση ζήτησης αποτυπώνει τη θετική σχέση των δανείων με το εισόδημα και με το δείκτη τιμών κατοικιών και την αρνητική σχέση τους με τα επιτόκια. Η ελαστικότητα των δανείων ως προς τις τιμές των κατοικιών είναι σχεδόν διπλάσια από την ελαστικότητά τους ως προς το εισόδημα. Στην αντίστοιχη σχέση προσφοράς, θετική, όπως αναμένεται, είναι η επίδραση της άντλησης ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών από τους λοιπούς τομείς και του περιθωρίου επιτοκίου, ενώ αρνητική είναι η επίδραση της διαφοράς μεταξύ εγχώριων και ξένων επιτοκίων που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο. Βραχυχρόνια ωστόσο, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τα νοικοκυριά (σε πραγματικούς όρους) σχετίζεται: α) θετικά με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του δείκτη τιμών κατοικιών σε πραγματικούς όρους, β) αρνητικά με τον ετήσιο ρυθμό

## Χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά και Δείκτης Τιμών Κατοικιών-Άσκηση Προσομοίωσης<sup>1</sup>

(πραγματικοί όροι)

- ιστορικές παρατηρήσεις χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (αριστερή κλίμακα)
- - - εκτιμήσεις χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά σύμφωνα με την άσκηση, ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (αριστερή κλίμακα)
- Δείκτης Τιμών Κατοικιών (2007=100) (δεξιά κλίμακα)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, οικονομετρικές εκτιμήσεις.  
<sup>1</sup> Η άσκηση αποτελείται από δυναμική προσομοίωση του υποδείματος για τη χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά, κατά την οποία η μεταβλητή του Δείκτη Τιμών Κατοικιών διατηρείται σε υπόθεση εργασίας σταθερή στην τιμή που είχε το δ' τρίμηνο του 2013, από το α' τρίμηνο του 2014 και εξής.

<sup>2</sup> Για την προσέγγιση του ασφαλίστερου κινδύνου και τον υπολογισμό της διαφοράς επιτοκίου χρησιμοποιήθηκαν οι σειρές επιτοκίων για νέα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Κατά τις εκτιμήσεις, το περιθώριο αυτό εμφάνισε πολύ καλή προσαρμογή στα δεδομένα του δείγματος.

<sup>3</sup> Σημειώνεται ότι η μεταβλητή του περιθωρίου επιτοκίου στη μακροχρόνια σχέση προσφοράς δεν είναι πλέον στατιστικά σημαντική κατά τη διάρκεια της κρίσης και στο τέλος του δείγματος.

μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ<sup>4</sup> και γ) θετικά με την ετήσια μεταβολή των πραγματικών επιτοκίων.<sup>5</sup> Σε ό,τι αφορά τους παράγοντες εκείνους που θεωρείται ότι αντιπροσωπεύουν την προσφορά, η βραχυχρόνια επίδραση στο υπόλοιπο των δανείων είναι κατ' ουσίαν μηδενική. Για παράδειγμα, η διαθεσιμότητα ρευστών διαθεσίμων προς αναδανεισμό από τη σκοπιά των τραπεζών από τους υπόλοιπους τομείς έχει μόνο οριακά θετική επίδραση. Επισημαίνεται ότι τα αποτελέσματα που αφορούν τον προσδιορισμό σε βραχυχρόνιο διάστημα της εξέλιξης των δανείων αποτυπώνουν αλληλεπιδράσεις της προσφοράς με τη ζήτηση. Επιπρόσθετα, μια μεταβλητή όπως οι τιμές των κατοικιών η οποία επηρεάζει θετικά τη ζήτηση δανείων ταυτόχρονα ενσωματώνει και παράγοντες προσδιορισμού της προσφοράς δανείων, λ.χ. την αξία των υπέγγυων ακινήτων αλλά και των ακινήτων ιδιοκτησίας των τραπεζών στο σχετικό επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, ενώ συσχετίζεται άμεσα και με τις τιμές των υπόλοιπων επενδύσεων/στοιχείων που βρίσκονται στο ενεργητικό των τραπεζών.<sup>6</sup> Στο βαθμό που η εξέλιξη του δείκτη τιμών κατοικιών επηρεάζεται και από τις προοπτικές της οικονομίας, είναι αναμενόμενο να αντανακλά εν μέρει αντίστοιχες μεταβολές των δεικτών της ελληνικής αγοράς χρήματος και κεφαλαίων, οι οποίες με τη σειρά τους επηρεάζουν την αξία του ενεργητικού των τραπεζών μέσω των σχετικών χαρτοφυλακίων τους.

Στο διάγραμμα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μιας άσκησης προσομοίωσης για τη διετία 2014-2015. Σύμφωνα με αυτά, εάν ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του δείκτη τιμών των κατοικιών (σε πραγματικούς όρους) κατά το διάστημα α' τρίμηνο 2014-δ' τρίμηνο 2015 ήταν μηδέν αντί για αρνητικός, ο ρυθμός μεταβολής των δανείων (σε πραγματικούς όρους) αντί για αρνητικός θα ήταν θετικός και το δ' τρίμηνο του 2015 θα έφθανε σε 2,7% ετησίως. Παρομοίως, ο μέσος όρος του ετήσιου ρυθμού μεταβολής των δανείων προς τα νοικοκυριά κατά τη διετία αυτή ιστορικά ήταν -1,3%, ενώ σύμφωνα με την άσκηση τα δάνεια κατά μέσο όρο θα μπορούσαν να είχαν αυξηθεί κατά 2,5%.<sup>7</sup>

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η εξέλιξη των δανείων προς τα νοικοκυριά επηρεάζεται ως επί το πλείστον από τη σχέση ζήτησης, ενώ κατά την τελευταία διετία, 2014-15, όπως και κατά τα χρόνια της κρίσης που προηγήθηκαν, καθοριστική ήταν η αρνητική συμβολή της μείωσης των τιμών των κατοικιών. Η επίπτωση από τη μείωση αυτή α) στον πλούτο των νοικοκυριών και β) στην αξία των εξασφαλίσεων που κατά κανόνα ζητούνται σε τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά επηρεάζει τη ζήτηση και την προσφορά στα δάνεια αυτά. Από την πλευρά της ζήτησης δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών, μια σημαντική υποχώρηση της τιμής της κατοικίας τους μειώνει την αξία του μόνιμου πλούτου τους, επομένως την κατανάλωση αλλά και το δανεισμό τους.<sup>8</sup> Επίσης, μια μείωση της αξίας του υπέγγυου ακινήτου περιορίζει τη δυνατότητα, επομένως και τη διάθεση, των νοικοκυριών να λάβουν δάνειο. Σε ό,τι αφορά την προσφορά δανείων από τις τράπεζες, είναι λογικό επακόλουθο μια υποχώρηση των τιμών κατοικιών να τις αποθαρρύνει ως προς την παροχή πιστώσεων, καθώς μειώνει την αξία των διαθεσίμων δανειακών εξασφαλίσεων. Επίσης, για λόγους που αναφέρθηκαν, επηρεάζει αρνητικά και τη συνολική αξία του ενεργητικού τους.<sup>9</sup>

4 Είναι πιθανό στην τρέχουσα συγκυρία τα νοικοκυριά υπό την πίεση της ανάγκης αποπληρωμής των υφιστάμενων δανείων τους να εμφανίζουν, κατ' αρχήν, αποστροφή προς την ανάληψη νέου χρέους ακόμη και σε περίπτωση βελτίωσης του εισοδήματός τους, ιδίως δε αν θεωρούν ότι η βελτίωση αυτή δεν θα είναι μόνιμη.

5 Ειδικότερα, σύμφωνα με προσομοιώσεις, μια αύξηση του εισοδήματος κατά 1% θα μπορούσε να οδηγήσει σε μείωση του υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων κατά 2,2%, σε χρονικό ορίζοντα τριετίας. Αντιστοίχως, μια άνοδος των πραγματικών επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης μπορεί να επιφέρει, προσωρινά, αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά της τάξεως του 0,2% σε διάστημα τριών ετών.

6 Επισημαίνεται ότι στο υπόδειγμα που περιγράφεται στο παρόν πλαίσιο η μεταβλητή των τιμών κατοικιών δεν είναι δυνατόν να ενσωματωθεί στην καμπύλη προσφοράς, λόγω επικάλυψής της από τη μεταβλητή που περιγράφει το ύψος των χρηματοδοτικών πόρων τους οποίους αντλούν οι τράπεζες προς αναδανεισμό.

7 Στη θετική δυναμική των δανείων θα είχαν συμβάλει α) η άνοδος της ζήτησης δανείων λόγω της παραδοχής για την εξέλιξη των τιμών κατοικιών (μέσω του υψηλού συντελεστή τους), β) μια άνοδος του ΑΕΠ και γ) (από την πλευρά της προσφοράς) μια μείωση του περιθωρίου το οποίο αντανακλά τον πιστωτικό κίνδυνο.

8 Καθώς τα νοικοκυριά τείνουν να εξομαλύνουν την κατανάλωσή τους κατά τη διάρκεια της ζωής τους.

9 Στην ίδια κατεύθυνση λειτουργούν και οι προσδοκίες για περαιτέρω πτώση τιμών στις κατοικίες ενόσω συντελείται μια μείωση του δείκτη, οι οποίες επιφέρουν ανησυχία στα μεν νοικοκυριά για ενδεχόμενη περαιτέρω απομείωση της αξίας του ακινήτου τους και αντι-στοίχως στις τράπεζες σχετικά με το υπέγγυο ακίνητο.

Τέλος, σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, ιδιαίτερα στην παρούσα συγκυρία, τα ελληνικά νοικοκυριά εμφανίζουν τάση μείωσης του χρέους τους ως προς το εισόδημά τους, κατά συνέπεια η άνοδος του πραγματικού ΑΕΠ κατά το 2014 και το πρώτο εξάμηνο του 2015 δεν φαίνεται να λειτούργησε ενισχυτικά για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά.

### Ειδικό θέμα VI.3

#### Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΟΣΥΓΚΡΑΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

##### Χρηματοπιστωτική ενοποίηση στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ και η επίδραση συστημικών παραγόντων

Η μέτρηση της επεξηγηματικής δύναμης των συστημικών (κοινών για όλο το “σύστημα” αναφοράς) έναντι των ιδιοσυγκρατικών παραγόντων ως προς τις αποδόσεις των ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ χρησιμεύει για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικών με την ομοιογένεια στις διαδικασίες αποτίμησης και το βαθμό χρηματοοικονομικής ενοποίησης (financial integration) των αγορών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ. Μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η αύξηση της επίδρασης ιδιοσυγκρατικών παραγόντων κινδύνου στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ οδήγησε σε αύξηση της ετερογένειας στις διαδικασίες αποτίμησης σε ορισμένα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ και σε “χρηματοπιστωτικό κατακερματισμό” (financial fragmentation).

