

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ  
2017



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2017



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

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

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN 1108 - 2305**

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2017



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2017



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο κατά την οποία επιτεύχθηκε τεχνική συμφωνία (Staff Level Agreement) με τους Θεσμούς για την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος. Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής έχει θετικές επιδράσεις στην εμπιστοσύνη, τη ρευστότητα και την οικονομική δραστηριότητα.

Η θετική πορεία της οικονομίας αντικατοπτρίζεται όχι μόνο στα στοιχεία του ΑΕΠ, αλλά και σε μια σειρά από σημαντικούς δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, όπως η βιομηχανική παραγωγή, οι λιανικές πωλήσεις, οι ροές εξααρθμένης απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι ξένες άμεσες επενδύσεις, καθώς και σε δείκτες προσδοκιών, όπως ο δείκτης PMI στη βιομηχανία και ο δείκτης οικονομικού κλίματος. Παράλληλα, βελτιωμένες ήταν οι επιδόσεις και στο χρηματοπιστωτικό τομέα: οι τραπεζικές καταθέσεις του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν, η μείωση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε, ενώ και η εξάρτηση των τραπεζών από την κεντρική τράπεζα περιορίστηκε σταδιακά.

Επίσης, οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων κατέγραψαν υποχώρηση και η καμπύλη αποδόσεων εξομαλύνθηκε σε συνέπεια με τη σταδιακή βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος στη χώρα. Έτσι, κατέστη δυνατόν να εκδοθεί νέος πενταετής τίτλος από το Ελληνικό Δημόσιο για πρώτη φορά από το 2014, ενώ στα τέλη του έτους δόθηκε η δυνατότητα ομαδοποίησης των τίτλων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο του PSI ώστε να αυξηθεί η ρευστότητά τους. Η συμμετοχή των επενδυτών στην εν λόγω ομαδοποίηση ανήλθε σε 86%.

\* \* \*

Τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα δεδομένα συντείνουν στην εκτίμηση ότι η ανάκαμψη θα επιταχυνθεί τους ερχόμενους μήνες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ανα-

μένεται ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,6%, 2,4% και 2,5% για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αντίστοιχα. Η ανάκαμψη της οικονομίας το 2017 αποδίδεται κατά κύριο λόγο στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας, της ανάκαμψης του διεθνούς εμπορίου και της χαλάρωσης των κεφαλαιακών περιορισμών. Η άνοδος της εξωτερικής ζήτησης ενισχύει τη βιομηχανική παραγωγή και συμβάλλει στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης.

Ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί το 2018 και το 2019, με τη συμβολή των εξαγωγών, της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων να είναι σημαντική. Η κατανάλωση αναμένεται να ανακάμψει, ωθούμενη κυρίως από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω της ανόδου της απασχόλησης. Η συμβολή των επενδύσεων αναμένεται θετική, κυρίως λόγω της αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων, η οποία αντανακλά τη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων, ενώ οι εξαγωγές αναμένεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους, αντανακλώντας την άνοδο της εξωτερικής ζήτησης και την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται στην παραδοχή ότι το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και αποκρατικοποιήσεων θα υλοποιηθεί ομαλά και σύμφωνα με το καθορισμένο χρονοδιάγραμμα.

\* \* \*

Οι εξελίξεις τους επόμενους μήνες θα είναι ιδιαίτερα κρίσιμες, γιατί θα επιδράσουν καθοριστικά στην πορεία της οικονομίας για πολλά χρόνια. Μετά από οκτώ χρόνια επώδυνης προσαρμογής, η οικονομία βρίσκεται σήμερα σε κατάσταση που επιτρέπει θετικές προσδοκίες για το μέλλον. Για να υλοποιηθούν όμως οι προσδοκίες αυτές, πρέπει μέσα στους προσεχείς μήνες να σχεδιαστεί η ομαλή κατάληξη της “περιόδου των προγραμμάτων” και η επα-

ναφορά στην ομαλότητα. Οι προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν μέσα σ' αυτό το σύντομο διάστημα είναι:

- η διεύρυνση και εμπέδωση της εμπιστοσύνης, που θα επιτρέψει την επάνοδο στις χρηματοπιστωτικές αγορές με διατηρήσιμους όρους μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018,
- η υλοποίηση των μέτρων του προγράμματος χωρίς καθυστερήσεις,
- η καλή προετοιμασία για την έγκαιρη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης, που θα σηματοδοτήσει το τέλος του προγράμματος,
- οι διαπραγματεύσεις για τη ρύθμιση του χρέους και για τους όρους της εποπτείας μετά τη λήξη του προγράμματος,
- η πλήρης άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (σε συνάρτηση με τη βελτίωση της οικονομίας και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης), η οποία θα βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα και θα βοηθήσει στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

Καθυστερήσεις ή εμπλοκές στα παραπάνω ζητήματα θα δυσχεράνουν την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, θα θέσουν σε δοκιμασία την πορεία εξόδου από την κρίση και θα υπονομεύσουν τις αισιόδοξες προβλέψεις. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και εξωτερικοί κίνδυνοι, οι οποίοι συνδέονται με:

- την πιθανή αύξηση της αποστροφής των επενδυτών προς τον κίνδυνο λόγω αναταράξεων στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές,
- την εντεινόμενη πολιτική αβεβαιότητα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, κυρίως λόγω της αδυναμίας σχηματισμού κυβέρνησης συνεργασίας στη Γερμανία, καθώς και λόγω των καθυστερήσεων στην ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τους όρους του Brexit,

- ευρύτερους γεωπολιτικούς παράγοντες (προσφυγική κρίση, Βόρειος Κορέα κ.λπ.).

\* \* \*

Στη διάρκεια του 2017, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά ήταν κατά μέσο όρο λιγότερο αρνητικός το δεκάμηνο του 2017 από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων, ενώ σημαντική θετική επίδραση στην πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών άσκησε και η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Παράλληλα, συνεχίστηκε η επιστροφή καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, με επανακατάθεση τραπεζογραμματίων κυρίως από τις επιχειρήσεις και επαναπατρισμό κεφαλαίων που είχαν τοποθετηθεί στο εξωτερικό. Ειδικότερα, οι τραπεζικές καταθέσεις του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν κατά 2,6 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2017 και διαμορφώθηκαν σε 121 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, συνεχίστηκε ο περιορισμός της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης παροχής ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος. Τον Οκτώβριο του 2017 τρεις τράπεζες επέστρεψαν στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, για πρώτη φορά μετά το 2014, με την έκδοση καλυμμένων ομολογιών.

Η αναμενόμενη ενδυνάμωση της οικονομικής ανάκαμψης και η περαιτέρω ενίσχυση της εμπιστοσύνης με την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, αλλά και η επίτευξη περαιτέρω προόδου στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τραπεζικό σύστημα, η οποία επίσης θα τονώσει την εμπιστοσύνη προς τις τράπεζες, θα διευρύνουν τις δυνατότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων να συγκεντρώσουν χρηματοδοτικούς πόρους με την προσέλκυση καταθέσεων λιανικής, την πρόσβαση στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά και την έκδοση χρεογράφων.

Οι εξελίξεις αυτές θα συντελέσουν, σε συνδυασμό με τα προγράμματα συγχρηματοδότησης με βάση κοινοτικούς πόρους τα οποία διαχειρίζονται η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και άλλοι οργανισμοί, στην ενίσχυση των δυνατοτήτων του τραπεζικού συστήματος να πιστοδοτήσει την ελληνική οικονομία, ενώ εύλογα αναμένεται αύξηση της ζήτησης πιστώσεων, μεταξύ άλλων εξαιτίας της προβλεπόμενης αποκλιμάκωσης του κόστους τραπεζικού δανεισμού σε μεγάλο βαθμό λόγω συρρίκνωσης του περιθωρίου διαμεσολάβησης.

\* \* \*

Συνολικά, οι εξελίξεις όσον αφορά τα αποτελέσματα και την ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών ήταν θετικές. Στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 οι ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν οριακά κέρδη προ φόρων. Ειδικότερα, τα κέρδη προ φόρων διαμορφώθηκαν σε 287 εκατ. ευρώ, βελτιωμένα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Ο σχηματισμός προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο αυξήθηκε το εννεάμηνο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016, ενώ οι λοιπές ζημιές απομείωσης παρέμειναν αμετάβλητες. Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια για το σύνολο του συστήματος, το Σεπτέμβριο του 2017 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 17,1% (Δεκέμβριος 2016: 16,9%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 17,2% (Δεκέμβριος 2016: 17%).

Το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) μειώθηκε κατά 7,6% (ή 8,2 δισεκ. ευρώ) το Σεπτέμβριο του 2017 συγκριτικά με το Μάρτιο του 2016 (όταν τα ΜΕΑ έφθασαν στο υψηλότερο επίπεδο) και διαμορφώθηκε σε 100,4 δισεκ. ευρώ ή 44,6% των συνολικών ανοιγμάτων. Η βελτίωση κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 ήταν αποτέλεσμα κυρίως διαγραφών δανείων, ενώ θετικά συνέβαλε στη μείωση και η πώληση δανείων εκ μέρους των τραπεζών. Οι πωλήσεις δανείων συνεχίστηκαν και το δ' τρίμηνο του έτους. Με βάση τις εκθέσεις προόδου που

έχει δημοσιεύσει η Τράπεζα της Ελλάδος, κρίνεται επαρκής η πρόοδος ως προς τους στόχους αποτελεσμάτων. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι ο στόχος μείωσης των ΜΕΑ για τα δύο επόμενα έτη αυξάνεται σημαντικά, γεγονός που συνεπάγεται την ανάγκη ενίσχυσης των προσπαθειών των τραπεζών και αξιοποίησης του συνόλου των διαθέσιμων εργαλείων για εξυγίανση του ιδιωτικού χρέους.

Όσον αφορά την επιχειρηματική πίστη, υπενθυμίζεται ότι τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα ως ποσοστό των συνολικών ανοιγμάτων παραμένουν συγκριτικά σε υψηλότερο επίπεδο για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Επίσης, υψηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων παρατηρούνται στους κλάδους του εμπορίου, των κατασκευών και της μεταποίησης, οι οποίοι χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη έκθεση σε δανεισμό. Πάντως, οι συσσωρευμένες προβλέψεις των τραπεζών επαρκούν για να καλύψουν το ήμισυ του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται πολύ ικανοποιητικά (σε ποσοστό που προσεγγίζει το 100%) από την αξία (βάσει συντηρητικών αποτιμήσεων) των εμπράγματων εξασφαλίσεων που έχουν λάβει οι τράπεζες έναντι των προβληματικών δανείων τους.

\* \* \*

Πέρα από τις βραχυπρόθεσμες ευκαιρίες και τους κινδύνους, η μακρόχρονη οικονομική κρίση έχει αναδείξει σημαντικές προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, προκειμένου η ελληνική οικονομία να επιστρέψει σε διατηρήσιμη ανάπτυξη. Οι προκλήσεις αυτές είναι:

- η υψηλή και επίμονη μακροχρόνια ανεργία,
- το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων,
- η υστέρηση των επενδύσεων,
- το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος και

- η διατηρούμενη, ακόμη, σε υψηλά επίπεδα φοροδιαφυγή.

Οι προκλήσεις αυτές πρέπει να αντιμετωπιστούν προκειμένου να διασφαλιστεί η κοινωνική συνοχή, να διατηρηθεί το υψηλό επίπεδο του ανθρώπινου δυναμικού της χώρας, να διευκολυνθούν η χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας, η επιχειρηματικότητα και η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και να ενισχυθεί ο μεσομακροπρόθεσμος δυναμικός ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Το τέλος του προγράμματος προσαρμογής, εφόσον συντρέξουν οι προϋποθέσεις που έχουν επισημανθεί, μπορεί να αποτελέσει εφελκυστικό για τη στροφή της οικονομικής πολιτικής σε αναπτυξιακή κατεύθυνση. Η πολιτική αυτή πρέπει πάση θυσία να μην επαναλάβει λάθη του παρελθόντος και να επικεντρωθεί στην προσπάθεια δημιουργίας των συνθηκών που θα οδηγήσουν σε ταχεία διατηρήσιμη ανάπτυξη, αντιμετωπίζοντας τις μεγάλες προκλήσεις που προαναφέρθηκαν. Συνεπώς, η οικονομική πολιτική από εδώ και στο εξής πρέπει να επικεντρωθεί στα εξής:

**1. Επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων.** Παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί μέχρι στιγμής, πρέπει να γίνουν ακόμη πολλά στον τομέα των ιδιωτικοποιήσεων και των μεταρρυθμίσεων. Οι ιδιωτικοποιήσεις οι οποίες βρίσκονται σε ώριμη φάση πρέπει να ολοκληρωθούν γρήγορα. Προκειμένου να προσελκυστούν τόσο εγχώριες όσο και ξένες επενδύσεις, πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στις μεταρρυθμίσεις που ενθαρρύνουν τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, όπως στη μείωση των εμποδίων εισόδου στους κλάδους δικτύων υποδομών, στο λιανικό εμπόριο και στα ελεύθερα επαγγέλματα, αλλά και στην αναβάθμιση του εκπαιδευτικού συστήματος, στη βελτίωση της δημόσιας διοίκησης και στη μείωση της γραφειοκρατίας.

**2. Υιοθέτηση ενός μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι φιλικότερο προς την ανά-**

**πτυξη.** Πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στην περικοπή των μη παραγωγικών δαπανών και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης της περιουσίας του Δημοσίου. Αυτό είναι σημαντικό, καθώς, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, η περιουσία του Δημοσίου στην Ελλάδα είναι από τις μεγαλύτερες ως ποσοστό του ΑΕΠ στα κράτη-μέλη του ΟΟΣΑ. Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και της φορολογικής διοίκησης, προκειμένου να καταπολεμηθεί η παραοικονομία και η φοροδιαφυγή και να διευρυνθεί η φορολογική βάση, θα έχει ως αποτέλεσμα την πιο δίκαιη κατανομή των δημοσιονομικών βαρών και θα διευκολύνει τη μείωση των υπερβολικά υψηλών φορολογικών συντελεστών.

**3. Αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και των στρατηγικών κακοπληρωτών,** που εμποδίζει το τραπεζικό σύστημα να χρηματοδοτήσει την οικονομική ανάπτυξη. Παράλληλα, το 2018 οι τράπεζες καλούνται να προσαρμοστούν σε νέες προκλήσεις, με κυριότερες την εφαρμογή του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (IFRS 9), την αυστηροποίηση στο χειρισμό των προβλέψεων για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και τη διενέργεια της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από την ΕΚΤ. Συνεπώς, στο αμέσως προσεχές διάστημα οι τράπεζες πρέπει να εντείνουν τις προσπάθειές τους για την επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και ιδανικά να τους ξεπεράσουν, ιδίως τώρα που η οικονομία έχει επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Επιπλέον, οι τράπεζες πρέπει να επωφεληθούν από τις αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο (π.χ. αδειοδοτήσεις εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων, λειτουργία ηλεκτρονικής πλατφόρμας για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών, λειτουργία της πλατφόρμας για τους ηλεκτρονικούς πλειστηριασμούς ακινήτων κ.ά.) και να αξιοποιήσουν όλα τα εργαλεία που έχουν στη διάθεσή τους, προκειμένου να επιταχύνουν τη μείωση των μη εξυπηρε-

τούμενων δανείων. Στις συνθήκες αυτές επιβάλλεται να διευρύνουν το ταχύτερο δυνατόν τις λύσεις που προτείνουν στους δανειολήπτες και να προχωρήσουν στη λήψη πιο δραστικών αποφάσεων, ιδίως όσον αφορά τις ενέργειες αναδιάρθρωσης βιώσιμων επιχειρήσεων, τον εντοπισμό των στρατηγικών κακοπληρωτών και την εφαρμογή οριστικής λύσης για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις.

**4. Βελτίωση της ποιότητας και διασφάλιση της ορθής λειτουργίας και ανεξαρτησίας των θεσμών.** Όσον αφορά τις ανεξάρτητες αρχές και άλλους αντίστοιχους θεσμούς, είναι σημαντικό να ενισχυθεί η διοικητική και οικονομική αυτονομία τους και να διασφαλιστεί ο σεβασμός στην ανεξαρτησία τους παράλληλα με την αυξημένη λογοδοσία τους προς τη Βουλή. Οι αποτελεσματικοί θεσμοί βελτιώνουν τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και προάγουν την οικονομική ανάπτυξη, καθώς επηρεάζουν τα κίνητρα των απόμων και των επιχειρήσεων όσον αφορά τις επενδύσεις σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, σε τεχνολογία και στην οργάνωση της παραγωγής.

**5. Άρση διαφόρων εμποδίων στις επενδύσεις.** Πέραν της βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και της μείωσης της φορολογίας, είναι απαραίτητη η αποφασιστική και οριστική άρση των εμποδίων που ορθώνουν διάφορα μικρά ή μεγάλα οργανωμένα συμφέροντα και ομάδες και τα οποία επιδεινώνουν το επιχειρηματικό κλίμα και παρακωλύουν την υλοποίηση νέων επενδύσεων και ιδιωτικοποιήσεων, ακόμη και αυτών που έχουν ήδη εγκριθεί.

**6. Αντιμετώπιση του υψηλού δημόσιου χρέους.** Χρειάζονται αποφασιστικές και συγκεκριμένες ενέργειες για να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους στη βάση των αποφάσεων του Eurogroup του Ιουνίου 2017. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταθέσει συγκεκριμένη πρόταση ήπιας αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους, η οποία συνεπάγεται αμελητέο κόστος για τους εταίρους και προβλέπει, μεταξύ άλλων, μετάθεση της μέσης σταθμικής διάρκειας αποπληρωμής των

τόκων των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) κατά 8,5 χρόνια τουλάχιστον.

**7. Στήριξη των ανέργων και ενίσχυση των προγραμμάτων απασχόλησης και κατάρτισης.** Καθώς η ανεργία παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, είναι σημαντικό να δοθεί άμεση στήριξη στους ανέργους και σε όσους έχουν οριακή σύνδεση με την αγορά εργασίας μέσω της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και μέσω στοχευμένων κοινωνικών μεταβιβάσεων με σκοπό την αντιστάθμιση της προσωρινής απώλειας εισοδήματος και τη μείωση του χρόνου παραμονής στην ανεργία. Μεσοπρόθεσμα πρέπει να δοθεί έμφαση στις πολιτικές αναβάθμισης δεξιοτήτων και επαγγελματίδευσης ώστε οι άνεργοι να μπορέσουν να ξαναβρουν εργασία.

\* \* \*

Σήμερα, είναι επιτακτική ανάγκη να υλοποιηθεί ομαλά και σύμφωνα με το προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και αποκρατικοποιήσεων, να νομοθετηθούν εγκαίρως και να εφαρμοστούν τα μέτρα που συμφωνήθηκαν στην τρίτη αξιολόγηση και να γίνει επαρκής προετοιμασία για την έγκαιρη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης που θα σηματοδοτήσει το τέλος του προγράμματος. Αυτά είναι σημαντικά βήματα που θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη και θα συμβάλουν στη βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, επιτρέποντας τη διατηρήσιμη πρόσβαση στις αγορές με ευνοϊκούς όρους μετά το τέλος του προγράμματος. Εξίσου σημαντικά για την εμπέδωση της εμπιστοσύνης μεσοπρόθεσμα είναι: (α) η εξειδίκευση των μεσοπρόθεσμων μέτρων αναδιάρθρωσης του χρέους – κάτι τέτοιο θα καταστήσει δυνατή την πρόσβαση της χώρας στις αγορές ομολόγων με βιώσιμους όρους και, δευτερευόντως, θα διευκολύνει την ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ – και (β) η αποσαφήνιση της μορφής που θα λάβει η στήριξη της ελληνικής οικονομίας μετά την ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος.



Σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο της ΕΕ, όπως είναι ήδη γνωστό, η Ελλάδα θα βρίσκεται σε καθεστώς εποπτείας, το οποίο θα διαρκέσει τουλάχιστον μέχρις ότου η Ελλάδα αποπληρώσει το 75% των επίσημων δανείων που έχει λάβει από χώρες της ευρωζώνης, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM). Ωστόσο, πρέπει να αποσαφηνιστεί κατά πόσον θα υπάρχει, και υπό ποιους όρους, ένα ενδεχόμενο “προληπτικό πρόγραμμα στήριξης”. Η ύπαρξη ενός τέτοιου προληπτικού πλαισίου στήριξης εκτιμάται ότι μπορεί να δράσει υποστηρικτικά για την ελληνική οικονομία μειώνοντας το κόστος δανεισμού, καθώς θα παρέχει ασφάλεια σχετικά με την πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου σε χρηματοδότηση μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018. Κάτι τέτοιο θα τονώσει την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, διότι αυτοί θα γνωρίζουν ότι η οικονομική πολιτική είναι και θα παραμείνει συνετή, αποκλείοντας την επανεμφάνιση των ανισορροπιών.

Η αποσαφήνιση της μορφής που θα λάβει η στήριξη της ελληνικής οικονομίας μετά το τέλος του προγράμματος είναι σημαντική,

στην περίπτωση που μέχρι τότε δεν θα έχει αποκατασταθεί η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, και για έναν πρόσθετο λόγο: για να μην απολεσθεί η δυνατότητα των ελληνικών ομολόγων (α) να χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις στις τακτικές πράξεις χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ και (β) να συμμετάσχουν στις αγορές ομολόγων της ΕΚΤ στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE), είτε στην κανονική του διάρκεια είτε στη διάρκεια της επανεπένδυσης σε νέους τίτλους.

Οι δράσεις αυτές θα βελτιώσουν το επενδυτικό και επιχειρηματικό κλίμα και θα προσελκύσουν εγχώριες και ξένες άμεσες επενδύσεις. Παράλληλα, θα διευκολύνουν την επιστροφή στη χρηματοπιστωτική κανονικότητα, την οριστική άρση των κεφαλαιακών περιορισμών και τη διατηρήσιμη ανάκαμψη της οικονομίας μετά από οκτώ χρόνια θυσιών, ύφεσης και στασιμότητας που έχουν επιτείνει τις κοινωνικές ανισότητες.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2017

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής



## **ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

### **ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

Γιάννης Στουρνάρας

### **ΜΕΛΗ**

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Ηλίας Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### Η ΕΜΠΕΔΩΣΗ ΤΗΣ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ ΚΑΘΟΡΙΣΤΙΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΥΧΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ

1	Εξελίξεις και προοπτικές: ανακοπή της ύφεσης – θετικές προβλέψεις	15
2	Η παγκόσμια οικονομία αναπτύσσεται με ταχύτερους ρυθμούς	17
3	Η ενιαία νομισματική πολιτική	18
4	Τραπεζικό σύστημα – Βελτίωση της ρευστότητας και αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων	19
5	Μια οικονομική πολιτική που θα στοχεύει στην ανάπτυξη	21
6	Το περιβάλλον μετά το τέλος του προγράμματος	23

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	28
1.1	Παγκόσμια οικονομία	28
1.2	Ζώνη του ευρώ	31
1.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	33
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	34

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.Ι

	Παγκόσμιο εμπόριο: τάσεις, πρόσφατες εξελίξεις και πρωτοβουλίες στην ΕΕ και διεθνώς για την προώθησή του	38
--	--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Χάραξη και εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής	44
---	--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.Ι

	Γιατί καθυστερεί να αποκατασταθεί η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ	51
--	---	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	57
---	---	----

2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	63
---	--	----

3	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	64
---	---	----

4	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	67
---	---	----

4.1	Πληθωρισμός	67
-----	-------------	----

4.2	Κόστος εργασίας	69
-----	-----------------	----

4.3	Κέρδη επιχειρήσεων	70
-----	--------------------	----

4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	70
-----	---------------------------	----

5	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	72
---	---	----

6	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	75
---	--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.Ι

	Παραοικονομία και δημοσιονομική πολιτική	76
--	--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.2

	Εισροές κοινοτικών πόρων και άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία	81
--	--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	87
---	---------------------------------	----

2	Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις	93
---	------------------------------------	----

3	Το δημόσιο χρέος	96
---	------------------	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.Ι

	Η συμβολή των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης στη διατήρηση της δημοσιονομικής ισορροπίας και την ενίσχυση της ανάπτυξης	97
--	---	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1	Τραπεζικές καταθέσεις	104
---	-----------------------	-----

2	Τραπεζικά επιτόκια	106
---	--------------------	-----

3	Πιστωτικές εξελίξεις	108
---	----------------------	-----

4	Χρηματοπιστωτικές αγορές	110
---	--------------------------	-----

4.1	Διεθνείς κεφαλαιαγορές	110
-----	------------------------	-----

4.2	Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	111
-----	---------------------------	-----

4.3	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	112
-----	---------------------------	-----

4.4	Αγορά μετοχών	113
-----	---------------	-----

5	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	115
---	--------------------------------	-----

**ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.1**

**Οι περιορισμοί στη χρηματοδότηση  
των ελληνικών μικρομεσαίων  
επιχειρήσεων μέσα από την έρευνα  
SAFE: μια πρώτη εμπειρική  
διερεύνηση**

**120**

**ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

**125**

# Η ΕΜΠΕΔΩΣΗ ΤΗΣ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ ΚΑΘΟΡΙΣΤΙΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΥΧΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ

## Ι ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ: ΑΝΑΚΟΠΗ ΤΗΣ ΥΦΕΣΗΣ – ΘΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

**Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής έχει θετικές επιδράσεις στην εμπιστοσύνη, τη ρευστότητα και την οικονομική δραστηριότητα**

Τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα δεδομένα ενισχύουν την εκτίμηση ότι το 2017 η ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ θα είναι θετική. Η ανακοπή της πτωτικής πορείας των δύο προηγούμενων ετών οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης και στην πρόοδο της εφαρμογής του προγράμματος, που είχαν θετικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα, στην εμπιστοσύνη και στη ρευστότητα. Ειδικότερα:

- Ο ρυθμός μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας εισήλθε σε θετικό έδαφος το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, με το ΑΕΠ, σε σταθερές τιμές έτους 2010 (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), να καταγράφει άνοδο 1,1% έναντι της ίδιας περιόδου του 2016.
- Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 οι εξαγωγές αγαθών, σε πραγματικούς όρους, αυξήθηκαν κατά 3,5% σε ετήσια βάση. Οι εισπράξεις από τον τουρισμό και τη ναυτιλία αυξήθηκαν, σε ονομαστικούς όρους, κατά 10,3% και 22,1% αντίστοιχα.
- Η βιομηχανική δραστηριότητα το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2017 ήταν αυξημένη σε όρους όγκου κατά 4,7%.
- Ο όγκος λιανικών πωλήσεων την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 αυξήθηκε κατά 1,9% σε ετήσια βάση.
- Η απασχόληση την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 αυξήθηκε κατά 2,1% σε ετήσια βάση και το ποσοστό ανεργίας (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) υποχώρησε στο 20,5% το Σεπτέμβριο του 2017 από 23,5% το Δεκέμβριο του 2016.
- Παράλληλα, υπάρχουν ενθαρρυντικές ενδείξεις και όσον αφορά τις ξένες άμεσες επενδύσεις. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 η συνολική εισροή ανερχόταν ήδη σε 3,0 δισεκ. ευρώ, έναντι 2,8 δισεκ. ευρώ για το σύνολο του 2016. Το μεγαλύτερο μέρος των εισροών ξένων άμεσων επενδύσεων συνέχισε να κατευθύνεται κυρίως, όπως και το 2016, στους τομείς των υπηρεσιών (π.χ. ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές, χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση και υπηρεσίες σχετικές με ακίνητα).
- Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση υποδηλώνει αύξηση την περίοδο Ιουνίου-Νοεμβρίου 2017, αντανakλώντας τη θετική δυναμική του κλάδου της μεταποίησης.
- Ο δείκτης οικονομικού κλίματος ακολουθεί ανοδική τάση από το Μάιο του 2017.
- Βελτιωμένες ήταν οι επιδόσεις και στο χρηματοπιστωτικό τομέα: οι τραπεζικές καταθέσεις του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν κατά 2,6 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2017 και διαμορφώθηκαν σε 121 δισεκ. ευρώ. Η μείωση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε. Η εξάρτηση των τραπεζών από την κεντρική τράπεζα περιορίστηκε σταδιακά, με το ανώτατο όριο χρηματοδότησης μέσω του μηχανισμού έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) προς τις ελληνικές τράπεζες να ανέρχεται σήμερα στα 24,8 δισεκ. ευρώ, από 90 δισεκ. ευρώ τον Ιούλιο του 2015.

## Προβλέψεις για επιτάχυνση της ανάπτυξης τη διετία 2018-2019

Τα παραπάνω στοιχεία, καθώς και η πρόσφατη τεχνική συμφωνία (Staff Level Agreement) για την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος, συντείνουν στην εκτίμηση ότι η ανάκαμψη θα επιταχυνθεί τους ερχόμενους μήνες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται ενί-

σχυση της οικονομικής δραστηριότητας μεσο-πρόθεσμα. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,6%, 2,4% και 2,5% για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αντίστοιχα. Η ανάκαμψη της οικονομίας το 2017 αποδίδεται κατά κύριο λόγο στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας, της ανάκαμψης του διεθνούς εμπορίου και της χαλάρωσης των κεφαλαιακών περιορισμών. Η άνοδος της εξωτερικής ζήτησης ενισχύει τη βιομηχανική παραγωγή και συμβάλλει στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί το 2018 και το 2019, με τη συμβολή των εξαγωγών, της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων να είναι σημαντική. Ειδικότερα:

- Η κατανάλωση αναμένεται να ανακάμψει, ωθούμενη κυρίως από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω της ανόδου της απασχόλησης.
- Η συμβολή των επενδύσεων αναμένεται θετική, κυρίως λόγω της αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων, η οποία αντανακλά τη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων.
- Οι εξαγωγές αναμένεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους, αντανakλώντας την άνοδο της εξωτερικής ζήτησης και την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας.
- Σε ό,τι αφορά την αγορά εργασίας, αναμένεται αποκλιμάκωση της ανεργίας, υποβοηθούμενη από την προβλεπόμενη άνοδο της απασχόλησης. Οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση, και ιδιαίτερα για τη μισθωτή απασχόληση, υποστηρίζονται κυρίως από τη θετική πορεία της μεταποίησης και του τουριστικού κλάδου, το χαμηλό μισθολογικό κόστος και την ευελιξία που παρέχει το θεσμικό πλαίσιο ως προς τις μορφές απασχόλησης.
- Ο πληθωρισμός, όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, επέστρεψε σε θετικό έδαφος από την αρχή του 2017. Η εξέλιξη αυτή προήλθε κυρίως από την έντονα ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και τις πρόσφατες αυξήσεις των έμμεσων φόρων από τις αρχές του έτους. Για το 2018, η αναμενόμενη σταθεροποίηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και οι επιδράσεις βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία εκτιμάται ότι θα συγκρατήσουν το μέσο πληθωρισμό.
- Σε συνέχεια της σημαντικής υπέρβασης του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα σε όρους προγράμματος το 2016 (3,8%, έναντι στόχου 0,5% του ΑΕΠ), η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2018 προβλέπει εκ νέου υπέρβαση των δημοσιονομικών στόχων για το 2017 και το 2018 (πλεόνασμα 2,44% του ΑΕΠ το 2017, έναντι στόχου 1,75%, και πλεόνασμα 3,82% του ΑΕΠ το 2018, έναντι στόχου 3,5%). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία, η εκτίμηση του Προϋπολογισμού για το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης (σε όρους προγράμματος) για το 2017 αναμένεται να επαληθευθεί. Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μεγάλη υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου, αν και συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, έχει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Αυτό οφείλεται σε τρεις λόγους. Πρώτον, η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική που ασκείται είναι εντονότερη από ό,τι απαιτείται με βάση τους στόχους του προγράμματος. Δεύτερον, το μίγμα πολιτικής βασίζεται κυρίως σε αυξήσεις φόρων παρά σε μειώσεις δαπανών, με αποτέλεσμα να έχει μεγαλύτερη συσταλτική επίδραση στο ΑΕΠ. Τρίτον, αυτό το μίγμα πολιτικής οδηγεί στην αύξηση της παραοικονομίας και στη μείωση των δηλωθέντων εισοδημάτων. Αυτό αυξάνει το φορολογικό βάρος στην επίσημη οικονομία, εντείνει την ύφεση και αναγκάζει σε λήψη περαιτέρω μέτρων για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων. Οι αρνητικές επιπτώσεις στην



οικονομία αναμένεται να μετριαστούν, καθώς ένα μέρος της προβλεπόμενης υπέρβασης των δημοσιονομικών στόχων του 2017 θα διοχετευθεί σε δράσεις στήριξης αδύναμων κοινωνικών ομάδων.

Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται στην παραδοχή ότι το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και αποκρατικοποιήσεων θα υλοποιηθεί ομαλά και σύμφωνα με το καθορισμένο χρονοδιάγραμμα.

### **Κίνδυνοι και προκλήσεις**

Οι εξελίξεις τους επόμενους μήνες θα είναι ιδιαίτερα κρίσιμες, γιατί θα επιδράσουν καθοριστικά στην πορεία της οικονομίας για πολλά χρόνια. Μετά από οκτώ χρόνια επώδυνης προσαρμογής, η οικονομία βρίσκεται σήμερα σε κατάσταση που επιτρέπει θετικές προσδοκίες για το μέλλον. Για να υλοποιηθούν όμως οι προσδοκίες αυτές, πρέπει μέσα στους προσεχείς μήνες να σχεδιαστεί η ομαλή κατάληξη της “περιόδου των προγραμμάτων” και η επαναφορά στην ομαλότητα. Οι προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν μέσα σ’ αυτό το σύντομο διάστημα είναι:

- η διεύρυνση και εμπέδωση της εμπιστοσύνης, που θα επιτρέψει την επάνοδο στις χρηματοπιστωτικές αγορές με διατηρήσιμους όρους μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018,
- η υλοποίηση των μέτρων του προγράμματος χωρίς καθυστερήσεις,
- η καλή προετοιμασία για την έγκαιρη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης, που θα σηματοδοτήσει το τέλος του προγράμματος,
- οι διαπραγματεύσεις για τη ρύθμιση του χρέους και για τους όρους της εποπτείας μετά τη λήξη του προγράμματος,
- η πλήρης άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (σε συνάρτηση με τη βελτίωση της οικονομίας και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης), η οποία θα βελτιώσει το

επενδυτικό κλίμα και θα βοηθήσει στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

Καθυστερήσεις ή εμπλοκές στα παραπάνω ζητήματα θα δυσχεράνουν την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, θα θέσουν σε δοκιμασία την πορεία εξόδου από την κρίση και θα υπονομεύσουν τις αισιόδοξες προβλέψεις. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και εξωτερικοί κίνδυνοι, οι οποίοι συνδέονται με:

- την πιθανή αύξηση της αποστροφής των επενδυτών προς τον κίνδυνο λόγω αναταράξεων στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές,
- την εντεινόμενη πολιτική αβεβαιότητα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, κυρίως λόγω της αδυναμίας σχηματισμού κυβέρνησης συνεργασίας στη Γερμανία, καθώς και λόγω των καθυστερήσεων στην ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τους όρους του Brexit,
- ευρύτερους γεωπολιτικούς παράγοντες (προσφυγική κρίση, Βόρειος Κορέα κ.λπ.).

## **2 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΑΝΑΠΤΥΣΣΕΤΑΙ ΜΕ ΤΑΧΥΤΕΡΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥΣ**

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,6% το 2017 και περαιτέρω σε 3,7% το 2018, με κυριότερα χαρακτηριστικά της ανάκαμψης τον υψηλό βαθμό συγχρονισμού ανάμεσα στις κυριότερες οικονομίες και οικονομικές περιοχές και τη σημαντική αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με τον πολύ χαμηλό ρυθμό που καταγράφηκε το 2016. Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2017 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 2,4% – ο υψηλότερος μετά την κρίση – ενώ αναμένεται να υποχωρήσει σε ελαφρώς χαμηλότερο επίπεδο το 2018. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, ως αποτέλεσμα της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, και η βελτίωση της αγοράς εργασίας υπήρξαν οι κυριό-

τεροι παράγοντες οι οποίοι στήριξαν την εγχώρια ζήτηση στη ζώνη του ευρώ το τρέχον έτος και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν ευνοϊκή επίδραση και το 2018. Η εξωτερική ζήτηση προβλέπεται επίσης να είναι ενισχυτικός παράγοντας της ανάπτυξης, παρά την ανατίμηση του ευρώ, σε ένα ευνοϊκό διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,5% το τρέχον έτος και να υποχωρήσει σε 1,4% το 2018, αντανακλώντας κυρίως εξελίξεις στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία εμφανίζονται εξισορροπημένοι βραχυπρόθεσμα, καθώς η διευκολυντική νομισματική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες έχει συμβάλει στη διατήρηση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών και στην άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αντισταθμίζοντας τις επιπτώσεις αρνητικών εξελίξεων όπως είναι η παραμονή του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε πολύ υψηλά επίπεδα και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες. Ωστόσο, οι αρνητικές αυτές τάσεις εκτιμάται ότι θα αποκτήσουν μεγαλύτερη βαρύτητα μεσοπρόθεσμα, καθώς η αύξηση των επιτοκίων, ως αποτέλεσμα της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής η οποία είναι σε εξέλιξη, θα επιβαρύνει την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους και θα περιορίσει τη δυναμική της ανάπτυξης, ενώ ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας θα επηρεάσει αρνητικά το δυνητικό προϊόν. Οι θετικές οικονομικές προοπτικές υπόκεινται επίσης σε σημαντικούς γεωπολιτικούς κινδύνους.

### 3 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Παρά το γεγονός ότι η ενιαία νομισματική πολιτική έχει επί μακρόν διατηρήσει πολύ διευκολυντική κατεύθυνση, ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ δεν έχει ακόμη προσεγγίσει επαρκώς, ούτε και προβλέπεται να προσεγγίσει κατά τα αμέσως επόμενα έτη, τα επι-

θυμητά επίπεδα λίγο κάτω του 2% που οριοθετούν τη σταθερότητα των τιμών στην οποία στοχεύει το Ευρωσύστημα.

Υπό το φως της επικράτησης πολύ χαμηλού πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θεώρησε απολύτως απαραίτητο η ενιαία νομισματική πολιτική να διατηρήσει, και το 2017, εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση, ώστε οι συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας της ζώνης του ευρώ να παραμείνουν πολύ χαλαρές. Έτσι, το Ευρωσύστημα δεν μετέβαλε τα βασικά του επιτόκια. Οι εβδομαδιαίες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και οι μηνιαίες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης συνέχισαν και θα συνεχίσουν – τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2020 – να διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της ρευστότητας προς χορήγηση στους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος.

Η διεξαγωγή από το Ευρωσύστημα του προγράμματος αγοράς τίτλων συνεχίστηκε απρόσκοπτα. Το ύψος των μηνιαίων καθαρών αγορών μειώθηκε από 80 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο σε 60 δισεκ. ευρώ την περίοδο Απριλίου-Δεκεμβρίου 2017. Τον Οκτώβριο του 2017 ανακοινώθηκε ότι οι μηνιαίες αγορές τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος θα περιοριστούν περαιτέρω στα 30 δισεκ. ευρώ από τον Ιανουάριο του 2018 και θα συνεχιστούν έως το Σεπτέμβριο του 2018 ή και μετά, αν κριθεί απαραίτητο. Σε κάθε περίπτωση, ακόμη και αν το Σεπτέμβριο του 2018 σταματήσουν οι καθαρές αγορές τίτλων, θα συνεχιστεί για όσο χρόνο χρειαστεί η επανεπένδυση, σε νέους τίτλους, του προϊόντος της λήξης των τίτλων (δηλ. των αποπληρωμών κεφαλαίου, αλλά όχι των καταβαλλόμενων τόκων).

Όσον αφορά άλλες ενδείξεις για τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ανακοινώσει ότι θα διατηρήσει τα βασικά επιτόκια στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα για παρατεταμένη χρονική περίοδο και πάντως επί πολύ μετά το μηδενισμό των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προ-

γράμματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξακολουθεί να δεσμεύεται να αυξήσει το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων ή και να παρατείνει το χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα συνεχίσει να διεξάγεται το πρόγραμμα, εάν οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα ή οι συνθήκες χρηματοδότησης χειροτερεύσουν στη ζώνη του ευρώ.

#### **4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ – ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ**

Στη διάρκεια του 2017, η ένταση της πιστωτικής συστολής έβαινε μειούμενη. Συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά ήταν κατά μέσο όρο λιγότερο αρνητικός το δεκάμηνο του 2017 από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων, ενώ σημαντική θετική επίδραση στην πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών άσκησε και η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Παράλληλα, συνεχίστηκε η επιστροφή καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, με επανακατάθεση τραπεζογραμματίων κυρίως από τις επιχειρήσεις και επαναπατρισμό κεφαλαίων που είχαν τοποθετηθεί στο εξωτερικό. Η αναμενόμενη ενδυνάμωση της οικονομικής ανάκαμψης και η περαιτέρω ενίσχυση της εμπιστοσύνης με την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, αλλά και η επίτευξη περαιτέρω προόδου στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τραπεζικό σύστημα, η οποία επίσης θα τονώσει την εμπιστοσύνη προς τις τράπεζες, θα διευρύνουν τις δυνατότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων να συγκεντρώσουν χρηματοδοτικούς πόρους με την προσέλκυση καταθέσεων λιανικής, την πρόσβαση στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά και την έκδοση χρεογράφων. Οι εξελίξεις αυτές θα συντελέσουν, σε συνδυασμό με τα προγράμματα συγχρηματοδότησης με βάση κοινοτικούς πόρους τα οποία διαχειρίζονται η

Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και άλλοι οργανισμοί, στην ενίσχυση των δυνατοτήτων του τραπεζικού συστήματος να πιστοδοτήσει την ελληνική οικονομία, ενώ εύλογα αναμένεται αύξηση της ζήτησης πιστώσεων, μεταξύ άλλων εξαιτίας της προβλεπόμενης αποκλιμάκωσης του κόστους τραπεζικού δανεισμού σε μεγάλο βαθμό λόγω συρρίκνωσης του περιθωρίου διαμεσολάβησης.

Οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων κατέγραψαν υποχώρηση και η καμπύλη αποδόσεων εξομαλύνθηκε αφότου άρχισε να προεξοφλείται η επιτυχής ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης σε συνέπεια με τη σταδιακή βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος στη χώρα. Έτσι, κατέστη δυνατόν να εκδοθεί νέος πενταετής τίτλος από το Ελληνικό Δημόσιο για πρώτη φορά από το 2014, αυξήθηκε η συμμετοχή των ξένων επενδυτών στη δημοπρασία βραχυπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (διάρκειας 13 και 26 εβδομάδων), φθάνοντας έως και το 100%, ενώ στα τέλη του έτους δόθηκε η δυνατότητα ομαδοποίησης των τίτλων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο του PSI ώστε να αυξηθεί η ρευστότητά τους. Η συμμετοχή των επενδυτών στην εν λόγω ομαδοποίηση ανήλθε σε 86%. Οι οικονομικές εξελίξεις δικαιολογούν, σε κάποιο βαθμό, τη σημαντική άνοδο που έχει καταγραφεί στις τιμές των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στους περισσότερους κλάδους εκτός του τραπεζικού, καθώς επίσης και τη συνεχιζόμενη αποκλιμάκωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά και αντίστοιχων εταιρικών ομολόγων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στα άλλα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης. Τέλος, σημειώνεται η άντληση ρευστότητας από ελληνικές επιχειρήσεις μέσω πρωτογενών εκδόσεων ομολόγων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

#### **Βελτίωση των αποτελεσμάτων των τραπεζών**

Στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 οι ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν οριακά κέρδη προ φόρων. Ειδικότερα, τα

κέρδη προ φόρων διαμορφώθηκαν σε 287 εκατ. ευρώ, βελτιωμένα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της βελτίωσης των μεγεθών των τραπεζών ήταν: (α) η μείωση της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος και δευτερευόντως η περαιτέρω αποκλιμάκωση των επιτοκίων καταθέσεων, (β) τα αυξημένα έσοδα από προμήθειες λιανικής τραπεζικής και η μείωση των καταβαλλόμενων στο Ελληνικό Δημόσιο προμηθειών επί ομολόγων του ν. 3723/2008, (γ) η περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους ως αποτέλεσμα της μείωσης του προσωπικού και του δικτύου καταστημάτων και (δ) η μείωση των μη επαλαμβανόμενων ζημιών.

Παράλληλα, ο σχηματισμός προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο αυξήθηκε το εννεάμηνο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016, ενώ αντίθετα οι λοιπές ζημίες απομείωσης παρέμειναν αμετάβλητες. Μετά από φόρους και διακοπτόμενες δραστηριότητες οι τράπεζες εμφάνισαν ζημίες ύψους 80 εκατ. ευρώ. Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια για το σύνολο του συστήματος, το Σεπτέμβριο του 2017 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 17,1% (Δεκέμβριος 2016: 16,9%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 17,2% (Δεκέμβριος 2016: 17%). Η μικρή βελτίωση των δεικτών οφείλεται στην ταχύτερη μείωση του σταθμισμένου για τον κίνδυνο ενεργητικού έναντι της οριακής μείωσης των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων.

Συνεχώς βελτιούμενες ήταν και οι συνθήκες ρευστότητας για τις ελληνικές τράπεζες κατά τη διάρκεια του 2017. Μετά από τις εκροές των δύο πρώτων μηνών, παρατηρήθηκε σταδιακή αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων, ενώ συνεχίστηκε ο περιορισμός της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης παροχής ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος. Τον Οκτώβριο του 2017 τρεις τράπεζες επέστρεψαν στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, για πρώτη φορά μετά το 2014, με την έκδοση καλυμμένων ομολογιών.

## Υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων του συνόλου των τραπεζών εμφάνισε μικρή περαιτέρω βελτίωση. Με βάση στοιχεία Σεπτεμβρίου 2017, το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) μειώθηκε κατά 7,6% (ή 8,2 δισεκ. ευρώ) συγκριτικά με το Μάρτιο του 2016 (όταν τα ΜΕΑ έφθασαν στο υψηλότερο επίπεδο) και διαμορφώθηκε σε 100,4 δισεκ. ευρώ ή 44,6% των συνολικών ανοιγμάτων. Η βελτίωση κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 ήταν αποτέλεσμα κυρίως διαγραφών δανείων, ενώ θετικά συνέβαλε στη μείωση και η πώληση δανείων εκ μέρους των τραπεζών. Οι πωλήσεις δανείων συνεχίστηκαν και το δ' τρίμηνο του έτους. Με βάση τις εκθέσεις προόδου που έχει δημοσιεύσει η Τράπεζα της Ελλάδος, κρίνεται επαρκής η πρόοδος ως προς τους στόχους αποτελεσμάτων. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι ο στόχος μείωσης των ΜΕΑ για τα δύο επόμενα έτη αυξάνεται σημαντικά, γεγονός που συνεπάγεται την ανάγκη ενίσχυσης των προσπαθειών των τραπεζών και αξιοποίησης του συνόλου των διαθέσιμων εργαλείων για εξυγίανση του ιδιωτικού χρέους.

Όσον αφορά την επιχειρηματική πίστη, υπενθυμίζεται ότι τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα ως ποσοστό των συνολικών ανοιγμάτων παραμένουν συγκριτικά σε υψηλότερο επίπεδο για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Επίσης, υψηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων παρατηρούνται στους κλάδους του εμπορίου, των κατασκευών και της μεταποίησης, οι οποίοι χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη έκθεση σε δανεισμό. Πάντως, οι συσσωρευμένες προβλέψεις των τραπεζών επαρκούν για να καλύψουν το ήμισυ του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται πολύ ικανοποιητικά (σε ποσοστό που προσεγγίζει το 100%) από την αξία (βάσει συντηρητικών αποτιμήσεων) των εμπράγματων εξασφαλίσεων που έχουν λάβει οι τράπεζες έναντι των προβληματικών δανείων τους.

Παράλληλα, οι τράπεζες ολοένα περισσότερο προτείνουν μακροπρόθεσμες λύσεις στους οφειλέτες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξυπηρέτηση των δανείων τους, δεδομένου μεταξύ άλλων ότι, κατά κανόνα, παρατηρείται υποτροπή όταν εφαρμόζονται βραχυπρόθεσμες λύσεις. Εξάλλου, έχουν ενεργοποιηθεί πολλά από τα μέσα που υιοθετήθηκαν πρόσφατα (π.χ. αδειοδοτήσεις εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων, λειτουργία ηλεκτρονικής πλατφόρμας για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών κ.ά.) για την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της πρόκλησης αυτής, που είναι η κυριότερη για το τραπεζικό σύστημα τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, η ηλεκτρονική πλατφόρμα για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών τέθηκε σε λειτουργία τον Αύγουστο του 2017, με αποτέλεσμα το μικρό μέχρι σήμερα διάστημα ενεργοποίησής της να μην επαρκεί για την εξαγωγή συμπερασμάτων για την αποτελεσματικότητα αυτού του μηχανισμού. Επίσης, στα τέλη Νοεμβρίου ξεκίνησε η λειτουργία της πλατφόρμας για τους ηλεκτρονικούς πλειστηριασμούς ακινήτων, ενώ εκκρεμεί η υλοποίηση άλλων μέτρων που θα επιτάχυναν τις δικαστικές διαδικασίες και θα διευκόλυναν την ενεργητική διαχείριση μέρους τουλάχιστον των μη εξυπηρετούμενων δανείων που τελούν υπό καθεστώς νομικής προστασίας, ιδίως δε εκείνων που κατά τεκμήριο συνδέονται με στρατηγικούς κακοπληρωτές.

## 5 ΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΟΥ ΘΑ ΣΤΟΧΕΥΕΙ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Πέρα από τις βραχυπρόθεσμες ευκαιρίες και τους κινδύνους, η μακρόχρονη οικονομική κρίση έχει αναδείξει σημαντικές προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, προκειμένου η ελληνική οικονομία να επιστρέψει σε διατηρήσιμη ανάπτυξη. Οι προκλήσεις αυτές είναι:

- η υψηλή και επίμονη μακροχρόνια ανεργία,
- το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων,

- η υστέρηση των επενδύσεων,
- το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος και
- η διατηρούμενη, ακόμη, σε υψηλά επίπεδα φοροδιαφυγή.

Οι προκλήσεις αυτές πρέπει να αντιμετωπιστούν προκειμένου να διασφαλιστεί η κοινωνική συνοχή, να διατηρηθεί το υψηλό επίπεδο του ανθρώπινου δυναμικού της χώρας, να διευκολυνθούν η χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας, η επιχειρηματικότητα και η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και να ενισχυθεί ο μεσομακροπρόθεσμος δυναμικός ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Το τέλος του προγράμματος προσαρμογής, εφόσον συντρέξουν οι προϋποθέσεις που έχουν επισημανθεί, μπορεί να αποτελέσει εφαλτήριο για τη στροφή της οικονομικής πολιτικής σε αναπτυξιακή κατεύθυνση. Η πολιτική αυτή πρέπει πάση θυσία να μην επαναλάβει λάθη του παρελθόντος και να επικεντρωθεί στην προσπάθεια δημιουργίας των συνθηκών που θα οδηγήσουν σε ταχεία διατηρήσιμη ανάπτυξη, αντιμετωπίζοντας τις μεγάλες προκλήσεις που προαναφέρθηκαν. Συνεπώς, η οικονομική πολιτική από εδώ και στο εξής πρέπει να επικεντρωθεί στα εξής:

**1. Επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων.** Παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί μέχρι στιγμής, πρέπει να γίνουν ακόμη πολλά στον τομέα των ιδιωτικοποιήσεων και των μεταρρυθμίσεων. Οι ιδιωτικοποιήσεις οι οποίες βρίσκονται σε ώριμη φάση πρέπει να ολοκληρωθούν γρήγορα. Προκειμένου να προσελκυστούν τόσο εγχώριες όσο και ξένες επενδύσεις, πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στις μεταρρυθμίσεις που ενθαρρύνουν τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, όπως στη μείωση των εμποδίων εισόδου στους κλάδους δικτύων υποδομών, στο λιανικό εμπόριο και στα ελεύθερα επαγγέλματα, αλλά και στην αναβάθμιση του εκπαιδευτικού συστήματος, στη βελτίωση της δημόσιας διοίκησης και στη μείωση της γραφειο-

κρατίας. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση της παραγωγικότητας και την τόνωση της απασχόλησης μέσω της προσέλκυσης νέων επενδύσεων.

**2. Υιοθέτηση ενός μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι φιλικότερο προς την ανάπτυξη.** Πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στην περικοπή των μη παραγωγικών δαπανών και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης της περιουσίας του Δημοσίου. Αυτό είναι σημαντικό, καθώς, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, η περιουσία του Δημοσίου στην Ελλάδα είναι από τις μεγαλύτερες ως ποσοστό του ΑΕΠ στα κράτη-μέλη του ΟΟΣΑ. Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και της φορολογικής διοίκησης, προκειμένου να καταπολεμηθεί η παραοικονομία και η φοροδιαφυγή και να διευρυνθεί η φορολογική βάση, θα έχει ως αποτέλεσμα την πιο δίκαιη κατανομή των δημοσιονομικών βαρών και θα διευκολύνει τη μείωση των υπερβολικά υψηλών φορολογικών συντελεστών. Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να συμβάλουν δράσεις σχετικές με: α) την υποχρεωτική χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών ως μέσου περιορισμού της φοροδιαφυγής και βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης, β) την εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων, γ) την άμεση εφαρμογή του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, δ) την επέκταση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) σε τομείς όπως οι δημόσιες επενδύσεις, η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση, ε) την κατάλληλη νομοθεσία για τις χρήσεις γης, προκειμένου να ενθαρρυνθούν οι επενδύσεις, και στ) την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Κράτους, μέσω της συγχώνευσης ή/και κατάργησης φορέων και της καλύτερης στόχευσης των επιχειρηγήσεων που δίνει ο κρατικός προϋπολογισμός.

**3. Αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και των στρατηγικών κακοπληρωτών,** που εμποδίζει το τραπεζικό σύστημα να χρηματοδοτήσει την οικονομική ανάπτυξη. Παράλληλα, το 2018 οι τράπεζες

καλούνται να προσαρμοστούν σε νέες προκλήσεις, με κυριότερες την εφαρμογή του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (IFRS 9), την αυστηροποίηση στο χειρισμό των προβλέψεων για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και τη διενέργεια της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από την ΕΚΤ. Συνεπώς, στο αμέσως προσεχές διάστημα οι τράπεζες πρέπει να εντείνουν τις προσπάθειές τους για την επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και ιδανικά να τους ξεπεράσουν, ιδίως τώρα που η οικονομία έχει επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Επιπλέον, οι τράπεζες πρέπει να επωφεληθούν από τις αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο (π.χ. αδειοδοτήσεις εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων, λειτουργία ηλεκτρονικής πλατφόρμας για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών, λειτουργία της πλατφόρμας για τους ηλεκτρονικούς πλειστηριασμούς ακινήτων κ.ά.) και να αξιοποιήσουν όλα τα εργαλεία που έχουν στη διάθεσή τους, προκειμένου να επιταχύνουν τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Στις συνθήκες αυτές επιβάλλεται να διευρύνουν το ταχύτερο δυνατόν τις λύσεις που προτείνουν στους δανειολήπτες και να προχωρήσουν στη λήψη πιο δραστηκών αποφάσεων, ιδίως όσον αφορά τις ενέργειες αναδιάρθρωσης βιώσιμων επιχειρήσεων, τον εντοπισμό των στρατηγικών κακοπληρωτών και την εφαρμογή οριστικής λύσης για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις.

**4. Βελτίωση της ποιότητας και διασφάλιση της ορθής λειτουργίας και ανεξαρτησίας των θεσμών.** Όσον αφορά τις ανεξάρτητες αρχές και άλλους αντίστοιχους θεσμούς, είναι σημαντικό να ενισχυθεί η διοικητική και οικονομική αυτονομία τους και να διασφαλιστεί ο σεβασμός στην ανεξαρτησία τους παράλληλα με την αυξημένη λογοδοσία τους προς τη Βουλή. Οι αποτελεσματικοί θεσμοί βελτιώνουν τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και προάγουν την οικονομική ανάπτυξη, καθώς επηρεάζουν τα κίνητρα των ατόμων και των επιχειρήσεων όσον αφορά τις επενδύσεις σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, σε τεχνολογία

και στην οργάνωση της παραγωγής. Ως εκ τούτου, ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στη μείωση του κόστους συμμόρφωσης προς το κανονιστικό πλαίσιο και στη διασφάλιση της προβλεψιμότητας και της σταθερότητας της νομοθεσίας, καθώς και στην έγκαιρη απονομή της δικαιοσύνης.

#### **5. Άρση διαφόρων εμποδίων στις επενδύσεις.**

Πέραν της βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και της μείωσης της φορολογίας, είναι απαραίτητη η αποφασιστική και οριστική άρση των εμποδίων που ορθώνουν διάφορα μικρά ή μεγάλα οργανωμένα συμφέροντα και ομάδες και τα οποία επιδεινώνουν το επιχειρηματικό κλίμα και παρακωλύουν την υλοποίηση νέων επενδύσεων και ιδιωτικοποιήσεων, ακόμη και αυτών που έχουν ήδη εγκριθεί.

#### **6. Αντιμετώπιση του υψηλού δημόσιου χρέους.**

Χρειάζονται αποφασιστικές και συγκεκριμένες ενέργειες για να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους στη βάση των αποφάσεων του Eurogroup του Ιουνίου 2017. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταθέσει συγκεκριμένη πρόταση ήπιας αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους, η οποία συνεπάγεται αμελητέο κόστος για τους εταίρους και προβλέπει, μεταξύ άλλων, μετάθεση της μέσης σταθμικής διάρκειας αποπληρωμής των τόκων των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) κατά 8,5 χρόνια τουλάχιστον.

#### **7. Στήριξη των ανέργων και ενίσχυση των προγραμμάτων απασχόλησης και κατάρτισης.**

Καθώς η ανεργία παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, είναι σημαντικό να δοθεί άμεση στήριξη στους ανέργους και σε όσους έχουν οριακή σύνδεση με την αγορά εργασίας μέσω της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και μέσω στοχευμένων κοινωνικών μεταβιβάσεων με σκοπό την αντιστάθμιση της προσωρινής απώλειας εισοδήματος και τη μείωση του χρόνου παραμονής στην ανεργία. Μεσοπρόθεσμα πρέπει να δοθεί έμφαση στις πολιτικές αναβάθμισης δεξιοτήτων και επανεκπαίδευσης ώστε να μπορέσουν να ξαναβρούν οι

άνεργοι εργασία, καθώς και στη βελτίωση της εκπαίδευσης, δεδομένου ότι η επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο αποτελεί βασική προϋπόθεση για ένα βιώσιμο πρότυπο ανάπτυξης χωρίς αποκλεισμούς.

## **6 ΤΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΜΕΤΑ ΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ**

Τους προσεχείς μήνες άμεση προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής είναι να ολοκληρωθεί χωρίς καθυστερήσεις το πρόγραμμα και να διασφαλιστούν οι συνθήκες που θα επιτρέψουν την ανάπτυξη της οικονομίας στο άμεσο μέλλον.

Η πορεία μετά το τέλος του προγράμματος θα εξαρτηθεί:

*πρώτον*, από το περιβάλλον που θα διαμορφωθεί τότε και την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας και

*δεύτερον*, από την οικονομική πολιτική, η οποία θα πρέπει να προσαρμοστεί στο περιβάλλον αυτό και να στοχεύσει αποφασιστικά στην ταχύτερη δυνατή ανάπτυξη της οικονομίας.

### **Η οικονομική και δημοσιονομική εποπτεία**

Το τέλος του προγράμματος προσαρμογής δεν συνιστά αποδέσμευση από υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει έναντι των Ευρωπαίων εταίρων και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) οι ελληνικές αρχές, ειδικά όσο η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας παραμένει ακόμη ιδιαίτερα χαμηλή. Οι υποχρεώσεις παραμένουν και πρέπει να τηρηθούν. Εκείνο που θα αλλάξει είναι το εποπτικό πλαίσιο, το οποίο θα ανταποκρίνεται στους γενικούς όρους και κανονισμούς εποπτείας που ισχύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η συγκεκριμένη εποπτεία που θα εφαρμοστεί στην Ελλάδα μπορεί να είναι απλή ή ενισχυμένη, ανάλογα με τις εξελίξεις.

Συγκεκριμένα, ο Κανονισμός 472/2013 της ΕΕ προβλέπει κατ' αρχάς αυτόματη άσκηση

“Εποπτείας μετά το Πρόγραμμα” επί του κράτους-μέλους, μέχρι να αποπληρώσει το 75% των δανείων που έχει λάβει από άλλα κράτη-μέλη της ευρωζώνης, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ/ΕFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ/ΕSM). Το άρθρο 14 αναφέρεται σε “απλή εποπτεία”, το ακριβές περιεχόμενο της οποίας δεν διευκρινίζεται πλήρως. Σε κάθε περίπτωση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διατηρεί πάντοτε το δικαίωμα να ασκήσει ενισχυμένη εποπτεία, αν κρίνει ότι συντρέχουν οι συνθήκες. Η “ενισχυμένη εποπτεία” σημαίνει πολύ στενή παρακολούθηση των δημοσιονομικών στοιχείων του κράτους-μέλους και της κατάστασης του τραπεζικού συστήματος, τακτικές επισκέψεις των Θεσμών και τριμηνιαίες εκθέσεις προόδου.

Ο Κανονισμός 472/2013 αναφέρει επίσης και το ενδεχόμενο της προσωρινής παροχής “προληπτικής στήριξης” με τη μορφή πιστωτικής γραμμής, η οποία έχει ως στόχο να διασφαλιστεί η ρευστότητα του κράτους-μέλους καθώς αποκαθίσταται η σχέση του με τις αγορές. Ο μηχανισμός αυτός δεν τέθηκε σε λειτουργία στην περίπτωση της Πορτογαλίας, της Ιρλανδίας και της Κύπρου. Ωστόσο, σε αυτές τις τρεις περιπτώσεις (και σε αντίθεση με την Ελλάδα) εξακολούθησε να είναι σε ισχύ η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ). Η ΔΥΕ ίσχυε για την Πορτογαλία από το 2009 έως το 2017, για την Ιρλανδία από το 2009 έως το 2016 και για την Κύπρο από το 2010 έως το 2016.

Οι λεπτομέρειες της “προληπτικής στήριξης” προβλέπονται στις ειδικές οδηγίες του ΕΜΣ.<sup>1</sup> Συγκεκριμένα, προβλέπονται δύο μορφές προληπτικής στήριξης: α) Προληπτική Πιστωτική Γραμμή υπό Προϋποθέσεις (Precautionary Conditioned Credit Line – PCCL), χωρίς ενισχυμένη εποπτεία, και β) Πιστωτική Γραμμή υπό Ενισχυμένες Προϋποθέσεις (Enhanced Conditions Credit Line – ECCL), με ενισχυμένη εποπτεία και με λήψη δανείου.

Και οι δύο πιστωτικές γραμμές δημιουργούνται για μια αρχική περίοδο ενός έτους και

μπορούν να ανανεωθούν δύο φορές, κάθε φορά για έξι μήνες. Όσο η Προληπτική Πιστωτική Γραμμή υπό Προϋποθέσεις (PCCL) δεν χρησιμοποιείται (δηλ. δεν αντλούνται τα διαθέσιμα κεφάλαια), δεν συνεπάγεται “ενισχυμένη εποπτεία”, δηλ. η χορήγησή της δεν επιβάλλει νέα μέτρα πολιτικής. Αν όμως η πίστωση χρησιμοποιηθεί, τότε το κράτος-μέλος περνά σε ενισχυμένη εποπτεία. Στην περίπτωση αυτή, προβλέπεται η λήψη σειράς μέτρων από το κράτος-μέλος σε συνεννόηση με τους Θεσμούς, οι οποίοι διεξάγουν τακτικές επισκέψεις αξιολόγησης ώστε να διαπιστώνεται η πρόοδος στην εφαρμογή των εν λόγω μέτρων. Η χορήγηση Προληπτικής Πιστωτικής Γραμμής υπό Προϋποθέσεις σε κάθε περίπτωση προϋποθέτει ένα “Μνημόνιο Συνεργασίας” με τους Θεσμούς.

Αντίθετα, η Πιστωτική Γραμμή υπό Ενισχυμένες Προϋποθέσεις ακολουθείται πάντοτε από ενισχυμένη εποπτεία και προορίζεται για κράτη-μέλη που ακόμη παρουσιάζουν προβλήματα. Το κράτος-μέλος συμφωνεί να λάβει διορθωτικά μέτρα που θα αντιμετωπίζουν τις αδυναμίες του, σε συνεννόηση με τους Θεσμούς. Η χορήγηση Πιστωτικής Γραμμής υπό Ενισχυμένες Προϋποθέσεις προϋποθέτει επίσης ένα “Μνημόνιο Συνεργασίας” με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και ενδεχομένως το ΔΝΤ. Επίσης, οι Θεσμοί διεξάγουν τακτικές επισκέψεις αξιολόγησης ώστε να διαπιστώνεται η πρόοδος στην εφαρμογή των θεσπισμένων μέτρων.

Συμπερασματικά, με τη λήξη του προγράμματος προσαρμογής το καλοκαίρι του 2018, η Ελλάδα θα βρίσκεται σε καθεστώς εποπτείας, ενώ η ένταξη σε “προληπτικό πρόγραμμα στήριξης” σε κάθε περίπτωση συνεπάγεται υπογραφή “Μνημονίου Συνεργασίας” και περιοδικές επισκέψεις των Θεσμών.

Παράλληλα, η λήψη μέτρων για τη διασφάλιση της μεσομακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους στη βάση των

<sup>1</sup> European Stability Mechanism, Guideline on Precautionary Financial Assistance, βλ. Παράρτημα III, σ. 42-46.



αποφάσεων του Eurogroup του Ιουνίου 2017 ενδέχεται να συνοδευθεί από συγκεκριμένες προϋποθέσεις και δεσμεύσεις εκ μέρους της ελληνικής πλευράς – πρόσθετες προς εκείνες που επιβάλλουν ο Κανονισμός 472/2013 και οι σχετικές οδηγίες του ΕΜΣ. Στην περίπτωση αυτή, η ελληνική πλευρά πρέπει να είναι έτοιμη να υποβάλει δικές της δεσμευτικές προτάσεις για μέτρα αναπτυξιακά που ούτως ή άλλως χρειάζεται η χώρα. Δράσεις οικονομικής πολιτικής που βελτιώνουν την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας προκειμένου η έξοδος στις αγορές να γίνει με βιώσιμους όρους κρίνονται επιβεβλημένες, είτε προβλέπονται στο πρόγραμμα είτε όχι.

\*\*\*

Σήμερα, είναι επιτακτική ανάγκη να υλοποιηθεί ομαλά και σύμφωνα με το προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και αποκρατικοποιήσεων, να νομοθετηθούν εγκαίρως και να εφαρμοστούν τα μέτρα που συμφωνήθηκαν στην τρίτη αξιολόγηση και να γίνει επαρκής προετοιμασία για την έγκαιρη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης που θα σηματοδοτήσει το τέλος του προγράμματος. Αυτά είναι σημαντικά βήματα που θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη και θα συμβάλουν στη βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, επιτρέποντας τη διατηρήσιμη πρόσβαση στις αγορές με ευνοϊκούς όρους μετά το τέλος του προγράμματος. Εξίσου σημαντικά για την εμπέδωση της εμπιστοσύνης μεσοπρόθεσμα είναι: (α) η εξειδίκευση των μεσοπρόθεσμων μέτρων αναδιάρθρωσης του χρέους – κάτι τέτοιο θα καταστήσει δυνατή την πρόσβαση της χώρας στις αγορές ομολόγων με βιώσιμους όρους και, δευτερευόντως, θα διευκολύνει την ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ – και (β) η αποσαφήνιση της μορφής που θα λάβει η στήριξη της ελληνικής οικονομίας μετά την ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος.

Σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο της ΕΕ, όπως είναι ήδη γνωστό, η Ελλάδα θα βρίσκεται σε

καθεστώς εποπτείας, το οποίο θα διαρκέσει τουλάχιστον μέχρις ότου η χώρα αποπληρώσει το 75% των επίσημων δανείων που έχει λάβει από χώρες της ευρωζώνης, το ΕΤΧΣ και τον ΕΜΣ. Ωστόσο, πρέπει να αποσαφηνιστεί κατά πόσον θα υπάρχει, και υπό ποιους όρους, ένα ενδεχόμενο “προληπτικό πρόγραμμα στήριξης”. Η ύπαρξη ενός τέτοιου προληπτικού πλαισίου στήριξης εκτιμάται ότι μπορεί να δράσει υποστηρικτικά για την ελληνική οικονομία μειώνοντας το κόστος δανεισμού, καθώς θα παρέχει ασφάλεια σχετικά με την πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου σε χρηματοδότηση μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018. Κάτι τέτοιο θα τονώσει την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, διότι αυτοί θα γνωρίζουν ότι η οικονομική πολιτική είναι και θα παραμείνει συνετή, αποκλείοντας την επανεμφάνιση των ανισορροπιών.

Η αποσαφήνιση της μορφής που θα λάβει η στήριξη της ελληνικής οικονομίας μετά το τέλος του προγράμματος είναι σημαντική, στην περίπτωση που μέχρι τότε δεν θα έχει αποκατασταθεί η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, και για έναν πρόσθετο λόγο: για να μην απολεσθεί η δυνατότητα των ελληνικών ομολόγων (α) να χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις στις τακτικές πράξεις χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ και (β) να συμμετάσχουν στις αγορές ομολόγων της ΕΚΤ στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE), είτε στην κανονική του διάρκεια είτε στη διάρκεια της επανεπένδυσης σε νέους τίτλους.

Οι δράσεις αυτές θα βελτιώσουν το επενδυτικό και επιχειρηματικό κλίμα και θα προσελκύσουν εγχώριες και ξένες άμεσες επενδύσεις. Παράλληλα, θα διευκολύνουν την επιστροφή στη χρηματοπιστωτική κανονικότητα, την οριστική άρση των κεφαλαιακών περιορισμών και τη διατηρήσιμη ανάκαμψη της οικονομίας μετά από οκτώ χρόνια θυσιών, ύφεσης και στασιμότητας που έχουν επιτείνει τις κοινωνικές ανισότητες.



## II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και η σημαντική αύξηση του ρυθμού ανόδου του διεθνούς εμπορίου, που σημειώθηκαν το 2017, αναμένεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους και το 2018. Θετική εξέλιξη αποτελεί επίσης η διεύρυνση της γεωγραφικής βάσης της ανάπτυξης, καθώς ορισμένες μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Ρωσία και η Βραζιλία, εξήλθαν από την οικονομική ύφεση και πλέον όλες οι μεγάλες οικονομίες και οικονομικές περιοχές καταγράφουν θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτελεί ο αρκετά υψηλός ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, ένας από τους υψηλότερους ανάμεσα στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες.

### ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Ο ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ** εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,6% το 2017 και θα επιταχυνθεί περαιτέρω σε 3,7% το 2018, με κυριότερα χαρακτηριστικά της ανάκαμψης τον υψηλό βαθμό συγχρονισμού μεταξύ των κυριότερων οικονομιών και οικονομικών περιοχών και τη σημαντική αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με τον πολύ χαμηλό ρυθμό που είχε καταγραφεί το 2016 (βλ. Διάγραμμα Π.1). Επιτάχυνση θα σημειώσει επίσης το 2017 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης, ενώ θα υποχωρήσει το 2018, παραμένοντας ωστόσο σχετικά υψηλός.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2017 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 2,4% –ο υψηλότερος μετά την κρίση– ενώ αναμένεται να υποχωρήσει σε ελαφρώς χαμηλότερο επίπεδο το 2018. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, ως αποτέλεσμα της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, και η βελτίωση της αγοράς εργασίας υπήρξαν οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι στήριξαν την εγχώρια ζήτηση στη ζώνη του ευρώ το τρέχον έτος και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν ευνοϊκή επίδραση και το 2018. Η εξωτερική ζήτηση προβλέπεται επίσης να είναι ενισχυτικός παράγοντας της ανάπτυξης, παρά την ανατίμηση του ευρώ, σε ένα

Διάγραμμα Π.1 ΑΕΠ, επενδύσεις προηγμένων οικονομιών και διεθνές εμπόριο

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής όγκου)



ευνοϊκό διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,5% το τρέχον έτος και να υποχωρήσει σε 1,4% το 2018, αντανακλώνοντας κυρίως εξελίξεις στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου.

Οι **κίνδυνοι** που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία εμφανίζονται εξισορροπημένοι βραχυπρόθεσμα, καθώς η διευκολυντική νομισματική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες έχει συμβάλει στη διατήρηση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών και στην άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αντισταθμίζοντας τις επιπτώσεις αρνητικών παραγόντων όπως το πολύ υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες. Ωστόσο, οι αρνητικές αυτές τάσεις εκτιμάται ότι θα αποκτήσουν μεγαλύτερη βαρύτητα μεσοπρόθεσμα, καθώς η αύξηση των επιτοκίων, ως αποτέλεσμα της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής η οποία είναι σε εξέλιξη, θα επιβαρύνει την εξυπηρέτηση του χρέους και θα περιορίσει τη δυναμική της ανά-

πτυξης, ενώ ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας επηρεάζει αρνητικά το δυνητικό προϊόν. Οι θετικές οικονομικές προοπτικές υπόκεινται επίσης σε σημαντικούς γεωπολιτικούς κινδύνους.

Είναι κατά συνέπεια αναγκαίες οι κατάλληλες **πολιτικές** ώστε να αναστραφούν οι δυσμενείς τάσεις στις επενδύσεις και την παραγωγικότητα και να ενισχυθούν το παραγωγικό δυναμικό των οικονομιών και η ανθεκτικότητά τους σε οικονομικές και άλλες διαταραχές. Οι πολιτικές αυτές περιλαμβάνουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, δημοσιονομικές πολιτικές φιλικές προς την ανάπτυξη και ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου με ταυτόχρονη επιδίωξη για δικαιότερη κατανομή των ωφελειών της παγκοσμιοποίησης. Στο πλαίσιο αυτό, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει αναλάβει σημαντικές πρωτοβουλίες για την ανάσχεση των τάσεων εμπορικού προστατευτισμού και την ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου μέσω πολυμερών και διμερών συμφωνιών, δίνοντας ιδιαίτερη σημασία σε θέματα διαφάνειας και δικαιότερης κατανομής των ωφελειών από την παγκοσμιοποίηση (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 το β' τρίμηνο του 2017 υπήρξε ο ισχυρότερος των τελευταίων επτά ετών. Οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών κατά τη διάρκεια του έτους για τις μεγάλες οικονομίες αναθεωρήθηκαν προς τα άνω, με εξαίρεση εκείνες για το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ινδία. Η επιτάχυνση του ΑΕΠ το 2017 εμφανίζεται αρκετά συγχρονισμένη μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Παράλληλα, η επιτάχυνση αυτή βασίζεται στη βελτίωση της εξωτερικής αλλά και της εγχώριας ζήτησης, καθώς παρατηρείται τόνωση τόσο της εξαγωγικής όσο και της επενδυτικής δραστηριότητας.

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιταχυνθεί σε 3,6% το 2017 και 3,7% το 2018, από 3,2% το 2016. Στις **προηγμένες οικονομίες** η εκτιμώμενη επιτάχυνση το 2017 είναι σημαντικότερη εκείνης των αναδυόμενων οικονομιών (βλ. Πίνακα II.1). Αξιοσημείωτες είναι οι αναθεωρήσεις προς τα άνω των εκτιμήσεων για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε σχέση με τις αντίστοιχες εαρινές προβλέψεις σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες, κυρίως για τον Καναδά, την Ιταλία, την Ισπανία, τη Γερμανία και την Ιαπωνία. Η αγορά εργασίας βελτιώνεται σημαντικά το 2017, καθώς το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί, ενώ ο ρυθμός αύξησης των μισθών επιταχύνεται το 2017 στις ΗΠΑ, στην Ιαπωνία και στη ζώνη του ευρώ. Η υποχώρηση της αβεβαιότητας σχετικά με κινδύνους προστατευτισμού, σε συνδυασμό με τις σχετικά χαμηλές ακόμη διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και τη βραδεία και προσεκτική ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής από τις νομισματικές αρχές των προηγμένων οικονομιών, συνέβαλαν στις θετικές αυτές εξελίξεις.

Η οικονομία των ΗΠΑ, σύμφωνα με τα πρώτα στοιχεία του γ' τριμήνου του 2017, επηρεάστηκε οριακά μόνο από τις φυσικές καταστροφές που έπληξαν τη χώρα, ενώ οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου επιταχύνονται κατά τη διάρκεια του 2017 και οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας παραμένουν θετικές. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω στο 4,5% το 2017. Στην Ιαπωνία η επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2017 οφείλεται κυρίως στην εγχώρια ζήτηση και στην υποστηρικτική οικονομική πολιτική.

Στις **αναδυόμενες οικονομίες** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο 4,6% από 4,3% το 2016, καθώς η οικονομία της Κίνας τελικά δεν θα σημειώσει επιβράδυνση όπως αναμενόταν μέχρι πριν από λίγους μήνες, ενώ η ανάκαμψη της Βραζιλίας

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 14.12.2017.

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

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
			<b>Παγκόσμιο σύνολο</b>	<b>192</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>									
<b>1. Προηγμένες οικονομίες</b>	<b>39</b>	<b>41,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>107,4</b>	<b>106,3</b>	<b>105,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
ΗΠΑ		15,5	1,5	2,2	2,3	1,3	2,1	2,1	-4,4	-4,3	-3,7	107,1	108,1	107,8	-2,4	-2,4	-2,6
Ιαπωνία		4,4	1,0	1,5	0,7	-0,1	0,4	0,5	-4,2	-4,1	-3,3	239,3	240,3	240,0	3,8	3,6	3,8
Ην. Βασίλειο		2,3	1,8	1,5	1,3	0,7	2,7	2,6	-2,9	-2,1	-1,9	88,3	86,6	85,3	-6,0	-5,2	-4,7
Ζώνη ευρώ	19	11,7	1,8	2,4	2,3	0,2	1,5	1,4	-1,5	-1,1	-0,9	88,9	87,0	85,1	3,3	3,1	2,9
<b>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	<b>154</b>	<b>58,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,2</b>	<b>46,8</b>	<b>48,4</b>	<b>50,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
Κίνα		17,7	6,7	6,8	6,5	2,0	1,8	2,4	-3,7	-3,7	-3,7	44,3	47,6	50,8	1,7	1,4	1,2
Ρωσία		3,2	-0,2	1,8	1,6	7,0	4,2	3,9	-3,7	-2,1	-1,5	15,6	17,4	17,7	2,0	2,8	3,2

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook* και *Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2017 και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2017*, Νοέμβριος 2017. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the euro area, Δεκέμβριος 2017.

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

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

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

3 Της γενικής κυβέρνησης.

και της Ρωσίας από την ύφεση αποδεικνύεται ισχυρότερη των προβλέψεων. Στην Κίνα ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών εκτιμάται ότι ήταν υψηλότερος εκείνου των εξαγωγών και το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω στο 1,4% του ΑΕΠ το 2017. Η υψηλή πιστωτική επέκταση και η υψηλή μόχλευση των επιχειρήσεων παραμένουν βασικές πηγές κινδύνων για την κινεζική οικονομία.

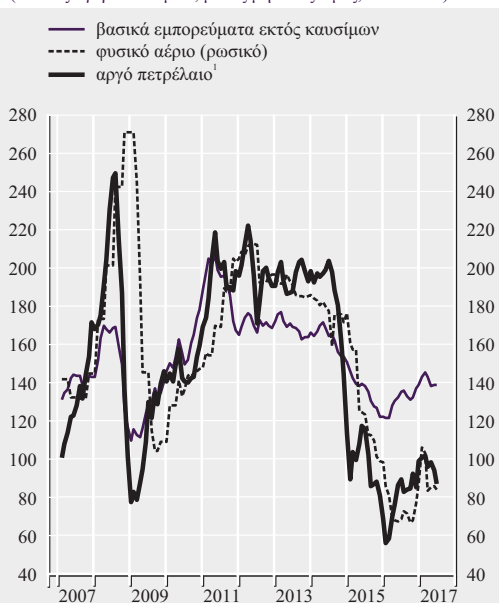
Το παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών ανακάμπτει σε όλες τις οικονομικές περιοχές και ο όγκος του εκτιμάται πλέον ότι θα αυξηθεί κατά 4,2% το 2017, έναντι 2,4% το προηγούμενο έτος. Η προς τα άνω αναθεώρηση του ρυθμού ανόδου του διεθνούς εμπορίου οφείλεται όχι μόνο στην ταχύτερη ανάκαμψη του παγκόσμιου ΑΕΠ, αλλά και στην αύξηση της εισοδηματικής ελαστικότητας, η οποία είχε υποχωρήσει τα τελευταία έτη λόγω της υποτονικότητας των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, οι οποίες σε σημαντικό βαθμό είναι

“έντασης εμπορίου”, δηλαδή αποτελούν αντικείμενο διεθνών εμπορικών συναλλαγών. Σημαντική ώθηση στο διεθνές εμπόριο μπορούν να δώσουν και οι πρόσφατες εμπορικές συμφωνίες διμερούς ή πολυμερούς χαρακτήρα, όπως η Συμφωνία Διευκόλυνσης του Εμπορίου (TFA) του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου και εκείνη της ΕΕ με τον Καναδά (βλ. σχετικά στο Ειδικό θέμα II.1).

Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων, αν και υποχώρησαν κάπως μεταξύ Φεβρουαρίου και Αυγούστου 2017 κυρίως λόγω της υψηλότερης του αναμενομένου αύξησης της εξόρυξης σχιστολιθικών κοιτασμάτων πετρελαίου και φυσικού αερίου στις ΗΠΑ, σε μέσα επίπεδα έτους εκτιμάται ότι θα αυξηθούν (βλ. Διάγραμμα II.2). Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου, αν και ανέκαμψαν από τα πολύ χαμηλά τους επίπεδα, κυρίως λόγω της συμφωνίας των κρατών-μελών του ΟΠΕΚ, της Ρωσίας και άλλων 10 κρατών το Νοέμβριο του 2016 να περιορίσουν την παραγωγή τους (η συμφωνία παρατάθηκε προσφάτως

**Διάγραμμα Π.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2007-Ιούνιος 2017)**

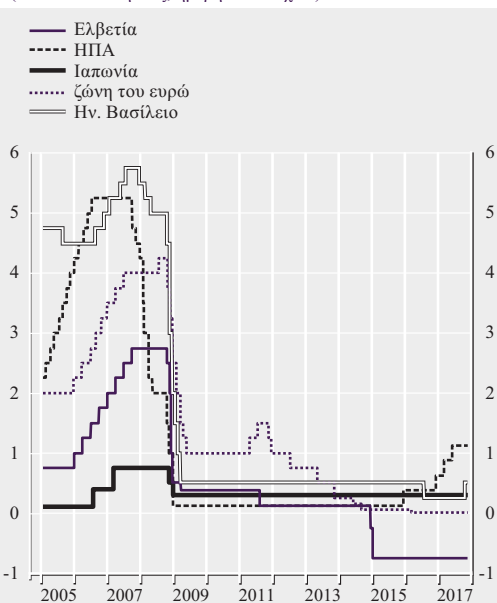
(δείκτες αγοραίων τιμών, μέσες μηνιαίες τιμές, 2005=100)



Πηγή: ΔΝΤ.  
1 Μέση διεθνής τιμή τριών τύπων (UK Brent, West Texas Intermediate και Dubai).

**Διάγραμμα Π.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ι Ιανουαρίου 2005 - Ι Δεκεμβρίου 2017)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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. Ηνωμένο Βασίλειο: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς. Ελβετία: κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, μέσος ορίων στόχου για το τριμηνιαίο επιτόκιο Libor.

έως το τέλος του 2018), παραμένουν γενικά χαμηλές, ενισχύοντας την οικονομική δραστηριότητα κυρίως των προηγμένων οικονομιών. Η μέση διεθνής τιμή τριών τύπων (UK Brent, West Texas Intermediate και Dubai) του αργού πετρελαίου, αφού υποχωρούσε επί τέσσερα συνεχόμενα έτη, προβλέπεται εφέτος ότι θα αυξηθεί στα 50,3 δολ. το βαρέλι (αύξηση 17,4% σε όρους δολαρίου σε μέσα επίπεδα έτους). Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων, αφού υποχώρησαν κατά 1,8% το 2016, προβλέπεται εφέτος ότι θα αυξηθούν κατά 7,1%. Η ανάκαμψη των τιμών αυτών, ιδιαίτερα των μετάλλων, οφείλεται κυρίως στη συνεχιζόμενη έντονη κατασκευαστική δραστηριότητα στην Κίνα.

Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες, όπως μετρείται από τον ΔTK, αν και επιταχύνθηκε το 2017 (1,7% από 0,8% το 2016), παραμένει σταθερά χαμηλός. Η αύξηση των

διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, υπήρξε η βασικότερη αιτία, καθώς η υποχώρηση του παραγωγικού κενού στις μεγαλύτερες από τις προηγμένες οικονομίες (από το -0,7% του δυνητικού ΑΕΠ το 2016 στο -0,1% το 2017) δεν συνοδεύθηκε από επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι πληθωριστικές προσδοκίες και πιέσεις παραμένουν χαμηλές, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η υποχώρηση της στερολίνας έχει οδηγήσει σε ενίσχυση του γενικού δείκτη αλλά και του πυρήνα του πληθωρισμού κοντά στο 3,0% το Σεπτέμβριο.

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες εξακολουθεί να έχει επεκτατικό χαρακτήρα, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, τον προαναγγελθέντα τον Οκτώβριο

περιορισμό του μεγέθους του ισολογισμού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και την ανακοίνωση της ΕΚΤ για μείωση στα 30 δισεκ. ευρώ του μηνιαίου ύψους αγορών περιουσιακών στοιχείων από τον Ιανουάριο του 2018. Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** αύξησε ακόμη μία φορά (την πέμπτη συνολικά) κατά 25 μ.β. το βασικό της επιτόκιο στις 13 Δεκεμβρίου 2017, καθορίζοντας το εύρος-στόχο γι' αυτό σε 1,25%-1,50%. Οι προηγούμενες ανάλογες αυξήσεις είχαν πραγματοποιηθεί στις 17 Δεκεμβρίου 2015, στις 15 Δεκεμβρίου 2016, στις 16 Μαρτίου 2017 και στις 14 Ιουνίου 2017. Η **ΕΚΤ** αντιθέτως, αντιμετωπίζοντας ένα χαμηλό ρυθμό ανόδου του πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (τον Οκτώβριο υποχώρησε στο 1,1% από 1,3% το Σεπτέμβριο) διατήρησε μηδενικό το βασικό της επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Παράλληλα, εξήγγειλε περιορισμό του προγράμματος αγοράς τίτλων από τον Ιανουάριο του 2018, με μείωση του μηνιαίου ορίου αγορών από τα 60 στα 30 δισεκ. ευρώ. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** αύξησε στις 2 Νοεμβρίου, για πρώτη φορά τα τελευταία δέκα έτη, το εξαιρετικά χαμηλό βασικό της επιτόκιο, κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στο 0,50%, ενώ διατηρεί το ανώτατο ύψος των αγορών περιουσιακών στοιχείων στα 435 δισεκ. στερλίνες. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, στην οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, σε μια προσπάθεια αποτροπής των ανατιμητικών πιέσεων επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα Π.3).

Η **δημοσιονομική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες προσέφερε ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα το 2016 και το 2017, μετά από πέντε έτη κατά τα οποία ακολουθούσε συσταλτική κατεύθυνση. Η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του διαρθρωτικού αποτελέσματος προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υπήρξε ελαφρώς επεκτατική το 2017 στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία, τον Καναδά και τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.

Ωστόσο, τα δημοσιονομικά ελλείμματα ως ποσοστά του ΑΕΠ στις περισσότερες οικονομίες εκτιμάται ότι υποχώρησαν.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι παρέμεινε σταθερό στο 2,8% του ΑΕΠ το 2017. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρώς στο 4,3% του ΑΕΠ από 4,4%, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο 108,1% του ΑΕΠ από 107,1% το 2016. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 4,1% του ΑΕΠ το 2017 από 4,2% το 2016, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα αυξηθεί ελαφρώς στο 240,3% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, παρά την οικονομική επιβράδυνση, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,1% του ΑΕΠ το 2017 και το δημόσιο χρέος θα υποχωρήσει στο 86,6% του ΑΕΠ από 88,3% το προηγούμενο έτος.

## 1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο **ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ διατηρήθηκε υψηλός το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 και εκτιμάται ότι στο σύνολο του έτους θα ανέλθει σε 2,4% – που είναι ο υψηλότερος ρυθμός μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση και τη μεγάλη ύφεση του 2009 – ενώ αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρά, σε 2,3%, το 2018. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η βελτίωση της αγοράς εργασίας, στην οποία συνέβαλε και η ωρίμανση των μεταρρυθμίσεων τα τελευταία έτη σε πολλές χώρες-μέλη, υπήρξαν οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι στήριξαν την εγχώρια ζήτηση το τρέχον έτος και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν ευνοϊκή επίδραση και το 2018. Η εξωτερική ζήτηση προβλέπεται επίσης να είναι ενισχυτικός παράγοντας της ανάπτυξης, παρά την ανατίμηση του ευρώ, υπό την επίδραση της ευνοϊκής διεθνούς οικονομικής συγκυρίας.

Η **ιδιωτική κατανάλωση** εξακολούθησε να είναι η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το

τρέχον έτος και αναμένεται να παραμείνει και το 2018, καθώς η επίδραση από την προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης – από τα υψηλά επίπεδα των δύο τελευταίων ετών – θα αντισταθμιστεί από τη μέτρια επιτάχυνση των μισθών, μετά από μια σχετικά μακρά περίοδο συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων. Οι **επιχειρηματικές επενδύσεις** παρουσίασαν κάποια δυναμική τα τελευταία έτη, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τους αρνητικούς ή υποτονικούς ρυθμούς μετά την κρίση, και αναμένεται να αυξηθούν με ρυθμό πλησίον του 5% το τρέχον έτος και ελαφρά χαμηλότερο το 2018, στηριζόμενες στις ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες και στη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται επίσης να ενισχυθούν από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, καθώς και από τις χαμηλές αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων.

Η βελτίωση της **αγοράς εργασίας** στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε το 2017, παράλληλα με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 8,9% του εργατικού δυναμικού το Σεπτέμβριο, το χαμηλότερο από τον Ιανουάριο του 2009, και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 9,1% σε μέσα ετήσια επίπεδα (έναντι 10,0% το 2016). Η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση του ποσοστού ανεργίας αναμένεται να συνεχιστούν και το 2018, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς, αντανακλώντας την εμφάνιση ελλείψεων σε εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό σε ορισμένες χώρες και την επιτάχυνση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Έτσι, το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να υποχωρήσει στο 8,4%, σε μέσα επίπεδα, το 2018. Όσον αφορά τις εξελίξεις σε επιμέρους χώρες-μέλη, η μεγαλύτερη πτώση του ποσοστού ανεργίας το 2017 σημειώθηκε στην Ισπανία, την Κύπρο, την Ελλάδα και την Ιρλανδία, ενώ οι διαφορές στις επιδόσεις της αγοράς εργασίας παραμένουν σημαντικές στη ζώνη του ευρώ, καθώς τα ποσοστά ανεργίας κυμαίνονται μεταξύ 3,7% στη Γερμανία και 21,8% στην Ελλάδα.

Ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ),

κινήθηκε το 2017 σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα από ό,τι το προηγούμενο έτος, αντανακλώντας κυρίως την άνοδο των διεθνών τιμών των καυσίμων, και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,5% σε μέσα επίπεδα, έναντι 0,2% το 2016. Το 2018 ο πληθωρισμός προβλέπεται να υποχωρήσει ελαφρά, σε 1,4%, καθώς η επίδραση της βάσης σύγκρισης της ενεργειακής συνιστώσας θα έχει αρνητική συμβολή στον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα. Ο πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί σταδιακά ανοδικά στη συνέχεια, ενισχυόμενος από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, την εύρωστη οικονομική δραστηριότητα και την προβλεπόμενη αύξηση του κόστους εργασίας, καθώς θα μειώνεται ο βαθμός υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού.

Οι **τραπεζικές χορηγήσεις** προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να ανακάμπτουν στη διάρκεια του 2017, καθώς η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ εξακολουθεί να μεταδίδεται στην οικονομία, διατηρώντας χαμηλά τα επιτόκια και ενθαρρύνοντας τη ζήτηση δανείων. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 2,7% τον Οκτώβριο του 2017, έναντι 1,9% τον αντίστοιχο μήνα του 2016, και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε 2,9%, έναντι 2,1% τον Οκτώβριο του 2016. Προς την ίδια κατεύθυνση κινούνται και τα αποτελέσματα της έρευνας τραπεζικών χορηγήσεων της ΕΚΤ του Οκτωβρίου, τα οποία δείχνουν αύξηση της καθαρής ζήτησης για όλες τις κατηγορίες δανείων και χαλάρωση των συνθηκών χρηματοδότησης το γ' τρίμηνο του τρέχοντος έτους.

Οι **δημοσιονομικές εξελίξεις** στη ζώνη του ευρώ το 2017 χαρακτηρίστηκαν από τη συνέχιση της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος, μολονότι με επιβραδυνόμενο ρυθμό, τάση η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018. Έτσι, το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο εκτιμάται σε 1,1% του ΑΕΠ το τρέχον έτος και σε 0,9% το 2018, έναντι 1,5% το 2016, ενώ η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα είναι ελαφρώς επεκτατική το τρέχον έτος και



το 2018, καθώς σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,1% και 0,8% του δυναμικού ΑΕΠ αντίστοιχα, έναντι 1,3% του ΑΕΠ το 2016. Το δημόσιο χρέος, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ακολούθησε επίσης καθοδική πορεία από το υψηλότερο επίπεδο στο οποίο είχε ανέλθει το 2014 (91,8%), υπό την ευνοϊκή επίδραση των πρωτογενών πλεονασμάτων, της υψηλής ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ και της υποχώρησης των επιτοκίων, και προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 87,0% του ΑΕΠ το 2017 και σε 85,1% το 2018.

Η εύρωστη οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ – αποτέλεσμα, σε μεγάλο βαθμό, συνολικά συνετής οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής και ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής τα τελευταία έτη – παρέχει ευνοϊκές συνθήκες για την εφαρμογή **πολιτικών** οι οποίες ενισχύουν το αναπτυξιακό δυναμικό της ευρωπαϊκής οικονομίας και την ανθεκτικότητά της ώστε να αντιμετωπίζει με επιτυχία οικονομικές διαταραχές και κρίσεις. Οι πολιτικές αυτές περιλαμβάνουν τη συνέχιση, με εντονότερο ρυθμό, διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, βελτίωση του μίγματος της οικονομικής πολιτικής με έμφαση σε δημοσιονομικές πολιτικές φιλικές προς την ανάπτυξη, ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου με ταυτόχρονη επιδίωξη για δικαιότερη κατανομή των ωφελειών της παγκοσμιοποίησης, αλλά και την υλοποίηση θεσμικών μεταρρυθμίσεων για την ενίσχυση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης.

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

#### **Εξελίξεις στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδος**

Στις 25 Σεπτεμβρίου το Συμβούλιο Γενικών Υποθέσεων της ΕΕ έκλεισε τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος για την Ελλάδα (η οποία είχε ξεκινήσει τον Απρίλιο του 2009), επιβεβαιώνοντας ότι το έλλειμμα είναι κάτω του 3% του ΑΕΠ. Η Ελλάδα θα υπόκειται

πλέον στο προληπτικό σκέλος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και θα συνεχίσει να παρακολουθείται έως τον Αύγουστο του 2018 στο πλαίσιο του προγράμματος προσαρμογής, ενώ στη συνέχεια θα αρχίσει η παρακολούθηση που έπεται της ολοκλήρωσης του προγράμματος.

Στις 4 Δεκεμβρίου η Ευρωομάδα (Eurogroup) εξέφρασε την ικανοποίησή της για τη συμφωνία σε επίπεδο τεχνικών κλιμακίων (Staff Level Agreement) στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος. Οι ενέργειες για την εφαρμογή των προαπαιτούμενων αναμένεται να ολοκληρωθούν τις επόμενες εβδομάδες, ώστε να ληφθεί η τελική απόφαση για την αξιολόγηση στη συνάντηση της Ευρωομάδας στις 22 Ιανουαρίου 2018. Τα θέματα της τρίτης αξιολόγησης περιλαμβάνουν τον προϋπολογισμό για το 2018, την αναθεώρηση των κοινωνικών παροχών, μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, θέματα δημόσιας διοίκησης, μεταρρυθμίσεις στον τομέα της ενέργειας, την εφαρμογή της στρατηγικής για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, καθώς και τις ιδιωτικοποιήσεις.

#### **Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και ενοποίηση**

Στις 11 Ιουλίου το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ ενέκρινε σχέδιο δράσης για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στον τραπεζικό τομέα. Περιέγραψε ένα συνδυασμό ενεργειών πολιτικής για τη μείωση των αποθεμάτων των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα οποία παραμένουν σε υψηλά επίπεδα εντός της ΕΕ, και για την αποτροπή της μελλοντικής τους επανεμφάνισης. Με βάση έκθεση εμπειρογνομόνων, το Συμβούλιο τόνισε την ανάγκη ανάληψης δράσης όσον αφορά την εποπτεία των τραπεζών, τη μεταρρύθμιση των πλαισίων αφερεγγυότητας και ανάκτησης χρέους, την ανάπτυξη δευτερογενών αγορών για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και την αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου.

Επίσης, το Συμβούλιο ενέκρινε τα συμπεράσματα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής από την αξιολόγηση του σχεδίου δράσης της ΕΕ για τις

κεφαλαιαγορές, ανανεώνοντας τη δέσμευσή του για δημιουργία μιας πλήρους ένωσης κεφαλαιαγορών έως το τέλος του 2019. Παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί μέχρι στιγμής, με σχεδόν τα 2/3 των απαιτούμενων ενεργειών να έχουν ολοκληρωθεί, τονίστηκε η ανάγκη να ενισχυθεί το σχέδιο δράσης. Παράλληλα, στις 6 Νοεμβρίου οι Υπουργοί Οικονομικών της ΕΕ-27 και στις 4 Δεκεμβρίου η Ευρωομάδα συζητήσαν πιθανά βήματα προς την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης. Στόχος είναι η βάθυνση και η εξειδίκευση του οδικού χάρτη για την τραπεζική ένωση που συμφωνήθηκε το 2016, αποσαφηνίζοντας μέτρα για τη μείωση και τον περιορισμό των κινδύνων, δημοσιονομικά ζητήματα και το μελλοντικό ρόλο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, ώστε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο να λάβει αποφάσεις τον Ιούνιο του 2018.

#### Πρόδος στις διαπραγματεύσεις για αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ (Brexit)

Στις 20 Οκτωβρίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, σε σύνθεση ΕΕ-27 βάσει του άρθρου 50 της Συνθήκης, επισκόπησε την πρόοδο των διαπραγματεύσεων για την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ. Οι ηγέτες της ΕΕ ζήτησαν να συνεχιστούν οι εργασίες ώστε να εδραιωθεί η επιτευχθείσα σύγκλιση και να προχωρήσουν οι διαπραγματεύσεις το συντομότερο δυνατόν στη δεύτερη φάση τους. Επίσης, ανατέθηκε στο Συμβούλιο Υπουργών Γενικών Υποθέσεων να αρχίσει εσωτερικές προπαρασκευαστικές συζητήσεις για το πλαίσιο της μελλοντικής σχέσης της ΕΕ με το Ηνωμένο Βασίλειο και για ενδεχόμενες μεταβατικές ρυθμίσεις, από κοινού με τον διαπραγματευτή της ΕΕ. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έχει προγραμματίσει να εξετάσει την πρόοδο των διαπραγματεύσεων στη σύνοδό του στις 15 Δεκεμβρίου, προκειμένου να προσδιορίσει αν έχει επιτευχθεί επαρκής πρόοδος σε κάθε ένα από τα ζητήματα των δικαιωμάτων του πολίτη, της Ιρλανδίας και των οικονομικών υποχρεώσεων του Ηνωμένου Βασιλείου μετά την έξοδό του από την ΕΕ, λαμβάνοντας υπόψη τη θετική αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (8 Δεκεμβρίου) σχετικά με την πρόοδο των διαπραγματεύσεων.

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

Με κινητήρια δύναμη την εγχώρια ζήτηση – ιδιωτική κατανάλωση, ακολουθούμενη από τις επενδύσεις – και δευτερευόντως τις εξαγωγές, το 2017 και το 2018 ο μέσος ρυθμός μεγέθυνσης των οικονομιών της περιοχής εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,7% και 3,6% αντίστοιχα, ελαφρά βελτιωμένος σε σχέση με το 2016 (3,3%).<sup>3</sup>

Στις χώρες των **δυτικών Βαλκανίων**<sup>4</sup> (εκτός της ΠΓΔΜ) η πορεία ανάκαμψης το β' τρίμηνο του 2017 συνεχίστηκε με ικανοποιητικό ρυθμό (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Στην **Αλβανία** θετική ήταν η συμβολή όλων των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης στην ανάπτυξη (ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ 4,1%), με σημαντικότερη την αύξηση των επενδύσεων (14,3% σε ετήσια βάση). Η οικονομική δραστηριότητα στον κλάδο των κατασκευών (με έμφαση σε κατασκευές στον ενεργειακό τομέα) αυξήθηκε κατά 22,7%, ενώ οι εξαγωγικές υπηρεσίες (τουρισμός και μεταφορές) συνέβαλαν σημαντικά στη διαμόρφωση του θετικού αποτελέσματος. Στο **Μαυροβούνιο** ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, 5,1%, σχεδόν διπλασιάστηκε έναντι του α' τριμήνου (3,2%), με κύριο προωθητικό παράγοντα τον κατασκευαστικό τομέα (51,5%). Στη **Σερβία**, παρά την επιτάχυνση των εξαγωγών<sup>5</sup> (11,5% σε ετήσια βάση), η αύξηση του ΑΕΠ παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα (1,3%) το β' τρίμηνο, λόγω της υποχώρησης του προϊόντος του αγροτικού και του κατασκευαστικού τομέα, οι οποίοι επηρεάστηκαν αρνητικά από τις καιρικές συνθήκες. Η οικονομία της **Βοσνίας-Ερζεγοβίνης** επηρεάστηκε επίσης δυσμενώς από τις καιρικές συνθήκες, με αποτέλε-

2 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

3 Οι προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με εξαίρεση τις προβλέψεις για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, οι οποίες προέρχονται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

4 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ) και Σερβία.

5 Η σερβική οικονομία επωφελείται σημαντικά από την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης από τις χώρες της ΕΕ, αλλά και από τις σημαντικές ξένες άμεσες επενδύσεις που συντελέστηκαν τα τελευταία χρόνια στους εξαγωγικούς κλάδους της οικονομίας της (αυτοκινητοβιομηχανία κ.λπ.).

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές)				Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)				Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			
	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2017π	2018π
Αλβανία	2,2	3,4	4,0	3,8	1,9	1,3	2,0	2,4	-8,6	-7,6	-7,9	-7,8
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	3,8	2,9	3,2	3,7	-1,0	-1,1	1,1	1,5	-5,7	-5,1	-5,9	-5,7
Βουλγαρία	3,6	3,9	3,9	3,8	-1,1	-1,3	1,0	1,5	0,6	5,3	3,0	2,4
Μαυροβούνιο	3,4	2,9	3,9	3,0	1,4	0,9	2,5	2,2	-13,2	-17,9	-18,0	-16,7
ΠΓΔΜ	3,9	2,9	1,7	2,7	-0,3	-0,1	1,2	2,0	-2,1	-3,1	-2,5	-2,4
Ρουμανία	4,0	4,6	5,7	4,4	-0,4	-1,1	1,0	2,9	-0,6	-2,3	-3,1	-3,2
Σερβία	0,8	2,8	2,0	3,3	1,4	1,1	3,2	3,3	-4,7	-4,0	-5,4	-5,7
Τουρκία	6,1	3,2	5,3	4,0	7,7	7,0	11,0	8,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,2

Χώρα	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)				Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) <sup>2</sup>			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Δάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	β' τρίμ. 2017	2015	2016	β' τρίμ. 2017	2015	2016	β' τρίμ. 2017
Αλβανία	-4,1	-1,8	-2,1	-2,0	0,3	-0,7	-1,1	15,7	15,7	16,3	18,2	18,3	15,6
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	0,7	1,2	-0,2	-0,2	1,8	2,1	5,1	14,9	15,8	-	13,9	12,3	11,1
Βουλγαρία	-1,6	0,0	0,0	0,0	-1,6	1,8	4,6	22,2	22,2	22,1	21,1	19,0	17,9
Μαυροβούνιο	-8,3	-3,7	-6,2	-5,6	0,8	1,3	9,3	16,0	-	-	13,4	10,3	8,8
ΠΓΔΜ	-3,5	-2,7	-2,9	-3,0	9,1	4,6	2,1	15,5	15,2	15,8	10,6	6,5	6,7
Ρουμανία	-0,8	-3,0	-3,0	-3,9	3,0	1,2	4,2	17,5	18,3	19,8	13,6	9,5	8,3
Σερβία	-3,7	-1,3	0,8	0,0	7,0	9,0	2,9	21,2	21,8	22,4	22,0	17,0	15,6
Τουρκία	1,3	1,2	-2,4	-1,8	20,7	16,1	21,9	13,0	13,0	14,2	3,1	3,2	3,1

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2017*, Νοέμβριος 2017 και *EU Candidate & Potential Candidate Countries' Economic Quarterly (CCEQ)*, Οκτώβριος 2017, ΔΝΤ, Financial Soundness Indicators, εθνικές κεντρικές τράπεζες και Bloomberg.

π = πρόβλεψη.

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

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

σμα ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (σε ετήσια βάση) το β' τρίμηνο του έτους να υποχωρήσει σε 1,7% από 2,8% το α' τρίμηνο. Αντίθετα, η ΠΓΔΜ κατέγραψε αρνητικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ (-1,8%) το β' τρίμηνο του 2017, για πρώτη φορά μετά το 2013. Παρά την ενίσχυση της ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης, η παρατεταμένη πολιτική κρίση είχε δυσμενή επίδραση στο δείκτη εμπιστοσύνης της επενδυτικής κοινότητας, με αποτέλεσμα να μειωθούν κατά σχεδόν 20% οι επενδύσεις. Οι κατασκευές, που αποτελούν βασικό μοχλό της ανάπτυξης της οικονομίας της ΠΓΔΜ, επίσης

συρρικνώθηκαν κατά 17,3%. Σύμφωνα με τις πρώτες ενδείξεις για το γ' τρίμηνο (δείκτες βιομηχανικής παραγωγής και λιανικών πωλήσεων), το κλίμα αυξημένης αβεβαιότητας και αδυναμίας ανάκαμψης παραμένει.

Η πτωτική τάση στα ποσοστά ανεργίας στις χώρες των δυτικών Βαλκανίων συνεχίστηκε σταθερά και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2017. Ο δείκτης ανεργίας το β' τρίμηνο κυμάνθηκε μεταξύ 11,8% στη Σερβία και 22,6% στην ΠΓΔΜ. Στη Σερβία η μείωση του ποσοστού ανεργίας (από την αρχή του έτους) ξεπέρασε

τις 3,5 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ στο Μαυροβούνιο τις 2,5.<sup>6</sup>

Οι οικονομίες της **Ρουμανίας** και της **Βουλγαρίας** συνέχισαν να καταγράφουν υψηλούς και επιταχυνόμενους ρυθμούς μεγέθυνσης το β' τρίμηνο του 2017. Στη Ρουμανία ο ρυθμός ανάπτυξης για το τρέχον έτος εκτιμάται σε 5,7%, ενώ στη Βουλγαρία σε 3,9%. Η δυναμική που επιδεικνύει η ρουμανική οικονομία τα τελευταία δύο χρόνια στηρίχθηκε κυρίως στην κατανάλωση, η οποία ενισχύθηκε από τα μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής χαλάρωσης,<sup>7</sup> σε συνδυασμό με την εντατική απορρόφηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων. Η Βουλγαρία οφείλει εν μέρει την καλή της επίδοση στην ευνοϊκή διεθνή συγκυρία (αυξημένη εξωτερική ζήτηση). Το 2017 και το 2018 η ανάπτυξη και στη Βουλγαρία θα βασιστεί κυρίως στις συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης (κατανάλωση και επενδύσεις) και λιγότερο στις εξαγωγές. Το 2018 οι ρυθμοί ανάπτυξης στις δύο χώρες προβλέπεται να σημειώσουν μικρή επιβράδυνση, αλλά θα παραμείνουν σε αρκετά υψηλά επίπεδα, 4,4% και 3,8% αντίστοιχα.

Στην **Τουρκία** η κανονικότητα στους ρυθμούς ανάπτυξης δείχνει ότι επανέρχεται, καθώς τα δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα “επτάκτου ανάγκης”<sup>8</sup> απέδωσαν καρπούς. Με βασική κινητήρια δύναμη τον κατασκευαστικό κλάδο, οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους ξεπέρασαν το 5% σε ετήσια βάση. Επίσης, οι εξαγωγές, λόγω και της υποτιμημένης τουρκικής λίρας το 2017, βοήθησαν στη θεαματική ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Η ανεργία, το β' τρίμηνο του 2017, επανήλθε στα προ κρίσης επίπεδα, 10,5%. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 5,3% το 2017 και σε 4,0% το 2018.

Ο **πληθωρισμός**, σύμφωνα και με τα στοιχεία Αυγούστου-Σεπτεμβρίου, σε όλες τις χώρες της περιοχής (πλην της Τουρκίας), συνέχισε να κινείται σε χαμηλά επίπεδα, λόγω των χαμηλών διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αλλά και της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ωστόσο, λόγω

της ενισχυμένης εγχώριας ζήτησης (κατανάλωση και δευτερευόντως επενδύσεις) και με το εκτιμώμενο παραγωγικό κενό να μειώνεται—αν και η διαδικασία εξάλειψής του παρουσιάζεται σχετικά αργή— οι εγχώριοι παράγοντες εμφανίζονται να ασκούν ανοδικές πιέσεις στις τιμές. Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω εξελίξεων, ο πληθωρισμός σε όλες τις χώρες της περιοχής παρουσιάζει άνοδο, με το μέσο όρο των χωρών (εκτός Τουρκίας) να ανέρχεται σε 2,1% τον Αύγουστο-Σεπτέμβριο του 2017, έναντι 0% στο τέλος του 2016 (μέσα ετήσια επίπεδα). Στην Τουρκία τα μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής χαλάρωσης που τέθηκαν σε εφαρμογή από το β' εξάμηνο του 2016 και μετά ώθησαν το γενικό επίπεδο τιμών σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα και αρκετά μακριά από τον επίσημο στόχο της κεντρικής τράπεζας, 5% ±2. Ο πληθωρισμός στην Τουρκία το 2017 αναμένεται να φθάσει το 11%.

Η αυξημένη εξωτερική ζήτηση, σε συνδυασμό με τη συστηματική μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, είχε θετική επίδραση στο **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) σε όλες τις χώρες της περιοχής (πλην της Σερβίας). Στην Αλβανία και στο Μαυροβούνιο, το ΙΤΣ παρέμεινε έντονα αρνητικό το β' τρίμηνο (-6,3% και -17,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα), κυρίως λόγω των μεγάλων εμπορικών τους ελλειμμάτων. Για το σύνολο του 2017 και για το 2018 προβλέπεται έλλειμμα γύρω στο 8% του ΑΕΠ στην Αλβανία και 17%-18% στο Μαυροβούνιο. Στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη και στην ΠΓΔΜ το έλλειμμα στο ΙΤΣ φαίνεται να σταθεροποιείται στο επίπεδο του 5,5% και 2%-2,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Στη Ρουμανία η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (κυρίως

6 Τα δυτικά Βαλκάνια παραδοσιακά χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα διαρθρωτικής ανεργίας, ιδίως στους νέους. Στην ΠΓΔΜ το ποσοστό ανεργίας στους νέους (ηλικίες 15-24), παρά τη μείωση των τελευταίων τριμήνων, παραμένει στο επίπεδο του 47% (β' τρίμηνο 2017).

7 Αύξηση των μισθών (δημοσίων υπάλληλων) και μείωση των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ), σε συνδυασμό με πολύ χαμηλά επιτόκια δανεισμού.

8 Αύξηση μισθών στο δημόσιο τομέα και των δαπανών για την ασφάλεια και άμυνα, μείωση στο διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας, μείωση στα όρια του ποσοστού των υποχρεωτικών καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα και χαλάρωση των μακροπροληπτικών κανόνων, ιδιαίτερα στην καταναλωτική πίστη.

λόγω αύξησης μισθών και συντάξεων) τετραπλασίασε το έλλειμμα του ΙΤΣ το 2016 έναντι του 2015 και αυτό προβλέπεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2017 και το 2018, ξεπερνώντας το 3% του ΑΕΠ. Αντίθετα, στη Βουλγαρία οι εξαγωγές, σε συνδυασμό με τη συγκρατημένη εγχώρια ζήτηση, αναμένεται να οδηγήσουν και το 2017 σε πλεόνασμα της τάξεως του 3% του ΑΕΠ, ενώ για το 2018 προβλέπεται πλεόνασμα 2,4%. Στην Τουρκία το έλλειμμα του ΙΤΣ κινήθηκε ανοδικά το β' τρίμηνο (άνω του 4% του ΑΕΠ), εξαιτίας της διεύρυνσης του εμπορικού ελλείμματος και των μειωμένων εσόδων από τον τουρισμό.<sup>9</sup>

Σε συνέχεια των θετικών επιδόσεων του 2016, το α' εξάμηνο του 2017 οι περισσότερες χώρες της περιοχής κατέγραψαν αρκετά ικανοποιητικά αποτελέσματα στα **δημόσια οικονομικά** τους. Η συστηματική προσπάθεια που καταβάλλεται από τις υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες των δυτικών Βαλκανίων αποδίδει καρπούς. Η Αλβανία και η Σερβία τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους κατέγραψαν δημοσιονομικά πλεονάσματα, ενώ η ΠΓΔΜ περιόρισε το δημοσιονομικό της έλλειμμα στο 3% του ΑΕΠ. Το Μαυροβούνιο, μετά από ένα έντονα ελλειμματικό α' τρίμηνο (-10,0% του ΑΕΠ), φαίνεται να επιστρέφει σε τροχιά ελεγχόμενων ελλειμμάτων (β' τρίμηνο 2017: -3,0% του ΑΕΠ). Η Βουλγαρία το 2016 κατάφερε να μηδενίσει το έλλειμά της και, όπως δείχνουν τα στοιχεία του α' εξαμήνου, ανάλογο θα είναι το αποτέλεσμα και κατά το τρέχον έτος. Αντίθετα, το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ρουμανίας το 2017 παρέμεινε στο όριο αναφοράς, 3,0% του ΑΕΠ, αλλά εκτιμάται ότι θα το ξεπεράσει το 2018 (3,9%). Η Τουρκία, συνεχίζοντας την πολιτική δημοσιονομικής χαλάρωσης και το α' εξάμηνο του 2017, μετά από μία τετραετία πλεονασματικών προϋπολογισμών (2013-2016), εισήλθε σε περίοδο ελλειμμάτων, καθώς το δημοσιονομικό έλλειμμα το 2017 προβλέπεται να ανέλθει σε 2,4% του ΑΕΠ. Ωστόσο, το δημόσιο χρέος της χώρας παραμένει ιδιαίτερα χαμηλό, 26,6% του ΑΕΠ, το β' τρίμηνο του 2017.<sup>10</sup> Για το 2018, οι κρατικοί προϋπολογισμοί όλων των χωρών εκτιμάται ότι θα κινηθούν στην ίδια κατεύθυνση όπως το

2017, εκτός της Τουρκίας, στην οποία αναμένεται συγκράτηση του ελλείμματος στο 1,8% του ΑΕΠ.

Μετά την κρίση, την πρώτη περίοδο 2010-2014, τα **χρηματοπιστωτικά ιδρύματα** των ανεπτυγμένων γειτονικών προς τη ΝΑ Ευρώπη οικονομιών<sup>11</sup> – μητρικά των τραπεζικών ιδρυμάτων της ΝΑ Ευρώπης – βρέθηκαν τα ίδια σε στενότητα ρευστότητας και άντλησης κεφαλαίων, με αποτέλεσμα να αναγκαστούν να υλοποιήσουν μέτρα “εκτάκτου ανάγκης” που συμπεριλάμβαναν στρατηγικές απομόχλευσης και μείωσης των περιφερειακών τους θέσεων. Επίσης, ανασχετικό ρόλο στην εγχώρια χρηματοπιστωτική λειτουργία διαδραμάτισε ο υψηλός αριθμός μη εξυπηρετούμενων δανείων που συσσωρεύθηκε στη διάρκεια της κρίσης. Σταδιακά, μετά το 2014 **οι χώρες της ΝΑ Ευρώπης ξεπερνούν το φαινόμενο της ανάπτυξης χωρίς ή με αναιμικό τραπεζικό δανεισμό (creditless growth)**. Στις χώρες των δυτικών Βαλκανίων (πλην της Αλβανίας), η τάση ανάκαμψης της πιστωτικής επέκτασης, με έμφαση στην καταναλωτική πίστη, ξεκίνησε το 2015, συνεχίστηκε το 2016 και φαίνεται να εδραιώνεται το 2017. Τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2017 ο υψηλότερος μέσος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης καταγράφηκε στο Μαυροβούνιο (7,4%) και στη Σερβία (5,3%). Στην Τουρκία ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης παραμένει υψηλός (20%), ενώ στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία συνεχίζει να υπολείπεται των ρυθμών της οικονομικής ανάκαμψης, αν και το κενό σταδιακά μειώνεται. Σε όρους κεφαλαιακής επάρκειας, όλα τα τραπεζικά συστήματα της περιοχής παραμένουν ισχυρά, με το δείκτη β' τριμήνου να κυμαίνεται, βελτιωμένος, από 14,2% στην Τουρκία έως 22,1% και 22,4% στη Βουλγαρία και τη Σερβία αντίστοιχα.

9 Τον Ιούλιο του 2017 οι τουριστικές αφίξεις στην Τουρκία αυξήθηκαν κατά 46% (σε ετήσια βάση), επανερχόμενες σχεδόν στο επίπεδο (7,4% χαμηλότερες) του αντίστοιχου μήνα του 2015. Η τουριστική κίνηση στη γείτονα χώρα υπέστη καθίζηση το 2016, εξαιτίας των δραματικών πολιτικών εξελίξεων. Η τουριστική δαπάνη ανά εισερχόμενο ταξιδιώτη, ακολουθώντας τη γενική τάση, μειώθηκε κατά 9,3% (σε ετήσια βάση) το β' τρίμηνο του έτους.

10 Αξίζει να σημειωθεί ότι το 40% του δημόσιου χρέους έχει συνολογηθεί σε ξένο νόμισμα, εκ του οποίου το 63% σε δολάρια ΗΠΑ.

11 Η πλειονότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων των χωρών της περιοχής, πλην της Τουρκίας, αποτελούν θυγατρικές επιχειρήσεις χρηματοπιστωτικών ομίλων της Αυστρίας, της Γερμανίας, της Ιταλίας και, σε μικρότερο πλέον βαθμό, της Ελλάδος.

## ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΜΠΟΡΙΟ: ΤΑΣΕΙΣ, ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΩΘΗΣΗ ΤΟΥ

Στο παρόν ειδικό θέμα αναλύονται οι τάσεις και οι πρόσφατες εξελίξεις στο παγκόσμιο εμπόριο και τα βασικά αίτια για την παρατηρούμενη τα τελευταία έτη επιβράδυνση στο ρυθμό ανόδου του. Εξετάζονται επίσης τα δυνητικά οφέλη από τη διεθνοποίηση της παραγωγής και τη μείωση του προστατευτισμού, οι κυριότερες πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου και την Ευρωπαϊκή Ένωση για την ενίσχυση του παγκόσμιου εμπορίου και των επενδύσεων, αλλά και ο προβληματισμός για τη δικαιότερη κατανομή των ωφελειών από τις δραστηριότητες αυτές.

Η παρατηρούμενη το 2017 επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ στηρίχθηκε σε σημαντικό βαθμό στην ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου, το οποίο με τη σειρά του ωφελήθηκε από την αύξηση της διεθνούς ζήτησης και της επενδυτικής δαπάνης. Ο ρυθμός ανόδου του όγκου του διεθνούς εμπορίου εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιταχυνθεί στο 4,2% το 2017, έναντι 3,8% των προβλέψεων του Απριλίου και έναντι ενός πολύ χαμηλού ρυθμού, 2,4%, το 2016. Στη ζώνη του ευρώ, που είναι ο μεγαλύτερος εξαγωγέας παγκοσμίως με μερίδιο 26,5% στο σύνολο των παγκόσμιων εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (οι ΗΠΑ έχουν μερίδιο 10,7%, όπως και η Κίνα), η επιτάχυνση του ΑΕΠ το 2017 στηρίχθηκε στη σημαντική βελτίωση της συμβολής των καθαρών εξαγωγών, από -0,4% του ΑΕΠ το 2016 σε +0,1% του ΑΕΠ το 2017.

Στη βιβλιογραφία τεκμηριώνεται ότι η αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών μαζί με την τεχνολογική πρόοδο τις τρεις προηγούμενες δεκαετίες έχουν βελτιώσει την κατανομή των πόρων σε διεθνές επίπεδο και έχουν αυξήσει τα εισοδήματα, αλλά και την πρόσβαση σε αγαθά και υπηρεσίες. Λόγω της επιτάχυνσης της παγκοσμιοποίησης, όπως αυτή αποτυπώνεται στην αυξανόμενη ένταση του διεθνούς εμπορίου, οι επιλογές και το πλεόνασμα του καταναλωτή έχουν αυξηθεί τις τελευταίες δεκαετίες, ενώ ταυτόχρονα έχει υποχωρήσει η εισοδηματική ανισότητα σε διεθνές επίπεδο, αφού εκατοντάδες εκατομμύρια κατοίκων του πλανήτη έχουν εξέλθει από την απόλυτη φτώχεια. Ταυτόχρονα, το διεθνές εμπόριο και η εξωστρέφεια έχουν συνεισφέρει αποφασιστικά στην αύξηση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας σε κράτη κάθε εισοδηματικού επιπέδου.

### I Αίτια επιβράδυνσης του διεθνούς εμπορίου

Τα τελευταία έτη έχει υποχωρήσει ο ρυθμός ανόδου του όγκου των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, ενώ έχει μειωθεί και η ελαστικότητα της μεταβολής του παγκόσμιου εμπορίου ως προς τη μεταβολή του παγκόσμιου ΑΕΠ στις αναδυόμενες οικονομίες (βλ. το διάγραμμα). Ο ρυθμός ανόδου του διεθνούς εμπορίου, παρά την προσδοκώμενη ανάκαμψη το 2017, θα συνεχίσει να υπολείπεται του μέσου όρου της περιόδου 1980-2008 (6,0%). Παράλληλα, η ελαστικότητα μεταβολής του εμπορίου ως προς τη μεταβολή του παγκόσμιου ΑΕΠ ήταν 0,8 την περίοδο 2015-2016, έναντι 1,6 την περίοδο 1980-2008.<sup>1</sup> **Κυκλικό, διαρθρωτικό και στατιστικό** παράγοντες ευθύνονται για τις εξελίξεις αυτές,<sup>2</sup> οι οποίες αντανακλούν τη χαμηλότερη εξωτερική ζήτηση, το βραδύ ρυθμό υλοποίησης μεταρρυθμίσεων στον τομέα του εξωτερικού εμπορίου, καθώς επίσης και την ενίσχυση του προστατευτισμού.

1 Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα στοιχεία του ΔΝΤ, WEO Database, Οκτώβριος 2017.

2 Βλ. Ειδικό θέμα II.1 "Η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου: αίτια και προοπτικές", Νομισματική Πολιτική 2014-2015, Ιούνιος 2015.

Σημαντικοί διαρθρωτικοί παράγοντες που συνέβαλαν στην επιβράδυνση του εμπορίου την περίοδο 2011-2015 υπήρξαν η επιβράδυνση ή και αντιστροφή των μέτρων απελευθέρωσης του εμπορίου, καθώς και η εξασθένηση των διεθνών αλυσίδων παραγωγής (GVCs), ιδίως στη ΝΑ Ασία και στην Κίνα. Η σταδιακή απεξάρτηση των ΗΠΑ από την εισαγωγή αργού πετρελαίου, λόγω της ραγδαίας ανόδου της εγχώριας παραγωγής με τη βοήθεια της νέας τεχνολογίας εξόρυξης σχιστολιθικών κοιτασμάτων με υδραυλική ρωγμάτωση, καθώς και η επιβράδυνση της οικονομικής μεγέθυνσης και η σταδιακή εξισορρόπηση του αναπτυξιακού προτύπου στην Κίνα είναι επίσης διαρθρωτικού χαρακτήρα παράγοντες ανάσχεσης του ρυθμού ανόδου του διεθνούς εμπορίου.

Ως προς τους κυκλικούς παράγοντες, ο ΟΟΣΑ βρίσκει ότι εξηγούνται σημαντικά από τη διεθνή υποτονική ζήτηση, όπως αυτή αντανακλάται στο παραγωγικό κενό και την υστέρηση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, αλλά και από τη βαθιά ύφεση σε ορισμένες χώρες παραγωγής βασικών εμπορευμάτων.

Τέλος, σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΚΤ, η μείωση της εισοδηματικής ελαστικότητας του εμπορίου οφείλεται σχεδόν κατά το ήμισυ στην επίδραση της σύνθεσης (compositional effect), δηλ. στη διαχρονικά μεταβαλλόμενη σύνθεση του παγκόσμιου ΑΕΠ υπέρ των αναδυόμενων οικονομιών, των οποίων η ανάπτυξη είναι μικρότερης έντασης εμπορίου σε σχέση με τις προηγούμενες οικονομίες.<sup>3</sup>

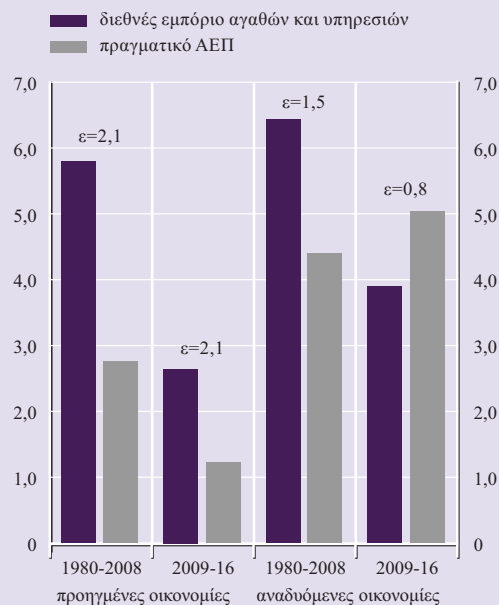
## 2 Πρωτοβουλίες του ΠΟΕ για την ενίσχυση του εμπορίου

Η ενδεχόμενη άρση των προσωρινών μέτρων προστατευτισμού τα οποία εισήχθησαν κατά την περίοδο της διεθνούς κρίσης, καθώς και η μείωση του κόστους για το διεθνές εμπόριο μπορούν να οδηγήσουν σε ανάκαμψη το διεθνές εμπόριο και μέσω αυτού να ενισχύσουν την αύξηση της παραγωγικότητας σε διεθνές επίπεδο. Η μείωση δασμών και ποσοστώσεων σε τομείς της οικονομίας στους οποίους παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, καθώς και η εφαρμογή της **Συμφωνίας Διευκόλυνσης του Εμπορίου** (Trade Facilitation Agreement – TFA) του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου (ΠΟΕ) εκτιμάται ότι θα συνεισφέρουν σημαντικά στην κατεύθυνση αυτή.

Η εφαρμογή της TFA, όπως αυτή συμφωνήθηκε από τους υπουργούς εμπορίου των χωρών-μελών του ΠΟΕ το 2013 στο Μάλι και τέθηκε σε ισχύ το Φεβρουάριο του 2017, θεωρείται η σοβαρότερη μεταρρύθμιση των τελευταίων δεκαετιών στο διεθνές εμπόριο. Ο ΠΟΕ εκτιμά ότι η συμφωνία αυτή μπορεί να μειώσει το κόστος συναλλαγών στο διεθνές εμπόριο κατά 14,3%, επι-

### Διεθνές εμπόριο, ΑΕΠ και μεταξύ τους ελαστικότητα

(ετήσιες μεταβολές όγκου)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΔΝΤ, WEO database, Οκτώβριος 2017.

3 ΕΚΤ, *Economic Bulletin*, Issue 6/2016, Box 1: “Determinants of the slowdown in global trade: What is the new normal?”.

δρώντας καταλυτικά στην εξέλιξή του. Η συμφωνία υπολογίζεται ότι μπορεί έως το 2030 να προσθέσει **2,7 ποσοστιαίες μονάδες** στον ετήσιο ρυθμό ανόδου του διεθνούς εμπορίου και **περισσότερο από μισή ποσοστιαία μονάδα** στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ. Μια τέτοιας έκτασης θετική επίδραση θα ήταν αποτελεσματικότερη ακόμη και από την ολοκληρωτική κατάργηση κάθε δασμού στην υφήλιο, σύμφωνα με τον ΠΟΕ.<sup>4</sup>

### 3 Η Ευρώπη ωφελείται και γι' αυτό προωθεί το εμπόριο

Στις ΗΠΑ εμφανίστηκαν τάσεις προστατευτισμού, κυρίως μέσω της απόσυρσης τον Ιανουάριο του 2017 από τη Συμφωνία Συνεργασίας του Ειρηνικού (Trans-Pacific Partnership), η οποία είχε υπογραφεί το 2015 από 12 χώρες, αλλά και του αιτήματος επαναδιαπραγμάτευσης της Συμφωνίας Ελεύθερου Εμπορίου της Β. Αμερικής (NAFTA) με τον Καναδά και το Μεξικό με σκοπό την επιβολή δασμών στις εισαγωγές προϊόντων από τις χώρες αυτές.

Σε αντίθετη κατεύθυνση κινείται η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), η οποία επιδιώκει αύξηση των πολυμερών και διμερών εμπορικών σχέσεων, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών έχουν αποδειχθεί ευεργετικές για την ευρωπαϊκή οικονομία. Επιθυμώντας να καταστήσει ευρύτερα γνωστά τα πλεονεκτήματα ενός διεθνούς εμπορίου με κανόνες και δίκαιη διανομή των ωφελειών του, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε κείμενο προβληματισμού με τίτλο “Reflection Paper on harnessing globalisation” το Μάιο του 2017. Μεταξύ άλλων, το κείμενο υπογραμμίζει ότι το 1/3 περίπου του εθνικού εισοδήματος στην ΕΕ προέρχεται από το διεθνές εμπόριο και επαναλαμβάνει ότι, όπως είχε αναφέρει και ο Πρόεδρος Γιούνκερ στις 14.9.2016, κάθε πρόσθετο 1 δισεκ. ευρώ εισπράξεων από εξαγωγές στηρίζει περίπου 14.000 θέσεις εργασίας στην ΕΕ.

Η εμπορική συμφωνία λ.χ. μεταξύ **ΕΕ και Νοτίου Κορέας**, η οποία τέθηκε σε ισχύ το 2011, οδήγησε μέσα σε λίγα χρόνια σε θεαματική άνοδο των εξαγωγών της ΕΕ προς τη Ν. Κορέα, περί το 55% μέχρι στιγμής, και μετέτρεψε σε πλεονασματικό το προηγούμενος ελλειμματικό για την ΕΕ εμπορικό ισοζύγιο με τη Ν. Κορέα. Σε ορισμένους τομείς η αύξηση των εξαγωγών μετά την παραπάνω συμφωνία υπήρξε ταχύτατη, όπως λ.χ. στα αγροτικά προϊόντα όπου έφθασε το 70%.<sup>5</sup>

Το 2013 τα κράτη-μέλη της ΕΕ εξουσιοδότησαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να ξεκινήσει διαπραγματεύσεις με τις ΗΠΑ για την υπογραφή της **Διατλαντικής Εταιρικής Σχέσης Εμπορίου και Επενδύσεων** (TTIP). Οι διαπραγματεύσεις, με σκοπό την καλύτερη πρόσβαση στις αγορές και την απλοποίηση των τεχνικών προδιαγραφών, ξεκίνησαν τον Ιούλιο του 2013 και συνεχίζονται, παρά τις επιφυλάξεις που έχουν εκφραστεί κατά καιρούς και από τις δύο πλευρές.

Παράλληλα, στις 30 Οκτωβρίου 2016 υπογράφηκε και στις 21 Σεπτεμβρίου 2017 τέθηκε σε ισχύ προσωρινά η **Ολοκληρωμένη Οικονομική και Εμπορική Συμφωνία ΕΕ-Καναδά** (EU-Canada Comprehensive Economic and Trade Agreement – CETA), η οποία αίρει τα δασμολογικά και παραδασμολογικά εμπόδια στο 98% των αγαθών και υπηρεσιών τα οποία αποτελούν αντικείμενο διμερούς εμπορίου, ενώ προστατεύει και προωθεί και τις ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ). Ενώ το όφελος από την εξάλειψη των δασμών στις εξαγωγές αγαθών της ΕΕ προς τον Καναδά είναι σχετικά μικρό (περί τα 0,6 δισεκ. ευρώ ετησίως), εκείνο που θα προκύψει από την απλούστευση των διαδικασιών και προϋποθέσεων πρόσβασης στην αγορά και από την εναρμόνιση μεταξύ των διαφορετικών προδιαγραφών εκτιμάται ότι θα είναι σημαντικό.

4 WTO, “Entry into force of Trade Facilitation Agreement”, Speech by Director-General R. Azevêdo, 22.2.2017.

5 European Commission, “EU-Canada trade agreement enters into force”, Press release, 20.9.2017.



Ειδικά για την **Ελλάδα**, η οποία ήδη απολαμβάνει εμπορικό πλεόνασμα στις συναλλαγές της επί αγαθών και υπηρεσιών με τον Καναδά, εκτιμάται ότι τα οφέλη θα είναι μεγάλα. Η συμφωνία μειώνει το 91% των δασμών που επιβάλλει ο Καναδάς στα ελληνικά αγροτικά προϊόντα, ενώ παράλληλα προστατεύονται 16 συγκεκριμένα ελληνικά προϊόντα “προστατευόμενης ονομασίας προέλευσης” μεταξύ των 143 συνολικά σε επίπεδο ΕΕ. Ταυτόχρονα, απελευθερώνεται ο τομέας των υπηρεσιών και των κρατικών προμηθειών και έτσι δίνεται η ευκαιρία να αποκτήσουν δραστηριότητα στον Καναδά α) ελεύθεροι επαγγελματίες όπως αρχιτέκτονες, δικηγόροι, μηχανικοί και λογιστές και β) ευέλικτες ελληνικές ΜΜΕ στους τομείς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, των τηλεπικοινωνιών, των ταχυδρομείων και ταχυμεταφορών.<sup>6</sup>

#### **4 Η πρόκληση για την ευρύτερη δυνατή συμμετοχή στα οφέλη από το παγκόσμιο εμπόριο**

Παρά τη μείωση της ανισότητας σε διεθνές επίπεδο η οποία καταγράφηκε τις τρεις προηγούμενες δεκαετίες μέσω του διεθνούς εμπορίου, ως προς την ανισότητα στο εσωτερικό των οικονομιών παρατηρούνται διαφοροποιημένες εξελίξεις. Σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες η εισοδηματική ανισότητα έχει αυξηθεί, γεγονός που έχει διαβρώσει την κοινωνική συνοχή και έχει μειώσει τη στήριξη στην παγκοσμιοποίηση των αγορών. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί μια σύγχρονη πρόκληση για τη δημοσιονομική πολιτική των προηγμένων κρατών, τα οποία καλούνται να ελαχιστοποιήσουν τυχόν κόστη της σχέσης ανταλλαγής (trade-off) μεταξύ ισότητας και συνολικής αποτελεσματικότητας, όπως επισήμανε τον Οκτώβριο του 2017 το ΔΝΤ (βλ. IMF, *Fiscal Monitor – Tackling Inequality*, Οκτώβριος 2017).

Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι, εκτός από τη δημοσιονομική πολιτική, διαρθρωτικές πολιτικές που δίνουν έμφαση στην εκπαίδευση και την επαγγελματική κατάρτιση, ενεργητικές πολιτικές στην αγορά εργασίας και μεταρρυθμίσεις σε πολλούς άλλους τομείς είναι αναγκαίες ώστε να επιτευχθούν τόσο η δικαιότερη κατανομή των ωφελειών από το παγκόσμιο εμπόριο όσο και η καλύτερη δυνατή προσαρμογή των οικονομιών στις προκλήσεις της παγκοσμιοποίησης.<sup>7</sup>

Παράλληλα, αντιστάθμισμα στις εύλογες ανησυχίες των εργαζομένων των προηγμένων οικονομιών ως προς τις αποδοχές τους, λόγω του ανταγωνισμού που δέχονται από τις αναδυόμενες οικονομίες χαμηλού κόστους στο διεθνές εμπόριο αγαθών, μπορεί να αποτελέσει η **έμφαση στο διεθνές εμπόριο των υπηρεσιών**. Ενώ το συγκριτικό πλεονέκτημα των προηγμένων οικονομιών στην παραγωγή και εξαγωγή αγαθών φαίνεται να υποχωρεί, εκείνο ως προς την παραγωγή και εξαγωγή υπηρεσιών ενισχύεται. Στις προηγμένες οικονομίες, μετά το 2000, σημειώνεται μεγάλη άνοδος τόσο στις εισαγωγές όσο και στις εξαγωγές υπηρεσιών, ιδίως εκείνων που σχετίζονται με την επικοινωνία, την πληροφορική, τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες κ.ά. Εκτιμάται ότι τα 3/4 της αξίας των υπηρεσιών που αποτελούν αντικείμενο διεθνών εμπορικών συναλλαγών είναι ενδιάμεσες εισροές στη μεταποίηση, οι οποίες αυξάνουν την ανταγωνιστικότητα των εμπορεύσιμων αγαθών σε όρους ποιότητας και τιμών.<sup>8</sup>

Το επίπεδο ευημερίας δισεκατομμυρίων πολιτών διεθνώς είναι συνδεδεμένο άμεσα με το παγκόσμιο εμπόριο. Μια βαθύτερη οικονομική ολοκλήρωση μεταξύ των κρατών, με περαιτέρω απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου, συνοδευόμενη από κατάλληλη εγχώρια πολιτική ενίσχυσης των ομάδων που πλήττονται από τις δομικές μεταβολές που θα προκύπτουν, δύναται να οδηγήσει σε ενίσχυση των εισοδημάτων και της απασχόλησης τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες.