Ταυτόχρονα, λόγω των μέτρων που έχει αποφασίσει η ΕΚΤ για την αποτελεσματική μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, υπό το φως της προαναφερθείσας ετερογένειας, οι αναλύσεις της επεξηγηματικής δύναμης των συστημικών παραγόντων αποτίμησης χρησιμεύουν στην εξαγωγή συμπερασμάτων για τη συμβολή των μέτρων αυτών στη μείωση του κατακερματισμού των αγορών ομολόγων. Στο παρόν ειδικό θέμα παρουσιάζονται, συνοπτικά, τα αποτελέσματα εμπειρικής ανάλυσης που διεξάγεται στην Τράπεζα της Ελλάδος σχετικά με τη διακύμανση της επεξηγηματικής δύναμης των συστημικών και ιδιοσυγκρατικών παραγόντων, διαχρονικά, και της επίδρασης των μέτρων που έχουν ληφθεί από το Ευρωσύστημα.

##### Κυλιόμενη μέτρηση της επίδρασης συστημικών/ιδιοσυγκρατικών παραγόντων κινδύνου

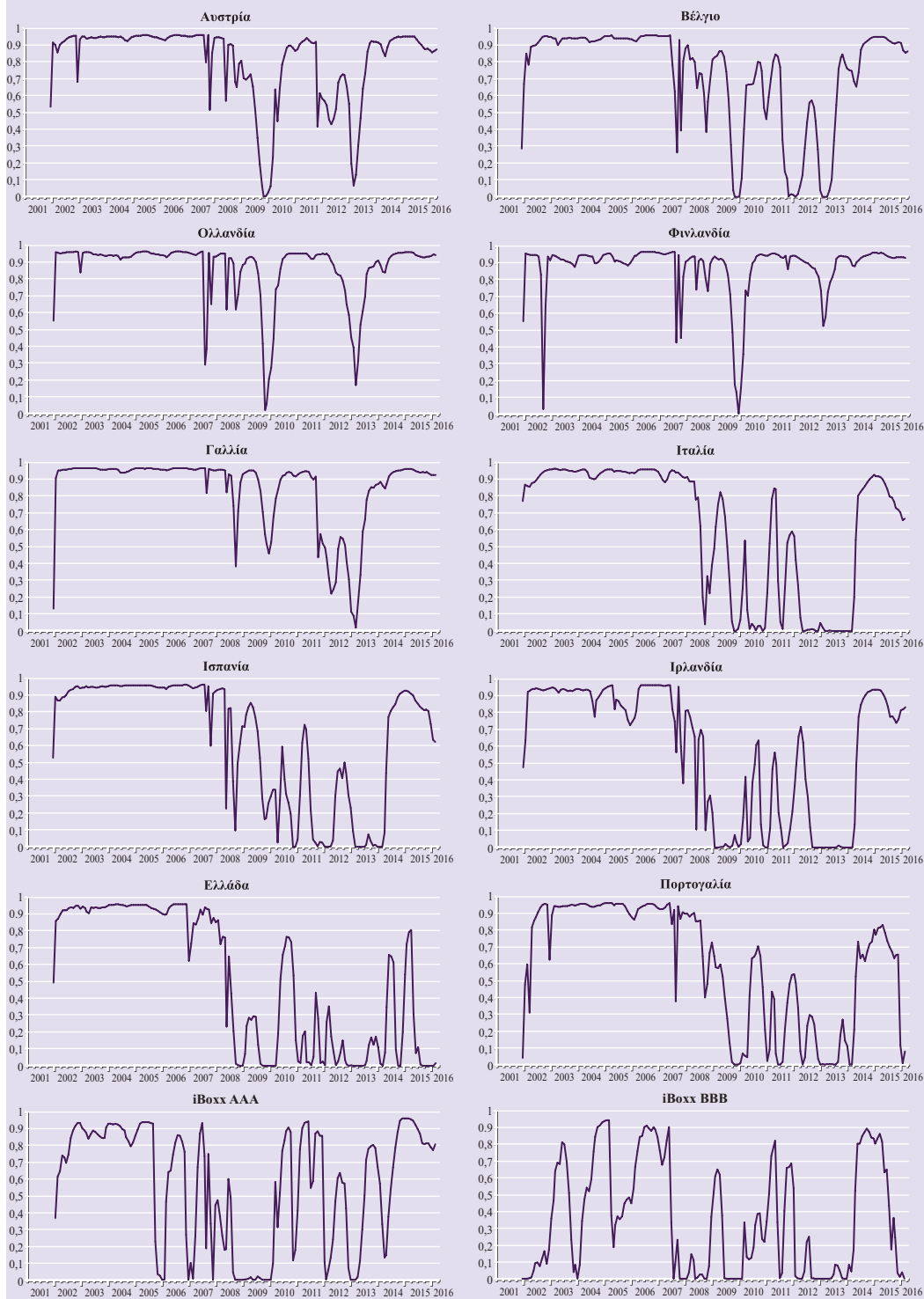
Προκειμένου λοιπόν να απομονωθεί η πληροφόρηση που περιέχουν τα δεδομένα των ομολογιακών αποδόσεων, είναι αναγκαία η εφαρμογή οικονομετρικών τεχνικών κατάλληλων για τις ιδιότητες των δεδομένων. Συγκεκριμένα, οι ομολογιακές αποδόσεις χαρακτηρίζονται από υψηλή στοχαστικότητα και την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας<sup>1</sup>: η κατάλληλη μέθοδος, με βάση τις ιδιότητες αυτές, είναι η ανάλυση συνολοκλήρωσης. Η ανάλυση συνολοκλήρωσης χρησιμεύει ώστε να εξαλειφονται οι κοινές στοχαστικές τάσεις και να απομονώνονται οι κοινοί παράγοντες μεταξύ χρονολογικών σειρών με μοναδιαία ρίζα ( $I(1)$ ). Συνεπώς, η ύπαρξη σχέσεων συνολοκλήρωσης μεταξύ σειρών με υψηλή στοχαστικότητα υποδηλώνει την επίδραση συστημικών παραγόντων, οι οποίοι έχουν ως αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ομολόγων να μην αποκλίνουν μεταξύ τους.

Η κυλιόμενη εκτίμηση των σχέσεων συνολοκλήρωσης (rolling cointegration) επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων ως προς τη διαχρονική ενίσχυση ή υποχώρηση της επίδρασης των συστημικών παραγόντων. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται στην παρούσα ανάλυση προκειμένου να αποτυπωθεί η διακύμανση του συντελεστή προσδιορισμού, καθ' όλη τη διάρκεια του δείγματος (δηλ.

1 Οι έλεγχοι μοναδιαίας ρίζας δείχνουν την ύπαρξη ρίζας πλησίον της μοναδιαίας ή και ίσης με αυτή (near-unit root ή unit root). Για λόγους οικονομίας χώρου τα αποτελέσματα αυτά δεν παρουσιάζονται στο παρόν ειδικό θέμα.

**Διάγραμμα Α Συντελεστές προσδιορισμού σχέσεων συνολοκλήρωσης κρατικών και εταιρικών ομολόγων με εκείνα της Γερμανίας (2001-2016)**

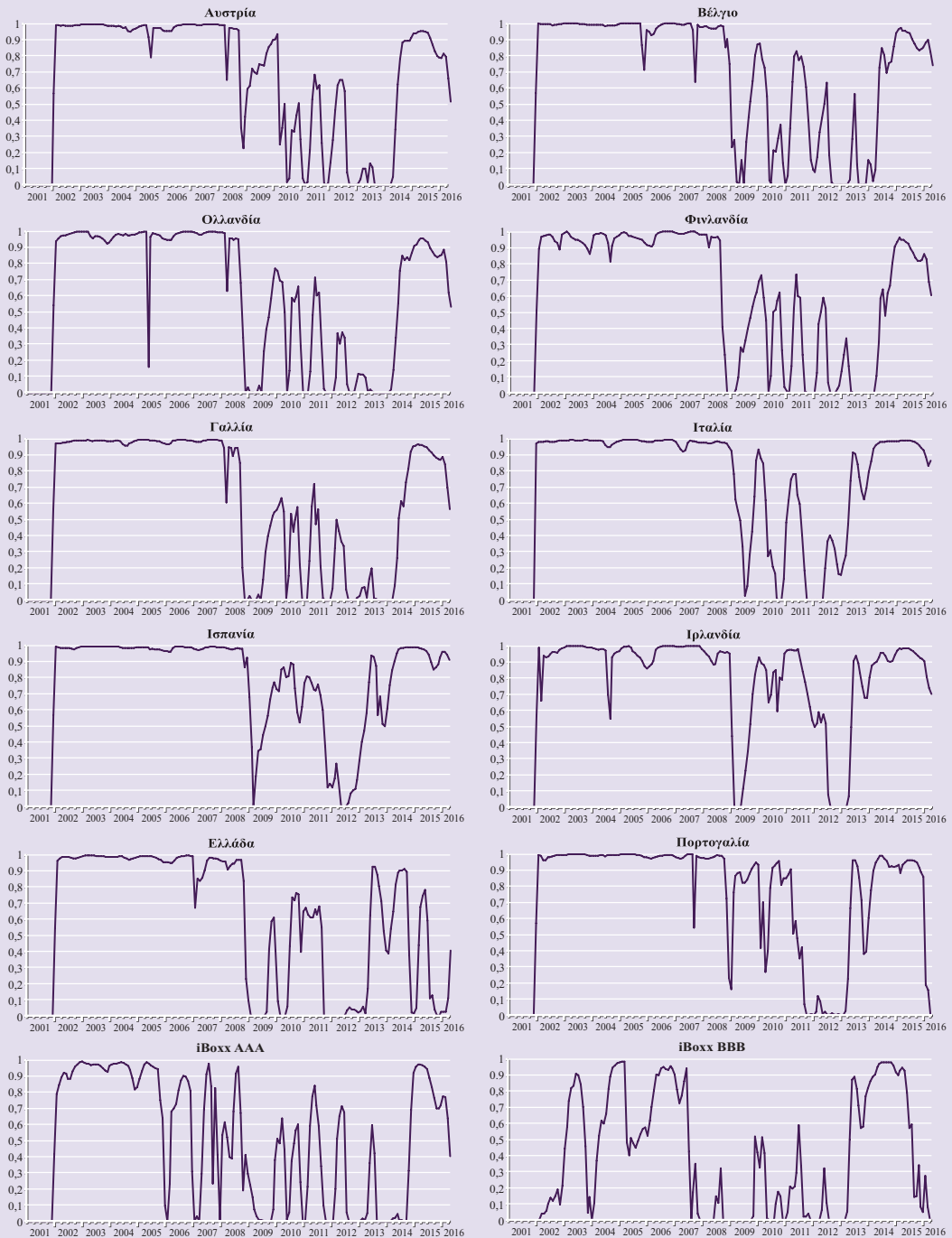
(%)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις, Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Β Συντελεστές προσδιορισμού σχέσεων συνολοκλήρωσης κρατικών και εταιρικών ομολόγων με εκείνα της περιφέρειας (2001-2016)**