<sup>6</sup> [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2017/february/tradoc\\_155346.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2017/february/tradoc_155346.pdf).

<sup>7</sup> Βλ. ομιλία της Επιτρόπου Εμπορίου C. Malmström, “Trade, jobs and globalisation”, 29.11.2016.

<sup>8</sup> OECD, *Economic Outlook*, No 101, Chapter 2 “How to make trade work for all”, June 2017.

## ΠΗΓΕΣ

ECB, “Sustaining openness in a dynamic global economy”, Speech by Mario Draghi, Jackson Hole, 25.8.2017.

European Commission, “Reflection paper on Harnessing globalisation”, 10.5.2017.

European Commission, “Report on Trade and Investment Barriers”, Speech by Commissioner Malmström, 26.6.2017.

IMF, *World Economic Outlook*, Box 1.1 “Dissecting the Global Trade Slowdown”, April 2016.

OECD, “Implementation of the WTO Trade Facilitation Agreement: The Potential Impact on Trade Costs”, June 2015.

OECD, Economic Policy Paper “Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What Can Policy Do About It?”, Paris, 21.9.2016.

WTO, *World Trade Report 2015, Speeding up trade: benefits and challenges of implementing the WTO Trade Facilitation Agreement*.

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

*Η ενιαία νομισματική πολιτική συνετέλεσε σε σημαντική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ, με συνέπεια να στηριχθεί η οικονομική ανάκαμψη η οποία παρουσιάζει στοιχεία δυναμισμού. Εντούτοις, ο ρυθμός πληθωρισμού δεν έχει προσεγγίσει ακόμη τιμές λίγο κάτω του 2%, κυρίως εξαιτίας του γεγονότος ότι οι μισθολογικές αυξήσεις στη ζώνη του ευρώ παραμένουν πολύ χαμηλές. Το Ευρωσύστημα θεωρεί ότι ο πληθωρισμός κατ' ανάγκη θα επανέλθει στα επιθυμητά επίπεδα αν η νομισματική πολιτική διατηρήσει την παρούσα ιδιαίτερος διευκολυντική κατεύθυνση χωρίς να αποκλείονται προσαρμογές στις παραμέτρους των μέσων νομισματικής πολιτικής, όπως αυτές που ανακοινώθηκαν τον Οκτώβριο του 2017 με βάση ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.*

#### ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Παρά το γεγονός ότι η ενιαία νομισματική πολιτική έχει επί μακρόν διατηρήσει πολύ διευκολυντική κατεύθυνση, ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ δεν έχει ακόμη προσεγγίσει επαρκώς, ούτε και προβλέπεται να προσεγγίσει κατά τα αμέσως επόμενα έτη, τα επιθυμητά επίπεδα λίγο κάτω του 2% που οριοθετούν τη σταθερότητα των τιμών στην οποία στοχεύει το Ευρωσύστημα. Μέχρι στιγμής, η νομισματική πολιτική, η οποία ενισχύθηκε περαιτέρω και εμπλουτίστηκε με νέα μέσα από το τέλος του α' εξαμήνου του 2014 και εξής, έχει συντελέσει σε σημαντική υποχώρηση (έναντι των τιμών πριν το β' εξάμηνο του 2014) του κόστους χρηματοδότησης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα και σε βελτίωση των λοιπών μη επιτοκιακών όρων δανεισμού και της εν γένει διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων. Η ενιαία νομισματική πολιτική έχει επίσης συντελέσει σε υποχώρηση του κόστους άντλησης κεφαλαίων εκ μέρους τόσο των τραπεζών όσο και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Παράλληλα με την εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, την ενίσχυση της

εμπιστοσύνης και τη συγκράτηση της υποχώρησης των πληθωριστικών προσδοκιών, οι οποίες συνδέονται με την άσκηση εξαιρετικώς διευκολυντικής πολιτικής εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, η προαναφερθείσα γενικευμένη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ τροφοδότησε την αναθέρμανση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία έχει πλέον λάβει σημαντική έκταση και εύρος. Παρά ταύτα, ο πυρήνας του πληθωρισμού παρουσίασε περιορισμένες και προσωρινές ενδείξεις ενίσχυσης.

Η στασιμότητα του πυρήνα του πληθωρισμού είναι συνέπεια κυρίως του ότι οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν πολύ χαμηλές, παρά το γεγονός ότι έχει επιτευχθεί σημαντική αύξηση της απασχόλησης στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης. Οι παράγοντες οι οποίοι κρατούν το ρυθμό ανόδου των μισθών δυσανάλογα χαμηλότερο από ό,τι στο παρελθόν, δεδομένης της αποκλιμάκωσης του ποσοστού ανεργίας, περιγράφονται στο Ειδικό θέμα III.1 του παρόντος κεφαλαίου και αφορούν κυρίως τις αγορές εργασίας στη ζώνη του ευρώ.

Υπό το φώς της επικράτησης πολύ χαμηλών ρυθμών πληθωρισμού και των εκτιμήσεων ότι δοθέντος αρκετού χρόνου αναπόφευκτα θα επέλθουν εντονότερες αυξήσεις μισθών και ημερομισθίων, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θεώρησε απολύτως απαραίτητο η ενιαία νομισματική πολιτική να διατηρήσει, και το 2017, εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση ώστε οι συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας της ζώνης του ευρώ να παραμείνουν πολύ χαλαρές. Έτσι, το Ευρωσύστημα δεν μετέβαλε τα βασικά του επιτόκια. Οι ανά εβδομάδα πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και οι ανά μήνα πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης συνέχισαν – και θα συνεχίσουν τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2020 – να διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της ρευστότητας προς χορήγηση στους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος (δηλ. κυρίως τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες).

Η διεξαγωγή από το Ευρωσύστημα του προγράμματος αγοράς τίτλων συνεχίστηκε από-

σκοπτα. Το ύψος των μηνιαίων καθαρών αγορών (δηλ. οι νέες αγορές τίτλων μείον τις λήξεις τίτλων κτηθέντων κατά το παρελθόν από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος) μειώθηκε από 80 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο σε 60 δισεκ. ευρώ την περίοδο Απριλίου-Δεκεμβρίου 2017. Τον Οκτώβριο του 2017 ανακοινώθηκε ότι οι μηνιαίες αγορές τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος θα περιοριστούν περαιτέρω στα 30 δισεκ. ευρώ από τον Ιανουάριο του 2018, ενώ η ενωρίτερη δυνατή ημερομηνία για μηδενισμό των καθαρών αγορών τίτλων μετατέθηκε στο Σεπτέμβριο του 2018. Εάν μέχρι εκείνη τη στιγμή οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό δεν υποδεικνύουν ευθυγράμμιση της πορείας του με το στόχο για σταθερότητα των τιμών, οι καθαρές αγορές θα εξακολουθήσουν σε θετικά επίπεδα. Ακόμη και αν το Σεπτέμβριο του 2018 καταστεί δυνατόν να μηδενιστούν οι καθαρές αγορές τίτλων, θα συνεχιστεί επί μακρόν μετά από αυτή την ημερομηνία, για όσο χρόνο χρειαστεί, η επανεπένδυση του προϊόντος της λήξης των τίτλων (δηλ. των αποπληρωμών κεφαλαίου αλλά όχι των καταβαλλόμενων τόκων), τους οποίους θα έχει μέχρι τότε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος, σε νέους τίτλους προκειμένου η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ να διατηρηθεί σε ικανό ύψος.

Όσον αφορά άλλες ενδείξεις για τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ανακοινώσει ότι θα διατηρήσει τα βασικά επιτόκια στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα για παρατεταμένη χρονική περίοδο και πάντως επί πολύ μετά το μηδενισμό των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος. Όπως προαναφέρθηκε, ως πλησιέστερη δυνατή ημερομηνία για το μηδενισμό των καθαρών αγορών πρόσφατα τέθηκε ο Σεπτέμβριος του 2018, συνεπώς τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα επίπεδα για μακρά περίοδο μετά από αυτό το χρονικό σημείο. Από τον Ιούνιο του 2017 και μετά το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεν περιλαμβάνει πλέον μεταξύ των ενδείξεων για τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματι-

κής πολιτικής το ενδεχόμενο περαιτέρω μειώσεων των βασικών επιτοκίων, καθώς το Διοικητικό Συμβούλιο κατέληξε στο συμπέρασμα ότι παρήλθε πλέον ο κίνδυνος εκδήλωσης φαινομένων αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, την αποτροπή των οποίων θα εξυπηρετούσε η περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο εξακολουθεί να δεσμεύεται να αυξήσει το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων ή και να παρατείνει το χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα συνεχίσει να διεξάγεται το πρόγραμμα, εάν οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα ή οι συνθήκες χρηματοδότησης χειροτερεύσουν στη ζώνη του ευρώ.

## Ι ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το βασικό πρόβλημα με το οποίο ήρθε αντιμετώπιτο το Ευρωσύστημα στη διάρκεια του 2017, όσον αφορά τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, είναι η αδυναμία επαρκούς ενίσχυσης του πυρήνα του πληθωρισμού. Πράγματι, το μέγεθος αυτό (όπως μετρείται λ.χ. από το ρυθμό αύξησης των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής) παρουσίασε οριακή και μόνον επιτάχυνση το 2017 (Οκτώβριος-Νοέμβριος 2017: 0,9%, γ' τρίμηνο 2017: 1,2%, μέσος όρος 2016: 0,9%) και δεν φαίνεται να έχει τεθεί σε διατηρήσιμη ανοδική τροχιά. Με τη σειρά της, η υποτονική εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση οφείλεται στο ότι το κόστος εργασίας αυξάνεται με χαμηλούς ρυθμούς (οι οποίοι βέβαια παρουσίασαν κάποια μικρή επιτάχυνση τελευταία) και τούτο παρά το γεγονός ότι το ποσοστό ανεργίας έχει σημειώσει αξιόλογη αποκλιμάκωση και έχει διαμορφωθεί στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 8 ετών (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.1).

Η παρατηρηθείσα κατά το 2017 μέχρι στιγμής αξιόλογη αύξηση του καταγραφόμενου ρυθμού πληθωρισμού (headline inflation), έναντι του 2016 (μέσος όρος 2016: 0,2%, μέσος όρος Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017: 1,6%), αντανakλά κυρίως άνοδο (μετά τις αρχές του 2016)

**Διάγραμμα III.1 Ποσοστό ανεργίας και αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμ. 2009-γ' τρίμ. 2017)**

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

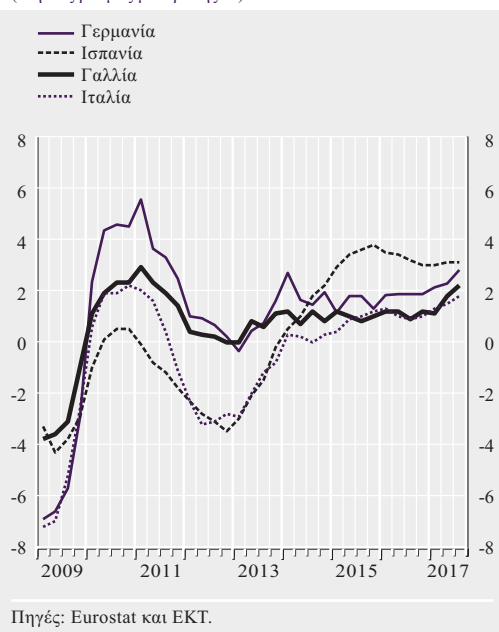
των τιμών του αργού πετρελαίου (τιμή βαρελιού Brent τον Ιανουάριο 2016: 28,4 ευρώ, το Νοέμβριο 2017: 53,1 ευρώ) και, μικρότερη σε έκταση, αύξηση των τιμών των τροφίμων. Με βάση τις πλέον πρόσφατες (Δεκέμβριος 2017) μακροοικονομικές προβολές, οι οποίες έχουν υποβληθεί στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,4% κατά μέσο όρο το 2018, 1,5% το 2019 και 1,7% κατά το έτος 2020. Σημειώνεται ότι οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό κατά το 2017 και τα επόμενα έτη αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω στο πλαίσιο των διαδοχικών γύρων προβλέψεων μεταξύ Μαρτίου και Σεπτεμβρίου 2017 –ακολούθως το Δεκέμβριο αναθεωρήθηκαν προς την αντίθετη κατεύθυνση– σε συνέπεια με τις διακυμάνσεις αφενός των τιμών του αργού πετρελαίου και αφετέρου της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Όσον αφορά ειδικότερα τον πυρήνα του πληθωρισμού, ο ρυθμός μεταβολής των τιμών που περιλαμβάνονται σ' αυτόν το δείκτη αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα σε 1,5% το 2019 και 1,8% το 2020. Σε αυτή την εξέλιξη θα

συμβάλει η επίδραση της εξαιρετικώς διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, που υποστηρίζει την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, με αποτέλεσμα περαιτέρω υποχώρηση της ανεργίας και συνακόλουθη, μετά από χρονική υστέρηση, άνοδο των μισθών και ημερομισθίων, η οποία αποτελεί προϋπόθεση για αναθέρμανση του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού.

Επισημαίνεται ότι η οικονομική άνοδος στη ζώνη του ευρώ έχει διαρκέσει πλέον επί μακρόν, είναι δε ταχύτερη από ό,τι αναμενόταν αρχικά. Σημειώνεται επίσης το γεγονός ότι η οικονομική ανάκαμψη έχει επεκταθεί σε πλείστους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας και σε όλα ανεξαιρέτως τα κράτη-μέλη – με σύγκλιση μεταξύ των εθνικών οικονομιών του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και της απασχόλησης προς τα υψηλότερα επίπεδα (βλ. Διαγράμματα III.2 και III.3). Τα χαρακτηριστικά αυτά καταδεικνύουν την ευρωστία της ανάκαμψης και αποτελούν σαφείς ενδείξεις ότι είναι ζήτημα χρόνου να υλοποιηθεί η επιδιωκόμενη επιτάχυνση του πληθωρισμού και κατ' επέκταση η αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών στη Νομισματική Ένωση. Κατά συνέπεια, στις συνεδριάσεις του μεταξύ Ιανουαρίου και Δεκεμβρίου 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιβεβαίωσε ότι (όπως είχε τονίσει επανειλημμένα ήδη μετά τις αρχές του 2016) είναι αναγκαίο να επιμείνει στη διατήρηση εξαιρετικώς διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, μέχρι να εξασφαλιστεί ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού έχει ενισχυθεί επαρκώς. Η ενίσχυση του πυρήνα του πληθωρισμού θεωρείται εκ των ων ουκ άνευ ώστε ο καταγραφόμενος πληθωρισμός να τεθεί σε πορεία προσέγγισης επιπέδων λίγο κάτω του 2%, η παγίωση των οποίων αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει καθορίσει ότι η προσέγγιση αυτή απαιτείται να είναι διατηρήσιμη αυτοδυνάμως, πράγμα που σημαίνει ότι θα πρέπει να είναι ανταπόδεικτο ότι η προσέγγιση επιπέδων λίγο κάτω του 2% θα συνεχιστεί ακόμη και χωρίς υποστήριξη από νομισματική

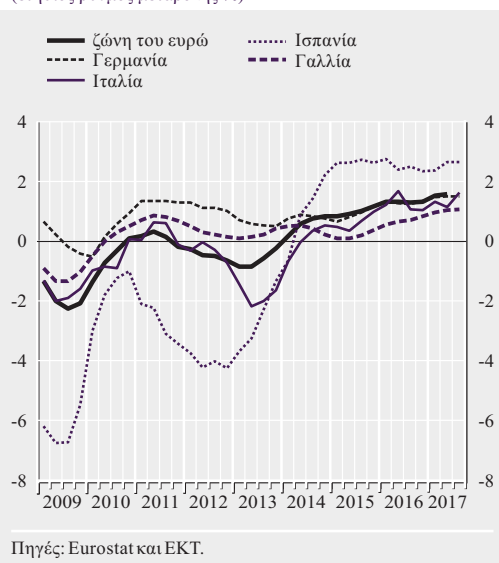
**Διάγραμμα III.2 Πραγματικό ΑΕΠ σε χώρες της ζώνης του ευρώ (α' τρίμ. 2009-γ' τρίμ. 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



**Διάγραμμα III.3 Συνολική απασχόληση με βάση τον αριθμό εργαζομένων (α' τρίμ. 2009-γ' τρίμ. 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

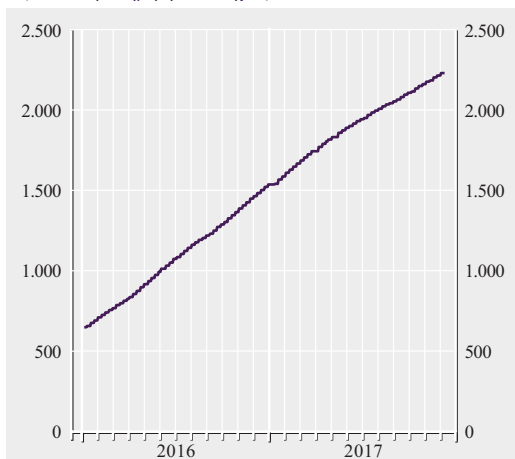


πολιτική με πολύ επεκτατικό χαρακτήρα, δηλ. ακόμη και χωρίς την επικράτηση πολύ χαλαρών συνθηκών χρηματοδότησης στην οικονομία.

Κατά τη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι η παρατηρηθείσα, από τις αρχές του έτους μέχρι εκείνη τη στιγμή, ανοδική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, δημιουργούσε κινδύνους παρακώλυσης της επιδιωκόμενης από το Ευρωσύστημα πορείας προσέγγισης προς τη σταθερότητα των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι θα παρακολουθεί αυτή την εξέλιξη η οποία, ιδίως στο μέτρο που οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος σε εξωγενείς παράγοντες (όπως μια παγκόσμια όξυνση της αβεβαιότητας) παρά στην ενδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, υπάρχουν περιθώρια να επιφέρει δυσμενή μεταβολή στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στη Νομισματική Ένωση, επηρεάζοντας έτσι τις μακροπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό. Τον Οκτώβριο όπως και το Δεκέμβριο του 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ο βαθμός βεβαιότητας με τον οποίο μπορεί να υποστηριχθεί ότι ξεκινά πλέον η σταδιακή πορεία προς την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών στη Νομισματική Ένωση ενισχύθηκε. Η ενίσχυση αυτή του βαθμού βεβαιότητας πηγάζει από τη διαπίστωση των χαρακτηριστικών που, όπως προαναφέρθηκε, έχει η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ, την καταγραφόμενη συρρίκνωση του μέρους του παραγωγικού δυναμικού το οποίο, καθώς παραμένει αδρανές, εμφανίζεται ως πλεονάζον, την προαναφερθείσα ομολογουμένως μικρή επιτάχυνση του πυρήνα του πληθωρισμού (η οποία μάλιστα αναστράφηκε μερικώς κατά το τρίμηνο Σεπτεμβρίου-Νοεμβρίου 2017, εν μέρει λόγω της επίδρασης ειδικών παραγόντων) και τη διαπίστωση ότι η μετάδοση της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος δεν συναντά εμπόδια, αλλά αντίθετα συμβάλλει αποτελεσματικά στη διαμόρφωση πολύ ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Η αξιολόγηση των ανωτέρω εξελίξεων από το Διοικητικό Συμβούλιο επιτρέπει, από το 2018 και εξής, τη μείωση των καθαρών κατά μήνα οριστικών (outright) αγορών χρεογράφων (δηλ. κατ' ουσίαν της διαφοράς νέων αγορών χρεογράφων μείον τις λήξεις χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία

**Διάγραμμα III.4 Παροχή ρευστότητας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) (1 Ιανουαρίου 2016-1 Δεκεμβρίου 2017)**

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς, βλ. Διάγραμμα III.4).

Το Διοικητικό Συμβούλιο επανειλημμένως σημείωσε στη διάρκεια του 2017 ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν στα παρόντα ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει τονίσει σε πολλές ευκαιρίες ότι τυχόν ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων στο μέλλον ή περιορισμός της έκτασής του, όπως αυτός που έχει ανακοινωθεί ότι θα επέλθει από τον Ιανουάριο του 2018, δεν θα συνδυαστεί αυτόματως με αύξηση των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος. Τα βασικά επιτόκια θα παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα και μετά την πλησιέστερη δυνατή ημερομηνία για ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς. Προς τα τέλη του έτους (στο πλαίσιο της συνεδριάσής του τον Οκτώβριο) το Διοικητικό Συμβούλιο μετέθεσε την ημερομηνία αυτή από το Δεκέμβριο του 2017 στο Σεπτέμβριο του 2018. Ήδη από τα τέλη του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει αναλάβει δέσμευση να προβεί σε εκ νέου αύξηση των μηνιαίων αγορών τίτλων υπό το πρόγραμμα αγοράς ή και να παρατείνει το χρονικό διάστημα κατά τη διάρκεια του

οποίου θα συνεχίσει να διεξάγεται το εν λόγω πρόγραμμα, σε περίπτωση που οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη Νομισματική Ένωση παύσουν να είναι ευνοϊκές ή σε περίπτωση που οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες μεταβληθούν έτσι ώστε να παύσουν να προάγουν την τόνωση των πληθωριστικών πιέσεων. Επειδή ο κίνδυνος η ζώνη του ευρώ να εισέλθει σε διαδικασία αποπληθωρισμού – με καταστροφικά αποτελέσματα για τη λειτουργία της οικονομίας – θεωρήθηκε ότι είχε παρέλθει πλέον, από τα μέσα του 2017 και μετά, το Διοικητικό Συμβούλιο σταμάτησε να προδιαγράφει, στο πλαίσιο των ενδείξεων τις οποίες παρέχει για την πιθανή εξέλιξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (forward guidance), ενδεχόμενη περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων. Το ενδεχόμενο αυτό περιλαμβανόταν στις εν λόγω ενδείξεις (οι οποίες παρέχονται προς καθοδήγηση των αγορών και συνεπώς περιτολή της αβεβαιότητας), ως εξασφάλιση έναντι της εκδήλωσης ακραίων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών.

Τα βασικά επιτόκια παρέμειναν καθ' όλη τη διάρκεια του 2017 στα επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί μετά τη μείωση του Μαρτίου 2016: ειδικότερα, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων παρέμεινε σε επίπεδο 40 μονάδων βάσης κάτω από το μηδέν. Συνεχίστηκε η τακτική διεξαγωγή των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης ανά εβδομάδα και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ανά μήνα. Το Μάρτιο του 2017 διενεργήθηκε η τελευταία από τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO) οι οποίες είχαν προγραμματιστεί κατά τα προηγούμενα έτη.

Η διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων συνεχίστηκε απρόσκοπτα το 2017. Το ύψος των μηνιαίων νέων αγορών τίτλων κυμάνθηκε, όπως είχε καθοριστεί στα τέλη του 2016, γύρω στα 60 δισεκ. ευρώ από τον Απρίλιο του 2017 (μέχρι τότε οι μηνιαίες αγορές ήταν 80 δισεκ. ευρώ). Τον Οκτώβριο του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι από την αρχή του 2018 οι αγορές τίτλων θα μειωθούν περαιτέρω σε 30 δισεκ. ευρώ μηνιαίως.

Παράλληλα, το Ευρωσύστημα εξακολούθησε να επανεπενδύει, μέσω νέων αγορών τίτλων, το προϊόν της εξόφλησης τίτλων τους οποίους είχε αποκτήσει παλαιότερα μέσω του προγράμματος (σε αντιδιαστολή με τους τίτλους οι οποίοι έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο της επένδυσης ιδίων κεφαλαίων των εθνικών κεντρικών τραπεζών κ.ο.κ.). Υπενθυμίζεται ότι η δέσμευση αυτή του Ευρωσυστήματος να επανεπενδύει σε τίτλους αφορά το εξοφλούμενο κεφάλαιο και όχι τα τοκομερίδια τα οποία αποδίδουν τα εν λόγω χρεόγραφα στο χαρτοφυλάκιό του.

Τον Οκτώβριο του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι η πολιτική επανεπένδυσης πρόκειται να εφαρμοστεί για κάποιο χρονικό διάστημα και μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα αποφασίσει να σταματήσει να επαυξάνει (προβαίνοντας σε θετικές καθαρές αγορές τίτλων) το χαρτοφυλάκιό του στο πλαίσιο του προγράμματος. Η διάρκεια του χρονικού αυτού διαστήματος δεν θα περιοριστεί εκ των προτέρων, θα εκτείνεται όσο χρειαστεί για την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και αναμένεται εκ προοιμίου να είναι παρατεταμένη. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξήγησε και πάλι σε αυτή την ευκαιρία ότι η πολιτική επανεπένδυσης θα συμβάλει στη διατήρηση άφθονης ρευστότητας και εν γένει της κατάλληλης κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Ανακοινώθηκε επίσης ότι το προϊόν της ωρίμανσης τίτλων που έχουν εκδοθεί από το δημόσιο τομέα ενός κράτους-μέλους θα επανεπενδύεται σε χρεόγραφα του ίδιου κράτους-μέλους. Επίσης διευκρινίστηκε ότι η επανεπένδυση δεν θα καθυστερεί, αλλά θα ακολουθεί αμέσως μετά την ωρίμανση των τίτλων. Επιτρέπεται αναβολή της επανεπένδυσης μόνο επί δίμηνο μετά τη λήξη των τίτλων σε περίπτωση που αυτό καθίσταται αναγκαίο για τη διατήρηση ομαλών συνθηκών ρευστότητας στις αγορές τίτλων.

Το Ευρωσύστημα έχει επιφέρει γενικευμένη αποκλιμάκωση του κόστους χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση και έχει προαγάγει τη διεύρυνση της διαθεσιμότητας χρηματοδο-

**Διάγραμμα III.5 Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για δάνεια προς επιχειρήσεις και για στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ**



Πηγή: ECB, Bank Lending Survey.  
 Σημείωση: Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια "αυστηροποιήθηκαν σημαντικά" ή "αυστηροποιήθηκαν κάπως" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "χαλάρωσαν κάπως" ή "χαλάρωσαν σημαντικά".

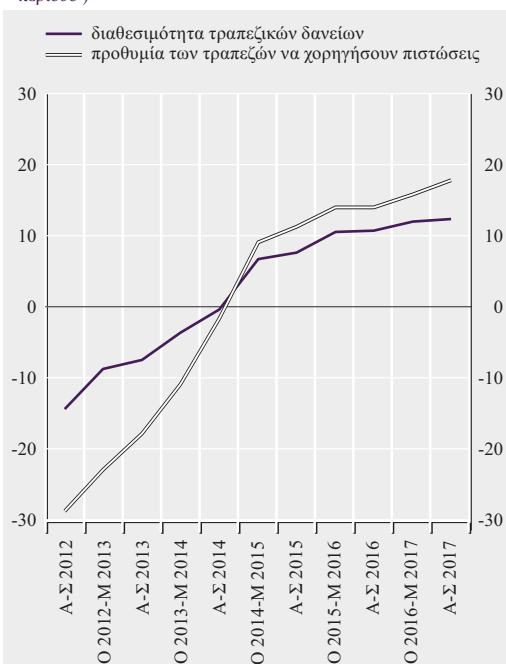
τικών πόρων και την ενίσχυση των καταγράφόμενων ροών χρηματοδότησης (βλ. Διαγράμματα III.5 και III.6). Ενδεικτικά, η υποχώρηση του κόστους τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από το τραπεζικό σύστημα μεταξύ α' εξαμήνου του 2014 και γ' τριμήνου του 2017 προσέγγισε τη 1,5 ποσοστιαία μονάδα. Το σύνθετο κόστος χρηματοδοτικών πόρων, το οποίο εκτός από την τραπεζική πίστη ενσωματώνει το κόστος των κεφαλαίων που αντλούν οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μέσω εκδόσεων ομολογιακών τίτλων και μετοχών, επίσης έχει καταγράψει μείωση σε σχέση με την περίοδο πριν από τα μέσα του 2014.

Ο περιορισμός του κόστους χρηματοδότησης έχει υποβοηθήσει τη διαδικασία απομόχλευσης στην οικονομία της ζώνης του ευρώ. Έτσι, για πρώτη φορά από το 1999 η άνοδος της συνολικής δαπάνης καταγράφεται ταυτόχρονα με περιορισμό της συνολικής δανειακής επι-



### Διάγραμμα III.6 Εκτιμήσεις μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ

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



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

1 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν στα σχετικά ερωτήματα της έρευνας ότι η διαθεσιμότητα δανείων/η προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν δάνεια αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα/η προθυμία των τραπεζών μειώθηκε.

2 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τις περιόδους Απριλίου-Σεπτεμβρίου και Οκτωβρίου-Μαρτίου.

βάρυνσης (επιχειρήσεων και νοικοκυριών ως ποσοστού του ΑΕΠ). Εξάλλου, η υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης έχει ως αποτέλεσμα ενίσχυση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, εξέλιξη που επίσης ενθαρρύνει τις ιδιωτικές επενδύσεις. Μάλιστα, τελευταία (Δεκέμβριος 2017) το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ενισχύονται εκτός από τις επενδύσεις σε εξοπλισμό και οι επενδύσεις σε κατοικίες. Επιπλέον, η παρατηρούμενη άνοδος του ιδιωτικού διαθέσιμου εισοδήματος, λόγω αφενός της αύξησης της απασχόλησης και αφετέρου της ανόδου της αξίας της περιουσίας των νοικοκυριών, οδηγεί σε ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης, επιπλέον της αύξησης των δαπανών για διαρκή καταναλωτικά αγαθά η οποία προκύπτει από τη

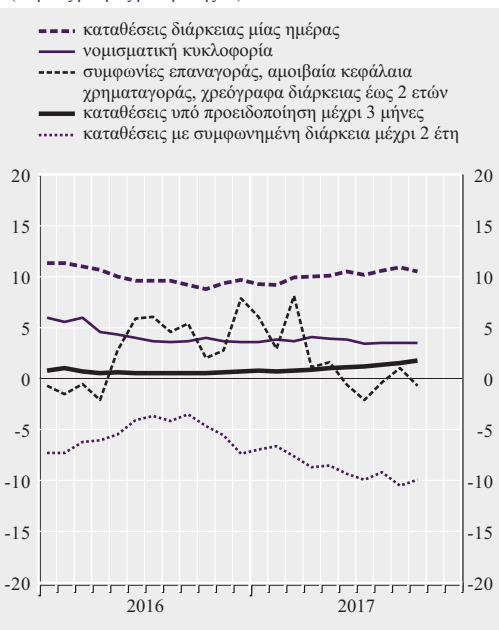
μείωση των πραγματικών επιτοκίων. Τέλος, εκτός της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, διακρίνονται και άλλοι παράγοντες που τροφοδότησαν την οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ, όπως η υποχώρηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου κυρίως κατά τη διετία 2014-2015 και, πιο πρόσφατα, η ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου.

Όπως είναι γνωστό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο διασταύρωσης (cross-checking) των συμπερασμάτων από την οικονομική ανάλυση την οποία διεξάγει με τις ενδείξεις που παρέχει η νομισματική ανάλυση, δηλ. κατά βάση η ανάλυση των νομισματοπιστωτικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ. Όπως προαναφέρθηκε, η εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ροής χρηματοδοτικών πόρων προς την πραγματική οικονομία κυρίως από το τραπεζικό σύστημα, όπως είναι συνεπές με την παρατηρηθείσα σημαντική τόνωση των ετήσιων ρυθμών μεταβολής ορισμένων νομισματικών μεγεθών. Οι εξελίξεις αυτές είναι ενδεικτικές διαμόρφωσης συνθηκών πρόσφορων για την περαιτέρω ενίσχυση του πληθωρισμού.

Η ταχεία αύξηση της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια M3 συνεχίζεται μέχρι στιγμής το 2017 (μέσος ετήσιος ρυθμός ενδεκαμήνου: 4,9%, μέσος ετήσιος ρυθμός την περίοδο 2010-2013: 1,8%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην άνοδο του υπολοίπου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (βλ. Διάγραμμα III.7) ως συνέπεια της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ και του γεγονότος ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, όπως επίσης και εν γένει οι αποδόσεις επί των εναλλακτικών προς το χρήμα χρηματοπιστωτικών στοιχείων, παρέμειναν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα. Από την άλλη πλευρά, το γεγονός ότι πολλά επιτόκια έχουν διαμορφωθεί σε αρνητικά επίπεδα δεν οδήγησε σε υπερβολική, σε σχέση με το παρελθόν, αύξηση της ζήτησης τραπεζογραμματίων. Η εξέλιξη των επιτοκίων, ωστόσο, δικαιολογεί επίσης τη συνέχιση

**Διάγραμμα III.7 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



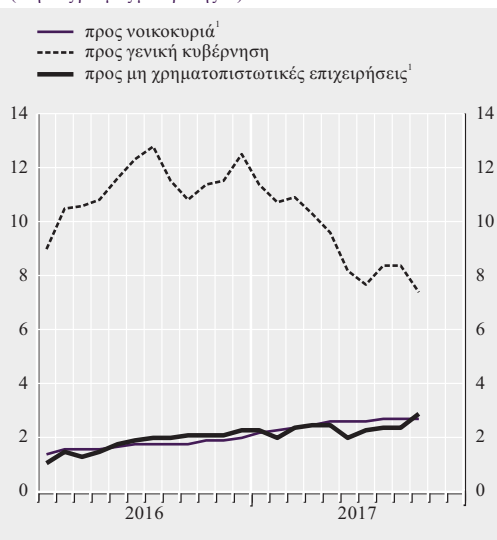
Πηγή: EKT.

κατά το 2017 της υποχώρησης του υπολοίπου τόσο των καταθέσεων προθεσμίας όσο και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση (μεγάλο μέρος των οποίων περιλαμβάνεται στο M3).

Στον ισολογισμό του τραπεζικού συστήματος, η άνοδος του χρήματος με την ευρεία έννοια, η οποία ισοδυναμεί με αύξηση των υποχρεώσεων του πιστωτικού συστήματος (κατ' ακρίβεια του τομέα των NXI, ο οποίος περιλαμβάνει, εκτός των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών, τις κεντρικές τράπεζες, δηλ. το Ευρωσύστημα, καθώς επίσης και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς) αντικρίστηκε κυρίως από αύξηση της εγχώριας τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διαγράμματα III.8 και III.9). Η εξέλιξη αυτή είναι απότοκος της επίδρασης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Εξάλλου, ένα σημαντικό μέρος της ανόδου του M3 αντικρίστηκε από αύξηση της πιστωτικής επέκτασης εκ μέρους των NXI προς το δημόσιο τομέα. Λαμβάνοντας υπόψη

**Διάγραμμα III.8 Τραπεζική χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



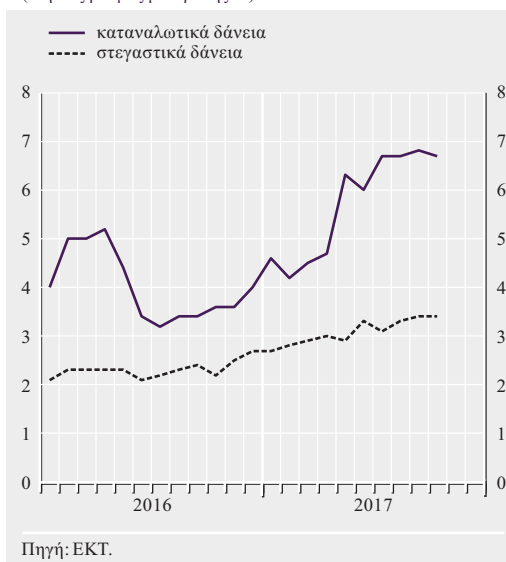
Πηγή: EKT.

<sup>1</sup> Οι ρυθμοί μεταβολής για τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν προσαρμοστεί για τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί ή μεταβιβαστεί, καθώς και για τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων που παρέχουν τα NXI σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

ότι το Ευρωσύστημα περιλαμβάνεται στα NXI, προκύπτει ότι η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα αντανάκλα κυρίως το γεγονός ότι οι τίτλοι του δημόσιου τομέα τους οποίους απέκτησε το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς δεν ήταν προηγουμένως αποκλειστικά στην κυριότητα των λοιπών (εκτός Ευρωσυστήματος) NXI αλλά, σε μεγάλη έκταση, προέρχονταν από τα χαρτοφυλάκια επενδυτών εκτός ζώνης του ευρώ. Από την άλλη πλευρά, η άνοδος του ενεργητικού του τομέα των NXI συγκρατήθηκε εξαιτίας της υποχώρησης των καθαρών απαιτήσεων του εν λόγω τομέα έναντι του εξωτερικού της ζώνης του ευρώ. Και αυτή η εξέλιξη συνδέεται με τη διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς και ειδικότερα με το ότι το πρόγραμμα προκάλεσε ανακατανομές χαρτοφυλακίων εκ μέρους τόσο των εγχώριων επενδυτών όσο και των επενδυτών εκτός Νομισματικής Ένωσης εις βάρος των τίτλων που έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ και υπέρ

**Διάγραμμα III.9 Τραπεζική χρηματοδότηση προς νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



αντίστοιχων τίτλων που είναι εκφρασμένοι σε ξένα νομίσματα και έχουν εκδοθεί στο εξωτερικό. Τέλος, με δεδομένη την εξέλιξη του

ενεργητικού του τομέα των ΝΧΙ η οποία περιγράφηκε παραπάνω, η αύξηση του Μ3 υποβοηθήθηκε από το γεγονός ότι περιορίστηκε το ύψος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των ΝΧΙ εκτός ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών, δηλ. των καταθέσεων προθεσμίας και των ομολόγων που έχουν εκδώσει τα ΝΧΙ με αρχική διάρκεια άνω των 2 ετών και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών (στοιχεία τα οποία δεν περιλαμβάνονται στο Μ3, καθώς θεωρείται ότι χαρακτηρίζονται κατ' αρχήν από σχετικά μικρότερο βαθμό ρευστότητας). Η εξέλιξη αυτή σχετίζεται τόσο με τη γενική υποχώρηση των επιτοκίων και των αποδόσεων όσο και με τη διενέργεια καθαυτή των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, δεδομένου ότι οι τράπεζες υποκατέστησαν την άντληση κεφαλαίων μέσω της συγκέντρωσης μακροπρόθεσμων καταθέσεων ή της έκδοσης ομολόγων με συμμετοχή στις στοχευμένες πράξεις μέσω των οποίων ήταν δυνατόν να αντλήσουν χρηματοδότηση, μέχρι και τετραετούς διάρκειας, από το Ευρωσύστημα.

**Ειδικό θέμα III.1**

**ΓΙΑΤΙ ΚΑΘΥΣΤΕΡΕΙ ΝΑ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΘΕΙ Η ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Η επιτάχυνση του κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ είναι μέχρι στιγμής συγκρατημένη σε σύγκριση με τις αυξήσεις μισθών, ημερομισθίων και τιμών τελικών προϊόντων που θα επέφερε η παρατηρηθείσα μείωση της ανεργίας, αν ίσχυαν οι κανονικότητες του παρελθόντος. Απόκλιση από τις κανονικότητες του παρελθόντος όσον αφορά τη σχέση πληθωρισμού και ανεργίας παρατηρείται τελευταία και σε άλλες οικονομίες και, από πλευράς οικονομικής θεωρίας, συνιστά μετατόπιση της καμπύλης Phillips συνδυασμένη με μεταβολή της κλίσης της προς περισσότερο οριζόντιο προσανατολισμό.<sup>1</sup>

Η εφαρμογή στη ζώνη του ευρώ νομισματικής πολιτικής με πολύ διευκολυντική κατεύθυνση επέτυχε αποκλιμάκωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης είχε ως συνέπεια να αναθερμανθεί η οικονομική δραστηριότητα, να διαμορφωθεί σε ιστορικά υψηλά επίπεδα ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργασιακού δυναμικού και να καταγραφεί σημαντική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας. Ωστόσο, η ενδυνάμωση του πυρήνα του πληθωρισμού την οποία προκάλεσε η άνοδος της αμοιβής της εργασίας στη ζώνη του ευρώ ήταν σχετικά περιορισμένη. Αυτό το φαινόμενο αποδίδεται από την ΕΚΤ στη συνδυασμένη επίδραση σειράς παραγόντων:

<sup>1</sup> Βλ. ομιλία του Sir Jon Cunliffe, υποδιοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας, με τίτλο "The Phillips curve: lower, flatter or in hiding?", 14.11.2017.

*Κατά πρώτον*, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας, ο οποίος καθορίζει, τουλάχιστον σε μεσομακροπρόθεσμη βάση, τον εφικτό ρυθμό αύξησης των πραγματικών μισθών, έχει επιβραδυνθεί τις τελευταίες δεκαετίες διεθνώς.<sup>2</sup> Το φαινόμενο παρατηρείται, ωστόσο, εντονότερα στην Ευρώπη κατά τα έτη από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007) και εξής. Ένας από τους μηχανισμούς που συμβάλλουν σε αυτή την εξέλιξη συνδέεται με την εντεινόμενη αποστροφή των επιχειρήσεων προς τον κίνδυνο υπό συνθήκες έντονης αβεβαιότητας, όπως τα τελευταία χρόνια στη ζώνη του ευρώ. Αυτό αποθαρρύνει το σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου και έτσι αποβαίνει εις βάρος της ανόδου της παραγωγικότητας στην οικονομία.<sup>3</sup>

*Κατά δεύτερον*, φαίνεται ότι, υπό τις παρούσες συνθήκες, η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας και ο ρυθμός ανόδου της απασχόλησης υπερεκτιμούν τη στενότητα στην αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Ένα σημαντικό μέρος της επιτεχνθείσας, από τις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, ανόδου της απασχόλησης αφορά κατά το 1/3 θέσεις εργασίας με συμβάσεις ορισμένου χρόνου και κατά το 1/4 μερική απασχόληση. Αντιθέτως, ο αριθμός των πλήρως απασχολουμένων, με συμβάσεις αορίστου χρόνου, έχει μειωθεί στη ζώνη του ευρώ κατά τα τελευταία έτη, ενώ οι ώρες εργασίας ανά εργαζόμενο παρουσιάζουν στασιμότητα.<sup>4</sup> Όσοι έχουν ευέλικτες μορφές απασχόλησης παρουσιάζουν μικρότερη ροπή προς μισθολογικές διεκδικήσεις από ό,τι οι μονίμως απασχολούμενοι. Προτεραιότητα για πολλούς από τους μερικώς απασχολούμενους, δηλ. γι' αυτούς για τους οποίους το περιορισμένο ωράριο δεν είναι αποτέλεσμα προσωπικής επιλογής, αποτελεί η αύξηση των ωρών που απασχολούνται και αμείβονται στο πλαίσιο των συμβάσεων μερικής απασχόλησης ή και η μετεξέλιξη των συμβάσεων αυτών σε αορίστου χρόνου, σε αντιδιαστολή με την αύξηση του ωρομισθίου. Εξάλλου, οι εργαζόμενοι υπ' αυτούς τους όρους συνήθως δεν εκπροσωπούνται από συνδικαλιστικά όργανα, με συνέπεια να έχουν σχετικά πολύ πιο περιορισμένες δυνατότητες να διεκδικήσουν μισθολογικές αυξήσεις. Ακόμη όμως και αυτές οι εργατικές ενώσεις, υπό συνθήκες έντονης αβεβαιότητας, όπως τα τελευταία χρόνια στη ζώνη του ευρώ, αποφεύγουν να επιμείνουν σε μισθολογικές αυξήσεις προκειμένου να διαφυλαχθούν αποτελεσματικότερα οι θέσεις εργασίας.

*Κατά τρίτον*, πολλές συμβάσεις εργασίας προβλέπουν αναπροσαρμογή του ύψους των αποδοχών των εργαζομένων σύμφωνα με τον πληθωρισμό, συχνά με βάση το ρυθμό μεταβολής του γενικού επιπέδου των τιμών που καταγράφηκε στο σχετικώς πρόσφατο παρελθόν (τιμαριθμοποίηση). Υπάρχουν μάλιστα ενδείξεις ότι η διάδοση της τιμαριθμοποίησης αυξάνεται σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ.<sup>5</sup> Δεδομένου ότι οι ρυθμοί πληθωρισμού που καταγράφηκαν κατά τα τελευταία έτη είναι εξαιρετικώς χαμηλοί, μέσω της τιμαριθμοποίησης οι μισθολογικές αυξήσεις συγκρατούνται μηχανικά σε πολύ χαμηλά επίπεδα επί του παρόντος.

*Κατά τέταρτον*, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, που εφαρμόστηκαν στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης, έχουν βελτιώσει την ελαστικότητα της αγοράς εργασίας.<sup>6</sup> Εξ ορισμού, η βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας συνεπάγεται ότι τυχόν αυξήσεις της συνολικής ζήτη-

2 Στο απλούστατο μικροοικονομικό υπόδειγμα ισορροπίας υπό συνθήκες τέλει ανταγωνισμού, η αμοιβή της εργασίας σε πραγματικούς όρους εξισώνεται με την παραγωγικότητα (κατ' ακρίβεια το οριακό προϊόν της εργασίας, συνεπώς ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας, καθορίζει το ρυθμό ανόδου των πραγματικών μισθών. Σε πιο σύνθετα υποδείγματα για το σύνολο της οικονομίας, βλ. άρθρο στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ του Ιανουαρίου του 2008 με τίτλο "Productivity developments and monetary policy", αναγνωρίζονται δύο αντίρροπες επιδράσεις της εξέλιξης της παραγωγικότητας στο ρυθμό πληθωρισμού, μία θετική και μία αρνητική. Ποια από τις δύο επιδράσεις υπερισχύει εξαρτάται από μια σειρά παραγόντων (όπως από τη μονιμότητα της μεταβολής της παραγωγικότητας κ.λπ.).

3 Βλ. ομιλία του κ. Benoît Cœuré, μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, με τίτλο "Scars or scratches? Hysteresis in the euro area", 19.5.2017.

4 Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, 3/2017, Box 3, "Assessing labour market slack".

5 Βλ. Banca d'Italia, *Economic Bulletin*, Ιανουάριος 2017, Box: "Private sector contract renewals in 2016".

6 Βλ. ομιλία του κ. Mario Draghi, προέδρου της ΕΚΤ, με τίτλο "Accompanying the economic recovery", 27.6.2017.

σης στη ζώνη του ευρώ συνδέονται σε μικρότερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν με άνοδο του εργατικού κόστους και, αντίθετα, σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν με αύξηση της προσφοράς εργασίας. Πράγματι, στη ζώνη του ευρώ έχει καταγραφεί αξιόλογη άνοδος του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό (participation rate). Οι μεταναστευτικές ροές έχουν συμβάλει και αυτές σε ενίσχυση της προσφοράς εργασίας σε ορισμένα κράτη-μέλη με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που παρουσιάζουν υπερβάλλουσα ζήτηση για εργατικά χέρια. Σημειώνεται επίσης ότι σε πολλές περιπτώσεις οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις συνέτειναν ώστε να περιοριστεί η σχετική σημασία των συλλογικών διαπραγματεύσεων σε κλαδικό επίπεδο, υπέρ της διαπραγμάτευσης μεταξύ εργαζόμενων και εργοδοτών σε επίπεδο μεμονωμένων επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να υποβοηθηθεί η ευκαμψία των μισθών και ημερομισθίων προς τα κάτω. Από την άλλη πλευρά, οι διαρθρωτικές πολιτικές στις αγορές προϊόντων πρέπει να συνέβαλαν σε συμπίεση των περιθωρίων κέρδους, συνεπώς η εξέλιξη του εργατικού κόστους ενδέχεται να μη μπορεί πλέον να επηρεάσει τις τιμές των τελικών προϊόντων όσο άμεσα τις επηρέαζε στο παρελθόν.

*Κατά πέμπτον*, η διατήρηση των τιμών του αργού πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα μέχρι πολύ πρόσφατα (μετά την απότομη υποχώρηση κατά τη διετία 2014-2015) συνέβαλε στην άσκηση καθοδικών πιέσεων όχι μόνο στον καταγραφόμενο ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού (headline inflation), αλλά και στον πυρήνα του πληθωρισμού (core inflation).<sup>7</sup> Παρότι για την κατάρτιση του πυρήνα του πληθωρισμού δεν περιλαμβάνονται στο δείκτη οι τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, ο δείκτης εξακολουθεί να επηρεάζεται δευτερογενώς από τις παρελθούσες μειώσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Αυτό συμβαίνει διότι η πτώση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων έχει ασκήσει επίδραση λ.χ. στις διεθνείς τιμές παραγωγού και ως εκ τούτου στις τιμές των τελικών προϊόντων της εγχώριας βιομηχανίας, οι οποίες βεβαίως περιλαμβάνονται στο δείκτη για τον πυρήνα του πληθωρισμού.

Η ΕΚΤ εκτιμά ότι η επίδραση των προαναφερθέντων πέντε παραγόντων, που κρατούν τον πληθωρισμό πολύ χαμηλό, θα αμβλυνθεί με το πέρασμα του χρόνου και μάλιστα καθώς η ανάκαμψη θα διευρύνεται περαιτέρω. Έτσι είναι εύλογο να αναμένεται ότι η δυναμική του πληθωρισμού θα ενισχυθεί τελικά, αρκεί το Ευρωσύστημα να μη μετριάσει πρόωρα την ώθηση την οποία παρέχει στη συνολική ζήτηση η ενιαία νομισματική πολιτική. Για παράδειγμα, υποστηρίζεται ότι η διάδοση της μερικής απασχόλησης και των συμβάσεων εργασίας ορισμένου χρόνου θα περιοριστεί, όταν εδραιωθεί η πεποίθηση μεταξύ των επιχειρήσεων ότι οι ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ θα διατηρηθούν σε ικανοποιητικά επίπεδα κατά το μεσοπρόθεσμο τουλάχιστον μέλλον. Πράγματι, η διαθεσιμότητα ευέλικτων μορφών απασχόλησης, αντί για μόνιμες θέσεις εργασίας με πλήρες ωράριο, αντανάκλα το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις διακατέχονται από αβεβαιότητα όσον αφορά τις προοπτικές της ζήτησης για τα προϊόντα που παράγουν. Εφόσον η αβεβαιότητα υποχωρήσει, όσοι επιθυμούν κατ' αρχάς να εργάζονται περισσότερες ώρες θα ικανοποιηθούν, περισσότεροι εργαζόμενοι θα μονιμοποιηθούν και πολλοί, οι οποίοι επί του παρόντος δεν καταμετρούνται καν ως άνεργοι, επειδή αποθαρρυνμένοι έχουν εγκαταλείψει την αναζήτηση εργασίας, θα καταστεί δυνατόν να βρουν απασχόληση και να επανενταχθούν στο εργατικό δυναμικό. Το επόμενο βήμα, εφόσον εξακολουθήσει να ενισχύεται η ζήτηση εργασίας, είναι όσες επιχειρήσεις θεωρούν αναγκαίο να προσελκύσουν επιπλέον υπαλλήλους να αρχίσουν να αυξάνουν τις προσφερόμενες αμοιβές κ.ο.κ. Εξάλλου, ήδη αναφέρονται ελλείψεις προσωπικού με συγκεκριμένες δεξιότητες στη Γερμανία, ενώ το γεγονός ότι ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού επιταχύνθηκε το τρέχον έτος έναντι του προηγούμενου έτους αναγκαστικά θα έχει ως συνέπεια

7 Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, 4/2017, άρθρο με τίτλο "Domestic and global drivers of inflation in the euro area".

να χορηγηθούν μεγαλύτερες μισθολογικές αυξήσεις στο άμεσο μέλλον στις περιπτώσεις όπου οι συμβάσεις εργασίας ενσωματώνουν τιμαριθμοποίηση.

Τέλος, ιδιαίτερη σημασία για την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο να κατευθύνει τη ζώνη του ευρώ προς τη σταθερότητα των τιμών έχει η επιτευχθείσα συγκράτηση της υποχώρησης των πληθωριστικών προσδοκιών. Όπως αναπαριστάται με την παραδοσιακή καμπύλη Phillips, όσο περισσότερο υποχωρεί ο αναμενόμενος πληθωρισμός, τόσο χαμηλότερος είναι ο ρυθμός αύξησης της ονομαστικής αμοιβής της εργασίας και κατ' επέκταση των τιμών των τελικών προϊόντων. Κατά συνέπεια, εάν η πολιτική του Ευρωσυστήματος δεν είχε συγκρατήσει την υποχώρηση του μεσομακροπρόθεσμα αναμενόμενου πληθωρισμού, η απόκλιση από τη σταθερότητα των τιμών θα ήταν μεγαλύτερη και θα καθίστατο μόνιμη.<sup>8</sup>

8 Βλ. Buseti F., D. Delle Monache, A. Gerali and A. Locarno (2017), "Trust, but verify. De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity", ECB Working paper 1994.

## IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το 2017 χαρακτηρίζεται από την επιστροφή της οικονομίας σε θετικούς, αν και σχετικά χαμηλούς, ρυθμούς ανάπτυξης. Η ανάκαμψη της οικονομίας στηρίχθηκε κατά κύριο λόγο στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, αλλά και στη συνεχιζόμενη άνοδο της παραγωγής της βιομηχανίας και την αύξηση της απασχόλησης. Οι προοπτικές ανάπτυξης για το 2018 και το 2019 είναι θετικές, με τη συμβολή των εξαγωγών, της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων να είναι σημαντική. Οι εξαγωγές αναμένεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους, αντανakλώντας την άνοδο της εξωτερικής ζήτησης και την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει την ανοδική της πορεία, αν και με επιβραδυνόμενους ρυθμούς, ενώ οι μισθοί αναμένεται να παραμείνουν σταθεροί ή να παρουσιάσουν ελαφρά αύξηση.

Αναγκαίες προϋποθέσεις για την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας είναι η έγκαιρη προετοιμασία για την ολοκλήρωση της τέταρτης αξιολόγησης του προγράμματος, η ανάκαμψη των επενδύσεων και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων. Στους κινδύνους που ενδέχεται να επηρεάσουν τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνονται το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής, τυχόν καθυστερήσεις στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων, η αβεβαιότητα σχετικά με τις συνθήκες χρηματοδότησης του Δημοσίου μετά τη λήξη του προγράμματος, καθώς και γεωπολιτικές εξελίξεις στην ευρύτερη περιοχή.

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

Σύμφωνα με τα προσφάτως δημοσιευμένα στοιχεία (ΕΛΣΤΑΤ, Δεκέμβριος 2017), το 2017 αποτελεί το έτος ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας. Ως **βασικοί πυλώνες** της ανάκαμψης αναδεικνύονται:

**(α) Η δυναμική αύξηση των εξαγωγών**, όπως καταγράφεται στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, με αύξηση τόσο των εξαγωγών αγαθών όσο και των εξαγωγών

υπηρεσιών. Σε ό,τι αφορά τις εξαγωγές αγαθών, ήδη από το 2014 έχει παρατηρηθεί ότι η ισχυρή ανοδική τάση τους, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας, υπερέρασε την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης. Σε ό,τι αφορά τις εξαγωγές υπηρεσιών, η αύξησή τους το 2017 αποδίδεται τόσο στην άνοδο των τουριστικών εισπράξεων όσο και στην αύξηση των εσόδων από τη ναυτιλία, η οποία οφείλεται αφενός στην ανάκαμψη του εμπορίου και των διεθνών ναυτιλιακών μεταφορών και αφετέρου στο γεγονός ότι οι επιπτώσεις από τους κεφαλαιακούς περιορισμούς έχουν αμβλυνθεί. Η εξαγωγική δυναμική της οικονομίας, όπως αποτυπώνεται στη σημαντική άνοδο του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ (33,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, από 19% το 2009) φαίνεται να συνδέεται στενά με την ανάπτυξη των κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες,<sup>2</sup> ως αποτέλεσμα και της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από το 2009 και μετά.

**(β) Ο δυναμισμός του βιομηχανικού τομέα.** Η αυξημένη βιομηχανική δραστηριότητα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, όπως καταγράφεται από την αύξηση της προστιθέμενης αξίας (+7,4%), από το δείκτη όγκου της ΕΛΣΤΑΤ (+5,1%) και από το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), τροφοδοτείται από την εξωτερική ζήτηση και συμβάλλει στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης.

**(γ) Η αύξηση της απασχόλησης και η σταδιακή υποχώρηση της ανεργίας.** Από το 2014 και ύστερα παρατηρήθηκε αύξηση της απασχόλησης παρά τη μείωση ή την αναιμική άνοδο του ΑΕΠ. Το 2017 οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας εξακολούθησαν να είναι θετικές, παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης επιβραδύνθηκε. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,9% το α' εξα-

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 8.12.2017.

<sup>2</sup> Το σχετικό μέγεθος του τομέα των εμπορευσιμων, δηλ. ο λόγος των εμπορευσιμων προς τα μη εμπορεύσιμα, σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας αυξήθηκε την περίοδο 2010-2016 κατά περίπου 11% σε σταθερές τιμές και κατά περίπου 21% σε τρέχουσες τιμές, ενώ σε όρους απασχόλησης αυξήθηκε κατά περίπου 7%.

μηνο σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016, ενώ και το μέσο ποσοστό ανεργίας κατέγραψε αισθητή πτώση. Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018, εντούτοις η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά τη μακροχρόνια ανεργία αλλά και την ανεργία των νέων και των γυναικών, θα παραμείνει σημαντική.

**Στον αντίποδα** των θετικών βραχυπρόθεσμων εξελίξεων, **παραμένουν σημαντικές προκλήσεις** που σκιάζουν τις προοπτικές της πραγματικής οικονομίας και πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα. Ειδικότερα:

**(α) Η υστέρηση των επενδύσεων.** Παρά τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, μια σειρά εμποδίων,<sup>3</sup> όπως επισημαίνεται στην έκθεση *Global Competitiveness Report 2017-2018* του World Economic Forum, ασκεί αρνητική επίδραση στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Ταυτόχρονα, η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και οι ιδιωτικοποιήσεις προχωρούν με αργούς ρυθμούς, με συνέπεια το άμεσο και έμμεσο όφελος των σχετικών επενδύσεων στην οικονομία να καθυστερεί ή και να τίθεται σε κίνδυνο (όπως στην περίπτωση του Ελληνικού).

**(β) Το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων,** το οποίο δεν επιτρέπει την επαρκή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Το κανονιστικό πλαίσιο για την ταχεία επίλυση του προβλήματος έχει θεσπιστεί, αλλά απομένει η πλήρης αξιοποίησή του προκειμένου να μειωθούν τα προβληματικά στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών και να απελευθερωθούν άμεσα αναπτυξιακοί πόροι.

Όσον αφορά τα άλλα μακροοικονομικά μεγέθη, παρατηρείται ότι:

Η ανάκαμψη των εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία και η συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών συνέβαλαν σε **σημαντική βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών**, το οποίο, στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, παρουσιάζει

πλεόνασμα διπλάσιο από εκείνο της αντίστοιχης περιόδου του 2016.

Ο **πληθωρισμός**, όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), **επέστρεψε σε θετικό έδαφος** από την αρχή του 2017. Η εξέλιξη αυτή προήλθε κυρίως από την έντονα ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων από την αρχή του έτους. Για το 2018 οι επιδράσεις βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία εκτιμάται ότι θα συγκρατήσουν το μέσο πληθωρισμό.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, **αναμένεται ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα.** Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,6%, 2,4% και 2,5% για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αντίστοιχα. Η μεγέθυνση της οικονομίας εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις εξαγωγές, στην ιδιωτική κατανάλωση και στις επενδύσεις.

Ανάμεσα στις παραμέτρους που εκτιμάται ότι θα καταστήσουν διατηρήσιμες τις αναπτυξιακές τάσεις τα επόμενα έτη, υπογραμμίζονται η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, κυρίως στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και η βελτίωση των θεσμών. Οι αποτελεσματικοί θεσμοί ενισχύουν τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και συνεπώς την εξωστρέφεια της οικονομίας.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιέχουν και σημαντικές αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, ενδεχόμενες αστοχίες ή καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων θα οδηγήσουν σε περαιτέρω φορολογική επιβάρυνση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και στην επιβράδυνση της ανάκαμψης της οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το διεθνές περιβάλλον, ενδεχόμενη επιδείνωση

<sup>3</sup> Όπως οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία, οι φορολογικοί κανόνες, η αστάθεια πολιτικής και κυβερνητική αστάθεια, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση και η διαφθορά.



της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορεί να επηρεάσουν την οικονομική δραστηριότητα.

## I ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, με το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές έτους 2010 (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) να καταγράφει άνοδο 1,1% έναντι της ίδιας περιόδου του 2016. Βασικός πυλώνας της ανάπτυξης ήταν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, με την αύξηση των εξαγωγών αγαθών να έχει υπερκεράσει την άνοδο της εξωτερικής ζήτησης και τις εξαγωγές υπηρεσιών να αυξάνονται σημαντικά ως αποτέλεσμα κυρίως της αύξησης των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Στο ίδιο διάστημα οριακά θετική ήταν η συμβολή των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, κυρίως λόγω της θετικής

επίδοσης που καταγράφηκε το α' τρίμηνο του έτους. Οριακά αρνητική ήταν η συμβολή της συνολικής καταναλωτικής δαπάνης της οικονομίας, λόγω της μείωσης της κατανάλωσης της γενικής κυβέρνησης που αντιστάθμισε την άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αρνητικά επέδρασαν οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 (κατά 0,6%), συμβάλλοντας θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.1). Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από την ανάληψη των αποταμιευτικών τους πόρων, με το ποσοστό αποταμίευσης να είναι έντονα αρνητικό<sup>4</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.2), καθώς και από την αύξηση κυρίως του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας η οποία

<sup>4</sup> Οι αποταμιεύσεις στήριξαν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών σε όλη τη διάρκεια της κρίσης, με το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ να είναι σε πτωτική πορεία από το 2010 και σε αρνητικό έδαφος από το 2012, καταγράφοντας τη χαμηλότερη τιμή το α' τρίμηνο του 2017 (-11,9%), σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων.

**Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2011-εννεάμηνο 2017)**

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (εννεάμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-9,9 (-6,8)	-7,9 (-5,5)	-2,7 (-1,8)	0,8 (0,5)	-0,5 (-0,4)	0,1 (0,0)	0,6 (0,4)
Δημόσια κατανάλωση	-7,0 (-1,6)	-7,2 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	1,1 (0,2)	-1,4 (-0,3)	-2,6 (-0,6)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-20,7 (-3,6)	-23,4 (-3,5)	-8,3 (-1,0)	-4,4 (-0,5)	-0,2 (0,0)	1,5 (0,2)	2,6 (0,3)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-14,4 (-0,7)	-38,0 (-1,8)	-31,3 (-1,0)	-53,2 (-1,2)	-25,8 (-0,3)	-12,4 (-0,1)	-7,9 (-0,5)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	-11,0 (-12,0)	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,2)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,6%	-0,6%	-0,8%	0,5%	-0,5%	0,2%	1,7%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	-10,8 (-11,7)	-9,8 (-10,4)	-4,4 (-4,6)	0,9 (0,9)	-1,0 (-1,1)	0,7 (0,7)	1,5 (1,6)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,1 (0,0)	1,2 (0,3)	1,6 (0,4)	7,7 (2,2)	2,9 (0,9)	-1,9 (-0,6)	7,6 (2,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-8,3 (2,5)	-9,4 (2,9)	-3,4 (1,0)	7,7 (-2,3)	0,4 (-0,1)	1,3 (-0,4)	8,5 (-2,7)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (2,5)	... (3,2)	... (1,5)	... (-0,2)	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,5)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς</b>	-9,2	-7,3	-3,2	0,8	-0,3	-0,3	1,1

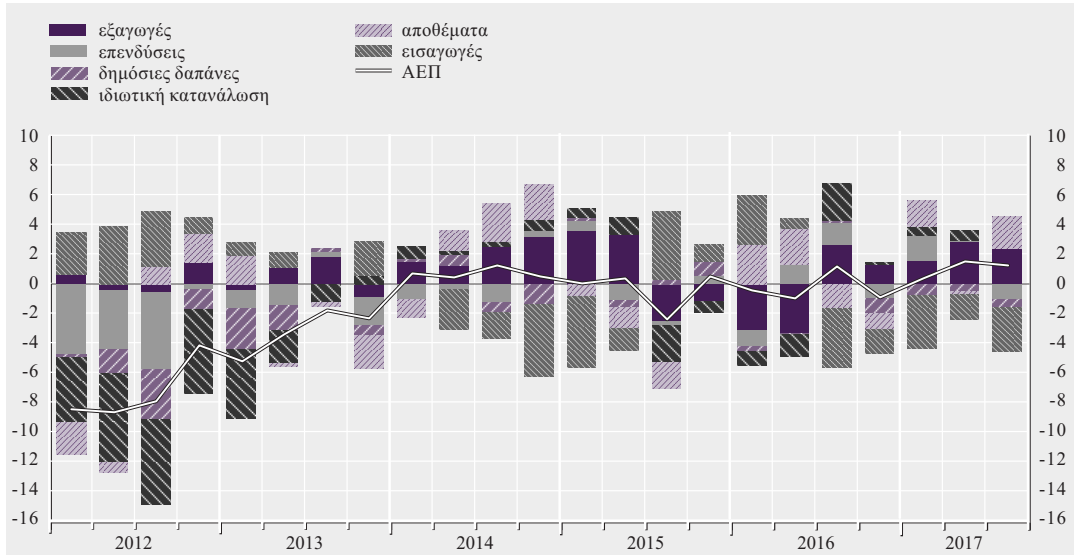
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2017, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

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

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

(ποσοστιαίες μονάδες)

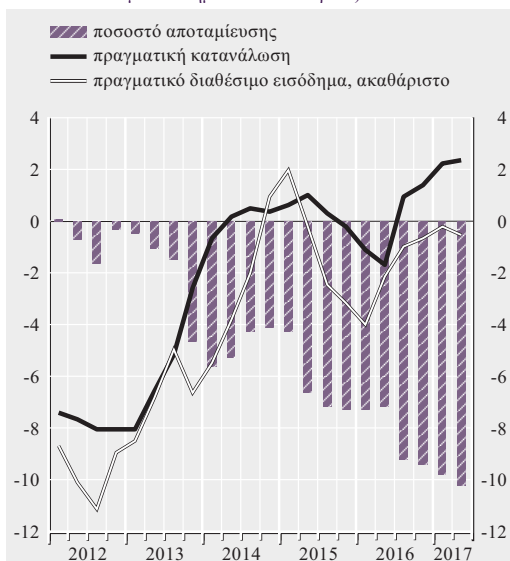


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

### Διάγραμμα IV.2 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμ. 2012 - β' τρίμ. 2017)

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



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων.

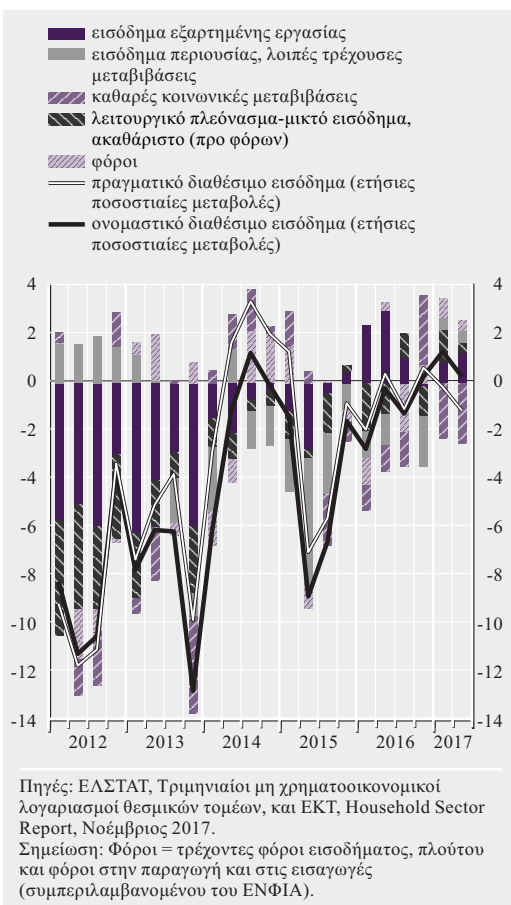
<sup>1</sup> Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

συνέβαλε στη σταθεροποίηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ).<sup>5</sup> Η αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας συνδέεται με την ενίσχυση της μισθωτής απασχόλησης και δευτερευόντως με την αύξηση των αμοιβών ανά απασχολούμενο.<sup>6</sup> Η αύξηση της απασχόλησης έχει πιο σημαντική επίδραση σε σχέση με μια αντίστοιχη αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, καθώς εκλαμβάνεται ως αύξηση του “μόνιμου” εισοδήματος των νοικοκυριών, ενισχύοντας την καταναλωτική τους δαπάνη. Επομένως, το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας και σε μικρότερο βαθμό το εισόδημα των αυτοαπασχολούμενων στήριξαν το ονομα-

<sup>5</sup> Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και ΜΚΙΕΝ αυξήθηκε ελαφρά το α' εξάμηνο του 2017 κατά 0,7%, ενώ σε πραγματικούς όρους μειώθηκε ελαφρά (-0,8%).

<sup>6</sup> Σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία των εθνικών λογαριασμών, οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκαν κατά 2,3% το εννιάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, κυρίως λόγω της αύξησης του αριθμού των μισθωτών (1,8%), αλλά και των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά εργαζόμενο (0,5%) (βλ. αναλυτικότερα την ενότητα 4.2 του παρόντος κεφαλαίου).

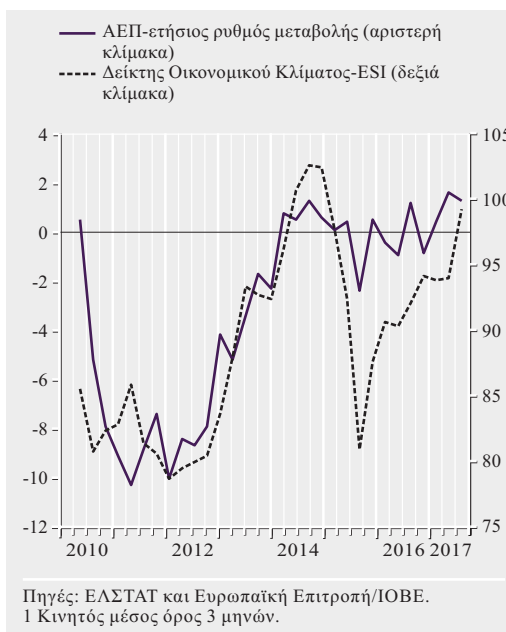
**Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμ. 2012 - β' τρίμ. 2017)**



στικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, αντισταθμίζοντας την αύξηση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης (βλ. Διάγραμμα IV.3).

Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης οδήγησε στη σταδιακή άρση της αβεβαιότητας, όπως αντανακλάται στην ανάκαμψη του οικονομικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα IV.4) και της καταναλωτικής εμπιστοσύνης το γ' τρίμηνο του 2017,<sup>7</sup> καθώς και στη βελτίωση βασικών δεικτών της οικονομικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, σε θετικό έδαφος βρίσκονται ο δείκτης όγκου λιανικού εμπορίου και ο αριθμός των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία, τα έσοδα ΦΠΑ συνέχισαν να αυξάνονται, ενώ παράλληλα επιβραδύνθηκε ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότη-

**Διάγραμμα IV.4 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI<sup>1</sup> (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2017)**



σης της κατανάλωσης. Επιπλέον, ενθαρρυντικά είναι τα διαθέσιμα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις ροές εξαρτημένης εργασίας τους πρώτους δέκα μήνες του έτους.<sup>8</sup> Ο δυναμισμός της απασχόλησης αναμένεται να αποτελέσει τη βασική συνιστώσα στήριξης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, αντισταθμίζοντας τις αρνητικές επιδράσεις της φορολογικής επιβάρυνσης και των αυξημένων εισφορών κοινωνικής ασφάλισης.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου σημείωσαν μικρή άνοδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, ωστόσο αυτό οφείλεται κυρίως στην επίδοση του α' τριμήνου και στη μεγάλη αύξηση που καταγράφηκε στην κατηγορία μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων. Αντίθετα, οι επενδύσεις μειώθηκαν το γ' τρίμηνο, καθώς η επενδυτική δαπάνη για εξοπλισμό, στο σύνολό της, υπο-

<sup>7</sup> Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης ανέκαμψε σημαντικά το γ' τρίμηνο του έτους (-57) καταγράφοντας αύξηση κατά 13 μονάδες σε σχέση με το β' τρίμηνο, ενώ το Σεπτέμβριο (-53,7) σημειώθηκε η υψηλότερη τιμή από τον Ιούλιο του 2015.

<sup>8</sup> Βλ. την ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου.

χώρησε κατά 0,6% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2016. Αρνητικά, το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, συνέβαλαν οι επενδυτικές δαπάνες στις κατασκευές, καθώς μειώθηκαν οι επενδυτικές ροές τόσο στην κατοικία όσο και στα μεγάλα έργα. Η καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης επηρέασε ανασταλτικά τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων και ταυτόχρονα επιβράδυνε τις ροές δημόσιων επενδυτικών πόρων προς τις υποδομές.

Η ανάκαμψη των επενδύσεων προβλέπεται να επιταχυνθεί τα επόμενα χρόνια, καθώς εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν πιο σταθερές συνθήκες εμπιστοσύνης στις προοπτικές της οικονομίας. Σ' αυτή την κατεύθυνση αναμένεται να συμβάλουν: (α) Οι βελτιωμένες συνθήκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα της εφαρμογής του θεσμικού πλαισίου για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την ενίσχυση της σχετικής δευτερογενούς αγοράς. Θετικά εκτιμάται ότι θα συμβάλει και η αξιοποίηση από τις επιχειρήσεις του εξωδικαστικού μηχανισμού ρύθμισης οφειλών επιχειρήσεων (ν. 4469/2017). (β) Η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, η απρόσκοπτη εξέλιξη των επενδύσεων που συνδέονται με αυτές και η μεγιστοποίηση του οφέλους από την κοινοτική χρηματοδότηση (βλ. Ειδικό θέμα IV.2). Για το 2018 αναμένονται έσοδα ύψους 2,1 δισεκ. ευρώ, ενώ εκτιμάται ότι η βελτίωση της λειτουργίας των δύο βασικών θεσμών, του Ταμείου Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) και της Ελληνικής Εταιρίας Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΥΠ), θα συμβάλει στην αποτελεσματικότερη διαχείριση της δημόσιας περιουσίας. (γ) Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των καθεστώτων αναπτυξιακών κινήτρων που προβλέπει ο ν. 4399/2016. Σε συνέχεια των πρώτων τεσσάρων καθεστώτων, που συγκέντρωσαν 772 αιτήσεις συνολικού προϋπολογισμού πάνω από 2 δισεκ. ευρώ, αναμένεται έως το τέλος του έτους η ενεργοποίηση νέου κύκλου, με συνολική δημόσια δαπάνη 550 εκατ. ευρώ. (δ) Η ενεργοποίηση θεσμών για τη χρηματοδότηση της επιχειρηματικότητας

και των έργων υποδομής, όπως του νέου Ταμείου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Equi-Fund) και του Ταμείου Υποδομών. Το τελευταίο, με διαχειριστή την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕΠ), εκτιμάται ότι μπορεί να συγκεντρώσει χαρτοφυλάκιο με δημόσιους και ιδιωτικούς πόρους ύψους 1 δισεκ. ευρώ, συμβάλλοντας στην αντιμετώπιση των προβλημάτων ρευστότητας στα μεγάλα έργα. (ε) Η ενδεχόμενη ένταξη των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

#### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** σημείωσε αύξηση κατά 1,2% σε σταθερές τιμές, κυρίως λόγω της επίδοσης της βιομηχανίας και των υπηρεσιών εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης (βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.5).

Η **προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας** (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) σημείωσε εντυπωσιακή άνοδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (+7,4%). Η βιομηχανική δραστηριότητα το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (βλ. Διάγραμμα IV.6) ήταν αυξημένη σε όρους όγκου κατά 5,1%, κυρίως λόγω της άνοδου της μεταποιητικής παραγωγής κατά 3,5% και της παραγωγής ηλεκτρισμού κατά 11,7%, ενώ θετική ήταν και η επίδοση της παραγωγής ορυχείων-λατομείων κατά το ίδιο διάστημα. Οι πιο δυναμικοί κλάδοι που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή ήταν οι κλάδοι των παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα, των τροφίμων, των βασικών μετάλλων και των φαρμακευτικών και χημικών προϊόντων, η παραγωγή των οποίων υπερέβη το επίπεδο του έτους βάσης του σχετικού δείκτη (2010) και συνδέθηκε με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα. Ιδιαίτερα αυξημένες εμφανίζονται και οι βιομηχανικές πωλήσεις την ίδια περίοδο στην εγχώρια και κυρίως στην εξωτερική αγορά, επιβεβαιώνοντας την ενίσχυση της εξωστρέφειας πολλών μεταποιητικών κλάδων.

## Πίνακας IV.2 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2011-εννεάμηνο 2017)

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

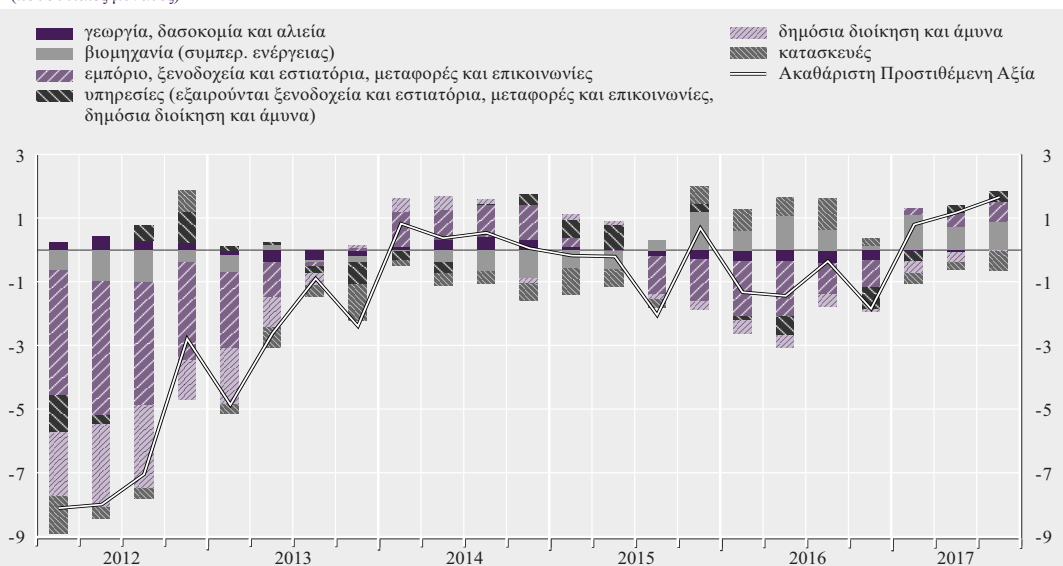
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (εννεάμ.)
<b>Γεωργία, δασοκομία και αλιεία</b>	-1,5 (0,0)	9,0 (0,3)	-6,1 (-0,3)	7,9 (0,3)	-2,1 (-0,1)	-8,3 (-0,3)	-1,2 (0,0)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	-10,8 (-1,7)	-6,8 (-1,0)	-4,9 (-0,8)	-5,8 (-0,9)	-1,2 (-0,2)	8,8 (1,2)	3,5 (0,5)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-4,7 (-0,5)	-6,3 (-0,7)	-1,3 (-0,1)	-4,1 (-0,5)	0,8 (0,1)	5,5 (0,6)	7,4 (0,9)
Κατασκευές	-26,1 (-1,2)	-8,5 (-0,3)	-16,9 (-0,6)	-12,6 (-0,4)	-10,1 (-0,3)	25,0 (0,6)	-12,6 (-0,4)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	-9,3 (-7,5)	-7,2 (-5,8)	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,2)	-0,2 (-0,2)	-2,4 (-2,0)	0,3 (0,3)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-12,2 (-3,0)	-15,6 (-3,8)	-4,1 (-0,9)	4,8 (1,0)	-2,4 (-0,5)	-6,1 (-1,3)	2,0 (0,4)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-18,9 (-0,7)	-11,6 (-0,4)	5,6 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-5,7 (-0,2)	-3,1 (-0,1)	-1,0 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-14,1 (-0,7)	-5,0 (-0,2)	0,9 (0,0)	-6,4 (-0,3)	-0,4 (0,0)	-1,6 (-0,1)	-6,7 (-0,3)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-7,1 (-1,2)	5,4 (0,9)	1,0 (0,2)	3,4 (0,7)	1,3 (0,3)	-0,1 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-10,8 (-0,6)	-8,4 (-0,4)	-12,7 (-0,7)	-3,0 (-0,1)	4,2 (0,2)	-2,1 (-0,1)	1,9 (0,1)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-3,5 (-0,8)	-9,1 (-2,1)	-3,3 (-0,7)	0,9 (0,2)	-0,2 (-0,1)	-1,3 (-0,3)	-1,1 (-0,2)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-14,1 (-0,5)	3,4 (0,1)	1,3 (0,1)	-2,2 (-0,1)	3,7 (0,2)	-1,6 (-0,1)	7,0 (0,3)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-9,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,2</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2017, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

## Διάγραμμα IV.5 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς (α' τρίμηνο 2012 - γ' τρίμηνο 2017)

(ποσοστιαίες μονάδες)

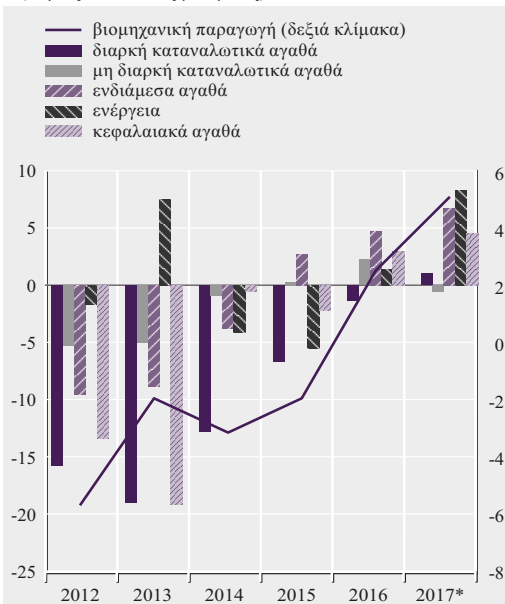


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία των τομέων και της Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας αναφέρονται σε σταθερές τιμές του έτους 2010 και είναι εποχικώς διορθωμένα.

**Διάγραμμα IV.6 Βιομηχανική παραγωγή (2012-2017)**

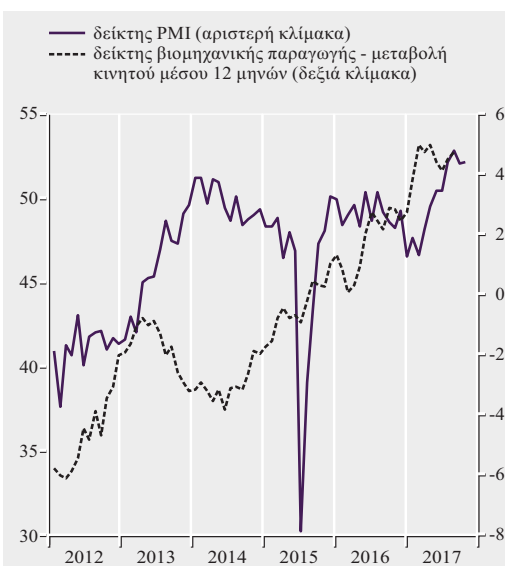
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

\* Τα στοιχεία είναι διαθέσιμα μέχρι το Σεπτέμβριο.

**Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> και δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (Ιανουάριος 2012 - Νοέμβριος 2017)**



Πηγές: Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών και ΕΛΣΤΑΤ για το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής.

<sup>1</sup> Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση.

Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται σε θετικό έδαφος την περίοδο Ιουνίου-Νοεμβρίου, αντανακλώντας τη θετική δυναμική του κλάδου της μεταποίησης (βλ. Διάγραμμα IV.7). Επίσης αισθητή βελτίωση κατέγραψε ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία κατά τη διάρκεια του έτους, ενώ αυξήθηκε περαιτέρω ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, όπως καταγράφεται στις σχετικές έρευνες του IOBE.<sup>9</sup>

Η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου ήταν αρνητική (βλ. Πίνακα IV.2). Αντιθέτως, ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές κατέγραψε αύξηση το α' εξάμηνο του έτους, προερχόμενη από το δείκτη έργων πολιτικού μηχανικού και την πρόοδο μεγάλων έργων. Επίσης, ο όγκος των οικοδομικών αδειών κινήθηκε ανοδικά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου (+19,6%). Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου παραμένουν σε αρνητικό έδαφος το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2017.

Η προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε ελαφρά (+0,3%) το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, καθώς η σημαντική άνοδος του κλάδου εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης, καθώς και του κλάδου τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας υπεραντιστάθμισε την αρνητική επίδοση άλλων κλάδων του τριτογενούς τομέα – κυρίως των κλάδων δημόσιας διοίκησης και άμυνας και χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (βλ. Πίνακα IV.2). Θετική είναι επίσης η πορεία του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες.

Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, τα οποία καταγράφουν αύξηση στις υπηρεσίες που συναρτώνται με τον κλάδο του εμπορίου – όπως το

<sup>9</sup> Ο βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού ανήλθε κατά μέσο όρο στο 69,4% την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017, έναντι 67,3% για το σύνολο του 2016.

χονδρικό και λιανικό εμπόριο και η εμπορία αυτοκινήτων – και στις υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών. Άνοδος καταγράφεται και σε ορισμένες υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, όπως οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης, τα ταξιδιωτικά πρακτορεία και οι μεταφορές (εξαιρουμένων των θαλάσσιων μεταφορών).

Θετική είναι η εικόνα του **τουρισμού** τους πρώτους εννέα μήνες του 2017 λόγω της δυναμικής πορείας των αφίξεων των τουριστών και των ταξιδιωτικών εισπράξεων. Τους πρώτους εννέα μήνες του έτους η εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση αυξήθηκε κατά 10,3%, οι δε ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε σταθερές τιμές και εξαιρουμένων των εισπράξεων από κρουαζιέρα) αυξήθηκαν κατά 9,6%, ενώ και οι επιχειρηματικές προσδοκίες στις τουριστικές επιχειρήσεις είναι θετικές.

Η θετική εξέλιξη του τουρισμού το 2017 αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018, καθώς βελτιώσεις στις μεταφορικές υποδομές και εξελίξεις κυρίως στην αγορά αεροπορικών μεταφορών διευρύνουν τις δυνατότητές του.<sup>10</sup>

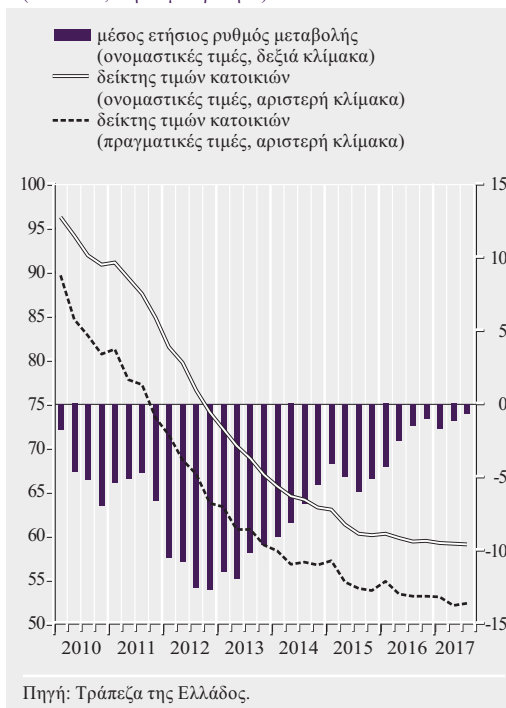
## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 καταγράφηκαν μικρές περαιτέρω πιέσεις στην αγορά ακινήτων. Στη δυσκολία ανάκαμψης τα τελευταία χρόνια έχουν συμβάλει, μεταξύ άλλων, η αβεβαιότητα, η επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών και η έλλειψη ρευστότητας, το υψηλό ποσοστό ανεργίας, η μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, οι αρνητικές προσδοκίες των νοικοκυριών και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο.

Στην **αγορά των κατοικιών**, η μείωση των τιμών συνεχίστηκε και το 2017, αν και με πιο συγγρατημένους ρυθμούς. Ενδεικτικά, με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, εκτιμάται ότι το γ' τρίμηνο του 2017 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονο-

**Διάγραμμα IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2017)**

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



μαστικούς όρους) ήταν κατά μέσο όρο μειωμένες κατά 0,6% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2016. Σωρευτικά από το 2008 έως το γ' τρίμηνο του 2017 οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 42,1%, ενώ η υποχώρηση των τιμών εξακολουθεί να είναι εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας (Αθήνα: -44,1% και Θεσσαλονίκη: -46,4%), καθώς και στα παλαιότερα και μεγαλύτερου εμβαδού ακίνητα στις σχετικά ακριβότερες περιοχές της χώρας (βλ. Διάγραμμα IV.8).

Στον **κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων**, από το α' εξάμηνο του 2014 και κυρίως από την αρχή του 2016 έως και το α' εξάμηνο του 2017 καταγράφεται μια γενική τάση αποκλιμάκωσης των ρυθμών μείωσης των αξιών, ωστόσο οι επιμέρους δείκτες (μισθωμάτων και ειδικά αξιών γραφείων και καταστημά-

<sup>10</sup> Όπως π.χ. η ανακατασκευή και επέκταση των περιφερειακών αεροδρομίων από τη Fraport, η διεύρυνση του δικτύου της Aegean Airlines με 18 νέα δρομολόγια εξωτερικού, η είσοδος νέων αεροπορικών εταιριών χαμηλού κόστους και η προσθήκη νέων δρομολογίων από τις προηπάχουσες αεροπορικές εταιρίες χαμηλού κόστους.

των) παρουσιάζουν μικτή συμπεριφορά από εξάμηνο σε εξάμηνο, η οποία εκτιμάται ότι είναι άμεσα συνυφασμένη με τις βραχυπρόθεσμες προσδοκίες της αγοράς. Χαρακτηριστικά, στον τομέα των γραφείων υψηλών προδιαγραφών η τάση σταθεροποίησης και οριακής αύξησης των τιμών που καταγράφηκε για το σύνολο του 2016 (0,2%) φαίνεται να ανακόπτεται το α' εξάμηνο του 2017, για το οποίο, με βάση τα προσωρινά στοιχεία, προκύπτει μείωση των τιμών κατά 0,7% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο. Στον τομέα των καταστημάτων αντιθέτως, το α' εξάμηνο του 2017 καταγράφεται αύξηση των τιμών κατά 0,5%, σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ για το σύνολο του 2016 σημειώθηκε οριακή μείωση των τιμών κατά 0,4% σε ετήσια βάση. Αντίστοιχες μικτές τάσεις καταγράφονται και στα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων, με διαρκή εναλλαγή προσήμων από εξάμηνο σε εξάμηνο σε επίπεδο χώρας. Τα μισθώματα των γραφείων κατέγραψαν οριακή μείωση (-0,3%) για το σύνολο του 2016, ενώ κατά το α' εξάμηνο του 2017 σημειώνεται οριακή αύξηση (0,1%) σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο. Αντίστοιχα, στα καταστήματα η αναθεωρημένη μέση ετήσια μείωση των μισθωμάτων ανέρχεται σε 1,8% για το 2016, ενώ κατά το α' εξάμηνο του 2017 καταγράφεται μείωση 1,5% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2016.