(%)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις, Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Η αποτύπωση των συστημικών εξελίξεων στα ομόλογα της περιφέρειας, εκτός Ελλάδος, έγινε με εκτίμηση των σταθμίσεων της χρονολογικής σειράς, με την τεχνική των κοινών παραγόντων (Principal Components Analysis). Η εκτίμηση έγινε επαναληπτικά, για διάφορες υποπεριόδους (2001:1-2008:8, 2008:9-2010:4, 2010:5-2011:11, 2011:12-2012:7, 2012:8-2014:9 και 2014:10-2016:5) προκειμένου να αντιμετωπιστούν μεταβολές (regime shifts) στην υποκείμενη διάρθρωση των συστημικών παραγόντων της περιφέρειας.



από την 1.1.2001 έως τις 28.4.2016).<sup>2</sup> Εξάλλου, η εφαρμογή της τεχνικής ανά ζεύγη επιτρέπει τη μέτρηση της επεξηγηματικής ικανότητας<sup>3</sup> των συστημικών παραγόντων επί των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ.<sup>4</sup>

Τα ζεύγη των ομολόγων προσδιορίστηκαν με σκοπό την εξαγωγή πληροφόρησης σχετικά με τους παράγοντες που οδηγούν στη διαμόρφωση κοινών τάσεων. Συγκεκριμένα, η ανάλυση της σχέσης των ομολογιακών αποδόσεων έναντι εκείνων του ομολόγου αναφοράς της Γερμανίας αποσκοπεί στην απομόνωση των βασικών μακροοικονομικών εξελίξεων που επιδρούν στα κρατικά και εταιρικά ομόλογα στη ζώνη του ευρώ. Αντίστοιχα, οι επιδράσεις που απομονώνονται με την ανάλυση της σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ των ομολόγων αυτών και των κοινών παραγόντων των ομολόγων της περιφέρειας, εκτός Ελλάδος (δηλ. Ιρλανδίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Πορτογαλίας), ερμηνεύονται ως επιδράσεις μετάδοσης της συστημικής αστάθειας, στις αγορές ομολόγων, λόγω της κρίσης στην περιφέρεια. Τέλος, η ανάλυση των σχέσεων συνολοκλήρωσης έναντι των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων χρησιμεύει στην αποτύπωση επιδράσεων μετάδοσης από τα τελευταία. Τα αποτελέσματα απεικονίζονται στα παρακάτω διαγράμματα.

Από τα αποτελέσματα υποδηλώνεται ότι η επίδραση των κοινών παραγόντων ήταν πολύ ισχυρή από την έναρξη του δείγματος, με αποτέλεσμα την ύπαρξη σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ των σειρών των ομολογιακών αποδόσεων κάθε κράτους-μέλους της ζώνης του ευρώ και της Γερμανίας, έως την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το 2008. Έκτοτε, η επίδραση των ομολόγων της Γερμανίας είναι διαφορετική για τα ομόλογα διαφορετικών κρατών· συγκεκριμένα, η επίδραση των παραγόντων που είναι κοινά μεταξύ των ομολόγων της Γαλλίας, της Αυστρίας, του Βελγίου, της Ολλανδίας και της Φινλανδίας εξακολουθεί είναι πολύ ισχυρή, με αποτέλεσμα η μεταξύ τους σχέση συνολοκλήρωσης να είναι σχεδόν αδιατάρακτη μετά το 2008. Κατά συνέπεια, τα συγκεκριμένα αποτελέσματα μπορούν να ερμηνευθούν ως ένδειξη ισχυρής επίδρασης κοινών, ντετερμινιστικών ίσως, παραγόντων όπως τα μακροοικονομικά μεγέθη, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου μετά την ΟΝΕ.

Όμως, η εικόνα είναι διαφορετική όσον αφορά τις σχέσεις συνολοκλήρωσης ανά ζεύγη μεταξύ της Γερμανίας και της Ελλάδος, Ιρλανδίας, Ιταλίας, Ισπανίας και Πορτογαλίας, δηλ. των χωρών της λεγόμενης περιφέρειας, καθώς και των εταιρικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, η επίδραση των ομολόγων της Γερμανίας στα αντίστοιχα ομόλογα της περιφέρειας εξασθενεί και η μεταξύ τους σχέση παρουσιάζει μόνο περιστασιακά χαρακτηριστικά συνολοκλήρωσης, δηλ. οι τάσεις των ομολόγων της Γερμανίας και της περιφέρειας δεν διαμορφώνονται από κοινούς παράγοντες. Βέβαια, μετά το 2012 και ειδικά από το φθινόπωρο του 2014 υπάρχουν ενδείξεις για αύξηση της επίδρασης των κοινών παραγόντων και για σχέση συνολοκλήρωσης των ομολόγων αυτών και της Γερμανίας. Το εύρημα αυτό συμπίπτει χρονικά με την αναφερόμενη σε σχετικές εμπειρικές αναλύσεις επανατιμολόγηση κινδύνων στα ομόλογα της περιφέρειας.

2 Για την επαναληπτική εκτίμηση χρησιμοποιήθηκε “παράθυρο” εκτίμησης 250 παρατηρήσεων, με “βήμα” μίας (1) παρατήρησης, και η εκτίμηση έγινε με την εφαρμογή της μεθόδου Fully Modified Least Squares με αυτόματη επιλογή χρονικών υστερήσεων (lags) με το κριτήριο Akaike Information Criterion. Τα κατάλοιπα των σχέσεων συνολοκλήρωσης είναι στάσιμα  $-I(0)$  και οι συντελεστές των μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί, στις περιόδους υψηλής επεξηγηματικής δύναμης των σχέσεων. Στο παρόν ειδικό θέμα παρουσιάζονται μόνο οι συντελεστές προσδιορισμού των σχέσεων για λόγους οικονομίας χώρου.

3 Οι συντελεστές προσδιορισμού ( $R^2$ ) των σχέσεων αυτών λαμβάνονται ως ένδειξη της ισχύος της επίδρασης των κοινών παραγόντων στις αποδόσεις των ομολόγων του κάθε κράτους, ενώ τα αποτελέσματα αυτά συνδυάζονται με τη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών που εκτιμώνται για κάθε σχέση συνολοκλήρωσης.

4 Τα δεδομένα, με ημερήσια συχνότητα, αφορούν αποδόσεις κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας για 10 κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ εκτός της Γερμανίας και δεικτών εταιρικών ομολόγων iBoxx για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαβάθμισης AAA και BBB· τα αποτελέσματα που παρατίθενται εδώ προέρχονται από ευρύτερη ανάλυση για τα ομόλογα των κρατών: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Ολλανδία, Πορτογαλία και Φινλανδία.

Αντίθετα, οι παράγοντες που επιδρούν από κοινού μεταξύ των ομολόγων της περιφέρειας, υποδηλώνεται, από τις οικονομετρικές εκτιμήσεις του υποδείγματος, ότι επιδρούν σημαντικά κατά τη διάρκεια της περιόδου μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, σε κάθε ένα από τα κρατικά ομόλογα των κρατών αυτών χωριστά. Κατά συνέπεια, η επίδραση της συστημικής αστάθειας, λόγω προβλημάτων σχετικών είτε με το δημόσιο είτε με το ιδιωτικό χρέος, αντικατέστησε σε κάποιο βαθμό τη συστημική επίδραση παραγόντων κοινών με τη Γερμανία, για την Ιταλία, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα, μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Τέλος, η επεξηγηματική δυνατότητα των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, μέσω της σχέσης συνολοκλήρωσης, μειώνεται συστηματικά από το 2008 και ύστερα, αν και από το α' τρίμηνο έως το τέλος του 2012 οι επιδράσεις μετάδοσης φαίνεται να αυξάνονται σημαντικά, ένα εύρημα που σχετίζεται ίσως με την αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους (PSI).

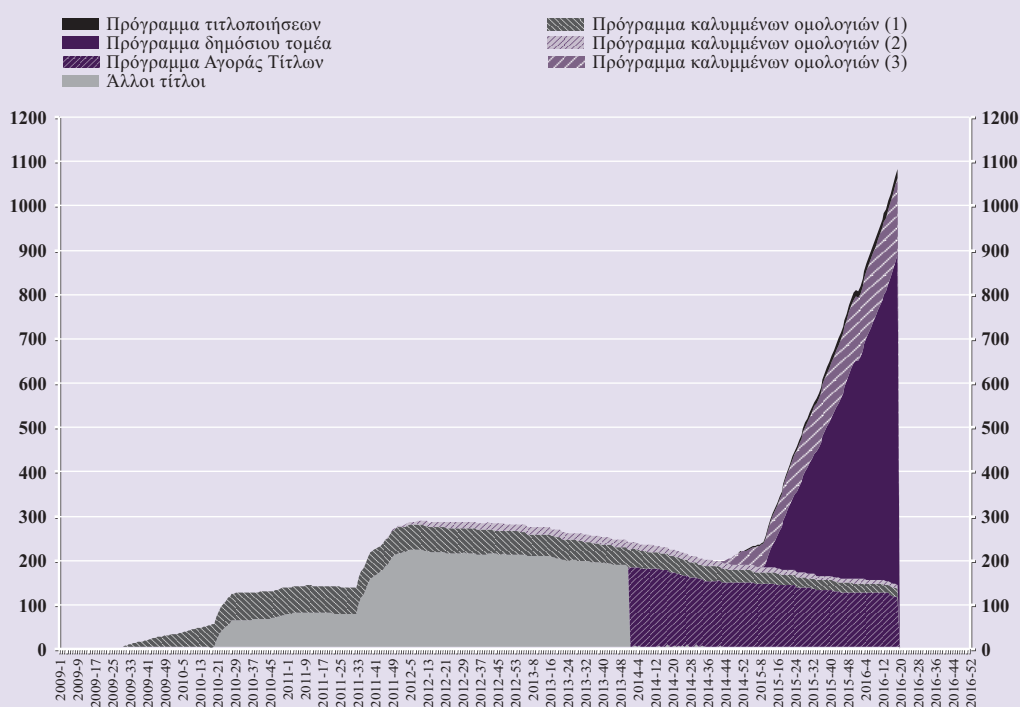
### Η συμβολή των ανακοινώσεων και των πράξεων της ΕΚΤ