Κατά το 2016 η φορολογία στην κατοχή ακινήτων ως ποσοστό του ΑΕΠ ξεπέρασε το 2%, ενώ μέχρι το 2010 δεν υπερέβαινε το 0,5%-0,6%. Η σε εξέλιξη προσπάθεια αναπροσαρμογής των αντικειμενικών αξιών, προκειμένου αυτές να προσεγγίσουν τις εμπορικές αξίες, αποσκοπεί στην άρση στρεβλώσεων στη φορολόγηση των ακινήτων ανά την επικράτεια, οι οποίες σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν αδρανοποιήσει τοπικές αγορές ακινήτων. Ωστόσο, ο επαναπροσδιορισμός των αντικειμενικών αξιών θα πρέπει να συνοδευθεί από την αναπροσαρμογή και τελικά τη σταδιακή μείωση των συντελεστών φορολογίας, με παράλληλη διεύρυνση της φορολογικής βάσης.

Όσον αφορά τις προσδοκίες για την αγορά ακινήτων, εκτιμάται ότι η σταδιακή σταθεροποίηση των τιμών θα συνεχιστεί και τα επόμενα τρίμηνα. Παρά το γεγονός ότι η δυνητική μαζική πώληση ακινήτων προς τα Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (funds) και η πλήρης ενεργοποίηση των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών από τα πιστωτικά ιδρύματα<sup>11</sup> θα μπορούσαν να ασκήσουν περαιτέρω πίεση στις τιμές, εκτιμάται ότι η αρνητική επίδραση θα είναι βραχυπρόθεσμη και θα αφορά τα ακίνητα υποδεέστερων χαρακτηριστικών. Μακροπρόθεσμα, η αναθέρμανση της αγοράς αναμένεται να ενισχύσει τη ζήτηση στην αγορά ακινήτων υψηλών προδιαγραφών και επενδυτικών χαρακτηριστικών, συμπαρασύροντας τελικώς ανοδικά τη ζήτηση σε όλο το φάσμα της αγοράς. Παράλληλα, επιβάλλεται να γίνουν συγκεκριμένα βήματα προς την ενίσχυση της ζήτησης, τα οποία μεταξύ άλλων περιλαμβάνουν τον εξορθολογισμό της φορολόγησης των ακινήτων, την απλοποίηση των διαδικασιών αδειοδοτήσεων, αλλά και τη διαθεσιμότητα ανοικτών δημόσιων δεδομένων προς τους ενδιαφερόμενους επενδυτές, απαραίτητων για την κατάρτιση των επιχειρηματικών σχεδίων. Η στήριξη της ζήτησης στην αγορά ακινήτων θα αποφέρει σημαντικά οφέλη για το τραπεζικό σύστημα, την απασχόληση και την οικονομία συνολικά.

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

Οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας παραμένουν ευνοϊκές το α' εξάμηνο του 2017, συνεχίζοντας τη βελτίωση που παρατηρείται τα τελευταία τρία χρόνια. Η απασχόληση αυξήθηκε για 13ο συνεχόμενο τρίμηνο, ενώ το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί. Εντούτοις, παρατηρείται κάμψη του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, ενώ το ποσοστό ανεργίας παραμένει το υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πιο συγκεκριμένα, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,9% το α' εξάμηνο του

<sup>11</sup> Η εφαρμογή του συστήματος ηλεκτρονικών πλειστηριασμών ξεκίνησε στις 29.11.2017.



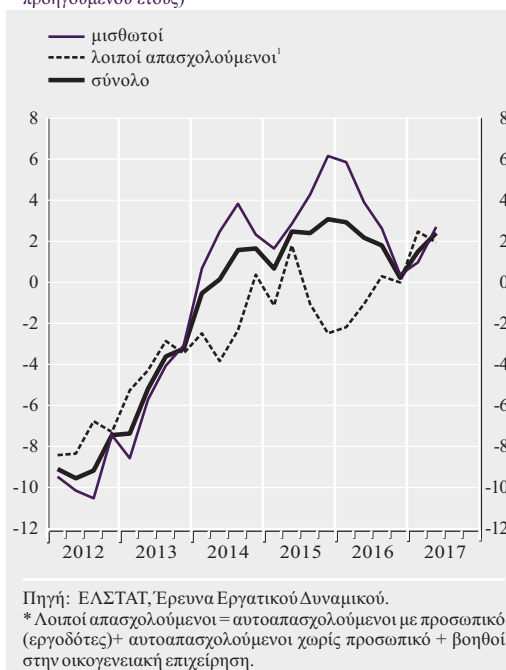
2017 (έναντι 2,5% το αντίστοιχο διάστημα του 2016). Αντίστοιχα, ο **αριθμός των ανέργων** μειώθηκε κατά 7,6%, παρουσιάζοντας ταχύτερο ετήσιο ρυθμό μείωσης από εκείνον του α' εξαμήνου του 2016 (-5,9%), και το **ποσοστό ανεργίας** αποκλιμακώθηκε στο 22,2% (από 24,0% το α' εξάμηνο του 2016). Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (Σεπτέμβριος 2017) δείχνουν περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας στο 20,5% (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) από 20,7% τον Αύγουστο του 2017.

Στη θετική μεταβολή της απασχόλησης κατά το α' εξάμηνο του 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, συνέτειναν κυρίως η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης σε ετήσια βάση για τέταρτη συνεχή χρονιά, αν και παρατηρείται κάμψη του ετήσιου ρυθμού αύξησής της (1,8% το α' εξάμηνο του 2017 από 4,8% το α' εξάμηνο του 2016), και η αύξηση των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (2,5% το α' εξάμηνο του 2017), οι οποίοι για πρώτη φορά μετά το 2010 εμφανίζουν θετικό ρυθμό μεταβολής και αντιπροσωπεύουν το 23% της συνολικής απασχόλησης. Αύξηση παρουσίασαν και οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα IV.9).

Όσον αφορά την απασχόληση **ανά τομέα** οικονομικής δραστηριότητας, το α' εξάμηνο του 2017 ο πρωτογενής τομέας συνεχίζει την πτωτική πορεία, παρουσιάζοντας ωστόσο επιβράδυνση του αρνητικού ρυθμού μεταβολής (-0,9%, έναντι -3,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2016). Αντίθετα, ο δευτερογενής και ο τριτογενής τομέας κατέγραψαν άνοδο της απασχόλησης, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς μεταβολής (2,4% και 2,3% αντίστοιχα, έναντι 5,0% και 3,1% την ίδια περίοδο το 2016), αυξάνοντας παράλληλα και τα μερίδια συμμετοχής τους στο σύνολο της απασχόλησης (15,4% και 72,4%). Εξετάζοντας την εξέλιξη της απασχόλησης **κατά κλάδο**, η αύξηση της συνολικής απασχόλησης προήλθε κυρίως από το χονδρικό και λιανικό εμπόριο (3,0%), τη μεταποίηση (3,0%) και τις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (3,6%). Αντίθετα, το α' εξάμηνο του 2017 η απασχόληση στις κατασκευές μειώθηκε

**Διάγραμμα IV.9 Απασχόληση (2012-2017)**

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τμήνου του προηγούμενου έτους)



(-1,2%, έναντι αύξησης 3,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2016).

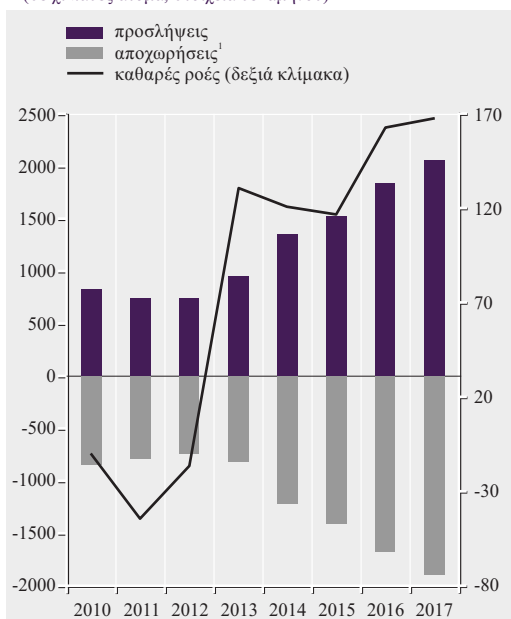
Επιπλέον, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας του IOBE και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής), τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2017 παρατηρείται βελτίωση των προοπτικών απασχόλησης στο λιανικό εμπόριο, τις υπηρεσίες και τη μεταποίηση, ενώ οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές εξακολουθούν να κινούνται σε αρνητικό έδαφος.

Η αύξηση της απασχόλησης το 2017 αποτυπώνεται και στο **ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης** στον ιδιωτικό τομέα (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ). Ειδικότερα, τους πρώτους δέκα μήνες του 2017 δημιουργήθηκαν 167.451 νέες θέσεις εργασίας, οριακά περισσότερες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016 (βλ. Διάγραμμα IV.10).

Το α' εξάμηνο του 2017 συνεχίστηκε η αύξηση της χρήσης περισσότερο ευέλικτων μορφών

#### Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2017)

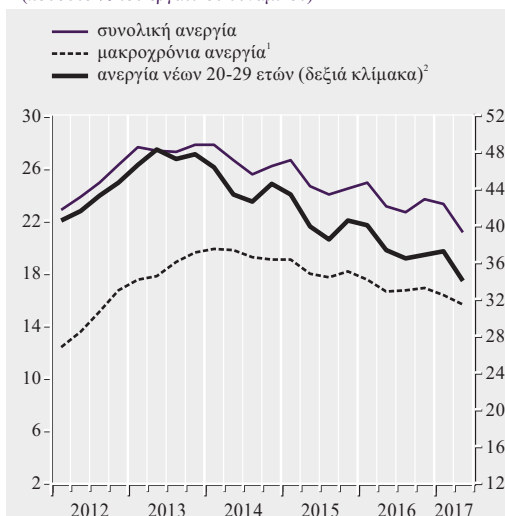
(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία δεκαμήνου)



Πηγές: ΟΑΕΔ και Σύστημα ΕΡΓΑΝΗ.  
1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

#### Διάγραμμα IV.11 Ποσοστά ανεργίας (2012 - 2017)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.  
2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

απασχόλησης, ως συνέπεια της άρσης των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας και της δυσκολίας εύρεσης εργασίας πλήρους απασχόλησης. Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης**, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκε στο 10,2% του συνόλου των απασχολούμενων, από 9,8% την ίδια περίοδο το 2016. Τα στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ και από τον Ενιαίο Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ) επιβεβαιώνουν τα ανωτέρω συμπεράσματα. Συγκεκριμένα, το 54,4% των νέων προσλήψεων το δεκάμηνο του 2017 (στοιχεία ΕΡΓΑΝΗ) αφορούσε προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης (έναντι 54,2% το αντίστοιχο διάστημα του 2016).

Το ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών συνέχισε να αυξάνεται (53% το α' εξάμηνο του 2017, έναντι 51,7% το ίδιο διάστημα του 2016), όμως παραμένει το χαμηλότερο στην ΕΕ-28 (μέσος όρος ΕΕ: 67,2%).

Το **ποσοστό ανεργίας των νέων 20-29 ετών** συνέχισε να υποχωρεί και μειώθηκε σε ετήσια βάση σε 35,7% το α' εξάμηνο του 2017 (38,7% το α' εξάμηνο του 2016), διατηρώντας όμως τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28 (βλ. Διάγραμμα IV.11). Τα προγράμματα απασχόλησης του ΟΑΕΔ, η κλαδική σύνθεση της απασχόλησης που ενισχύει την απασχόληση των νέων σε θέσεις που σχετίζονται με τις υπηρεσίες τουρισμού και το εμπόριο, καθώς και οι νομοθετικές αλλαγές της προηγούμενης περιόδου που επέτρεψαν την πρόσληψη των νέων (κάτω των 25 ετών) με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων παραγόντων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων.

Αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αλλά τα ποσοστά ανεργίας και των δύο φύλων είναι τα υψηλότερα στην ΕΕ-28. Επίσης, μειώθηκε το **ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας** σε 16,0% το α' εξάμηνο του 2017 (17,1% το ίδιο διάστημα του 2016), με την πλειοψηφία των μακροχρόνια ανέργων να είναι

γυναίκες και άνεργοι για διάστημα μεγαλύτερο των 48 μηνών.<sup>12</sup>

Παρά την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας, τα υψηλά ποσοστά μακροχρόνιας ανεργίας και ανεργίας των νέων και των γυναικών, καθώς και οι ευρύτεροι δείκτες υποαπασχόλησης παρέχουν ενδείξεις ότι υφίστανται δομικά προβλήματα στην αγορά εργασίας. Η παρατεταμένη ανεργία ενδέχεται να προκαλέσει απογοήτευση των ανέργων και να τους οδηγήσει εκτός αγοράς εργασίας, αλλά και απαξίωση των δεξιοτήτων και των ικανοτήτων τους, καθιστώντας ακόμη πιο δύσκολη την εύρεση εργασίας. Η σύνθεση και η εμμονή της ανεργίας αναδεικνύουν την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση και στην καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας.

Στο πλαίσιο της αντιμετώπισης του φαινομένου της αδήλωτης εργασίας και της προστασίας των δικαιωμάτων των εργαζομένων, ο ν. 4488/2017 περιέχει διατάξεις που, μεταξύ άλλων, ρυθμίζουν θέματα σχετικά με την καταχώρηση αλλαγής ή τροποποίησης του ωραρίου στο πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, την ηλεκτρονική αναγγελία οικειοθελούς αποχώρησης μισθωτών, την επιβολή προστίμων σε περιπτώσεις παραβάσεων της εργατικής νομοθεσίας, την ταχεία εκδίκαση διαφορών, καθώς και τις προϋποθέσεις επιδότησης της ανεργίας λόγω καταγγελίας κατόπιν μονομερούς βλαπτικής μεταβολής των όρων εργασίας.

Παρόλο που η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας συνεχίζεται, εντούτοις η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο είναι μεγάλη και θα χρειαστεί αρκετός χρόνος μέχρι το ποσοστό να μειωθεί στα προ της κρίσης επίπεδα. Η επιστροφή της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 2017 και ύστερα, η υλοποίηση του Προγράμματος Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, καθώς και η συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα επηρεάσουν θετικά την απασχόληση. Επίσης, χρειάζεται να αντιμε-

τωπιστούν τόσο η μακροχρόνια ανεργία όσο και η ανεργία των νέων και των γυναικών, καθώς και η απαξίωση των δεξιοτήτων τους. Προς αυτή την κατεύθυνση, χρειάζεται η συνέχιση του σχεδιασμού και της εφαρμογής στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και προγραμμάτων επιμόρφωσης των ανέργων που θα ανταποκρίνονται στις ανάγκες της αγοράς, με αξιολόγησή τους, ώστε να αξιοποιούνται οι διαθέσιμοι πόροι με το βέλτιστο τρόπο. Τέλος, η εφαρμογή του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία που είχε συμφωνηθεί το Σεπτέμβριο του 2016 έχει ήδη οδηγήσει σε κάποια θετικά αποτελέσματα, αλλά θα χρειαστεί περαιτέρω συνεργασία μεταξύ των εμπλεκόμενων φορέων ώστε να στηριχθεί η νόμιμη απασχόληση, να αυξηθούν τα δημόσια έσοδα και να ενισχυθεί ο υγιής ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων.

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

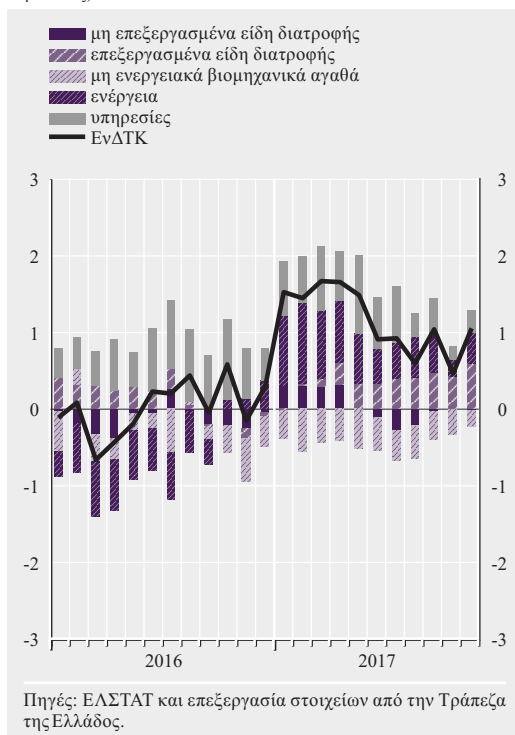
### 4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο **εναρμονισμένος πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)**, μετά την παραμονή του επί τρία συνεχή έτη (2013-2015) σε αρνητικό έδαφος και τη σταθεροποίησή του το 2016, επανήλθε σε θετικό έδαφος από την αρχή του 2017. Η ανάκαμψη του εναρμονισμένου πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στην έντονα ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και στις αυξήσεις των έμμεσων φόρων που τέθηκαν σε ισχύ από την αρχή του έτους (στα καύσιμα αυτοκινήτου, στον καπνό, στον καφέ και στη σταθερή τηλεφωνία). Έτσι, οι πληθωριστικές πιέσεις από τις τελευταίες αυξήσεις των έμμεσων φόρων, σε

<sup>12</sup> Παρά το γεγονός ότι η ανεργία παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα και υπάρχει υπερπροσφορά ανειδίκευτης εργασίας, η κατάσταση διαφοροποιείται όσον αφορά τις πιο εξειδικευμένες θέσεις που απαιτούν ιδιαίτερες δεξιότητες. Σύμφωνα με την έρευνα Survey on the access to finance of enterprises (SAFE) που διεξάγουν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η “διαθεσιμότητα εξειδικευμένου προσωπικού”, αν και παραμένει το λιγότερο πιεστικό ζήτημα για τις ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις, γίνεται ολοένα πιο σημαντικό πρόβλημα.

**Διάγραμμα IV.12 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2016-Νοέμβριος 2017)**

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



συνδυασμό με την (από τον Οκτώβριο του 2016) αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης (280 ευρώ ανά 1.000 λίτρα καυσίμου από 230 ευρώ) και τις υψηλότερες διεθνείς τιμές του πετρελαίου, συνέβαλαν στην καταγραφή υψηλών θετικών ρυθμών του εναρμονισμένου πληθωρισμού κυρίως το α' εξάμηνο του τρέχοντος έτους.

Παρόμοια αναθέρμανση του εναρμονισμένου πληθωρισμού καταγράφηκε κατά το ίδιο χρονικό διάστημα και στη ζώνη του ευρώ, βασιζόμενη στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου αλλά και στην οικονομική ανάπτυξη.

Η αναλυτική μελέτη των συνιστωσών του ΕνΔΤΚ καταδεικνύει ότι στην αύξηση του πληθωρισμού το 2017 συνέβαλαν όλες οι συνιστώσες του, με εξαίρεση τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια (βλ. Διάγραμμα

IV.12). Υψηλή συμβολή είχαν τα επεξεργασμένα είδη διατροφής και τα ενεργειακά αγαθά. Τα επεξεργασμένα τρόφιμα, στα οποία συμπεριλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός, επηρέαστηκαν έντονα από τις αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας.<sup>13</sup> Επιπλέον, ο βαρύν χειμώνας επηρέασε την παραγωγή ελαιολάδου, με αποτέλεσμα την εντυπωσιακή αύξηση της τιμής του.

Παρόμοια συμβολή στην έντονα ανοδική πορεία των τιμών των ενεργειακών αγαθών είχαν οι αυξήσεις των διεθνών τιμών του πετρελαίου και οι αυξήσεις των ΕΦΚ στα καύσιμα αυτοκινήτου. Σημαντική συμβολή είχε, λόγω μεταφερόμενης επίδρασης, και η περυσινή αύξηση του ΕΦΚ στο πετρέλαιο θέρμανσης, που επέδρασε αυξητικά κατά τους πρώτους εννέα μήνες του έτους. Εκτιμάται ότι κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2017 η επίπτωση των ενεργειακών αγαθών στο γενικό πληθωρισμό ανέρχεται σε 0,63 της ποσοστιαίας μονάδας ενώ εκείνη των επεξεργασμένων τροφίμων σε 0,30 της ποσοστιαίας μονάδας, κάτι που σχεδόν αποκλειστικά οφείλεται στον καπνό.

Στο ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2017 ο εναρμονισμένος πληθωρισμός καταγράφει μέσο ετήσιο ρυθμό 1,2%. Κατά το ίδιο χρονικό διάστημα ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) καταγράφει υποτονικούς ετήσιους ρυθμούς, κυρίως λόγω του ότι μία εκ των συνιστωσών του, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, συνεχίζει να κινείται σε αρνητικό έδαφος. Έτσι, ο μέσος ετήσιος ρυθμός του (0,6% το ενδεκάμηνο) υπολείπεται σημαντικά του γενικού πληθωρισμού.

Οι επιδράσεις βάσης που θα επενεργούν καθ' όλο το 2018, λόγω της συμπλήρωσης ενός έτους από τότε που τέθηκαν σε ισχύ οι τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία, ανα-

<sup>13</sup> Ενδεικτικά αναφέρεται ότι κατά το ενδεκάμηνο του 2017 ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των επεξεργασμένων τροφίμων βρίσκεται στο 1,9%, ενώ του καπνού και των επεξεργασμένων τροφίμων πλην του καπνού στο 7,5% και 0,1% αντίστοιχα, κάτι που επιβεβαιώνει τη συμβολή της έμμεσης φορολογίας επί του καπνού στην αυξητική πορεία των τιμών των επεξεργασμένων τροφίμων.

### Πίνακας IV.3 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2015-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017 (εκτίμ.)	2018 (πρόβλ.)
<b>Ελλάδα</b>				
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-1,4	0,0	1,5	2,5
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-2,3	-0,9	-1,0	-0,1
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-1,0	-0,7	-0,7	0,0
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-1,3	-0,2	-0,3	-0,1
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-1,4	0,0	...	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	-1,4	0,0	...	...

Πηγή: Για το 2015 και το 2016: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 17.10-6.11.2017. Για το 2017 και το 2018: εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

μένεται να συγκρατήσουν το μέσο πληθωρισμό το 2018.

#### 4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το 2016, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία των ετήσιων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, η άνοδος της μισθωτής απασχόλησης κατά 0,9% αντισταθμίστηκε από ανάλογη μείωση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό, με αποτέλεσμα το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας να παραμείνει αμετάβλητο (έναντι μείωσης κατά 1,4% το 2015 – βλ. Πίνακα IV.3). Ταυτόχρονα, καθώς η παραγωγικότητα μειώθηκε ελαφρώς λιγότερο από ό,τι οι αμοιβές ανά μισθωτό, καταγράφηκε και πολύ περιορισμένη υποχώρηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας.

Τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, η άνοδος της μισθωτής απασχόλησης και, δευτερευόντως, των αμοιβών ανά μισθωτό οδήγησε σε αύξηση του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,3%, η οποία αντανάκλα αποκλειστικά τις εξελίξεις στον επιχειρηματικό τομέα, ενώ στον τομέα της γενικής κυβέρνησης καταγράφηκε μικρή μείωση, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαρια-

σμούς που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ και αφορούν το α' εξάμηνο του έτους.<sup>14</sup>

Στον επιχειρηματικό τομέα, σύμφωνα με το πληροφορικό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2017 υπογράφηκαν 211 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, από τις οποίες οι περισσότερες προέβλεπαν ότι παραμένουν αμετάβλητες ή μειώνονται οι ήδη συμφωνημένες αποδοχές.

Για το 2018 αναμένεται ότι στο σύνολο της οικονομίας το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας θα αυξηθεί ταχύτερα από ό,τι το 2017, αντανάκλωντας την ανάκαμψη της οικονομίας και την καλή επίδοση της απασχόλησης. Εκτιμάται πάντως ότι οι αμοιβές ανά μισθωτό θα μείνουν ουσιαστικά αμετάβλητες, ενώ το ίδιο αναμένεται για την παραγωγικότητα και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Σε ολόκληρη την περίοδο 2015-2018, η καταγεγραμμένη ή προβλεπόμενη υποχώρηση των αμοιβών ανά μισθωτό σε συνθήκες ανόδου της μισθωτής απασχόλησης αντανάκλα κυρίως τη συνεχιζόμενη επέκταση των άτυπων ή ευέλικτων μορφών εργασίας.

<sup>14</sup> Σύμφωνα πάντως με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2017 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 3,2%.

### 4.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Μετά τα αρνητικά αποτελέσματα των προηγούμενων ετών, η κερδοφορία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα το α' εξάμηνο του 2017 επανέρχεται σε θετικούς ρυθμούς μεταβολής, εξέλιξη που οφείλεται κυρίως στη μείωση των χρηματοπιστωτικών εξόδων. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 140 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,<sup>15</sup> το περιθώριο καθαρού κέρδους αυξήθηκε στο 4,5% το α' εξάμηνο του 2017 από 3,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Ο κύκλος εργασιών σημείωσε οριακή άνοδο κατά 0,3%, ενώ τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν κατά 35,0%, εξαιτίας κυρίως της μεγάλης μείωσης των χρηματοπιστωτικών εξόδων κατά 7,4%. Αντίθετα, το περιθώριο μικτού κέρδους μειώθηκε από 15,6% το α' εξάμηνο του 2016 στο 12,3% το α' εξάμηνο του 2017. Η δανειακή επιβάρυνση παραμένει σταθερή στο 1,4%, δεδομένου ότι και ο τραπεζικός δανεισμός παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Ως συνέπεια της αυξημένης κερδοφορίας, βελτιώθηκε η αποδοτικότητα τόσο των ιδίων κεφαλαίων (από 1,6% το α' εξάμηνο του 2016 σε 2,2% το α' εξάμηνο του 2017) όσο και των συνολικών κεφαλαίων (από 1,2% το α' εξάμηνο του 2016 σε 1,6% το α' εξάμηνο του 2017). Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους μειώθηκε στη βιομηχανία (1,8% από 3,5%) και βελτιώθηκε στις υπηρεσίες (7,0% από 4,6%), καθώς και στο εμπόριο (-0,6% από -1,5%). Ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε στη βιομηχανία (κατά 2,5%) και στο εμπόριο (κατά 8,3%), ενώ μειώθηκε στις υπηρεσίες (κατά 2,6%).

Πιο συγκρατημένη εικόνα δείχνουν οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών για το α' εξάμηνο του 2017 αυξήθηκε κατά 0,4% σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2016 (έναντι μείωσης κατά 15,5% το α' εξάμηνο του 2016), λόγω της αύξησης της καθαρής προστιθέμενης αξίας κατά 3,4% και παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 4,5% στο ίδιο διάστημα.

### 4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εμφανίζει ενδείξεις υποχώρησης για δεύτερο συνεχόμενο έτος το 2017, τόσο σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας όσο και σε όρους διαρθρωτικούς. Με βάση τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία, ελαφρά βελτίωση αναμένεται το 2017 μόνο σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος λόγω της ανοδικής πορείας του ευρώ εξακολουθεί να επηρεάζει δυσμενώς τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας για δεύτερο συνεχόμενο έτος. Αντιθέτως, οι σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας υποχώρησαν το 2017. Ο εγχώριος πληθωρισμός παρέμεινε χαμηλότερος από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Ομοίως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξάνεται με χαμηλότερο ρυθμό στην Ελλάδα από ό,τι στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους το 2017.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την Ελλάδα η Τράπεζα της Ελλάδος, η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί κατά 1,4% το 2017, έναντι επίσης αύξησης 1,3% το 2016 (μέσα επίπεδα έτους). Η αύξηση του δείκτη για το 2017 αντανάκλασε μεγάλο βαθμό την ανατίμηση, σε σχέση με το 2016, της διμερούς ισοτιμίας του ευρώ τόσο έναντι της λίρας Αγγλίας όσο και έναντι του γιεν και του δολαρίου.

Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** στο σύνολο της οικονομίας, σε μέσα επίπεδα έτους, εκτιμάται ότι θα παραμείνει περίπου στα επίπεδα του 2016, καθώς η βραδύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με εκείνη των

<sup>15</sup> Στις 140 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιτήρια.

**Πίνακας IV.4 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*		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,6	128,6	3,9	109,2	1,0	118,4	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,5	126,5	-1,7	112,6	3,1	120,9	2,2
2011	112,7	0,5	118,8	0,4	123,7	-2,2	113,0	0,4	118,4	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	116,1	-6,2	111,3	-1,6	113,5	-4,1
2013	112,7	2,0	113,8	-0,8	108,0	-6,9	108,7	-2,3	104,5	-8,0
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	105,0	-2,8	106,7	-1,8	101,3	-3,0
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	98,6	-6,1	105,5	-1,2	99,0	-2,3
2016	111,8	1,3	107,3	0,5	100,2	1,6	105,2	-0,2	100,3	1,3
2017**	113,4	1,4	107,7	0,4	100,1	-0,1	105,0	-0,2	99,8	-0,5

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

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτίμηση.

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

κυριότερων εμπορικών εταίρων αντισταθμίζει την απώλεια ανταγωνιστικότητας από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή**, σε μέσα επίπεδα έτους, εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,4% το 2017, καθώς η διαφορά του πληθωρισμού παρέμεινε αρνητική για την Ελλάδα αλλά μικρότερη σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, αντισταθμίζοντας μόνο εν μέρει την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Πίνακα IV.4). Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ, οι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος εμφανίζουν ελαφρά επιδείνωση σε τριμηνιαία

βάση το β' και γ' τρίμηνο του 2017, η οποία όμως είναι μικρότερη εκείνης των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ.

Μακροπρόθεσμα, η σημαντική αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας η οποία έχει επιτευχθεί στην Ελλάδα, εάν διατηρηθεί τα επόμενα έτη, θα εξακολουθήσει να αποτελεί ένα στέρεο θετικό παράγοντα για την περαιτέρω αύξηση της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων και τη συνέχιση της ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

Η **διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα** της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα

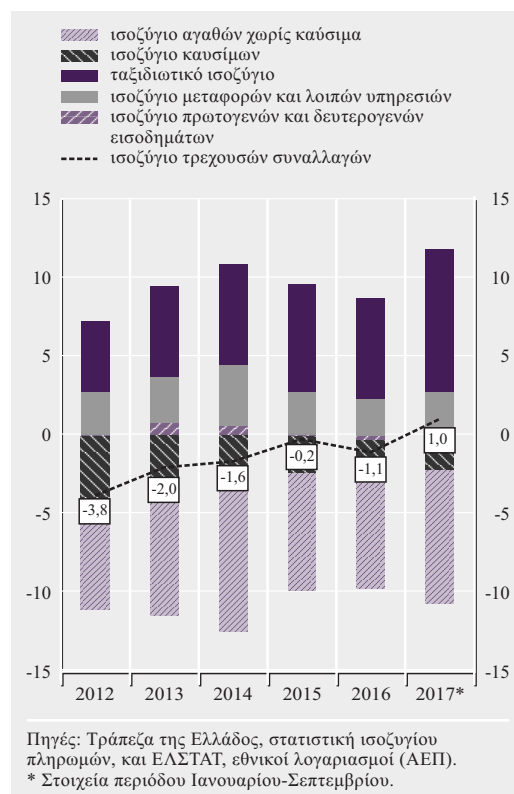
πλήθος άλλων παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πέραν των σχετικών τιμών, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, παρουσιάζει πλέον ενδείξεις οπισθοχώρησης σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας. Σύμφωνα με τις πρόσφατες σχετικές εκθέσεις του World Economic Forum (*Global Competitiveness Report 2017-2018*, Σεπτέμβριος 2017) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (*Doing Business 2018*, Οκτώβριος 2017), η Ελλάδα υποχώρησε και το 2017 στη σχετική παγκόσμια κατάταξη. Σημαντικότερα εμπόδια στο επιχειρείν θεωρούνται πλέον οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία της δημόσιας διοίκησης και η βραδύτητα στην απονομή της δικαιοσύνης.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ)** στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, εμφάνισε πλεόνασμα ύψους 1,3 δισεκ. ευρώ, διπλάσιο από εκείνο της ίδιας περιόδου του 2016 (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό Παράρτημα και Διάγραμμα IV.13). Η ανάκαμψη των εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία και η συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών ήταν οι κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στη βελτίωση αυτή, ενώ αρνητική επίδραση είχε η επιτάχυνση των εισαγωγών, ιδιαίτερα αγαθών.

Το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον έχει βελτιωθεί σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος για τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, καθώς παρατηρείται επιτάχυνση των ρυθμών ανάπτυξης τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης και του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου. Η ανατίμηση του ευρώ είχε περιορισμένη αρνητική επίδραση, δεδομένου ότι οι μεγαλύτερες αγορές για τις ελληνικές εξαγωγές είναι χώρες της ζώνης του ευρώ. Όμως, οι αυξημένες τιμές του πετρελαίου επιβάρυναν το ΙΤΣ, αυξάνοντας το

**Διάγραμμα IV.13 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ**



έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων, αν και η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και η αρνητική επίδρασή της στο ισοζύγιο δεν ήταν τόσο μεγάλες όσο αναμενόταν.

Το ΙΤΣ αναμένεται να είναι σχεδόν ισοσκελισμένο στο τέλος του 2017, με βάση τις έως τώρα εκτιμήσεις. Ειδικότερα, οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν μέχρι σήμερα ενισχύσει σημαντικά την εξωστρέφειά τους, αυξάνοντας το μερίδιο του προϊόντος τους που εξάγεται και διατηρώντας τις θέσεις τους στις αγορές του εξωτερικού. Παράλληλα, οι προοπτικές για τις αφίξεις ξένων ταξιδιωτών και τις αντίστοιχες εισπράξεις είναι θετικές και η μέση δαπάνη ανά ταξίδι φαίνεται να έχει σταθεροποιηθεί.<sup>16</sup> Επίσης, η ελληνική ναυτιλία έχει ανακτήσει τη

<sup>16</sup> Σύμφωνα με τον ΣΕΤΕ, το 2017 οι συνολικές αφίξεις θα φθάσουν τα 28,5 εκατ. τουρίστες, ενώ οι τουριστικές εισπράξεις θα διαμορφωθούν σε 14,3 δισεκ. ευρώ περίπου. Εκτιμάται επίσης ότι το 2018 ο αριθμός των αφίξεων μπορεί να φθάσει τα 30 εκατομμύρια.

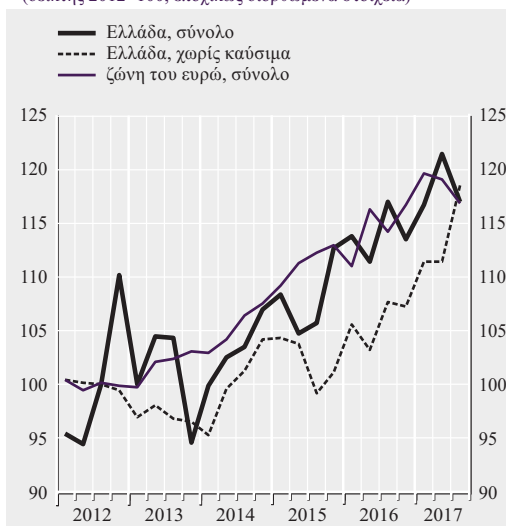


δυναμική της, όπως φαίνεται τόσο στις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές όσο και στις αυξημένες εισαγωγές πλοίων,<sup>17</sup> καθώς η ανοδική τάση των ναύλων ενισχύεται από την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Όμως θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα θα δημιουργήσει αυξημένες ανάγκες για εισαγωγές, με αρνητική επίδραση στο ισοζύγιο αγαθών. Οι δυσκολίες που υπάρχουν ακόμη στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, οι καθυστερήσεις στις αναγκαίες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και η υπερφορολόγηση επιβραδύνουν την ανάκαμψη της επενδυτικής δραστηριότητας και δεν αφήνουν τις ελληνικές επιχειρήσεις να εκμεταλλευθούν πλήρως ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις διεθνείς αγορές.

Ειδικότερα, από την ανάλυση των στοιχείων του ΙΤΣ προκύπτει ότι το **ισοζύγιο αγαθών** επιδεινώθηκε, επηρεαζόμενο αρνητικά κυρίως από τη διεύρυνση του ελλείμματος του **ισοζυγίου καυσίμων**, ως συνέπεια της αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου, δεδομένου ότι τα καύσιμα αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 1/3 των συνολικών εξαγωγών και το 1/4 των εισαγωγών. Στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 το έλλειμμα του **ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα** διευρύνθηκε παρά την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της αξίας των εξαγωγών, καθώς η αξία των εισαγωγών αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι των εξαγωγών ως απόλυτο μέγεθος. Οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα σε σταθερές τιμές συνέχισαν να αυξάνονται με ταχύτερο ρυθμό (5,8%) από ό,τι το ίδιο διάστημα του 2016 (3,0%) και παραπλήσιο εκείνου που παρατηρείται στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.14). Εκτός από τον κλάδο των καυσίμων, σημαντική συμβολή στην άνοδο των εξαγωγών είχαν οι **κλάδοι** των μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων, των χημικών (συμπεριλαμβανομένων των φαρμάκων), των πλαστικών προϊόντων και των προϊόντων κλωστοϋφαντουργίας και ένδυσης. Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή** των ελληνικών εξαγωγών, μέχρι τώρα δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στους κύριους προορισμούς, με πάνω από το ήμισυ των εξαγωγών να κατευθύνεται στις χώρες-μέλη

**Διάγραμμα IV.14 Εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές (α' τρίμ. 2012 - γ' τρίμ. 2017)**

(δείκτης 2012=100, εποχικά διορθωμένα στοιχεία)



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

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

της ΕΕ.<sup>18</sup> Οι **εισαγωγές αγαθών** εξαιρουμένων των καυσίμων και των πλοίων παρουσίασαν αύξηση κατά 5,9% σε σταθερές τιμές, με μεγαλύτερη συμβολή από τους κλάδους των τροφίμων, των φαρμακευτικών και των μετάλλων. Επιπλέον, η αύξηση αυτή αντανακλά κυρίως ενδιάμεσα και καταναλωτικά αγαθά.

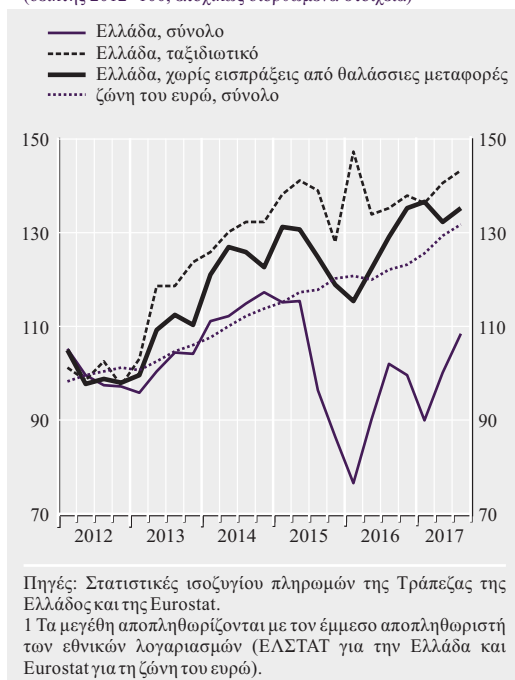
Το πλεόνασμα του **ισοζυγίου υπηρεσιών** παρουσίασε αύξηση, η οποία οφείλεται κυρίως στην άνοδο των καθαρών ταξιδιωτικών εισπράξεων και δευτερευόντως στην αύξηση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες, κυρίως θαλάσσιες (βλ. Διάγραμμα

<sup>17</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, η αξία των εισαγωγών πλοίων ανήλθε στα 2,4 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,9 δισεκ. ευρώ για ολόκληρο το 2016, γεγονός που αντανακλά τις θετικές προσοδοκίες που επικρατούν στον κλάδο της ναυτιλίας.

<sup>18</sup> Η άνοδος του ποσοστού των συνολικών εξαγωγών που κατευθύνονται σε προορισμούς εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) αντανακλά την άνοδο των τιμών των καυσίμων και συνεπώς της αξίας των αντίστοιχων εξαγωγών που κατευθύνονται κυρίως στις χώρες αυτές. Επισημαίνεται ότι την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 σχεδόν το 30% των ελληνικών εξαγωγών κατευθύνθηκε στις αγορές της Γερμανίας, της Ιταλίας, της Κύπρου και της Βουλγαρίας.

**Διάγραμμα IV.15 Εξαγωγές υπηρεσιών σε σταθερές τιμές<sup>1</sup>**  
(α' τρίμ. 2012 - γ' τρίμ. 2017)

(δείκτης 2012=100, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία)



IV.15). Μικρή αύξηση σημείωσε επίσης το πλεόνασμα του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών.

Η άνοδος των εισπράξεων από **ταξιδιωτικές υπηρεσίες** κατά 10,3% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών κατά 10,3%, δεδομένου ότι η μέση δαπάνη ανά ταξίδι δεν μεταβλήθηκε σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Αύξηση σημείωσαν οι αφίξεις αλλά και οι εισπράξεις κυρίως από τις παραδοσιακές αγορές (Γαλλία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο) και τις ΗΠΑ, ενώ οριακή μείωση σημείωσαν οι εισπράξεις από την αγορά της Ρωσίας. Ειδικότερα, η ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων αυξήθηκε κατά 9,9% και εκείνη μέσω οδικών σταθμών κατά 10,7%. Στον τομέα της κρουαζιέρας, κατά το α' εξάμηνο του 2017 σημειώθηκε μείωση των συνολικών εισπράξεων κατά 7,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Οι συνολικές διανυκτερεύσεις εκτός κρουαζιεροπλοίων αυξή-

θηκαν κατά 24,1%, ενώ οι συνολικοί επιβάτες κρουαζιέρας μειώθηκαν κατά 38,9%, γεγονός που επηρέασε αρνητικά τη διαμόρφωση των εισπράξεων από την κρουαζιέρα. Παρατηρείται όμως μικρή αύξηση του αριθμού των επιβατών με ελληνικό λιμάνι επιβίβασης (home port).

Η βελτίωση του **ισοζυγίου μεταφορών** την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 οφείλεται αποκλειστικά στη βελτίωση του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών. Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από την παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αυξήθηκαν κατά 22,1%, λόγω αφενός της βελτίωσης των ναύλων στον κλάδο του ξηρού φορτίου και αφετέρου της μερικής άρσης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Ωστόσο, η ανάκαμψη των εισπράξεων είναι βραδεία, με αποτέλεσμα να υπολείπονται σημαντικά από το επίπεδο που καταγραφόταν πριν από την επιβολή των περιορισμών. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου κατέγραψαν άνοδο κατά περίπου 83% συγκριτικά με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα ναύλων της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους, λόγω της αυξημένης ζήτησης υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών. Αντιθέτως, οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς πετρελαίου έχουν καταγράψει πτώση άνω του 30%, λόγω της υπερβάλλουσας προσφοράς πλοίων.

Τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** είχαν θετική επίδραση στο ΙΤΣ κατά το εξεταζόμενο διάστημα. Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων εμφάνισε πλεόνασμα 268 εκατ. ευρώ, έναντι ελλείμματος το αντίστοιχο διάστημα του 2016, κυρίως λόγω περιορισμού των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη, και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων εμφάνισε μειωμένο έλλειμμα.

Οι **εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ** ανήλθαν σε 503 εκατ. ευρώ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, αισθητά περιορισμένες σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα τόσο των τριών προηγούμενων ετών της

τρέχουσας προγραμματικής περιόδου όσο και του τέταρτου έτους των δύο προηγούμενων προγραμματικών περιόδων (ΕΣΠΑ 2007-2013 και Γ' ΚΠΣ 2000-2006). Σωρευτικά, η Ελλάδα έχει απορροφήσει περίπου το 20% των κοινοτικών κονδυλίων του νέου ΕΣΠΑ 2014-2020, ωστόσο είναι σύνηθες ο ρυθμός απορρόφησης να επιταχύνεται σημαντικά προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου και τα επόμενα δύο χρόνια από τη λήξη της. Οι παράγοντες που ερμηνεύουν τη χαμηλή ετήσια απορρόφηση του 2017, αλλά και οι προοπτικές των κοινοτικών εισροών αναλύονται στο Ειδικό θέμα IV.2. Οι αγροτικές επιδοτήσεις παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες εντός του 2017 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη και ανήλθαν σε 2,0 δισεκ. ευρώ.

Όσον αφορά τις **άμεσες επενδύσεις**, οι καθαρές απαιτήσεις των κατοίκων στο εξωτερικό αυξήθηκαν κατά 381 εκατ. ευρώ, παρά τον περιορισμό της δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου στην περιοχή των Βαλκανίων,<sup>19</sup> λόγω των δεσμεύσεων που έχουν αναλάβει στο πλαίσιο των σχεδίων αναδιάρθρωσής τους.<sup>20</sup> Οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, σχεδόν διπλασιάστηκαν σε σύγκριση

με το 2016 και ανήλθαν σε 3,0 δισεκ. ευρώ (2,3% του ΑΕΠ).<sup>21</sup> Σχεδόν το ήμισυ αυτών προέρχεται από ιδιωτικοποιήσεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι πάνω από τα 2/5 των άμεσων επενδύσεων της περιόδου αφορούν ενδοοικονομικά δάνεια, γεγονός που ενδεχομένως οφείλεται στην ανεπαρκή χρηματοδότηση από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

## 6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας από το 2017 (κατά 1,6%), η οποία θα επιταχυνθεί τα έτη 2018 και 2019 (κατά 2,4% και 2,5% αντίστοιχα) (βλ. Πίνακα IV.5).