Στη συνέχεια, διερευνήθηκε η επίδραση (α) των ανακοινώσεων των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ σχετικά με τη λήψη μη συμβατικών μέτρων άσκησης νομισματικής πολιτικής και (β) των πράξεων αγοράς τίτλων δημόσιου και ιδιωτικού χρέους στις σχέσεις συνολοκλήρωσης μεταξύ των ομολόγων των διαφόρων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και της Γερμανίας.<sup>5</sup>

5 Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκαν κατηγορικές μεταβλητές οι οποίες λαμβάνουν την τιμή 1 κατά τις ημέρες των ανακοινώσεων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής (π.χ. επέκταση της βάσης των αποδεκτών τίτλων, επέκταση του ορίζοντα των μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης κ.λπ.) και προγράμματος αγοράς τίτλων (ποσοτική χαλάρωση) ή των θετικών μεταβολών στο χαρτοφυλάκιο διακράτησης τίτλων για σκοπούς νομισματικής αντίστοιχα.

### Διάγραμμα Γ Αξία τίτλων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

## Μεταβολή στην επεξηγηματική δύναμη των σχέσεων συνολοκλήρωσης των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ με εκείνα της Γερμανίας

### A. Μετά από ανακοινώσεις μη συμβατικών μέτρων και ποσοτικής χαλάρωσης

	Μέσο R <sup>2</sup> για την περίοδο 2010-2016	Μέσο R <sup>2</sup> τις ημέρες των ανακοινώσεων	Μέσο R <sup>2</sup> 30 ημέρες μετά τις ανακοινώσεις	Μέσο R <sup>2</sup> 90 ημέρες μετά τις ανακοινώσεις
Πυρήνας	78,20%	81,30%	83,20%	95,10%
Περιφέρεια	37,70%	40,10%	41,10%	46,90%

### B. Μετά από αυξήσεις του χαρτοφυλακίου τίτλων για σκοπούς νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

	Μέσο R <sup>2</sup> για την περίοδο 2010-2016	Μέσο R <sup>2</sup> τις εβδομάδες των πράξεων	Μέσο R <sup>2</sup> ένα μήνα μετά τις πράξεις	Μέσο R <sup>2</sup> 90 τρεις μήνες μετά τις πράξεις
Πυρήνας	78,20%	76,20%	79,80%	93,70%
Περιφέρεια	37,70%	32,80%	33,50%	39,40%

Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις, Τράπεζα της Ελλάδος.

Συγκεκριμένα, με σκοπό τη μείωση του κατακερματισμού στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ, αναμένεται ότι οι ανακοινώσεις και οι πράξεις των συγκεκριμένων μέτρων θα επιφέρουν αύξηση των συντελεστών προσδιορισμού στις σχέσεις συνολοκλήρωσης.

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επιδράσεις των ανακοινώσεων και των πράξεων είναι διαφορετικές, ενώ η σύγκριση μεταξύ των κρατών-μελών της λεγόμενης περιφέρειας και αυτών του λεγόμενου πυρήνα υποδηλώνει ετερογένειες. Συγκεκριμένα, η άμεση επίδραση των ανακοινώσεων, δηλ. η μεταβολή την ημέρα της ανακοίνωσης στο συντελεστή προσδιορισμού των σχέσεων συνολοκλήρωσης με τα ομόλογα της Γερμανίας, είναι +3,1% κατά μέσο όρο για τα ομόλογα των κρατών-μελών του πυρήνα και +2,5% για τα ομόλογα της λεγόμενης περιφέρειας. Οι σχέσεις συνολοκλήρωσης όμως ενισχύονται σημαντικά έως και 90 ημέρες μετά την εκάστοτε ανακοίνωση. Η μεταβολή αυτή είναι μεγαλύτερη για τα ομόλογα των κρατών-μελών του πυρήνα (περίπου +17% σε ορίζοντα τριών μηνών μετά την ανακοίνωση) σε σχέση με εκείνα των κρατών-μελών της περιφέρειας (+9,2% για το ίδιο χρονικό διάστημα).

Τέλος, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι πράξεις αγοράς τίτλων για σκοπούς νομισματικής πολιτικής σχετίζονται με μικρότερη και πιο βραδεία ενίσχυση των σχέσεων συνολοκλήρωσης μεταξύ των ομολόγων των δύο επιμέρους κατηγοριών και εκείνων της Γερμανίας. Συγκεκριμένα, η διενέργεια πράξεων σχετίζεται με αύξηση κατά 15% της επεξηγηματικής δύναμης της σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ ομολόγων του πυρήνα και εκείνων της Γερμανίας και μόλις 2% για την αντίστοιχη σχέση συνολοκλήρωσης των ομολόγων της περιφέρειας για χρονικό ορίζοντα τριών μηνών.

### Συμπεράσματα

Η επίδραση των συστημικών παραγόντων στις αποδόσεις των κρατικών και εταιρικών ομολόγων μειώθηκε μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, ενώ αντίστοιχα η μετάδοση κινδύνων και οι ιδιοσυγκρατικοί παράγοντες κινδύνων είχαν αυξημένη επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων αυτών. Βέβαια, τεκμαίρεται από τα αποτελέσματα ότι η περιγραφείσα ανατιμολόγηση κινδύνων δεν αφορούσε τα ομόλογα του λεγόμενου πυρήνα της ζώνης του ευρώ.

Τέλος, οι πράξεις αγοράς τίτλων και οι κατά καιρούς ανακοινώσεις όσον αφορά τη λήψη μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής έχουν συμβάλει στην ενίσχυση των συστημικών παραγόντων αποτίμησης των κρατικών και εταιρικών ομολόγων. Ταυτόχρονα όμως η παρούσα ανά-

λυση δείχνει ότι οι ανακοινώσεις έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην ενίσχυση του συστημικού μέρους των ομολόγων σε σύγκριση με τις πράξεις αγοράς τίτλων. Κατά συνέπεια, τεκμηριώνεται ότι η επικοινωνιακή πολιτική (communication policy) της ΕΚΤ είναι σημαντική στη διαμόρφωση του επενδυτικού κλίματος και των προσδοκιών των επενδυτών.

#### Ειδικό θέμα VI.4

### Η ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε κατά τρόπο επιτακτικό την ανάγκη διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πρωτίτερα, έμφαση δινόταν στην προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως μεμονωμένων μονάδων, δηλαδή στην άσκηση μικροπροληπτικής πολιτικής. Ωστόσο, είναι πλέον κοινή η παραδοχή ότι αυτή δεν αρκεί ώστε το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο να είναι ανθεκτικό σε τυχόν εσωτερικές ή εξωτερικές διαταραχές. Είναι επιπρόσθετα απαραίτητο να συνεκτιμώνται οι δίαυλοι διασύνδεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την πραγματική οικονομία και ιδιαίτερα οι επιπτώσεις του οικονομικού κύκλου σε αυτό. Η προσπάθεια εποπτείας και προληπτικής ρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος με στόχο τη συστημική του σταθερότητα είναι γνωστή ως μακροπροληπτική πολιτική και επαφίεται στις αρμόδιες εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές.

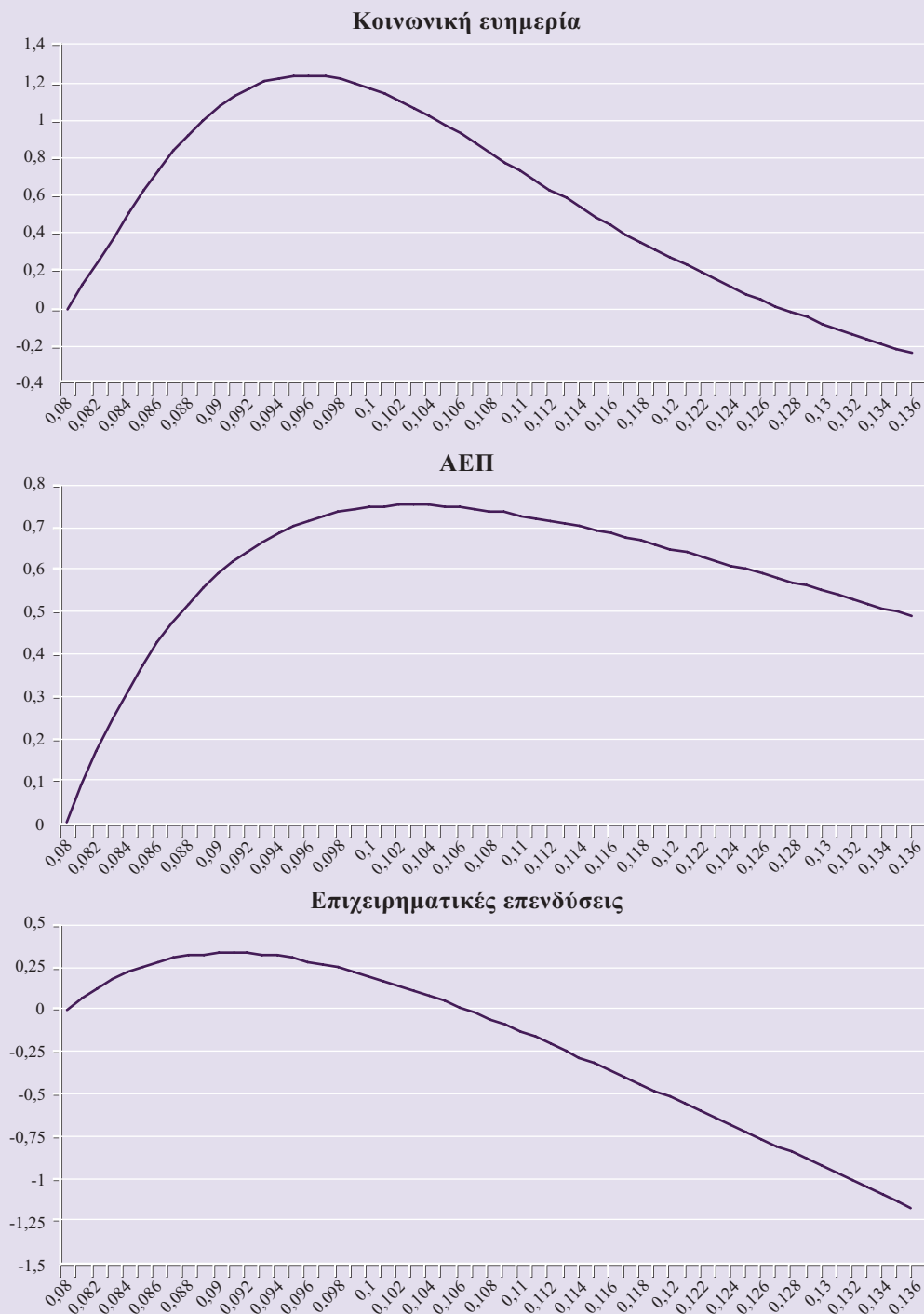
Η μακροπροληπτική πολιτική ως μέσο διασφάλισης της συστημικής σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος θεωρείται καίριας σημασίας για την επίτευξη μακροοικονομικής ανάπτυξης και σταθερότητας, καθώς αναγνωρίζεται πλέον ότι ο λεγόμενος χρηματοπιστωτικός κύκλος επιδρά στον οικονομικό κύκλο. Σε περιόδους οικονομικής ομαλότητας και χαμηλού συστημικού κινδύνου, το χρηματοπιστωτικό σύστημα στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα, προάγοντας τη βέλτιστη κατανομή των κεφαλαίων και των λοιπών οικονομικών πόρων στην οικονομία. Ωστόσο, μια περίοδος μακροοικονομικής ανάπτυξης και αυξημένης ρευστότητας συχνά οδηγεί σε αυξημένη ροπή για ανάληψη κινδύνου από πλευράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και σε αντιστοίχως αυξημένα επίπεδα μόχλευσης.<sup>1</sup> Μια αποσταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω πιθανής εξωτερικής διαταραχής ενδέχεται να αντιστρέψει την κατάσταση, με άμεσες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Τα πιστωτικά ιδρύματα που υφίστανται το αρχικό αποσταθεροποιητικό πλήγμα, ερχόμενα αντιμέτωπα με ξαφνική έλλειψη κεφαλαίων και υψηλότερο κόστος άντλησης καθημερινής ρευστότητας από τη διατραπεζική αγορά, περιορίζουν τη χορήγηση πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Εάν 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.

Η συνακόλουθη συρρίκνωση της προσφοράς δανειακών κεφαλαίων προς την πραγματική οικονομία επηρεάζει αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα. Ιδιώτες και επιχειρήσεις επίσης αντιμετωπίζουν ολοένα υψηλότερο κόστος δανεισμού και αυστηρότερους όρους χορήγησης δανείων, με αποτέλεσμα την αναβολή ή ματαίωση επενδυτικών σχεδίων και προσλήψων προσωπικού, αλλά και τον περιορισμό της καταναλωτικής ζήτησης. Όσοι έχουν ήδη αναλάβει δανειακά βάρη δυσκολεύονται περισσότερο να αντεπεξέλθουν στην τακτική αποπληρωμή τους, με αποτέλεσμα

<sup>1</sup> Η ροπή αυτή προκύπτει ως αποτέλεσμα διαφόρων συστημικών εγγυήσεων, όπως η εγγύηση καταθέσεων ή η πεποίθηση ότι το κράτος θα παρέμβει διασωστικά σε περίπτωση κρίσης (too big to fail hypothesis), αλλά και λόγω της ανατίμησης των περιουσιακών στοιχείων, της αύξησης δηλαδή της αξίας των εξασφαλίσεων που κατέχουν οι υποψήφιοι δανειολήπτες.

**Διάγραμμα Α Σχέση μεταξύ ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας και επιπέδου ισορροπίας μακροοικονομικών μεγεθών (I)**

(%)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Αποτυπώνονται ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας. Στον οριζόντιο άξονα απεικονίζεται το ποσοστό κεφαλαιακής επάρκειας.



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 μακροπροληπτική πολιτική επιτυγχάνει να μειώσει τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συμβάλλει και στην εξομάλυνση των ακραίων διακυμάνσεων του οικονομικού κύκλου.

Η διασύνδεση μεταξύ της μακροπροληπτικής πολιτικής και του οικονομικού κύκλου έχει αποτελέσει γόνιμο πεδίο ακαδημαϊκής έρευνας τα τελευταία χρόνια. Για την πληρέστερη κατανόηση της εν λόγω σχέσης για την Ελλάδα, έγινε διαμέτρηση (calibration) του θεωρητικού υποδείγματος των Clerc et al. (2015) για την ελληνική οικονομία.<sup>2</sup> Πρόκειται για ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (Dynamic Stochastic General Equilibrium model) που επιτρέπει την εμβάθυνση στους μηχανισμούς μετάδοσης εναλλακτικών διαταράξεων από το χρηματοπιστωτικό τομέα προς την πραγματική οικονομία και αντίστροφα, καθώς και τη χαρτογράφηση των επιπτώσεων διαφορετικών επιπέδων κεφαλαιακών απαιτήσεων. 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. Η καινοτομία του εν λόγω υποδείγματος έγκειται στο ότι περιλαμβάνει τρία “επίπεδα αθέτησης υποχρεώσεων”. Διατυπώνονται δηλαδή οι συνθήκες υπό τις οποίες, για κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επιχειρηματίες ή νοικοκυριά αντίστοιχα, η αθέτηση των ανειλημμένων δανειακών τους υποχρεώσεων καθίσταται η βέλτιστη “στρατηγική” επιλογή, με αλυσιδωτές επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την πραγματική οικονομία.

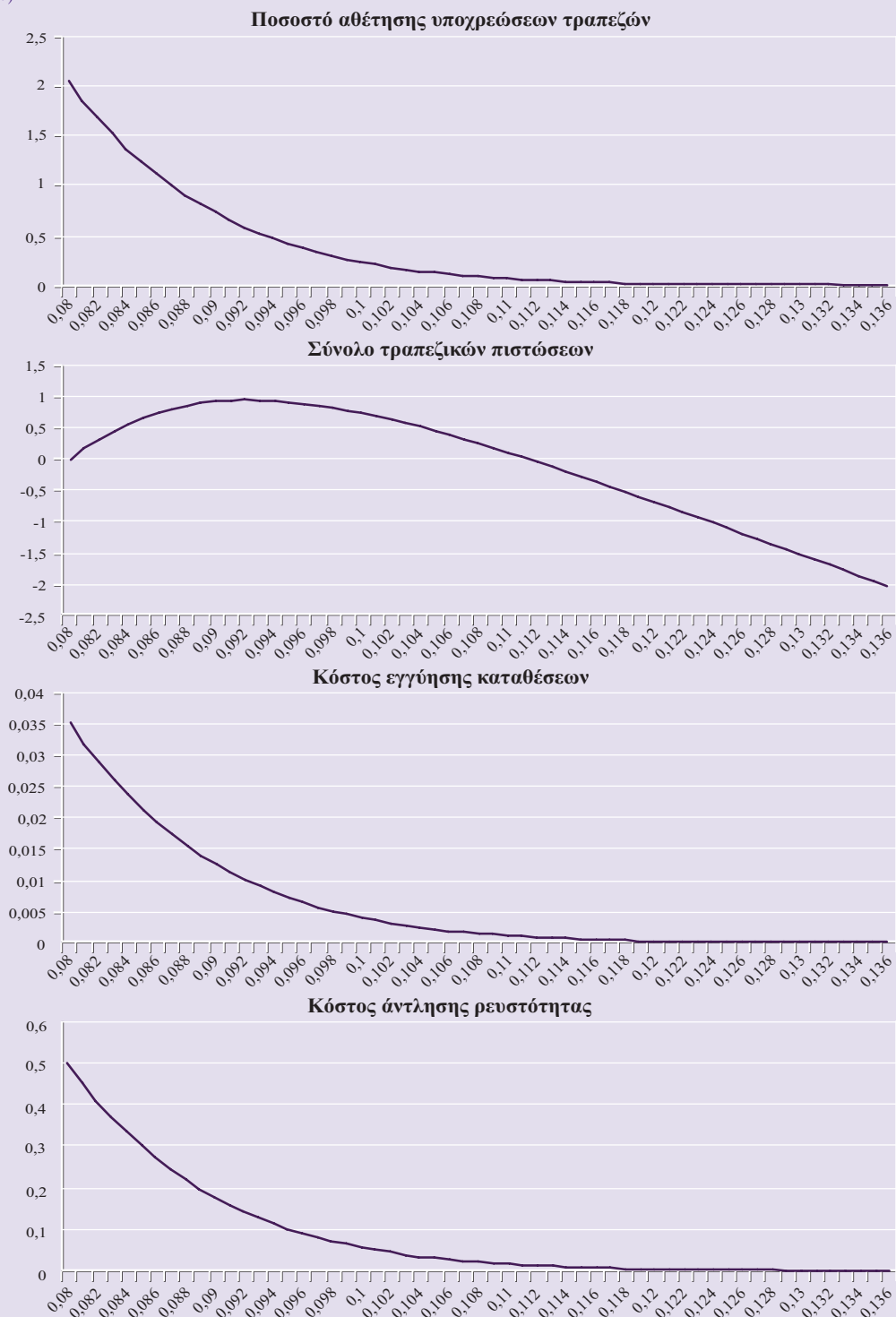
Το υπόδειγμα επιτρέπει τη μελέτη του βασικότερου εργαλείου άσκησης μακροπροληπτικής πολιτικής, δηλαδή του ελάχιστου δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες. Η επιβολή ενός ελάχιστου επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας στο πλαίσιο του υποδείγματος επιτρέπει τον περιορισμό της διάχυσης αυτών των επιδράσεων, τη σταθεροποίηση δηλαδή τόσο του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσο και της πραγματικής οικονομίας. Επιφέρει ωστόσο και τον περιορισμό της ανάληψης κινδύνου από πλευράς των πιστωτικών ιδρυμάτων, την κάμψη δηλαδή της χορήγησης πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, η οποία επιδρά αρνητικά στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης.