<sup>19</sup> Οι σημαντικότερες συναλλαγές αφορούν τις πωλήσεις των θυγατρικών της Εθνικής Τράπεζας στη Βουλγαρία προς τη βελγική τράπεζα KBC Bank NV.

<sup>20</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Ιούλιος 2017, και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Φεβρουάριος 2017.

<sup>21</sup> Οι σημαντικότερες εισροές αφορούν: 1) ενδοοικονομικό δάνειο στις θυγατρικές Fraport Greece με σκοπό την εκμετάλλευση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, 2) ενδοοικονομικό δάνειο στην Euronet Card Services ΑΕΠΥ Πληροφορικής από την Euronet 360 Finance Ltd., 3) αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των θυγατρικών Fraport Greece, 4) εξαγορά του 24% του ΑΔΜΗΕ από την εταιρεία State Grid Europe Ltd. και 5) πώληση της ΤΡΑΙΝΟΣΕ στην ιταλική εταιρεία Ferrovie dello Stato Italiane SpA.

**Πίνακας IV.5 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2016	2017	2018	2019
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	-0,2	1,6	2,4	2,5
Ιδιωτική κατανάλωση	-0,0	1,0	1,2	1,1
Δημόσια κατανάλωση	-1,5	0,6	-0,1	3,7
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	1,6	5,7	11,5	9,3
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-1,8	6,7	5,6	4,6
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,3	5,9	4,6	4,5
ΕνΔΤΚ	0,0	1,2	0,9	1,0
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,5	0,6	0,7	1,1
Απασχόληση	1,8	2,3	2,4	2,1
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	23,5	21,8	19,9	18,3
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-1,1	-0,1	-0,4	-0,1

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι προβλέψεις για το 2017 βασίζονται στις ενδείξεις των διαθέσιμων βραχυχρόνιων δεικτών για την εξέλιξη των συνιστωσών της ζήτησης. Για τα έτη 2018-2019: Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με σχετικά ήπιους ρυθμούς. Καθοριστικό παράγοντα στην εξέλιξη της πραγματικής κατανάλωσης αποτελεί το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, το οποίο εκτιμάται ότι θα αυξηθεί ως αποτέλεσμα της αύξησης των συνολικών αμοιβών των μισθωτών, λόγω και της ανόδου της απασχόλησης. Η αύξηση της κατανάλωσης συνδέεται επίσης με την υπόθεση ότι οι νεοεισερχόμενοι στην αγορά εργασίας έχουν υψηλότερη ροπή προς κατανάλωση. Η συμβολή των επενδύσεων αναμένεται θετική, κυρίως λόγω της αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων, η οποία αντανακλά τη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων. Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν τη θετική πορεία της περιόδου 2014-2016, αυξανόμενες ταχύτερα από ό,τι η εξωτερική ζήτηση ελληνικών αγαθών, ενώ οι εξαγωγές υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα εξελιχθούν σύμφωνα με την εκτιμώμενη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης τουριστικών και ναυτιλιακών υπηρεσιών. Οι εισαγωγές εκτιμάται ότι θα αυξηθούν, ακολουθώντας τις εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση. Η απασχόληση αναμένεται να

αυξηθεί, ακολουθώντας την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση, και ιδιαίτερα για τη μισθωτή απασχόληση, υποστηρίζονται κυρίως από τη θετική πορεία της μεταποίησης και του τουριστικού κλάδου, το χαμηλό μισθολογικό κόστος και την ευελιξία την οποία παρέχει το θεσμικό πλαίσιο ως προς τις μορφές απασχόλησης. Όσον αφορά τις εξελίξεις του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), προβλέπεται ότι η ανοδική πορεία των τιμών θα συνεχιστεί καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης με σχετικά ήπιους ρυθμούς.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν το βασικό σενάριο προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ισορροπημένοι. Μια πιο θετική του αναμενόμενου έκβαση σχετίζεται με μια ταχύτερη από το αναμενόμενο αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών και ταχύτερη βελτίωση της ρευστότητας, σε συνδυασμό με την περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την πρόοδο διευθέτησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Επίσης συνδέεται με τα πιθανά οφέλη από τη συμμετοχή στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Μια πιο αρνητική έκβαση σχετίζεται με τις επιπτώσεις ενδεχόμενων καθυστερήσεων στην υλοποίηση των συμφωνημένων μέτρων, με την επίδραση της αυξημένης φορολογίας στην οικονομική δραστηριότητα και με τις εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον.

## Ειδικό θέμα IV.1

### ΠΑΡΑΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η παραοικονομία ή ανεπίσημη οικονομία περιλαμβάνει όλες τις αδήλωτες οικονομικές δραστηριότητες οι οποίες, αν και παράγουν προστιθέμενη αξία, δεν καταγράφονται στις επίσημες εκτιμήσεις του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ). Παρόλο που η παραοικονομία και η φοροδιαφυγή δεν είναι ταυτόσημες έννοιες, οι δραστηριότητες στην ανεπίσημη οικονομία στις περισσότερες περιπτώσεις συνεπάγονται τη διαφυγή έμμεσων ή άμεσων φόρων, οδηγώντας σε απώλεια φορολογικών εσόδων. Μάλιστα, η δυνατότητα φοροδιαφυγής συνιστά βασικό κίνητρο για την ανάπτυξη δραστηριοτήτων στην ανεπίσημη οικονομία.<sup>1</sup>

1 Στην παρούσα ανάλυση δεν γίνεται διάκριση μεταξύ παραοικονομίας και φοροδιαφυγής. Επίσης, η παραοικονομία αναφέρεται μόνο σε νόμιμες δραστηριότητες και συναλλαγές και δεν συμπεριλαμβάνει αγαθά και υπηρεσίες που παράγονται από το νοικοκυριό για ίδια κατανάλωση (home production). Για μια επισκόπηση του συνόλου των δραστηριοτήτων που εμπίπτουν στην παραοικονομία, βλ. Schneider, F. and C.C. Williams (2013), *The Shadow Economy*, The Institute of Economic Affairs.

Η παραοικονομία αποτελεί διαχρονικά ένα διαρθρωτικό πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας. Η Ελλάδα συγκαταλέγεται μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) με τα υψηλότερα ποσοστά παραοικονομίας. Ενδεικτικά, εκτιμάται ότι η παραοικονομία στην Ελλάδα την περίοδο 2003-2015 ανερχόταν κατά μέσο όρο στο 25% του ΑΕΠ, σε σχέση με 19% κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ και 20% στην ΕΕ.<sup>2</sup>

Οι επιπτώσεις της παραοικονομίας στην οικονομία και την κοινωνική ευημερία είναι πολύπλευρες.<sup>3</sup> Σκοπός της παρούσας ανάλυσης είναι να εξετάσει το ρόλο της παραοικονομίας στη δημοσιονομική προσαρμογή. Η ανεπίσημη οικονομία αποτελεί έναν επιπρόσθετο δίαυλο μέσω του οποίου η δημοσιονομική πολιτική επιδρά στην επίσημη οικονομία και ο οποίος πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στη χάραξη της δημοσιονομικής πολιτικής. Διαφορετικά, μπορεί να οδηγηθούμε σε εσφαλμένες εκτιμήσεις για την αποτελεσματικότητα των δημοσιονομικών μέτρων και ιδιαίτερα της φορολογικής πολιτικής. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για χώρες όπως η Ελλάδα οι οποίες βρίσκονται σε πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής και καλούνται να επιτύχουν συγκεκριμένους δημοσιονομικούς στόχους.

#### **Πώς αλληλεπιδρούν παραοικονομία και δημοσιονομική προσαρμογή**

Η δημοσιονομική πολιτική επηρεάζει τις αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων για παραγωγή, απασχόληση, επενδύσεις και κατανάλωση στην επίσημη οικονομία. Όταν υπάρχει παραοικονομία, η δημοσιονομική πολιτική επιδρά και στην κατανομή των παραγωγικών πόρων μεταξύ της επίσημης και της ανεπίσημης οικονομίας. Η μεταφορά παραγωγικών πόρων σε δραστηριότητες όπου δεν αποδίδονται φόροι επηρεάζει άμεσα την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής, μέσω της απώλειας φορολογικών εσόδων, και έμμεσα, μέσω της μείωσης της συνολικής παραγωγικότητας. Η τελευταία οφείλεται στην απώλεια κατανομικής αποτελεσματικότητας (allocative efficiency), δεδομένου ότι η παραοικονομία χαρακτηρίζεται από δραστηριότητες χαμηλής παραγωγικότητας, π.χ. λόγω έλλειψης οικονομικών κλίμακας και επενδύσεων.

Η αλληλεπίδραση της παραοικονομίας με τη δημοσιονομική πολιτική διερευνάται με τη βοήθεια ενός δυναμικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας για την ελληνική οικονομία, το οποίο ενσωματώνει την αδήλωτη παραγωγή και την αδήλωτη απασχόληση. Προκειμένου να μελετηθούν οι επιπτώσεις της παραοικονομίας στην ελληνική οικονομία, το υπόδειγμα διαμετρήθηκε υπό δύο εναλλακτικά σενάρια αναφορικά με το μέγεθος της παραοικονομίας. Στο πρώτο σενάριο το μέγεθος της παραοικονομίας ανέρχεται σε 25% του ΑΕΠ, συνεπώς με τις υπάρχουσες εκτιμήσεις για την ελληνική οικονομία. Στο δεύτερο σενάριο γίνεται η υπόθεση ότι στην ελληνική οικονομία δεν υπάρχει παραοικονομία και φοροδιαφυγή. Ειδικότερα, εξετάζονται οι επιδράσεις της αύξησης των φόρων και της μείωσης των δαπανών στην επίσημη παραγωγή (ΑΕΠ), στην “πραγματική” παραγωγή (true output), η οποία ορίζεται ως το άθροισμα του ΑΕΠ και της παραγωγής στην ανε-

2 Για εκτιμήσεις του μεγέθους της παραοικονομίας στην Ελλάδα, βλ. Schneider and Williams (2013), όπ. π., Schneider, F. (2015), “Size and development of the shadow economy of 31 European and 5 other OECD countries from 2003 to 2015: Different developments”, Department of Economics Johannes Kepler University, mimeo, και Artavanis, N.T., A. Morse and M. Tsoutsoura (2016), “Measuring income tax evasion using bank credit: Evidence from Greece”, *Quarterly Journal of Economics*, 131(2), 739-798. Αναφορικά με την αδήλωτη εργασία στην Ελλάδα, βλ. την *Ετήσια Έκθεση* του Ινστιτούτου Εργασίας της ΓΣΕΕ, 2015 (Πίνακας 4.2, σελ. 103) και τη *Διαγνωστική Έκθεση για την Αδήλωτη Εργασία στην Ελλάδα*, Διεθνής Οργάνωση Εργασίας, 2016.

3 Βλ. Βασαρόδανη, Μ. (2011), “Φοροδιαφυγή στην Ελλάδα: μια γενική επισκόπηση”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 35, 15-27, και Pappa, E., R. Sajedi and E. Vella (2015), “Fiscal consolidation with tax evasion and corruption”, *Journal of International Economics*, 96, S56-S75.

**Πίνακας Α Μακροχρόνιες επιδράσεις της αύξησης των φορολογικών εσόδων, με και χωρίς παραοικονομία**

Μεταβλητές	Αύξηση φορολογικών εσόδων/ΑΕΠ κατά:			
	Μία ποσοστιαία μονάδα		Δύο ποσοστιαίες μονάδες	
	Με παραοικονομία	Χωρίς παραοικονομία	Με παραοικονομία	Χωρίς παραοικονομία
ΑΕΠ (ποσοστιαία μεταβολή)	-2,8	-1,5	-5,6	-3,1
“Πραγματική” παραγωγή (ποσοστιαία μεταβολή)	-1,8	-	-3,7	-
Παραοικονομία/ΑΕΠ (μεταβολή σε ποσοστιαίες μονάδες)	1,3	-	3,0	-
Αδήλωτη απασχόληση/επίσημη απασχόληση (μεταβολή σε ποσοστιαίες μονάδες)	1,4	-	2,7	-

Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Η “πραγματική” παραγωγή ορίζεται ως το άθροισμα του ΑΕΠ και της παραγωγής στην ανεπίσημη οικονομία. Τα αποτελέσματα του πίνακα προκύπτουν ως απλοί μέσοι όροι των μακροχρόνιων επιδράσεων των αυξήσεων των συντελεστών φορολόγησης της κατανάλωσης, του εισοδήματος από εργασία και από κεφάλαιο και του εισοδήματος των επιχειρήσεων, οι οποίες αυξάνουν τα αντίστοιχα φορολογικά έσοδα κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ σε μόνιμη βάση.

**Πίνακας Β Μακροχρόνιες επιδράσεις της μείωσης των δημόσιων δαπανών, με και χωρίς παραοικονομία**

Μεταβλητές	Μείωση δημόσιων δαπανών/ΑΕΠ κατά:			
	Μία ποσοστιαία μονάδα		Δύο ποσοστιαίες μονάδες	
	Με παραοικονομία	Χωρίς παραοικονομία	Με παραοικονομία	Χωρίς παραοικονομία
ΑΕΠ (ποσοστιαία μεταβολή)	-1,7	-1,3	-3,4	-2,7
“Πραγματική” παραγωγή (ποσοστιαία μεταβολή)	-1,3	-	-2,6	-
Παραοικονομία/ΑΕΠ (μεταβολή σε ποσοστιαίες μονάδες)	0,6	-	1,3	-
Αδήλωτη απασχόληση/επίσημη απασχόληση (μεταβολή σε ποσοστιαίες μονάδες)	0,4	-	0,9	-

Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Η “πραγματική” παραγωγή ορίζεται ως το άθροισμα του ΑΕΠ και της παραγωγής στην ανεπίσημη οικονομία. Τα αποτελέσματα του πίνακα προκύπτουν ως απλοί μέσοι όροι των μακροχρόνιων επιδράσεων των μειώσεων των δημόσιων δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση, μισθούς και επενδύσεις κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ σε μόνιμη βάση.

πίσημη οικονομία, καθώς και στο μέγεθος της παραοικονομίας και της αδήλωτης απασχόλησης.<sup>4</sup>

Ο Πίνακας Α δείχνει τις μακροχρόνιες επιδράσεις μιας μόνιμης αύξησης των φορολογικών εσόδων στην ελληνική οικονομία όταν υπάρχει παραοικονομία, σε αντιδιαστολή με την περίπτωση όπου δεν υπάρχει παραοικονομία. Ο Πίνακας Β παρουσιάζει τις μακροχρόνιες επιδράσεις μιας μόνιμης μείωσης των δημόσιων δαπανών ως ποσοστού του ΑΕΠ, με και χωρίς παραοικονομία. Τα αποτελέσματα οδηγούν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

Πρώτον, η αύξηση των φόρων όταν υπάρχει παραοικονομία οδηγεί σε μεγαλύτερη μείωση του ΑΕΠ μακροχρόνια σε σχέση με την περίπτωση όπου δεν υπάρχει παραοικονομία. Συγκεκρι-

<sup>4</sup> Για μια λεπτομερή περιγραφή του υποδείγματος και των προσομοιώσεων, βλ. Dellas, H., D. Malliaropoulos, D. Papageorgiou and E. Vourvachaki (2017), “Fiscal Policy with an Informal Sector”, Bank of Greece Working Paper No. 235.

κρυμμένα, για κάθε αύξηση των φορολογικών εσόδων κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ, το ΑΕΠ μειώνεται κατά 2,8% όταν υπάρχει παραοικονομία και κατά 1,5% όταν δεν υπάρχει παραοικονομία. Η μεγαλύτερη μείωση του ΑΕΠ στην πρώτη περίπτωση οφείλεται στο γεγονός ότι η αύξηση της φορολογίας δημιουργεί κίνητρα για μεταφορά παραγωγικών πόρων από την επίσημη οικονομία προς την παραοικονομία. Όπως φαίνεται από τον Πίνακα Α, αύξηση του φορολογικού βάρους κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ οδηγεί σε μεταφορά της παραγωγής και της απασχόλησης από την επίσημη στην ανεπίσημη οικονομία κατά 1,3 και 1,4 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Ως αποτέλεσμα, μειώνονται τα φορολογικά έσοδα και απαιτούνται μεγαλύτερες αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών προκειμένου να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος. Κατ' αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ένας φαύλος κύκλος αυξήσεων φορολογικών συντελεστών και παραοικονομίας, που οδηγεί σε περαιτέρω συρρίκνωση της επίσημης παραγωγής.

Από τα παραπάνω αποτελέσματα γίνεται αντιληπτό ότι, αν δεν υπήρχε παραοικονομία στην Ελλάδα, οι απαιτούμενες αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών προκειμένου να επιτευχθούν οι φορολογικοί στόχοι του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής θα ήταν σημαντικά μικρότερες. Ενδεικτικά, για να επιτευχθεί μόνιμη αύξηση των φορολογικών εσόδων από το εισόδημα από εργασία κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ, απαιτείται αύξηση του φορολογικού συντελεστή κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες όταν δεν υπάρχει παραοικονομία, έναντι αύξησης κατά τρεις ποσοστιαίες μονάδες όταν υπάρχει παραοικονομία. Μάλιστα, η απόκλιση στις αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών στις δύο αυτές περιπτώσεις αυξάνεται όσο υψηλότερος είναι ο στόχος είσπραξης φορολογικών εσόδων. Ακόμη, τα αποτελέσματα του Πίνακα Α υποδηλώνουν ότι όσο αυξάνεται το φορολογικό βάρος, τόσο αυξάνεται η απόκλιση στη μείωση του ΑΕΠ μεταξύ της οικονομίας όπου υπάρχει παραοικονομία και της οικονομίας όπου δεν υπάρχει, οδηγώντας σε ακόμη μεγαλύτερο σφάλμα στις εκτιμήσεις των επιδράσεων της φορολογικής πολιτικής στο ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, όταν τα φορολογικά έσοδα αυξάνονται από μία σε δύο ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, η απόκλιση αυξάνεται από 1,3 σε 2,5 ποσοστιαίες μονάδες.

Ως εκ τούτου, εκτιμάται ότι η υφεσιακή επίδραση της αύξησης της φορολογίας στο πλαίσιο της δημοσιονομικής προσαρμογής στην ελληνική οικονομία θα ήταν μικρότερη αν η παραοικονομία είχε ελεγχθεί αποτελεσματικά. Προσομοιώσεις του υποδείγματος επιβεβαιώνουν ότι η αρνητική επίδραση των φόρων στο ΑΕΠ της περιόδου δημοσιονομικής προσαρμογής 2010-2015 θα μπορούσε να είναι σημαντικά μικρότερη.

Δεύτερον, η μεταφορά παραγωγικών πόρων προς την παραοικονομία λόγω αύξησης της φορολογίας συνεπάγεται κόστος σε όρους συνολικής παραγωγικότητας, διότι οι πόροι στην ανεπίσημη οικονομία χρησιμοποιούνται λιγότερο αποτελεσματικά.<sup>5</sup>

Τρίτον, όπως προκύπτει από τη σύγκριση των αποτελεσμάτων στους Πίνακες Α και Β, η ύφεση θα ήταν πολύ μικρότερη αν οι δημοσιονομικοί στόχοι επιτυγχάνονταν κυρίως μέσω

<sup>5</sup> Αυτό αντανακλάται στο γεγονός ότι η ύφεση σε όρους "πραγματικής" παραγωγής, η οποία εκτός από το ΑΕΠ περιλαμβάνει και το προϊόν της παραοικονομίας, είναι μεγαλύτερη σε σχέση με την ύφεση όταν δεν υπάρχει παραοικονομία. Ειδικότερα, όπως φαίνεται από τον Πίνακα Α, όταν τα φορολογικά έσοδα αυξάνονται κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ, η "πραγματική" παραγωγή μειώνεται κατά 1,8%, ενώ το ΑΕΠ όταν δεν υπάρχει παραοικονομία μειώνεται κατά 1,5%. Μάλιστα, όσο αυξάνεται το φορολογικό βάρος, τόσο αυξάνεται και η απώλεια σε όρους παραγωγικότητας (η αύξηση του φορολογικού βάρους από μία σε δύο ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ οδηγεί σε μείωση της "πραγματικής" παραγωγής κατά 3,7%, έναντι μείωσης κατά 3,1% όταν δεν υπάρχει παραοικονομία).

της μείωσης των δαπανών και όχι μέσω της αύξησης της φορολογίας. Στον Πίνακα Β, η μείωση του ΑΕΠ με και χωρίς παραοικονομία δεν διαφέρει σημαντικά. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι, σε αντίθεση με τους υψηλότερους φόρους που μειώνουν άμεσα τις αποδόσεις των παραγωγικών συντελεστών στην επίσημη οικονομία, η μείωση των δημόσιων δαπανών τις επηρεάζει έμμεσα μέσω της μείωσης της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες που παράγονται στην επίσημη οικονομία. Συνεπώς, τα κίνητρα μεταφοράς παραγωγικών πόρων προς την ανεπίσημη οικονομία σ' αυτή την περίπτωση δεν είναι τόσο ισχυρά.

### Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η παραοικονομία αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της επίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα. Όταν παραβλέπεται η ύπαρξη της παραοικονομίας στο σχεδιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής, μπορεί να υπάρξει σημαντική υποεκτίμηση της επίδρασής της στο ΑΕΠ και την απασχόληση και υπερεκτίμηση των φορολογικών εσόδων. Ιδιαίτερα σε περιόδους δημοσιονομικής προσαρμογής, η ενσωμάτωση του ρόλου της παραοικονομίας είναι απαραίτητη ώστε να υπάρχει σωστή επιλογή του μεγέθους και του μίγματος της δημοσιονομικής πολιτικής. Οι αισιόδοξες εκτιμήσεις στην αρχή της κρίσης χρέους για το μέγεθος και τη διάρκεια της ύφεσης της ελληνικής οικονομίας ενδεχομένως σχετίζονται και με την υποεκτίμηση του ρόλου της παραοικονομίας.

Τα παραπάνω αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η ύφεση της ελληνικής οικονομίας των τελευταίων ετών λόγω της δημοσιονομικής προσαρμογής θα μπορούσε να ήταν μικρότερη σε μέγεθος και διάρκεια εάν είχαν αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά η παραοικονομία και η φοροδιαφυγή στην αρχή της κρίσης. Ενδεικτικά, η σωρευτική μείωση του ΑΕΠ λόγω του συνόλου των δημοσιονομικών μέτρων της περιόδου 2010-2015 θα μπορούσε να είναι μικρότερη κατά περίπου 7 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Στην περίπτωση αυτή θα απαιτούνταν μικρότερες αυξήσεις φόρων και μειώσεις δαπανών για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων. Παράλληλα, η ελληνική οικονομία θα κέρδιζε σε παραγωγικότητα από την πιο αποτελεσματική χρήση των παραγωγικών πόρων στην επίσημη οικονομία.

Κατά συνέπεια, είναι αναγκαίο να ενταθούν οι προσπάθειες καταπολέμησης της παραοικονομίας και της φοροδιαφυγής, ώστε να αυξηθεί η φορολογική βάση και να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις για μειώσεις των φορολογικών συντελεστών που θα τονώσουν την οικονομική δραστηριότητα και θα επιταχύνουν την ανάπτυξη. Η ανάγκη λήψης μέτρων γίνεται ακόμη πιο επιτακτική, δεδομένου ότι το μίγμα της δημοσιονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκε στην Ελλάδα, με έμφαση στην αύξηση της φορολογίας, φαίνεται να έχει οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση της παραοικονομίας τα τελευταία χρόνια. Μέτρα όπως η επιβολή αυστηρότερων κυρώσεων, η βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, η εντατικοποίηση των ελέγχων για αδήλωτη εργασία και η προώθηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών<sup>6</sup> είναι προς τη σωστή κατεύθυνση. Καθώς όμως λειτουργούν μόνον αποτρεπτικά, τα μέτρα αυτά δεν θα οδηγήσουν μακροπρόθεσμα σε μείωση του μεγέθους της παραοικονομίας αν δεν συνοδευθούν από μια αλλαγή κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής προς ένα μίγμα που στηρίζεται κατά κύριο λόγο στη μείωση των δαπανών και δευτερευόντως στην αύξηση των φόρων.

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



**ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΟΙΝΟΤΙΚΩΝ ΠΟΡΩΝ ΚΑΙ ΆΛΛΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ**

Στο παρόν ειδικό θέμα συνοψίζονται οι διαθέσιμες μορφές κοινοτικής χρηματοδότησης μέσω ευρωπαϊκών ταμείων ή οργανισμών για την προώθηση των επενδύσεων στην ελληνική οικονομία. Κατόπιν, αναλύονται οι πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές στην απορρόφηση των κονδυλίων από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ στο πλαίσιο της πολιτικής συνοχής. Ένα γενικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η εντατικότερη χρήση χρηματοδοτικών εργαλείων έναντι επιχορηγήσεων μπορεί να μεγιστοποιήσει το αναπτυξιακό όφελος των κοινοτικών πόρων για την Ελλάδα.

**I ΜΟΡΦΕΣ ΚΟΙΝΟΤΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ****1.1 Πολιτική συνοχής της ΕΕ και Κοινή Αγροτική Πολιτική (ΚΑΠ)**

Η πολιτική συνοχής είναι η βασική πολιτική επενδύσεων της ΕΕ, η οποία αποσκοπεί στην υλοποίηση της στρατηγικής “Ευρώπη 2020” για την ανάπτυξη και την απασχόληση, καθώς και στη μείωση των ανισοτήτων μεταξύ των περιφερειών της ΕΕ. Κατά την τρέχουσα προγραμματική περίοδο 2014-2020 οι διαθέσιμοι πόροι για την πολιτική συνοχής ανέρχονται σε 454 δισεκ. ευρώ για το σύνολο των κρατών-μελών της ΕΕ, αποτελώντας σχεδόν το 1/3 του Κοινοτικού Προϋπολογισμού. Στην Ελλάδα αναλογούν πόροι περίπου 21 δισεκ. ευρώ (σε τρέχουσες τιμές).

Η πολιτική συνοχής υλοποιείται μέσω πέντε Ευρωπαϊκών Διαρθρωτικών και Επενδυτικών Ταμείων (ΕΔΕΤ). Αυτά είναι το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ), το Ταμείο Συνοχής (ΤΣ), το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο (ΕΚΤ), το Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Αγροτικής Ανάπτυξης (ΕΓΤΑΑ) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Θάλασσας και Αλιείας (ΕΤΘΑ). Τα ΕΔΕΤ λειτουργούν υπό κοινό κανονιστικό πλαίσιο και εξειδικεύονται για την Ελλάδα στο Σύμφωνο Εταιρικής Σχέσης (ΣΕΣ) 2014-2020, το οποίο περιλαμβάνει επτά Τομεακά και 13 Περιφερειακά Επιχειρησιακά Προγράμματα.

Η χρηματοδότηση των επενδύσεων από τα ΕΔΕΤ γίνεται με δύο βασικές μορφές: (α) επιχορηγήσεις (μη επιστρεπτές) και (β) δανειοδοτήσεις, εγγυοδοσίες και κεφαλαιουχικές συμμετοχές μέσω χρηματοδοτικών εργαλείων (financial instruments). Τα χρηματοδοτικά εργαλεία που στηρίζονται από τα ΕΔΕΤ μπορούν να συνδυαστούν με επιχορηγήσεις. Η χρηματοδότηση διοχετεύεται συνήθως μέσω τοπικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως τράπεζες αλλά και εταιρίες επενδύσεων ή εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών.

Εκτός από τις απολήψεις στο πλαίσιο της πολιτικής συνοχής, η Ελλάδα λαμβάνει από την ΕΕ άμεσες αγροτικές ενισχύσεις στο πλαίσιο του Πυλώνα Ι της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ), συνολικού ύψους 15 δισεκ. ευρώ για την περίοδο 2014-2020 (περίπου 2,1 δισεκ. ευρώ ετησίως). Συνδυαστικά, οι κοινοτικοί πόροι από την πολιτική συνοχής και την ΚΑΠ ανέρχονται για την Ελλάδα σε περίπου 35 δισεκ. ευρώ για την περίοδο 2014-2020 (ή 20% του ΑΕΠ του 2016).

**1.2 Άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία ευρωπαϊκών οργανισμών**

Εκτός από τα ΕΔΕΤ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει και άλλα ταμεία ή προγράμματα που χρηματοδοτούν συγκεκριμένες δράσεις απευθείας από τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, οι οποίες συμβάλλουν στην υλοποίηση ενός θεματικού στόχου ή μιας πολιτικής της ΕΕ. Τα ταμεία αυτά λειτουργούν συμπληρωματικά ή/και συνδυαστικά με τα ΕΔΕΤ ή άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία ευρωπαϊκών οργανισμών. Η χρηματοοικονομική στήριξη που παρέχουν μπορεί να έχει διάφορες μορφές, όπως επιχορηγήσεις, δάνεια, εγγυήσεις, εισφορές κεφαλαίου και βραβεία. Η πλειονότητα

αυτών των ταμείων υπόκειται σε κεντρική διαχείριση από την ΕΕ και οι δράσεις υλοποιούνται μέσω προσλήψεων για υποβολή προτάσεων απευθείας στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τους εκτελεστικούς της φορείς. Στοχεύουν κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, μη κυβερνητικές οργανώσεις, νέους, ερευνητές, γεωργούς και δημόσιους οργανισμούς. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων ταμείων από όπου έχει αντλήσει χρηματοδότηση η Ελλάδα είναι τα ταμεία για την αντιμετώπιση της προσφυγικής κρίσης, το Ταμείο Ευρωπαϊκής Βοήθειας προς τους Απόρους, το ευρωπαϊκό πρόγραμμα έρευνας και καινοτομίας “Ορίζοντας 2020”, το COSME-Εγγυήσεις για Δάνεια, το InnoFin-Εγγυήσεις για ΜΜΕ και το Πρόγραμμα για την Απασχόληση και την Κοινωνική Καινοτομία. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπολογίζει τις εισροές μέσω αυτών των ταμείων στην Ελλάδα σε 1,4 δισεκ. ευρώ από το 2014 έως τον Ιούνιο του 2017.<sup>1</sup>

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων (ΕΤΣΕ), ο πυρήνας του Επενδυτικού Σχεδίου για την Ευρώπη (ή Σχεδίου Γιούνκερ), συστάθηκε το 2015 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συμφωνία με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και ενισχύθηκε το 2016 με στόχο την κινητοποίηση επενδύσεων 500 δισεκ. ευρώ στην ΕΕ έως το 2020. Το ΕΤΣΕ παρέχει εγγυήσεις δανείων και συμμετοχές σε ίδια κεφάλαια για στρατηγικές επενδύσεις κυρίως σε υποδομές, ενέργεια, καινοτομία και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Προβλέπει καινοτόμες πρακτικές, όπως το συνδυασμό πόρων του ΕΤΣΕ με άλλα ταμεία της ΕΕ (π.χ. ΕΔΕΤ), τη δημιουργία “επενδυτικών πλατφορμών” και στοχευμένες παρεμβάσεις του Ευρωπαϊκού Κόμβου Επενδυτικών Συμβουλών.<sup>2</sup> Έτσι αυξάνονται οι διαθέσιμοι πόροι και κατ’ επέκταση ο αριθμός των πραγματοποιούμενων επενδύσεων. Τα έργα του ΕΤΣΕ πρέπει να χαρακτηρίζονται από “προσθετικότητα”, δηλαδή να αντιμετωπίζουν ανεπάρκειες της αγοράς ή να καλύπτουν επενδυτικές προτάσεις που δεν θα λάμβαναν χρηματοδότηση ή το ίδιο ποσό χρηματοδότησης χωρίς τη στήριξη του ΕΤΣΕ (π.χ. έργα υψηλού επενδυτικού κινδύνου). Από την έναρξη των δράσεων του ΕΤΣΕ στην Ελλάδα το 2016, έχει εγκριθεί χρηματοδότηση 1,5 δισεκ. ευρώ, που εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε επενδύσεις άνω των 5 δισεκ. ευρώ.<sup>3</sup> Η Ελλάδα είναι μία από τις επτά χώρες (μαζί με το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία, την Πολωνία και την Ισπανία) που έχουν εξασφαλίσει πάνω από 1 δισεκ. ευρώ χρηματοδότηση από το ΕΤΣΕ (με μόχλευση του Ομίλου της ΕΤΕπ).

Τέλος, οι ελληνικές επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία του Ομίλου της ΕΤΕπ ή της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης με πόρους που αντλούν οι οργανισμοί είτε από ίδια κεφάλαια είτε από τις κεφαλαιαγορές, άμεσα ή έμμεσα μέσω επιλεγμένων χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, συνηθέστερα πιστωτικών ιδρυμάτων. Συνοψίζοντας όλα τα χρηματοδοτικά εργαλεία υπό τη διαχείριση του Ομίλου της ΕΤΕπ και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης, από το 2014 μέχρι σήμερα έχουν υπογραφεί συμφωνίες για χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων ύψους περίπου 9 δισεκ. ευρώ (εκ των οποίων περίπου 6 δισεκ. ευρώ με την ΕΤΕπ, 1,5 δισεκ. ευρώ με το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων και 1,4 δισεκ. ευρώ με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης).<sup>4</sup>

1 European Commission, “A new start for jobs and growth in Greece – Almost two years on”, 10.6.2017.

2 EC Communication, “Strengthening European Investments for jobs and growth: Towards a second phase of the European Fund for Strategic Investments and a new European External Investment Plan”, 14.9.2016, COM(2016) 581 final. Το κεφάλαιο του ΕΤΣΕ έχει διαμορφωθεί σε 33,5 δισεκ. ευρώ (εκ των οποίων 26 δισεκ. ευρώ αποτελούν εγγυήσεις από τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό και 7,5 δισεκ. ευρώ χρηματοδοτική συνεισφορά της ΕΤΕπ), με εκτιμώμενο πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα επενδύσεων 1:15.

3 EIB Press Release, “Record EIB support for Greek SMEs confirmed and new Athens office opened by Finance Minister Tsakalotos and EIB President Hoyer”, 29.9.2017.

4 Σημειώνεται ότι το ποσό αυτό έχει υπολογιστεί με βάση τις επίσημες συμβάσεις που ο κάθε ευρωπαϊκός φορέας διαχείρισης έχει υπογράψει με ελληνικό φορέα με σκοπό την παροχή ρευστότητας στην πραγματική οικονομία. Οι πόροι που διαχειρίζεται ο φορέας μπορεί να προέρχονται από ίδια διαθέσιμα, δανεισμό του φορέα από τις αγορές κεφαλαίων και χρήματος, άλλα ευρωπαϊκά ταμεία όπως το ΕΤΣΕ και τα ΕΔΕΤ ή απευθείας από τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό. Ανάλογα με το χρηματοδοτικό εργαλείο, οι πόροι αυτοί δύνανται να υποστούν ανάμιξη, ανακύκλωση και μόχλευση.

Το μεγαλύτερο μέρος συνιστά δανειοδότηση προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και χρηματοδοτήσεις στους τομείς της ενέργειας και των υποδομών.

## 2 ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΚΟΙΝΟΤΙΚΩΝ ΠΟΡΩΝ ΑΠΟ ΤΑ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ ΤΗΣ ΕΕ

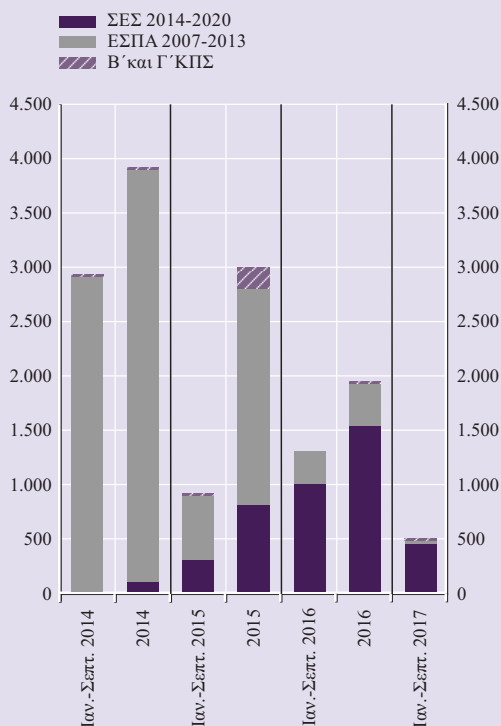
### 2.1 Πρόσφατες εξελίξεις και πιθανοί λόγοι υστέρησης της ετήσιας απορρόφησης του 2017

Οι ετήσιες απολήψεις της Ελλάδος από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 503 εκατ. ευρώ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017, αισθητά μειωμένες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο τόσο των τριών προηγούμενων ετών της τρέχουσας προγραμματικής περιόδου όσο και του τέταρτου έτους των προηγούμενων προγραμματικών περιόδων ΕΣΠΑ 2007-2013 και Γ' ΚΠΣ 2000-2006.

Η σχετικά χαμηλή μέχρι τώρα ετήσια απορρόφηση του 2017 ερμηνεύεται μερικώς από παράγοντες που ενίσχυσαν την απορρόφηση τα προηγούμενα τρία έτη και δεν υφίστανται πλέον, καθώς και από παράγοντες που αφορούν πιο άμεσα το 2017. Την περίοδο 2014-2016, οι αυξημένες κοινοτικές εισροές σχετίζονται με την πλήρη απορρόφηση των υπολειπόμενων πόρων του ΕΣΠΑ 2007-2013 (βλ. Διάγραμμα Α), η οποία υποβοηθήθηκε από το έκτακτο μέτρο της ΕΕ για αύξηση της κοινοτικής συγχρηματοδότησης στο 100% με αναδρομική ισχύ, και από την απόφαση για πρόωρη εκταμίευση του τελικού υπολοίπου 5% των πληρωμών που θα καταβαλλόταν κατά το “κλείσιμο των επιχειρησιακών προγραμμάτων” το Μάρτιο του 2017. Επίσης αντανακλούν την παροχή από την ΕΕ προς την Ελλάδα “πρόσθετης” προχρηματοδότησης ύψους 3,5% του ποσού της ενίσχυσης από τα τρία διαρθρωτικά ταμεία και το ΕΤΘΑ ετησίως για το 2015 και το 2016,<sup>5</sup> η οποία ισοδυναμεί με επιπλέον 500 εκατ. ευρώ ετησίως. Η σχεδόν πλήρης αξιοποίηση της πρόσθετης προχρηματοδότησης συνέβαλε σημαντικά στην παροχή ρευστότητας προς την οικονομία και την ομαλή εκκίνηση των προγραμμάτων της νέας περιόδου. Εντούτοις, η σχετική έλλειψη νέων και ώριμων έργων, καθώς και σε μικρότερο βαθμό η επιστροφή εντός του 2017 των “ετήσιων” προκαταβολών του 2016 που δεν χρησιμοποιήθηκαν<sup>6</sup> περιόρισαν το ρυθμό απορρόφησης.

Διάγραμμα Α Ελλάδα: εισροές πόρων από διαρθρωτικά ταμεία ΕΕ

(σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: ΣΕΣ: Σύμφωνο Εταιρικής Σχέσης, ΕΣΠΑ: Εθνικό Στρατηγικό Πλαίσιο Αναφοράς, ΚΠΣ: Κοινωνικό Πλαίσιο Στήριξης. Ως διαρθρωτικά ταμεία ορίζονται το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ), το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο (ΕΚΤ) και το Ταμείο Συνοχής (ΤΣ). Το Β' ΚΠΣ αφορά την περίοδο 1994-1999 και το Γ' ΚΠΣ την περίοδο 2000-2006.

<sup>5</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2015/1839, 14.10.2015.

<sup>6</sup> Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Ελλάδα κλήθηκε το 2017 να επιστρέψει περίπου 70 εκατ. ευρώ από την πρόσθετη προκαταβολή των ετών 2015-2016 και 226 εκατ. ευρώ από την ετήσια προκαταβολή του 2016 (περιλαμβάνεται το ΕΤΘΑ). Η επιστροφή των προκαταβολών δεν επηρεάζει τους διαθέσιμους πόρους του ΣΕΣ, αλλά μόνο την ετήσια ροή τους.

## 2.2 Αξιολόγηση του σωρευτικού ρυθμού απορρόφησης του ΣΕΣ 2014-2020

Σωρευτικά από την έναρξη της τρέχουσας προγραμματικής περιόδου μέχρι σήμερα, η απορρόφηση κοινοτικών πόρων από τα διαρθρωτικά ταμεία ανέρχεται σε περίπου 20% για το ΣΕΣ 2014-2020.<sup>7</sup> Ο σωρευτικός ρυθμός απορρόφησης σε αυτή τη φάση θα μπορούσε να κριθεί ως κανονικός και συγκρίσιμος με προηγούμενες προγραμματικές περιόδους, καθώς η εμπειρία έχει δείξει μια έντονη επιτάχυνση της απορρόφησης προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου, καθώς και τα επόμενα δύο χρόνια από τη λήξη της.

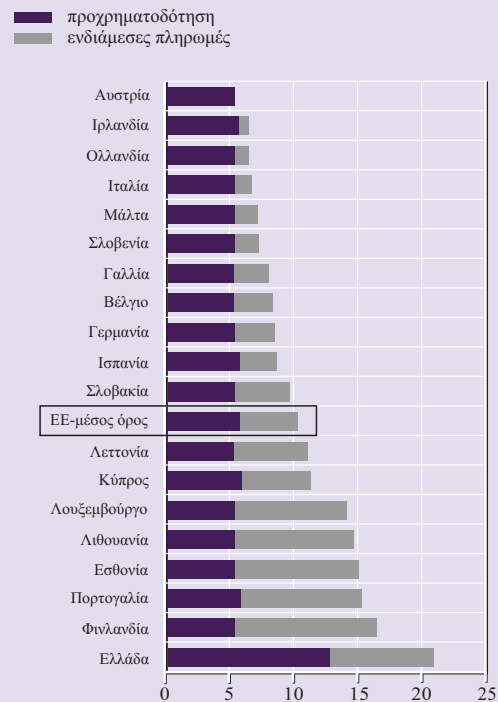
Επίσης, ο σωρευτικός ρυθμός απορρόφησης των διαρθρωτικών πόρων από την Ελλάδα είναι σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο της ΕΕ (10%), γεγονός που εν μέρει αντανάκλα το θετικό αποτέλεσμα της πρόσθετης προκαταβολής που δόθηκε στην Ελλάδα, η οποία ήταν σημαντικά μεγαλύτερη έναντι εκείνης άλλων κρατών-μελών της ΕΕ. Όμως, σε σύγκριση με άλλες χώρες με υψηλή απορρόφηση όπως η Φινλανδία και η Πορτογαλία, οι ενδιάμεσες πληρωμές (επιβεβαιωμένη πραγματοποιηθείσα δαπάνη) στην Ελλάδα υπολείπονται των προκαταβολών, γεγονός το οποίο μπορεί να αποτελεί ένδειξη χαμηλού ρυθμού υλοποίησης των έργων (βλ. Διάγραμμα Β).

## 2.3 Προοπτικές ταχύτερης απορρόφησης των διαρθρωτικών πόρων και προκλήσεις

Η οπισθοβαρής αλλά έγκαιρη εκτέλεση του συγχρηματοδοτούμενου σκέλους του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) εντός του έτους αναμένεται να αυξήσει την απορρόφηση των κοινοτικών πόρων το τελευταίο τρίμηνο του 2017 και το πρώτο τρίμηνο του 2018. Παρ' όλα αυτά, οι ελληνικές αρχές θα πρέπει να **επιταχύνουν την ένταξη και την ωρίμανση νέων έργων στο ΣΕΣ 2014-2020**. Καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση των έργων που μεταφέρθηκαν από το ΕΣΠΑ 2007-2013 ή στη διαδικασία ένταξης νέων έργων συνεπάγονται υστέρηση στην απορρόφηση των κοινοτικών πόρων και στην υλοποίηση των επενδύσεων. Τα έργα που έχουν ενταχθεί μέχρι τώρα στο ΣΕΣ 2014-2020, συνολικού προϋπολογισμού (κοινοτική και εθνική δαπάνη) 8,2 δισεκ. ευρώ, δεσμεύουν περίπου το 45% των διαθέσιμων διαρθρωτικών πόρων της ΕΕ για την Ελλάδα.<sup>8</sup>

## Διάγραμμα Β Ευρωζώνη: Απορρόφηση κοινοτικών πόρων ανά χώρα (Ιανουάριος 2014-Σεπτέμβριος 2017)

(σωρευτικά μεγέθη περιόδου, ως % του συνόλου των διαθέσιμων πόρων 2014-2020)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (<https://cohesiondata.ec.europa.eu/>) από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι παραπάνω υπολογισμοί αφορούν τα τρία διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ: Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ), Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο (ΕΚΤ) και Ταμείο Συνοχής (ΤΣ).

<sup>7</sup> Ανά ταμείο, το ΕΚΤ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη απορρόφηση (27%), ακολουθούμενο από το ΕΤΠΑ (17%), ενώ το ΤΣ υπολείπεται σημαντικά (13%). Τα πέντε πρώτα σε ποσοστό απορρόφησης Επιχειρησιακά Προγράμματα είναι: Τεχνική βοήθεια, Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού-Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση, Μεταρρύθμιση του Δημόσιου Τομέα και τα Περιφερειακά Επιχειρησιακά Προγράμματα Κεντρικής Μακεδονίας και Δυτικής Ελλάδας.

<sup>8</sup> Επεξεργασία στοιχείων από τον "Κατάλογο πράξεων (List of Operations), 30/06/2017", <https://www.espa.gr/el/Pages/ProgramsList.aspx>. Ο συνολικός προϋπολογισμός των ενταγμένων έργων και το ποσοστό δέσμευσης κοινοτικών πόρων υπόκεινται σε αναθεωρήσεις.