Στο Διάγραμμα Α αποτυπώνεται σχηματικά η σχέση μεταξύ του απαιτούμενου ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και του επιπέδου ισορροπίας εναλλακτικών μακροοικονομικών μεγεθών. Η σχέση είναι μη γραμμική και μη μονοτονική, εμφανίζοντας σε κάθε περίπτωση ένα ανώτατο σημείο καμψής πέραν του οποίου τα οφέλη από μια περαιτέρω αύξηση του απαιτούμενου ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας βαίνουν μειούμενα. Συγκεκριμένα, έως ένα επίπεδο κεφαλαιακών απαιτήσεων κυριαρχούν τα οφέλη που προκύπτουν από τον περιορισμό της μεταβλητότητας στην πραγματική οικονομία. Για υψηλότερα επίπεδα κεφαλαιακών απαιτήσεων όμως, κυριαρχεί η αρνητική επίδραση της πιστωτικής συρρίκνωσης στην οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, πρόσθετα μακροοικονομικά οφέλη προσφέρει η εφαρμογή αντικυκλικού ελάχιστου ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας, ώστε τα ιδρύματα να επιβαρύνονται με ελαφρώς μεγαλύτερες απαιτήσεις κατά την ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου και έτσι να δημιουργείται περιθώριο για μείωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά τη φάση της οικονομικής ύφεσης.

2 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.

**Διάγραμμα Β Σχέση μεταξύ ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας και επιπέδου ισορροπίας μακροοικονομικών μεγεθών (II)**

(%)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Αποτυπώνονται ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας. Στον οριζόντιο άξονα απεικονίζεται το ποσοστό κεφαλαιακής επάρκειας.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, προκύπτει ότι με κριτήριο τη συνολική κοινωνική ευημερία το βέλτιστο ποσοστό κεφαλαιακής επάρκειας είναι περίπου 9,5%, ενώ με κριτήριο το ύψος του ΑΕΠ ανέρχεται στο 10% περίπου. Ενδιαφέρον είναι ότι με κριτήριο το ύψος των επιχειρηματικών επενδύσεων το βέλτιστο επίπεδο είναι χαμηλότερο, περίπου 9%. Συνεπώς, εάν επιδιώκεται η οικονομική ανάπτυξη να προέλθει μέσω της προσέλκυσης επενδύσεων μάλλον παρά μέσω της κατανάλωσης, σκόπιμο είναι ένα χαμηλότερο επίπεδο κεφαλαιακών απαιτήσεων που θα επιτρέψει τη διοχέτευση του βέλτιστου επιπέδου επιχειρηματικών πιστώσεων προς τους δυνητικούς επενδυτές.

Σημειώνεται ότι αυτή η παράμετρος του υποδείγματος αναφέρεται στο τελικό (effective) ποσοστό κεφαλαιακού αποθέματος των τραπεζών. Έτσι, το μέγεθος αυτό δεν είναι άμεσα συγκρίσιμο με τον εκάστοτε ισχύοντα ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που επιβάλλουν η Τράπεζα της Ελλάδος και ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός και ο οποίος ενδέχεται στην πράξη να προσ αυξάνεται (π.χ. λόγω του βαθμού επισφάλειας του χαρτοφυλακίου της τράπεζας ή λόγω επιπρόσθετων απαιτήσεων για αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα). Επίσης, στο υπόδειγμα υποτίθεται ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διακρατούν ακριβώς το ελάχιστο απαιτούμενο ποσοστό εποπτικών κεφαλαίων. Στην πράξη όμως συχνά οι τράπεζες δημιουργούν σημαντικά μεγαλύτερο απόθεμα, ώστε να διασφαλίσουν ότι δεν θα ολισθήσουν κάτω από το ελάχιστο απαιτούμενο από την εποπτική αρχή επίπεδο σε περίπτωση απρόβλεπτων εξελίξεων.

Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει συνοπτικά τους μηχανισμούς του υποδείγματος. Μια αύξηση του απαιτούμενου επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας οδηγεί σε ραγδαία μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας για κάθε τράπεζα, σε συνακόλουθη μείωση του κόστους εγγύησης των καταθέσεων και σε μείωση του κόστους άντλησης ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, δεδομένου ότι αυτό θεωράκιζεται απέναντι σε ακραία ενδεχόμενα. Ωστόσο, η συνολική χορήγηση πιστώσεων αυξάνεται μόνο έως ενός σημείου και μετά βαίνει μειούμενη, επηρεάζοντας και την οικονομική δραστηριότητα.

Η πιο πάνω ανάλυση είναι διαφωτιστική για την περίπτωση της Ελλάδος. Ο δραστικός περιορισμός της πρόσβασης του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων 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. Συνάγεται ότι η εφαρμογή αντικυκλικής μακροπροληπτικής πολιτικής κατά την προ της κρίσης περίοδο θα είχε ενδεχομένως συμβάλει στον περιορισμό της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και στην προληπτική συσσώρευση υψηλότερων κεφαλαιακών αποθεμάτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτά θα είχαν επιτρέψει μια ηπιότερη πιστωτική συρρίκνωση κατά την κρίση, μικρότερη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων και συνεπώς μικρότερη κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα τελευταία χρόνια.

Εν κατακλείδι, η μακροπροληπτική πολιτική μπορεί να θωρακίσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα, ενέχει ωστόσο και τον κίνδυνο περιορισμού της ανάληψης δυνητικά κερδοφόρων επιχειρηματικών κινδύνων ελλείψει επαρκών δανειακών κεφαλαίων. Συνεπώς, απαιτείται προσεκτική στάθμιση των ωφελειών και των κινδύνων που πηγάζουν από εναλλακτικές μακροπροληπτικές πολιτικές για κάθε φάση του οικονομικού κύκλου. Δεδομένης της σύνθετης και ολόενα πιο διεθνούς φύσης των σύγχρονων τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων, ο ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος ως εθνικής εποπτικής και ρυθμιστικής αρχής για θέματα μακροπροληπτικής πολιτικής καθίσταται ιδιαίτερος σημαντικός.

# ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

## 10 ΜΑΡΤΙΟΥ 2016

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει, από 16 Μαρτίου 2016, το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 5 μονάδες βάσης στο 0,00%, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης κατά 5 μονάδες βάσης στο 0,25% και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 10 μονάδες βάσης στο -0,40%.

Επίσης αποφασίστηκε η αύξηση, από τον Απρίλιο του 2016, του ύψους των μηνιαίων αγορών χρεογράφων στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP), σε 80 δισεκ. ευρώ.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη δημιουργία ενός νέου προγράμματος αγοράς εταιρικών ομολόγων σε ευρώ επενδυτικής βαθμίδας (investment grade) που έχουν εκδοθεί από μη τραπεζικές επιχειρήσεις με έδρα στη ζώνη του ευρώ (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP). Τα ομόλογα θα πρέπει κατά το ελάχιστο να πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας για εμπορεύσιμους τίτλους που γίνονται αποδεκτοί στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Τίτλοι που έχουν εκδοθεί από πιστωτικά ιδρύματα και από οργανισμούς που ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους δεν θα είναι επιλέξιμοι για υπαγωγή στο πρόγραμμα το οποίο θα ξεκινήσει τον Ιούνιο του 2016.

Επιπρόσθετα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να προσαρμόσει ορισμένες παραμέτρους του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP). Το ανώτατο όριο στο ποσοστό ανά εκδότη και ανά έκδοση που δύναται να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα για τίτλους που έχουν εκδοθεί από διεθνείς οργανισμούς και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης θα αυξηθεί σε 50%. Επιπλέον, αρχής γενομένης από τον Απρίλιο του 2016, το μερίδιο συμμετοχής τέτοιου είδους χρεογράφων στο πρόγραμμα ανά μήνα θα μειωθεί από 12% σε 10%. Κατά συνέπεια, προς διατήρηση του καθεστώτος επιμερισμού των κινδύνων μεταξύ των μελών του Ευρωσυστή-

ματος σε ποσοστό 20%, το μερίδιο της ΕΚΤ στις μηνιαίες αγορές, υπό αυτό το πρόγραμμα, θα αυξηθεί από 8% σε 10%.

Τέλος, αποφασίστηκε η διεξαγωγή μίας νέας σειράς τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO II). Οι αντισυμβαλλόμενες τράπεζες θα μπορούν να αντλήσουν συνολικό ποσό μέχρι το 30% συγκεκριμένου επιλέξιμου τμήματος των δανείων που έχουν χορηγήσει προς την πραγματική οικονομία, δηλ. των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά πλην στεγαστικών δανείων, όπως έχουν διαμορφωθεί στις 31 Ιανουαρίου 2016, μείον τυχόν ποσά που είχαν αντληθεί μέσω των δύο πρώτων TLTRO που διενεργήθηκαν το 2014 και δεν έχουν ακόμη αποπληρωθεί. Οι νέες πράξεις θα διεξαχθούν τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2016 και το Μάρτιο του 2017 και θα έχουν διάρκεια τέσσερα έτη. Οι τράπεζες θα έχουν τη δυνατότητα εξόφλησης της χρηματοδότησης την οποία έχουν αντλήσει μέσω των πράξεων με τριμηνιαία συχνότητα σε εθελοντική βάση, αρχής γενομένης δύο χρόνια μετά την ημερομηνία διακανονισμού κάθε πράξης.

Το επιτόκιο σε κάθε στοχευμένη πράξη θα είναι ίσο προς το εκάστοτε ισχύον επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Επιπρόσθετα, οι αντισυμβαλλόμενες τράπεζες, των οποίων το υπόλοιπο δανείων<sup>1</sup> τον Ιανουάριο του 2018 υπερβαίνει το υπόλοιπο αναφοράς, θα υπόκεινται σε χαμηλότερο επιτόκιο σε όλη τη διάρκεια κάθε πράξης. Οι τράπεζες αυτές θα απολαμβάνουν τη μέγιστη μείωση επιτοκίου, ίση με τη διαφορά μεταξύ του (εκάστοτε) επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και του (εκάστοτε) επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, εφόσον το υπόλοιπο των δανείων τους στις 31 Ιανουαρίου 2018 (βλ. υποσημείωση 1) υπερβαίνει το υπόλοιπο αναφοράς τουλάχιστον κατά 2,5%. Στην

<sup>1</sup> Αφού διορθωθεί για την επίδραση στατιστικών γεγονότων όπως αναταξινόμησεις, συναλλαγματικές διαφορές, διαγραφές δανείων κ.λπ.

περίπτωση που το υπόλοιπο των δανείων στις 31 Ιανουαρίου 2018 υπερβαίνει το υπόλοιπο αναφοράς αλλά σε ποσοστό μικρότερο του 2,5%, το μέγεθος της μείωσης του επιτοκίου θα κλιμακώνεται αναλογικά με την έκταση κατά την οποία η πιστωτική επέκταση (βλ. υποσημείωση 1) κάθε αντισυμβαλλόμενης τράπεζας υπερβαίνει το υπόλοιπο αναφοράς.

Το υπόλοιπο αναφοράς ορίζεται ως εξής: (α) για τις τράπεζες με θετική ή μηδενική σωρευτική καθαρή ροή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία την περίοδο 1 Φεβρουαρίου 2015-31 Ιανουαρίου 2016, το υπόλοιπο αναφοράς ισούται με το υπόλοιπο των επιλέξιμων δανείων στις 31 Ιανουαρίου 2016 και (β) για τις τράπεζες με αρνητική σωρευτική καθαρή

ροή πιστώσεων την περίοδο 1 Φεβρουαρίου 2015-31 Ιανουαρίου 2016, το υπόλοιπο αναφοράς ισούται με το υπόλοιπο των επιλέξιμων δανείων στις 31 Ιανουαρίου 2016 συν το άθροισμα των μηνιαίων καθαρών ροών επιλέξιμων δανείων της περιόδου 1 Φεβρουαρίου 2015-31 Ιανουαρίου 2016.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε επίσης να δώσει δυνατότητα εθελοντικής πρόωρης αποπληρωμής για τα ποσά που έχουν ήδη αντληθεί μέσω TLTRO τον Ιούνιο του 2016 ταυτόχρονα με το διακανονισμό της πρώτης στοχευμένης πράξης στο πλαίσιο του TLTRO II. Το γεγονός αυτό θα επιτρέψει στις αντισυμβαλλόμενες τράπεζες να μετακυλίσουν ποσά που έχουν δανειστεί μέσω του TLTRO I στο TLTRO II.



# ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



# ΠΙΝΑΚΕΣ

<b>1</b>	<b>Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες</b>	<b>177</b>
<b>2</b>	<b>Ισοζύγιο πληρωμών</b>	<b>178</b>
<b>3</b>	<b>Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία</b>	<b>179</b>
<b>4</b>	<b>Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου</b>	<b>180</b>
<b>5</b>	<b>Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI</b>	<b>181</b>
<b>6</b>	<b>Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>182</b>
<b>7</b>	<b>Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>183</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>2012</b>	109,8	1,5	112,5	2,2	106,5	0,5	105,0	0,3	104,9	0,1
<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>2014</b> I	107,2	-1,3	110,9	-0,5	102,7	-2,4	101,7	-1,0	101,1	-1,2
II	108,6	-1,5	113,0	-1,5	103,0	-1,5	103,2	-1,2	103,0	-1,4
III	107,3	-0,6	110,7	-0,4	102,9	-0,9	102,1	0,0	101,6	-0,1
IV	106,5	-1,8	109,9	-2,6	102,2	-0,8	102,5	-0,7	102,2	-0,8
<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
<b>2014</b> Ιαν.	107,4	-1,5	111,1	-0,5	102,6	-2,7	101,9	-1,4	101,3	-1,6
Φεβρ.	105,9	-1,1	108,6	-0,2	102,6	-2,4	100,4	-0,6	99,5	-0,8
Μάρτ.	108,4	-1,3	113,0	-0,8	102,7	-2,2	102,9	-1,0	102,7	-1,1
Απρ.	108,9	-1,3	113,8	-1,0	102,8	-1,8	103,4	-1,3	103,3	-1,4
Μάιος	108,1	-2,0	112,1	-2,2	103,0	-1,6	102,7	-1,7	102,4	-2,0
Ιούν.	108,7	-1,1	113,3	-1,2	103,1	-1,0	103,4	-0,7	103,3	-0,7
Ιούλ.	107,4	-0,7	110,8	-0,5	103,1	-0,9	102,1	-0,2	101,7	-0,2
Αύγ.	106,1	-0,3	108,6	0,2	102,9	-1,0	101,0	0,4	100,1	0,4
Σεπτ.	108,3	-0,8	112,8	-0,9	102,7	-0,7	103,3	-0,4	103,1	-0,5
Οκτ.	107,3	-1,7	111,1	-2,4	102,5	-0,7	103,0	-0,8	102,8	-0,9
Νοέμ.	106,3	-1,2	109,6	-1,6	102,2	-0,8	102,1	-0,3	101,7	-0,3
Δεκ.	105,8	-2,6	108,9	-3,8	102,0	-0,9	102,5	-0,9	102,1	-1,1
<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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.



**Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών**

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Μάρτιος		
	2013	2014	2015	2014	2015	2016
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)</b>	<b>-3.691,9</b>	<b>-3.767,4</b>	<b>-97,6</b>	<b>-1.984,7</b>	<b>-3.214,3</b>	<b>-2.254,7</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)</b>	<b>-5.030,9</b>	<b>-4.006,3</b>	<b>-315,4</b>	<b>-3.569,7</b>	<b>-3.689,7</b>	<b>-3.387,6</b>
Εισπράξεις	54.941,4	57.839,3	52.706,4	10.882,2	10.778,0	8.527,3
Πληρωμές	59.972,3	61.845,5	53.021,8	14.451,9	14.467,6	11.914,8
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1- I.A.2)</b>	<b>-20.780,3</b>	<b>-22.279,4</b>	<b>-17.247,8</b>	<b>-5.194,3</b>	<b>-4.986,9</b>	<b>-4.117,1</b>
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	26.895,6	26.788,0	24.787,2	6.256,8	6.084,9	5.541,4
Καύσιμα	9.485,1	9.049,8	6.713,7	2.246,2	1.671,5	1.177,4
Πλοία (πωλήσεις)	443,0	626,0	175,5	85,6	73,0	21,2
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	16.967,6	17.112,1	17.898,0	3.924,9	4.340,5	4.342,7
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	47.675,9	49.067,4	42.035,0	11.451,1	11.071,9	9.658,5
Καύσιμα	16.398,5	15.325,2	10.921,8	3.616,0	2.876,6	1.735,9
Πλοία (αγορές)	1.926,2	2.799,2	623,2	598,1	266,4	108,0
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	29.351,1	30.943,0	30.489,9	7.237,0	7.928,9	7.814,6
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1- I.B.2)</b>	<b>15.749,4</b>	<b>18.273,2</b>	<b>16.932,4</b>	<b>1.624,6</b>	<b>1.297,3</b>	<b>729,5</b>
I.B.1 Εισπράξεις	28.045,8	31.051,3	27.919,2	4.625,4	4.693,0	2.985,9
Ταξιδιωτικό	12.152,2	13.393,1	14.125,8	471,5	516,0	515,4
Μεταφορές	12.060,9	13.130,8	9.968,3	3.111,7	3.102,4	1.708,5
Λοιπές υπηρεσίες	3.832,7	4.527,4	3.825,0	1.042,2	1.074,6	762,0
I.B.2 Πληρωμές	12.296,4	12.778,1	10.986,8	3.000,9	3.395,8	2.256,3
Ταξιδιωτικό	1.835,2	2.076,4	2.037,4	415,1	436,5	425,0
Μεταφορές	6.492,2	6.258,6	5.430,0	1.538,9	1.708,2	1.043,8
Λοιπές υπηρεσίες	3.969,1	4.443,1	3.519,4	1.046,9	1.251,1	787,6
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>-457,0</b>	<b>573,6</b>	<b>739,3</b>	<b>1.416,2</b>	<b>557,4</b>	<b>1.044,6</b>
I.Γ.1 Εισπράξεις	6.458,1	6.867,4	5.942,8	3.028,5	2.517,0	2.288,7
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	209,3	209,9	153,8	48,4	46,2	26,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.213,7	3.241,5	2.624,4	828,0	723,8	656,6
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.035,1	3.416,1	3.164,6	2.152,0	1.747,0	1.605,4
I.Γ.2 Πληρωμές	6.915,1	6.293,8	5.203,5	1.612,2	1.959,6	1.244,1
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	453,0	491,7	379,4	104,3	159,9	54,1
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.091,1	5.439,6	4.525,0	1.385,5	1.683,5	1.102,9
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	365,0	362,6	299,1	122,4	116,2	87,1
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>1.796,1</b>	<b>-334,7</b>	<b>-521,5</b>	<b>168,8</b>	<b>-82,0</b>	<b>88,2</b>
I.Δ.1 Εισπράξεις	4.652,8	2.550,7	1.909,7	1.026,9	832,7	703,5
Γενική κυβερνηση	3.375,5	1.441,7	1.054,9	717,3	582,3	535,1
Λοιποί τομείς	1.277,3	1.109,0	854,9	309,5	250,4	168,4
I.Δ.2 Πληρωμές	2.856,7	2.885,5	2.431,2	858,1	914,7	615,3
Γενική κυβερνηση	2.068,1	2.054,7	1.695,0	693,6	658,7	493,7
Λοιποί τομείς	788,6	830,8	736,2	164,5	256,0	121,6
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)</b>	<b>3.040,8</b>	<b>2.510,6</b>	<b>1.988,6</b>	<b>1.461,2</b>	<b>480,4</b>	<b>688,8</b>
II.1 Εισπράξεις	3.380,6	2.866,2	2.369,5	1.536,5	582,9	761,3
Γενική κυβερνηση	3.298,9	2.789,8	2.319,3	1.520,1	568,4	751,4
Λοιποί τομείς	81,7	76,4	50,2	16,4	14,5	9,9
II.2 Πληρωμές	339,8	355,6	380,9	75,3	102,5	72,4
Γενική κυβερνηση	9,7	8,8	4,1	5,0	2,1	0,5
Λοιποί τομείς	330,1	346,7	376,8	70,2	100,4	72,0
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)</b>	<b>-651,1</b>	<b>-1.256,8</b>	<b>1.891,0</b>	<b>-523,5</b>	<b>-2.733,9</b>	<b>-1.565,9</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>2.562,5</b>	<b>634,1</b>	<b>3.143,5</b>	<b>930,7</b>	<b>-2.221,5</b>	<b>-1.095,6</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-2.713,6</b>	<b>-577,4</b>	<b>602,9</b>	<b>-66,8</b>	<b>218,8</b>	<b>456,9</b>
Απαιτήσεις	-534,2	685,0	345,4	174,9	60,8	427,3
Υποχρεώσεις	2.179,4	1.262,5	-257,6	241,8	-158,1	-29,6
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>6.583,1</b>	<b>6.978,0</b>	<b>8.348,3</b>	<b>-112,9</b>	<b>-3.387,2</b>	<b>2.401,4</b>
Απαιτήσεις	-1.023,6	8.910,1	6.996,0	7,9	-5.870,1	2.492,4
Υποχρεώσεις	-7.606,7	1.932,1	-1.352,4	120,8	-2.482,9	91,0
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-1.414,0</b>	<b>-6.222,5</b>	<b>-6.162,2</b>	<b>71,5</b>	<b>571,9</b>	<b>-4.728,0</b>
Απαιτήσεις	-21.187,9	-6.888,7	16.699,8	-2.946,1	13.786,6	-1.961,4
Υποχρεώσεις	-19.773,9	-666,2	22.861,9	-3.017,6	13.214,7	2.766,6
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	30.061,2	4.000,2	11.921,6	-1.725,7	-3.178,6	-1.732,4
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>107,0</b>	<b>456,0</b>	<b>354,4</b>	<b>1.039,0</b>	<b>375,0</b>	<b>774,0</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV = 0)</b>	<b>3.213,6</b>	<b>1.890,9</b>	<b>1.252,5</b>	<b>1.454,2</b>	<b>512,4</b>	<b>470,2</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>4.172</b>	<b>5.117</b>	<b>5.535</b>	<b>5.457</b>	<b>6.047</b>	<b>6.618</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραπεζικά 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</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικά διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Ύψους <sup>2</sup>	Ταμειτηρίου	Προθεσμίας
2011	174.137	160.785	13.352	19.601	53.439	101.097
2012	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
2013	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
2014	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
2015	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
2012	168.873	156.189	12.684	17.468	52.178	99.227
Φεβρ.	164.308	152.074	12.233	17.014	50.621	96.673
Μάρτ.	165.283	152.984	12.299	16.593	49.077	99.613
Απρ.	165.877	153.382	12.495	17.230	49.317	99.330
Μάιος	157.367	145.596	11.771	16.679	48.459	92.229
Ιούν.	150.513	139.432	11.081	15.982	46.543	87.988
Ιουλ.	153.825	142.485	11.340	16.174	46.129	91.522
Αύγ.	153.328	142.182	11.146	15.490	45.545	92.292
Σεπτ.	154.246	143.322	10.924	15.949	45.154	93.143
Οκτ.	155.190	144.228	10.962	15.830	44.533	94.827
Νοέμ.	155.816	144.908	10.908	15.997	43.718	96.100
Δεκ.	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
2013	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
Ιουλ.	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
2014	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
Ιουλ.	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
2015	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
Ιουλ.	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
2016	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς.

<sup>2</sup> 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
2011	26,18	22,88	18,97	15,75	12,97		10,72
2012				22,50	20,23	19,04	17,84
2013				10,05	10,24	9,86	9,10
2014	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
2015	15,35	12,30		9,67	9,25	8,78	8,19
2012	Ιαν.	68,08	47,04	41,84	25,91	20,10	16,91
	Φεβρ.	77,65	50,35	44,05	29,24	21,51	17,28
	Μάρτ. <sup>1</sup>				19,06	17,91	15,59
	Απρ.				21,48	20,18	17,11
	Μάιος				26,90	24,50	21,37
	Ιούν.				27,82	25,36	23,09
	Ιούλ.				25,82	24,58	22,26
	Αύγ.				24,34	22,73	20,33
	Σεπτ.				20,91	20,30	18,54
	Οκτ.				17,96	17,34	15,98
	Νοέμ.				17,20	15,85	14,50
	Δεκ.				13,33	12,37	11,18
2013	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
2014	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
2015	Ιαν.	12,68	10,92		9,48	9,48	8,76
	Φεβρ.	16,84	13,82		9,72	9,55	8,89
	Μάρτ.	18,11	14,62		10,52	9,85	9,01
	Απρ.	23,94	17,02		12,00	10,90	9,97
	Μάιος	21,52	15,49		10,95	9,89	9,03
	Ιούν.	25,02	17,15		11,43	10,35	9,49
	Ιούλ. <sup>2</sup>	-	-		-	-	-
	Αύγ.	15,29	13,21		10,26	9,65	9,29
	Σεπτ.	11,13	9,76		8,54	8,33	7,89
	Οκτ.	9,04	8,12		7,81	7,83	7,72
	Νοέμ.	7,20	7,19		7,41	7,57	7,69
	Δεκ.	8,09	8,05		8,21	8,36	8,33
2016	Ιαν.	11,52	10,18		9,08	9,08	8,95
	Φεβρ.	12,67	13,00		10,41	9,83	9,39
	Μάρτ.	9,52	10,23		9,12	8,85	8,56
	Απρ.	11,10	10,24		9,03	8,82	8,64

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στις 12 Μαρτίου 2012 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων ελληνικών ομολόγων μετά την ολοκλήρωση της ανταλλαγής των παλαιών ελληνικών ομολόγων στο πλαίσιο του PSI.

2 Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα, καθώς η ΗΑΑΤ ήταν κλειστή λόγω των προβλεπόμενων στην ΠΝΠ της 28.6.2015 περιορισμών.

**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ<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	εκ των οποίων									
				Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία	
2011	248.535	120.126	113.045	23.405	24.687	18.008	7.081	15.359	113.050	78.393	32.985	1.672	
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	
2015	Ιαν.	249.087	121.138	111.836	23.325	24.342	17.238	9.302	15.259	112.690	78.104	32.778	1.808
	Φεβρ.	246.841	119.455	110.418	23.138	24.146	16.182	9.037	15.149	112.237	77.857	32.568	1.811
	Μάρτ.	245.113	118.316	110.126	23.054	24.053	16.231	8.190	15.067	111.729	77.601	32.300	1.828
	Απρ.	242.708	116.365	108.730	23.021	23.643	16.300	7.636	15.002	111.341	77.381	32.141	1.818
	Μάιος	242.040	116.193	108.594	22.802	23.495	16.837	7.599	14.975	110.872	77.124	31.911	1.837
	Ιούν.	240.141	114.529	107.224	22.879	23.590	14.803	7.305	15.011	110.601	77.002	31.745	1.854
	Ιουλ.	234.334	112.050	104.863	22.036	22.810	14.994	7.186	13.879	108.406	75.747	30.858	1.801
	Αύγ.	233.035	111.011	104.016	21.976	22.674	14.530	6.995	13.954	108.070	75.482	30.776	1.811
	Σεπτ.	231.818	110.320	103.419	22.011	22.641	14.190	6.902	13.957	107.541	75.098	30.634	1.809
	Οκτ.	230.674	109.599	102.850	22.142	22.351	14.097	6.749	13.854	107.221	74.897	30.509	1.815
	Νοέμ.	229.787	109.241	102.599	22.046	22.243	14.081	6.642	13.843	106.702	74.683	30.381	1.637
	Δεκ.	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	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
	Δεκ.	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
	Δεκ.	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
	Δεκ.	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια καθώς και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.

2 Από τον Ιούνιο του 2010 τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις αποτελούν χωριστή κατηγορία και δεν περιλαμβάνονται πλέον στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις.

## Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι 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 ταμειωτηρίου <sup>2</sup>					
2011		0,47	0,40	4,18	0,41	3,55	2,44
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
2012	Ιαν.	0,47	0,41	4,79	0,41	4,03	2,78
	Φεβρ.	0,47	0,41	4,86	0,46	4,08	2,83
	Μάρτ.	0,47	0,41	4,94	0,53	4,43	2,89
	Απρ.	0,47	0,41	4,96	0,47	4,37	2,92
	Μάιος	0,48	0,42	4,90	0,46	4,26	2,91
	Ιούν.	0,48	0,42	5,01	0,46	4,17	2,94
	Ιουλ.	0,47	0,42	4,82	0,40	4,29	2,86
	Αύγ.	0,47	0,42	4,56	0,40	4,04	2,72
	Σεπτ.	0,46	0,41	4,60	0,45	4,19	2,75
	Οκτ.	0,47	0,42	4,64	0,41	4,12	2,79
	Νοέμ.	0,47	0,42	4,60	0,41	4,20	2,79
	Δεκ.	0,49	0,43	4,70	0,46	4,15	2,85
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
	Ιουλ.	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
	Ιουλ.	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
	Ιουλ.	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

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 ταμειωτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.



**Πίνακας 7 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι 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 χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κόν δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων							
2011	14,67	10,16	9,96	4,28	4,33	10,06	8,76	7,50	6,77	5,74	6,68	
2012	14,64	8,19	8,40	3,32	3,26	10,20	7,68	7,66	6,87	5,92	6,08	
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	
2012	Ιαν.	14,86	8,76	9,17	3,98	3,97	10,36	9,19	7,90	7,20	6,10	6,63
	Φεβρ.	14,83	8,80	9,09	3,77	3,75	10,33	8,58	7,86	7,02	5,81	6,45
	Μάρτ.	14,79	8,19	8,66	3,62	3,53	10,30	8,22	7,80	7,02	6,16	6,37
	Απρ.	14,77	8,34	8,79	3,55	3,44	10,35	7,91	7,78	6,89	6,23	6,34
	Μάιος	14,70	8,27	8,69	3,54	3,40	10,30	7,89	7,69	7,05	5,84	6,21
	Ιούν.	14,66	8,16	8,54	3,42	3,33	10,25	7,79	7,69	6,92	6,55	6,29
	Ιουλ.	14,60	7,88	8,10	3,13	3,07	10,19	7,33	7,61	6,87	5,71	5,92
	Αύγ.	14,52	8,32	8,40	2,99	2,94	10,14	6,82	7,57	6,71	5,82	5,87
	Σεπτ.	14,49	7,75	7,89	3,01	2,95	10,06	7,31	7,54	6,79	5,46	5,77
	Οκτ.	14,51	8,04	8,01	2,88	2,84	10,05	7,17	7,49	6,75	5,70	5,76
	Νοέμ.	14,50	8,11	7,93	2,94	2,88	10,02	7,03	7,49	6,75	5,62	5,63
	Δεχ.	14,49	7,60	7,47	3,04	2,98	10,00	6,96	7,52	6,46	6,07	5,76
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
	Δεχ.	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
	Δεχ.	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
	Δεχ.	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλίψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλίψεων από λογαριασμούς όψεως.