Παράγοντες που αναμένεται να βοηθήσουν στην ταχύτερη απορρόφηση των κοινοτικών πόρων είναι: (α) τα υψηλά ποσοστά κοινοτικής συγχρηματοδότησης, τα οποία φθάνουν σε ορισμένες περιπτώσεις έως και το 90% του προϋπολογισμού της συγχρηματοδοτούμενης επένδυσης, (β) οι προβλεπόμενες ετήσιες προκαταβολές έως το 2023 και ο Ανοιχτός Καταπιστευτικός Λογαριασμός (escrow account) που εξασφαλίζει στους δικαιούχους προκαταβολές χωρίς εγγυητική επιστολή, (γ) οι θεσμικές παρεμβάσεις για αποτελεσματικότερη υλοποίηση των προγραμμάτων, όπως η οριοθέτηση μεταξύ πολιτικών και διοικητικών καθηκόντων, ο ενισχυμένος συντονισμός των ταμείων, η εντατικοποίηση των μέτρων καταπολέμησης της απάτης, η απλούστευση του κύκλου πληρωμών των έργων και η δημιουργία νέων χρηματοδοτικών εργαλείων με στήριξη από τα ΕΔΕΤ και (δ) το νέο σύστημα διενέργειας ηλεκτρονικών διαγωνισμών δημοσίων έργων.

Ανασταλτικά συνεχίζουν να λειτουργούν ορισμένες διοικητικές και οργανωτικές δυσκαμψίες σε διάφορα στάδια εκτέλεσης του ΣΕΣ 2014-2020 (εξειδίκευση δράσεων, προσκλήσεις, επιλογή τελικών δικαιούχων, ένταξη και υλοποίηση έργων, πληρωμές), παρά τις εντατικές προσπάθειες των κοινοτικών και ελληνικών αρχών τα τελευταία χρόνια για άρση τους. Ειδικότερα, εμπόδια ή καθυστερήσεις παρατηρούνται σε τομείς όπως: (α) η δημιουργία ενιαίου νομοθετικού πλαισίου για τις απαλλοτριώσεις και ολοκληρωμένου χωροταξικού πληροφοριακού συστήματος για την παρακολούθησή τους, (β) η απλούστευση του νομοθετικού πλαισίου για τις αρχαιολογικές εργασίες, (γ) η βελτίωση της διοικητικής και διαχειριστικής ικανότητας και τεχνογνωσίας των στελεχών που εμπλέκονται στο ΣΕΣ και (δ) η μείωση της γραφειοκρατίας στον έλεγχο των πράξεων και την πληρωμή των τελικών δικαιούχων.

### 3 ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΟΦΕΛΟΥΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΟΙΝΟΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

**Η ενεργοποίηση περισσότερων χρηματοδοτικών εργαλείων και η αξιοποίηση των αυξημένων δυνατοτήτων που προσφέρουν έναντι των επιχορηγήσεων μπορούν να μεγιστοποιήσουν το αναπτυξιακό όφελος των διαθέσιμων κοινοτικών πόρων για επενδύσεις στην ελληνική οικονομία.** Τα χρηματοδοτικά εργαλεία παρέχουν δυνατότητες για την άντληση και ανάμιξη κονδυλίων από διαφορετικές κοινοτικές, δημόσιες ή ιδιωτικές πηγές (blending), την ανακύκλωση πόρων για τη χρηματοδότηση άλλων επενδύσεων (revolving) και τη μόγλευση πόρων με την προσέλκυση πρόσθετων ιδιωτικών και δημόσιων κεφαλαίων (leveraging). Συνεπώς, το τελικό ποσό χρηματοδότησης που διατίθεται για επενδύσεις μέσω χρηματοδοτικών εργαλείων είναι πολύ μεγαλύτερο από τους αρχικά διαθέσιμους κοινοτικούς πόρους, δημιουργώντας πολλαπλασιαστικά οφέλη στην πραγματική οικονομία.

Τα χρηματοδοτικά εργαλεία είναι ένας πιο αποτελεσματικός τρόπος αξιοποίησης των κοινοτικών πόρων, καθώς προωθούν: (α) συνέργειες με άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως οι επιχορηγήσεις, (β) τεχνογνωσία από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς προς τους δημόσιους φορείς και διαχειριστές προγραμμάτων, (γ) κίνητρα για καλύτερες επιδόσεις με βάση αυστηρώς ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και μεγαλύτερη διαφάνεια, και (δ) καινοτόμους τρόπους χρηματοδότησης, περιορίζοντας την παραδοσιακή εξάρτηση από επιχορηγήσεις. Σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το Νοέμβριο του 2016, η Ελλάδα σχεδίαζε να διαθέσει μόλις το 3% των συνολικών πόρων του ΕΤΠΑ και του ΤΣ μέσω χρηματοδοτικών εργαλείων, σε σύγκριση με 20% στην Πορτογαλία, 10% στην Ιταλία και 8% στην Ισπανία και στην ΕΕ (μέσος όρος).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> European Commission, "Financial instruments under the European Structural and Investment Funds: Summaries of the data on the progress made in financing and implementing the financial instruments for the programming period 2014-2020, as at 31 December 2015", November 2016. Το ποσοστό για την Ελλάδα ήταν πριν από την "Επικαιροποίηση της εκ των προτέρων αξιολόγησης (ex ante assessment) για τον εκ νέου σχεδιασμό και εφαρμογή των χρηματοδοτικών εργαλείων της ΠΠ 2014-2020 βάσει των νέων δεδομένων της ελληνικής οικονομίας", Grant Thornton, Νοέμβριος 2016. Με βάση πιο πρόσφατες εκτιμήσεις, το ποσοστό αυτό πλησιάζει το μέσο όρο της ΕΕ.



## V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος, σε συνδυασμό με το κλείσιμο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, ως αναγνώριση της αξιοσημείωτης δημοσιονομικής προσαρμογής, και την αναβάθμιση της διεθνούς πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου, επέτρεψαν την άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές. Ωστόσο, η σημαντική υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου, που επιτεύχθηκε το 2016 και αναμένεται να επαναληφθεί και το 2017, αφαιρεί πολύτιμους πόρους από την πραγματική οικονομία και δυσχεραίνει την επάνοδό της σε αναπτυξιακή τροχιά. Περαιτέρω, η σημαντική συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών έναντι των στόχων εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού και η διατήρηση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης σε υψηλά επίπεδα εκτιμάται ότι επηρέασαν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα. Ως εκ τούτου, το τρέχον δημοσιονομικό μίγμα πολιτικής δεν είναι διατηρήσιμο και η άμεση αλλαγή της σύνθεσής του προς μια περισσότερο αναπτυξιακή πολιτική κρίνεται αναγκαία.

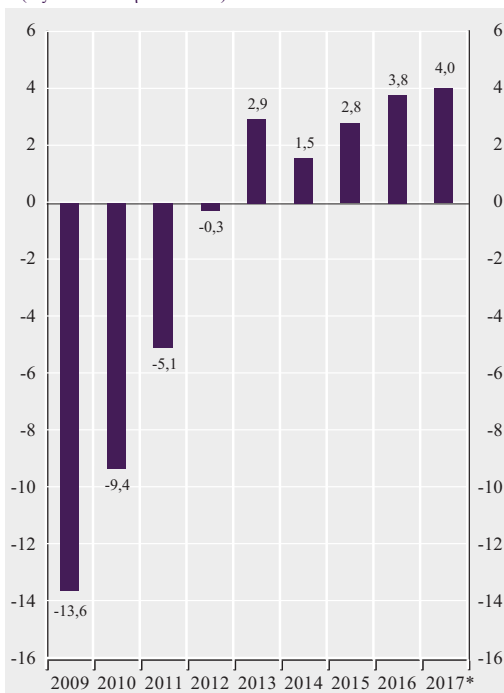
### I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το 2016 ακολουθήθηκε περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, που αντικατοπτρίστηκε στην περαιτέρω βελτίωση του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος<sup>2</sup> (βλ. Διάγραμμα V.1).

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2017, η γενική κυβέρνηση (ΓΚ) το 2016 παρουσίασε πλεόνασμα για πρώτη φορά ύστερα από δεκαετίες,<sup>3</sup> ύψους 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος ύψους 5,7% του ΑΕΠ το 2015. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2016 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,1% του ΑΕΠ το 2015, χαμηλότερο κατά 0,2% του ΑΕΠ σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση τον Απρίλιο του 2017 λόγω κυρίως της αύξησης των κοινωνικών και κεφαλαιακών δαπανών, η επίδραση των οποίων στο πλεόνασμα αντι-

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\*Πρόβλεψη.

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

σταθμίστηκε μερικώς από την επίδραση της προς τα κάτω αναθεώρησης του ΑΕΠ. Η καταγραφείσα μεγάλη βελτίωση σε σχέση με το 2015 οφείλεται αφενός στην επίδραση της βάσης σύγκρισης, αφού το αποτέλεσμα του 2015 επιβαρύνθηκε από την επίπτωση της καθαρής κρατικής υποστήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και αφετέρου στα αυξημένα τρέχοντα έσοδα και την περιστολή των λειτουργικών και επενδυτικών δαπανών (βλ. Πίνακα V.1).

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2016, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τους ορισμούς

- 1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 11.12.2017.
- 2 Το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα απομονώνει, εκτός από τους τόκους, και τις επιδράσεις τόσο του οικονομικού κύκλου όσο και έκτακτων παραγόντων.
- 3 Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, η τελευταία φορά που η Ελλάδα παρουσίασε πλεόνασμα στη γενική κυβέρνηση ήταν το 1971.

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

(ως % του ΑΕΠ)

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

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

2 Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης ΚΠ, Εισιγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2018).

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

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

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

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

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

του προγράμματος,<sup>4</sup> εκτιμάται σε πλεόνασμα 3,8% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο του προγράμματος για πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ.

Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσε σημαντικά η καλύτερη πορεία των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί και στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των εσόδων από τους φόρους εισοδήματος και του ΦΠΑ ιδιαιτέρως. Στην αύξηση των εσόδων από ΦΠΑ συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό η αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών που παρατηρήθηκε από τον Ιούλιο του 2015 μετά την επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών.<sup>5</sup> Το μεγαλύτερο μέρος της υπέρβασης ωστόσο αποδίδεται σε συγκυριακούς παράγοντες, που σχετίζονται μεταξύ άλλων με την υπεραπόδοση του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων και με τις μειωμένες δαπάνες δημόσιων επενδύσεων. Ως εκ τούτου,

μέρος μόνο της υπέρβασης αυτής αναμένεται να έχει θετική επίδραση το επόμενο έτος.

Ως αποτέλεσμα της έντονης δημοσιονομικής προσαρμογής και της προόδου που επιτεύχθηκε στην υλοποίηση του προγράμματος στήριξης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), το Συμβούλιο της ΕΕ προχώρησε το Σεπτέμβριο του 2017 στο κλείσιμο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος για την Ελλάδα. Η απόφαση αυτή αποτελεί επακόλουθο της σχετικής σύστασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Ιούλιο του 2017, καθώς, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Επιτροπής, οι θετικές δημοσιονομικές επιδόσεις της Ελλάδος αναμένεται να διατηρηθούν.

4 Με βάση το πρόγραμμα, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2016 δεν υπολογίζεται, μεταξύ άλλων, η επίπτωση από τη γρήγορη εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφών φόρων (0,5% του ΑΕΠ).

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



Το α' εξάμηνο του 2017 χαρακτηρίστηκε από έντονες διαπραγματεύσεις με τους εταίρους στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος, οι οποίες καθυστέρησαν την ολοκλήρωσή της. Όπως συνέβη και στις αντίστοιχες περιόδους του 2015 και του 2016, η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του προγράμματος πάγωσε και οι υποχρεώσεις πληρωμών αντιμετωπίστηκαν μέσω αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού διαθέσιμων πόρων από φορείς της ΓΚ, ενώ ταυτόχρονα οι πληρωμές προς τους προμηθευτές των φορέων της ΓΚ μετατέθηκαν χρονικά. Ως συνέπεια, οι ληξιπρόθεσμες οφειλές του Δημοσίου αυξήθηκαν, προκαλώντας δυσμενείς επιδράσεις στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα και στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών στην ελληνική οικονομία.

Η αρνητική συγκυρία αποκλιμακώθηκε τον Απρίλιο με τη συμφωνία σειράς δημοσιονομικών και άλλων μέτρων επιπρόσθετων προς το υφιστάμενο πρόγραμμα, προκειμένου να διασφαλιστεί η συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς στόχους του προγράμματος σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Συγκεκριμένα, στις δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις που συμφωνήθηκαν στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης συγκαταλέγονται μια δέσμη συμπληρωματικών παραμετρικών μέτρων για την επίτευξη του αποτελέσματος του 2018 με βάση το πρόγραμμα, καθώς και μεσοπρόθεσμες μεταρρυθμίσεις για τα έτη 2019-2021 που αφορούν κυρίως ασφαλιστικές και φορολογικές ρυθμίσεις και αποσκοπούν στην αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος προς ενίσχυση της ανάπτυξης. Το Μάιο του 2017 με τους ν. 4472 και 4474 ψηφίστηκε το σύνολο των παρεμβάσεων, καθώς και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021.<sup>6</sup>

Στη συνεδρίαση του Συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης (Eurogroup) στις 15 Ιουνίου 2017 ολοκληρώθηκε η δεύτερη αξιολόγηση και συνοδεύθηκε από τη σταδιακή εκταμίευση ποσού ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ για την εξυπηρέτηση των τρεχουσών χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου και την απο-

πληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της ΓΚ. Από το ποσό αυτό, τα 7,7 δισεκ. ευρώ εκταμιεύθηκαν τον Ιούλιο του 2017, εκ των οποίων τα 800 εκατ. ευρώ προορίστηκαν για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών με τη δέσμευση να συμπληρωθούν με επιπλέον πόρους του κρατικού προϋπολογισμού για τον ίδιο σκοπό. Αφού διαπιστώθηκε η επαρκής μείωση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών, εκταμιεύθηκαν τον Οκτώβριο τα υπόλοιπα 800 εκατ. ευρώ για τον ίδιο σκοπό.

Στην ίδια συνεδρίαση του Eurogroup αναγνωρίστηκε η δυνατότητα μείωσης του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος σε ίσο με ή λίγο μεγαλύτερο από 2% του ΑΕΠ για την περίοδο 2023-2060. Επαναδιατυπώθηκε επίσης η δυνατότητα λήψης μεσοπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του χρέους μετά το τέλος του προγράμματος και στο βαθμό που είναι αναγκαία για την επίτευξη των συμφωνηθέντων στόχων. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι αποφάσεις του Eurogroup βρίσκονται στην ίδια κατεύθυνση με παλαιότερες προτάσεις πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος. Όπως έχει αναφερθεί και σε παλαιότερες εκθέσεις,<sup>7</sup> ο επαναπροσδιορισμός του δημοσιονομικού στόχου σε πρωτογενές πλεόνασμα 2% του ΑΕΠ θεωρείται περισσότερο ρεαλιστική προσέγγιση της αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής που, σε συνδυασμό με την προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο του προγράμματος και με μια ήπια μορφή αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους, είναι δυνατόν να δημιουργήσει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για τη σταδιακή μείωση της φορολογίας και την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας χωρίς να θέσει σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.<sup>8</sup>

Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης και το κλείσιμο της διαδικασίας υπερβολικού

<sup>6</sup> Για μια αναλυτική παρουσίαση των διατάξεων που ψηφίστηκαν, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Κεφ. V και Ειδικό θέμα V.2.

<sup>7</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Ιούνιος 2016, και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Φεβρουάριος 2017.

<sup>8</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Ειδικό θέμα V.4.

ελλείμματος για την Ελλάδα βελτίωσαν την εμπιστοσύνη των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίστηκε στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος από διεθνείς οίκους<sup>9</sup> και στην πτώση της απόδοσης των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Οι εξελίξεις αυτές κατέστησαν δυνατή την έξοδο της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων στις 25 Ιουλίου 2017, για πρώτη φορά από το 2014, μέσω της έκδοσης πενταετούς ομολόγου συνολικού ύψους 3 δισεκ. ευρώ με απόδοση που διαμορφώθηκε από το βιβλίο προσφορών σε 4,625%. Από αυτό το ποσό, περίπου το μισό αφορούσε ανταλλαγή με παλαιότερα ομόλογα που θα έληγαν το 2019. Η απόδοσή του κατέγραψε καθοδική πορεία το επόμενο διάστημα (4,31% στις 2.11.2017), ενώ σημαντική αποκλιμάκωση κατέγραψε η απόδοση του δεκαετούς κρατικού ομολόγου (4,97% στις 15.11.2017, έναντι 6,1% στις 30.5.2017). Αποτέλεσμα των ευνοϊκών αυτών εξελίξεων είναι και η επιτυχή ανταλλαγή 20 ομολόγων συνολικής ονομαστικής αξίας 29,76 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο του 2017, με πέντε ομόλογα, με λήξεις μεταξύ 2023 έως και 2042, προκειμένου να βελτιωθεί η ρευστότητα της αγοράς ελληνικών τίτλων. Το ποσοστό κάλυψης της ανταλλαγής ανήλθε σε 86% επί του συνόλου των ομολόγων, ονομαστικής αξίας 25,8 δισεκ. ευρώ.

Η έξοδος της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές αποτελεί μια πρώτη ένδειξη επανόδου της ελληνικής οικονομίας στην ομαλότητα. Για να συνεχιστεί όμως η πορεία αυτή και να εδραιωθεί η εμπιστοσύνη των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, θα πρέπει να προχωρήσει χωρίς καθυστερήσεις η υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων προκειμένου να ολοκληρωθεί με επιτυχία το πρόγραμμα τον Αύγουστο του 2018.

Όσον αφορά την τρίτη αξιολόγηση, επιτεύχθηκε τεχνική συμφωνία στις αρχές Δεκεμβρίου και η ολοκλήρωσή της αναμένεται στις αρχές του 2018. Στο πλαίσιο των προαπαιτούμενων δράσεων ψηφίστηκε το Σεπτέμβριο του 2017 ο ν. 4488/2017<sup>10</sup> που ρυθμίζει συντα-

ξιοδοτικά θέματα του Δημοσίου, καθώς και λοιπά εργασιακά θέματα αρμοδιότητας του Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης. Ειδικότερα όσον αφορά τα συνταξιοδοτικά θέματα, περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων διατάξεις που προβλέπουν: α) την ενοποίηση των όρων ασφάλισης και συνταξιοδότησης μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, β) την αποσύνδεση της ιδιότητας του μηχανικού και του δικηγόρου από την ασφάλιση, γ) τον προσδιορισμό του τρόπου υπολογισμού των επικουρικών συντάξεων από 1.1.2015, δ) τον επανακαθορισμό της διαδικασίας συμψηφισμού και επιστροφής των αχρεωστήτως καταβληθεισών εισφορών στον Ενιαίο Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ), ε) την παροχή δυνατότητας στους αυτοαπασχολούμενους και τους ελεύθερους επαγγελματίες να επιλέξουν ως βάση υπολογισμού των εισφορών τους ποσό μεγαλύτερο από το μηνιαίο εισόδημά τους, και στ) την πρόσβαση του Κέντρου Είσπραξης Ασφαλιστικών Οφειλών στο Σύστημα Μητρώων Τραπεζικών Λογαριασμών και Λογαριασμών Πληρωμών και σε στοιχεία φορέων της γενικής κυβέρνησης.

Λοιπά θέματα δημοσιονομικού ενδιαφέροντος που συγκαταλέγονται στα προαπαιτούμενα της τρίτης αξιολόγησης σχετίζονται με την επίσπευση των αποκρατικοποιήσεων και της εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ, καθώς και με την εφαρμογή του πλαισίου κινητικότητας και αξιολόγησης των δημοσίων υπαλλήλων.

Για το 2017 αναμένεται εκ νέου υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου. Συγκεκριμένα, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2018 προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων της ΓΚ (όπως υπολογίζονται σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης) ύψους 2,44% του ΑΕΠ το 2017 και 3,82% του ΑΕΠ το 2018, έναντι στόχων

<sup>9</sup> Στις 23.6.2017 η Moody's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος κατά μία βαθμίδα. Αργότερα, στις 18.8.2017, ακολούθησε και η αναβάθμιση από τον οίκο Fitch.

<sup>10</sup> "Συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις Δημοσίου και λοιπές ασφαλιστικές διατάξεις, ενίσχυση της προστασίας των εργαζομένων, δικαιώματα ατόμων με αναπηρίες και άλλες διατάξεις".

1,75% του ΑΕΠ και 3,5% του ΑΕΠ αντιστοίχως, λαμβάνοντας υπόψη τη συμβολή ήδη ψηφισμένων μέτρων και της εκτιμώμενης επιτάχυνσης της οικονομικής δραστηριότητας (αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 1,6% το 2017 και κατά 2,5% το 2018).

Η εκτίμηση του Προϋπολογισμού για το 2017 αναθεωρεί προς τα άνω την πρόβλεψη του ΜΠΔΣ 2018-2021 για πρωτογενές πλεόνασμα της ΓΚ σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, ύψους 1,9% του ΑΕΠ το 2017. Η βελτίωση αυτή έναντι του ΜΠΔΣ οφείλεται κυρίως στο αναμενόμενο βελτιωμένο αποτέλεσμα των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ), λόγω αυξημένων εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές καθώς και μειωμένης συνταξιοδοτικής δαπάνης. Αντίθετα, το αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) αναμένεται σημαντικά επιδεινωμένο, εξαιτίας κυρίως χαμηλότερων εσόδων από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, υψηλότερων επιστροφών φόρων και αυξημένων πρωτογενών δαπανών λόγω της διανομής του κοινωνικού μερίσματος (όπως αναφέρεται αναλυτικά παρακάτω), μερικώς αντισταθμιζόμενων από υψηλότερα έσοδα από έμμεσους φόρους και υψηλότερα μη φορολογικά έσοδα.

Η υστέρηση που παρατηρήθηκε στα έσοδα από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων οφείλεται στο χαμηλότερο του προσδοκώμενου συνολικό ποσό των δηλωθέντων εισοδημάτων. Αν και αναμενόταν υψηλότερο του αντίστοιχου ποσού του 2016 με βάση τα νέα φορολογικά μέτρα που τέθηκαν σε ισχύ το 2017 (νέα κλίμακα, μείωση του αφορολόγητου και αυξημένη προκαταβολή για ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες), διαμορφώθηκε εν τέλει στο ίδιο με το περυσινό επίπεδο λόγω της περαιτέρω μετατόπισης των δηλωθέντων εισοδημάτων προς τα κάτω.<sup>11</sup> Ειδικά για τους ελεύθερους επαγγελματίες και δευτερευόντως για τους αγρότες καταγράφηκε σημαντική μείωση των δηλωθέντων εισοδημάτων στις φορολογικές δηλώσεις του 2017. Αντίθετα, τα έσοδα από την έμμεση φορολογία παρουσίασαν αύξηση καθ' όλη τη διάρκεια του έτους

έναντι του 2016, όπως αναμενόταν κυρίως λόγω της καλής πορείας των εσόδων από ΦΠΑ, που συνδέεται ως επί το πλείστον με τη διευρυμένη χρήση του ηλεκτρονικού χρήματος, η οποία συνέβαλε σε έναν υψηλότερο βαθμό φορολογικής συμμόρφωσης.

Με βάση τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία, η εκτίμηση του Προϋπολογισμού του 2018 για το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης το 2017 αναμένεται να επαληθευθεί. Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου, αν και συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, έχει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Η εντονότερη από την απαιτούμενη περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής που ασκείται και η οποία μάλιστα βασίζεται σε ένα φοροκεντρικό δημοσιονομικό μίγμα, συνεπάγεται την άντληση σημαντικών πόρων από την παραγωγική διαδικασία. Ταυτόχρονα, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα δεν φαίνεται να χαρακτηρίζεται ως διατηρήσιμο. Σαφής ένδειξη της δυσμενούς αυτής εξέλιξης είναι η αρνητική απόκλιση των δηλωθέντων εισοδημάτων το 2017 από το στόχο που είχε τεθεί με βάση τη φορολογική μεταρρύθμιση του 2016.

Επιπρόσθετα, τα διαθέσιμα στοιχεία εκτέλεσης του ΚΠ καταδεικνύουν ότι το σκέλος των πρωτογενών δαπανών τόσο του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) όσο και του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) συγκρατείται σημαντικά κατά τη διάρκεια του έτους, στερώντας επιπλέον πόρους από την οικονομική δραστηριότητα.

Οι οικονομικοί αυτοί πόροι θα μπορούσαν εναλλακτικά να ενισχύσουν τις δημόσιες επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση ή να

<sup>11</sup> Γενικότερα, όπως επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία των φορολογικών δηλώσεων για τα οικονομικά έτη 2011-2016 της Γενικής Γραμματείας Πληροφοριακών Συστημάτων και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων, καταγράφεται συνεχής μετατόπιση των δηλωθέντων εισοδημάτων προς τα κάτω με σταθερή συρρίκνωση της μεσαίας τάξης, σταθερή αύξηση του αριθμού των φορολογουμένων με ετήσια εισοδήματα κάτω από το αφορολόγιο όριο και σημαντική μείωση των φορολογουμένων με υψηλά εισοδήματα.

αυξήσουν την αποταμίευση. Η ενίσχυση της ιδιωτικής αποταμίευσης με τη σειρά της θα διευκόλυνε τη χρηματοδότηση των παραγωγικών επενδύσεων, συμβάλλοντας στην τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική διαχείριση θα πρέπει να προσανατολιστεί στην αλλαγή της σύνθεσης του δημοσιονομικού μίγματος προς μια πολιτική περισσότερο φιλική προς την ανάπτυξη, η οποία παράλληλα θα επιτρέπει και την ομαλή εκτέλεση του Προϋπολογισμού βάσει των μηνιαίων στόχων κατά τη διάρκεια του έτους. Επιπλέον, είναι απαραίτητο να ενταθούν οι προσπάθειες καταπολέμησης της παραοικονομίας, της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας, ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και έτσι να δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για τη μείωση των φορολογικών συντελεστών που θα τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και θα επιταχύνει την ανάπτυξη.<sup>12</sup> Η μείωση των φορολογικών συντελεστών σε συνδυασμό με την ενδυνάμωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, ο εξορθολογισμός και η καλύτερη στόχευση των δαπανών ώστε να διοχετεύονται οι πόροι σε τομείς με πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία, καθώς και η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας θεωρούνται πρωταρχικοί στόχοι για την αύξηση των επενδύσεων που θα τροφοδοτήσουν την ανάπτυξη.

Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να συμβάλουν δράσεις σχετικές με: α) την υποχρεωτική χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών ως μέσου περιορισμού της φοροδιαφυγής και βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης, β) την εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων,<sup>13</sup> γ) την άμεση εφαρμογή του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, δ) την επέκταση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση, ε) την ταχύτερη απορρόφηση των κοινοτικών πόρων στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ 2014-2020,<sup>14</sup> στ) την κατάλληλη νομοθεσία για τις χρήσεις γης και ζ) την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Κράτους.

Ως προς το τελευταίο, σημαντικό ρόλο θα μπορούσε να διαδραματίσει η απλούστευση των

δομών του Κράτους μέσω της συγχώνευσης ή/και κατάργησης φορέων και της διάκρισης αρμοδιοτήτων. Από παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης. Αν και η συμβολή τους στην προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής ήταν σημαντική, η εξέταση ωστόσο των οικονομικών τους μεγεθών υποδηλώνει ότι υπάρχει περιθώριο βελτίωσης της χρηματοοικονομικής τους εικόνας. Ειδικότερα, η μικρή αποτελεσματικότητα και κερδοφορία, η παγιοποίηση του ενεργητικού εξαιτίας του πολύ μεγάλου αριθμού υποδομών που διαθέτουν και η μεγάλη χρηματοδοτική εξάρτηση από το κράτος επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική βιωσιμότητά τους και θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη των μακροπρόθεσμων αναπτυξιακών στόχων τους (βλ. Ειδικό θέμα V.1).

Τέλος, προς την ίδια κατεύθυνση θα μπορούσε να συμβάλει και η στοχευμένη διάθεση του ποσού που θα προκύψει από τυχόν υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου το 2017. Ο ν. 4501/2017 προβλέπει, μεταξύ άλλων, τη διανομή εφάπαξ κοινωνικού μερίσματος ύψους 720 εκατ. ευρώ προς στήριξη των οικονομικά αδύναμων προσώπων και ευάλωτων νοικοκυριών, βάσει περιουσιακών και εισοδηματικών κριτηρίων.

Πέραν της εισοδηματικής ενίσχυσης των ασθενέστερων κοινωνικών στρωμάτων βάσει κριτηρίων, μέρος της προβλεπόμενης υπέρβασης θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την πληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ και την ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων. Οι δράσεις αυτές θα είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση της ρευστότητας στην πραγματική οικονομία, την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και την ταχύτερη επάνοδο της οικονομίας σε διατηρήσιμη ανάπτυξη.

<sup>12</sup> Βλ. και Ειδικό θέμα IV.1.

<sup>13</sup> Οι δρομολογούμενες διαδικασίες από το Υπουργείο Οικονομικών και την Ανεξάρτητη Αρχή Δημοσίων Εσόδων για τη δημιουργία ενός νέου ενιαίου πληροφοριακού συστήματος φορολογίας, το οποίο θα προέλθει από την πλήρη αναδιאμόρφωση και συγχώνευση των υφιστάμενων επιμέρους πληροφοριακών συστημάτων και θα συμβάλει στην επέκταση των ηλεκτρονικών μέσων και των υποχρεωτικών ηλεκτρονικών συναλλαγών σε όλο το φάσμα των επαφών του πολίτη με τις φορολογικές αρχές, κρίνονται προς τη σωστή κατεύθυνση.

<sup>14</sup> Βλ. και Ειδικό θέμα IV.2.

## 2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2017)

### Γενική κυβέρνηση (ταμειακά στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της ΓΚ που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2017 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καταγράφοντας πλεόνασμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,6% του ΑΕΠ πέρυσι. Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2016.

Τα συνολικά έσοδα της ΓΚ παρουσίασαν μείωση στο δεκάμηνο (-1,3%), που οφείλεται στη μείωση κυρίως των εσόδων από μεταβιβάσεις, καθώς και από άμεσους φόρους. Αντίθετα, αύξηση παρουσίασαν τα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές, ενώ καταγράφθηκαν και έσοδα από αποκρατικοποιήσεις. Οι πρωτογενείς δαπάνες σημείωσαν επίσης μείωση (-2,2%), που οφείλεται κυρίως στον περιορισμό των δαπανών για κοινωνικές παροχές (κυρίως συντάξεις), μεταβιβάσεις και αγορές μη χρηματοοικονομικών παγίων.

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου το β' εξάμηνο του 2016 κατά 2,5 δισεκ. ευρώ, το απόθεμα των οφειλών παρουσίασε έντονη διακύμανση εντός του 2017 λόγω της δημιουργίας νέων οφειλών καθώς και της προσπάθειας εκκαθάρισής τους. Συνολικά, το απόθεμα των ληξιπρόθεσμων οφειλών (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων, αλλά όχι των εκκρεμών αιτημάτων συνταξιοδότησης) μειώθηκε το δεκάμηνο του 2017 κατά 625 εκατ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου του 2016. Συγκεκριμένα, στο τέλος Οκτωβρίου του 2017 το απόθεμα των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου περιορίστηκε σε 4,3 δισεκ. ευρώ από 6,0 δισεκ. ευρώ στο τέλος Αυγούστου και από 4,9 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2016, ενώ στο υπόλοιπο του έτους αναμένεται περαιτέρω μείωσή του.

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η εκταμίευση δόσης στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης τον Ιούνιο του 2017. Από το σύνολο της δόσης ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ, εκταμιεύθηκαν τον Ιούλιο 800 εκατ. ευρώ για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών, με τη δέσμευση να συμπληρωθούν με επιπλέον 400 εκατ. ευρώ από τον ΚΠ για τον ίδιο σκοπό.<sup>15</sup> Αφού διαπιστώθηκε η μείωση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών κατά τουλάχιστον 1,2 δισεκ. ευρώ από το ύψος που είχαν τον Απρίλιο του 2017, εκταμιεύθηκαν τον Οκτώβριο επιπλέον 800 εκατ. ευρώ για τον ίδιο σκοπό.

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης, από τις αρχές του έτους έως το τέλος Οκτωβρίου του 2017 διοχετεύθηκε προς την πραγματική οικονομία 1,3 δισεκ. ευρώ.

### Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2017 ο ΚΠ παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, καθώς και έναντι του στόχου περιόδου.<sup>16</sup> Συγκεκριμένα, στο δεκάμηνο ο ΚΠ παρουσίασε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,0% του ΑΕΠ, από 2,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2016, βελτιωμένο έναντι του στόχου περιόδου κατά 2,6 δισεκ. ευρώ.

Η βελτίωση του αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται

<sup>15</sup> Όσον αφορά το ποσό της δόσης που προορίζεται για την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, απαιτείται σύμφωνα με το τεχνικό μνημόνιο συνεννόησης του προγράμματος η μείωση του συνολικού αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών κατά 150% του ποσού της προηγούμενης δόσης προκειμένου να εκταμιευθεί η επόμενη. Συνεπάγεται δηλαδή τη διάθεση επιπλέον ιδίων πόρων με αναλογία 1:2.

<sup>16</sup> Βλ. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2017, ΓΛΚ.

## Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Λαμβάνει/Οκτώβριος			Ποσοστιαία μεταβολή			Ετήσια στοιχεία			Ποσοστιαία μεταβολή	
	2015	2016	2017*	2016/15	2017*/16	2016	2017	2017/16	2016	2017	2017/16
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8=7:6)	(6)	(7)	(8=7:6)
<b>I. Έσοδα</b>	<b>39.755</b>	<b>42.912</b>	<b>40.573</b>	<b>7,9</b>	<b>-5,5</b>	<b>54.161</b>	<b>52.142</b>	<b>-3,7</b>	<b>54.161</b>	<b>52.142</b>	<b>-3,7</b>
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	36.661	40.177	39.243	9,6	-2,3	49.983	48.715	-2,5	49.983	48.715	-2,5
Έσοδα από εισοδημικών φόρων	38.724	42.488	42.465	9,7	-0,1	53.140	52.750	-0,7	53.140	52.750	-0,7
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίου	213	75	1.271			106	1.542		106	1.542	
Επιστροφές φόρων	2.277	2.386	4.493			3.263	5.577		3.263	5.577	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	3.095	2.734	1.329	-11,7	-51,4	4.178	3.427	-18,0	4.178	3.427	-18,0
Ίδια έσοδα	279	200	235	-28,3	17,5	317	250	-21,1	317	250	-21,1
Έσοδα από ΕΕ	2.816	2.534	1.094	-10,0	-56,8	3.861	3.177	-17,7	3.861	3.177	-17,7
<b>II. Δαπάνες</b>	<b>40.548</b>	<b>43.254</b>	<b>40.428</b>	<b>6,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>56.970</b>	<b>57.265</b>	<b>0,5</b>	<b>56.970</b>	<b>57.265</b>	<b>0,5</b>
(Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων)	35.223	38.053	35.242	8,0	-7,4	51.382	51.265	-0,2	51.382	51.265	-0,2
1. Τακτικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	37.727	40.264	38.449	6,7	-4,5	50.683	50.515	-0,3	50.683	50.515	-0,3
— Τόκοι	5.325	5.201	5.186	-2,3	-0,3	5.588	6.000	7,4	5.588	6.000	7,4
— Προϋπολογισμός δαπάνης τακτικού προϋπολογισμού	31.452	35.063	33.263	11,5	-5,1	45.095	44.514	-1,3	45.095	44.514	-1,3
Εξοπλιστικά προγράμματα	118	148	173			584	475		584	475	
Καταπάσεις εγγυήσεων φορέων, εκ των οποίων	701	1.524	674			1.651	890		1.651	890	
εντός γενικής κυβέρνησης	669	1.498	650			1.619	855		1.619	855	
εκτός γενικής κυβέρνησης	32	26	24			32	35		32	35	
Δαπάνες αναλήψεων χρέους φορέων γεν. κυβέρνησης	131	553	192			553	193		553	193	
Προμήθεια εκταμίευσης δανείων ΕΦΣΦ						65	75		65	75	
Επιστροφές δαπανών δημόσιου χρέους		11	0			11	0		11	0	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.821	2.990	1.979	6,0	-33,8	6.288	6.750	7,3	6.288	6.750	7,3
<b>III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)</b>	<b>-793</b>	<b>-342</b>	<b>145</b>			<b>-2.810</b>	<b>-5.123</b>		<b>-2.810</b>	<b>-5.123</b>	
% του ΑΕΠ	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>			<b>-1,6</b>	<b>-2,9</b>		<b>-1,6</b>	<b>-2,9</b>	
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-1.066	-87	794			-700	-1.800		-700	-1.800	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	274	-256	-650			-2.110	-3.323		-2.110	-3.323	
<b>IV. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων ΚΠ</b>	<b>4.532</b>	<b>4.860</b>	<b>5.331</b>			<b>2.778</b>	<b>877</b>		<b>2.778</b>	<b>877</b>	
% του ΑΕΠ	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>			<b>1,6</b>	<b>0,5</b>		<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	

Πηγή: Υπομνημόνιο Οργανισμών.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

στα αυξημένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων (1,2 δισεκ. ευρώ από τα περιφερειακά αεροδρόμια), καθώς και στις μειωμένες πρωτογενείς δαπάνες (-5,1%) και δαπάνες επενδύσεων (-33,8%). Αντίθετα, τα έσοδα του ΠΔΕ παρουσίασαν σημαντική μείωση (-51,4%). Η υπέρβαση του αποτελέσματος έναντι του στόχου περιόδου αποδίδεται κυρίως στη σημαντική συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών και των δαπανών του ΠΔΕ και δευτερευόντως στην υπέρβαση των προ επιστροφών εσόδων.

Ειδικότερα, έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, τα έσοδα από άμεσους φόρους μειώθηκαν (-6,2%), κυρίως λόγω των μειωμένων εσόδων από το φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων και τους φόρους περιουσίας, καθώς το 2017 περιλαμβάνεται μία λιγότερη δόση του ΕΝΦΙΑ σε σχέση με το 2016. Αντιθέτως, τα έσοδα ενισχύθηκαν από τα έσοδα παρελθόντων οικονομικών ετών λόγω των

νέων ρυθμίσεων για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές, των αυξημένων κατασχέσεων και της ρύθμισης για την οικειοθελή αποκάλυψη εισοδημάτων. Οι εισπράξεις από την έμμεση φορολογία κατέγραψαν σημαντική αύξηση (6,2%), που αποδίδεται στην καλή πορεία των εσόδων από ΦΠΑ, στους ειδικούς φόρους κατανάλωσης, καθώς και στην ενίσχυση των εσόδων παρελθόντων οικονομικών ετών.

Έναντι του στόχου περιόδου, τα έσοδα τόσο από άμεσους φόρους όσο και από έμμεσους κατέγραψαν υπέρβαση.

### Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο δεκάμηνο του 2017 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,3% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,5% του ΑΕΠ πέρυσι (βλ. Πίνακα V.3). Αντίστοιχα, το

**Πίνακας V.3 Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση<sup>1,2</sup>**

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2015	2016*	2016	2017*
<b>Κρατικός προϋπολογισμός</b>	<b>-3.359</b>	<b>-3.569</b>	<b>-908</b>	<b>-567</b>
% του ΑΕΠ	-1,9	-2,0	-0,5	-0,3
– Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	-1.788 <sup>4</sup>	-1.464 <sup>5</sup>	-689 <sup>6</sup>	85 <sup>7</sup>
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-1.571	-2.105	-219	-651

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

3 Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους και η μεταβολή λοιπών λογαριασμών Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 236 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 350 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 555,6 εκατ. ευρώ που προέρχονται από το ΤΧΣ και δ) 263 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 1 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 458 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 336,5 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.242 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 3.358,7 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 1.710 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,4% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Η βελτίωση αυτή αποδίδεται στον ΤΠ λόγω της θετικής μεταβολής των λοιπών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος (εκτός του λογαριασμού Ε.Δ. 200 – Συγγέντρωση εισπράξεων και πληρωμών) από την είσπραξη εσόδων αποκρατικοποιήσεων ύψους περίπου 1,2 δισεκ. ευρώ που αφορούν την παραχώρηση των δικαιωμάτων χρήσης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, καθώς και από τη μεταφορά ποσού ύψους περίπου 2 δισεκ. ευρώ από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (έσοδα Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος από την πώληση της Finansbank) για την αποπληρωμή δανείου προς τον ESM.

Αντίθετα, επιδείνωση παρουσίασε ο ΠΔΕ, λόγω σημαντικά μειωμένων εσόδων που υπεραντιστάθμισαν τις μειωμένες δαπάνες για επενδύσεις. Ειδικότερα όσον αφορά το σκέλος των δαπανών του ΠΔΕ, παρατηρείται μεγάλη καθυστέρηση στην εκτέλεσή του καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Συγκεκριμένα, στο δεκάμηνο έχει εκτελεστεί μόνο το 29,3%, έναντι 44,3% πέρυσι.

### 3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2016 αυξήθηκε σε 315.036 εκατ. ευρώ ή 180,8% του ΑΕΠ, από 311.763 εκατ. ευρώ ή 176,8% του ΑΕΠ το 2015. Η αύξηση αυτή αντανάκλα κυρίως την εκταμίευση πόρων ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ από τον ESM στο πλαίσιο του προγράμματος για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ.

Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2018 προβλέπει περαιτέρω αυξήσεις στην ονομαστική αξία του δημόσιου χρέους, το οποίο εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 318.300 εκατ. ευρώ ή 178,2% του ΑΕΠ το 2017<sup>17</sup> και σε 332.000 εκατ. ευρώ ή 179,8% του ΑΕΠ το 2018. Η ονομαστική διεύρυνση του δημόσιου

χρέους αντανάκλα την εκτιμώμενη άντληση πόρων από τον ESM και τις αγορές για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών, τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων ασφαλείας και τη μείωση του βραχυπρόθεσμου χρέους προς τους φορείς της ΓΚ.

Κατά τη διάρκεια του 2017 η αναχρηματοδότηση του χρέους καλύφθηκε μέσω σύναψης συμφωνιών *repos* κυρίως με τους φορείς της ΓΚ, μέσω μηνιαίων επανεκδόσεων εντόκων γραμματίων τρίμηνης και εξαμήνης διάρκειας, με την εκταμίευση χρηματοδότησης ύψους 6,9 δισεκ. ευρώ από τον ESM μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος καθώς και με άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Συγκεκριμένα, τον Ιούλιο του 2017 το Ελληνικό Δημόσιο επέστρεψε στις διεθνείς κεφαλαιαγορές με την έκδοση ομολόγου πενταετούς διάρκειας συνολικού ύψους 3 δισεκ. ευρώ, αντλώντας νέα κεφάλαια ύψους 1,4 δισεκ. ευρώ, ενώ το υπόλοιπο 1,6 δισεκ. ευρώ αφορούσε ανταλλαγή με παλαιότερα ομόλογα που θα έληγαν το 2019.

Εντός του 2018 προβλέπεται άντληση πόρων ύψους 19,2 δισεκ. ευρώ, είτε μέσω ESM είτε μέσω προσφυγής στις αγορές, εκ των οποίων 10 δισεκ. ευρώ για τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων ασφαλείας, 7 δισεκ. ευρώ για μείωση του βραχυπρόθεσμου χρέους προς τους φορείς της ΓΚ και 2,2 δισεκ. ευρώ για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

Με την επιτυχή ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος θα εξεταστεί η ανάγκη εφαρμογής μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους μέσω: (α) κατάργησης του περιθωρίου επιτοκίου που σχετίζεται με την εναγορά χρέους του δεύτερου προγράμματος, (β) διάθεσης 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, (γ) αξιοποίησης τυχόν

<sup>17</sup> Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία του α' εξαμήνου του 2017, το χρέος της ΓΚ ανήλθε στο τέλος Ιουνίου σε 309.136 εκατ. ευρώ ή 173,1% του ΑΕΠ.



αδιάθετων πόρων του προγράμματος και (δ) στοχευμένης αναδιάρθρωσης των δανείων του EFSF.

Στις 15 Ιουνίου 2017 το Eurogroup αναφέρθηκε συγκεκριμένα στη δυνατότητα αναβολής πληρωμών τόκων και χρεολυσίων επί δανείων του EFSF κατά ένα διάστημα από 0 έως 15

έτη, ενώ έγινε αναφορά και στη δυνατότητα θέσπισης μηχανισμού για τη διόρθωση τυχόν αποκλίσεων από τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης. Παράλληλα, αναγνωρίστηκε η δυνατότητα μείωσης του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος σε επίπεδο ίσο με ή λίγο πάνω από 2% του ΑΕΠ την περίοδο 2023-2060.

## Ειδικό θέμα V.1

### Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΤΟΠΙΚΗΣ ΑΥΤΟΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΣΤΗ ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Η διατήρηση της δημοσιονομικής ισορροπίας μέσω της αξιόπιστης εφαρμογής των κανόνων χρηστής διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών θεωρείται *sine qua non* για την ομαλή εκτέλεση του προγράμματος σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοοικονομικής Διευκόλυνσης 2015-2018 και τη συμμόρφωση της χώρας με το νέο πλαίσιο δημοσιονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ. Στο πλαίσιο της αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας, οι περιορισμένοι οικονομικοί πόροι θα πρέπει να αξιοποιούνται αποτελεσματικά ούτως ώστε να ενισχύεται ο αναπτυξιακός προσανατολισμός της οικονομίας και ταυτόχρονα να διατηρείται η δημοσιονομική ισορροπία.

Η ανάλυση επικεντρώνεται σε έναν από τους τρεις τομείς της γενικής κυβέρνησης,<sup>1</sup> τους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ). Ως φορείς οργάνωσης, ρύθμισης και ελέγχου της τοπικής κοινωνίας και οικονομίας, οι ΟΤΑ κατέχουν περιουσιακά στοιχεία, εισπράττουν φορολογικά έσοδα, διαχειρίζονται εθνικούς πόρους, συμμετέχουν και συγχρηματοδοτούν την κατάρτιση και εκτέλεση αναπτυξιακών προγραμμάτων, συνιστούν ή συμμετέχουν σε επιχειρήσεις και κατά συνέπεια διαμορφώνουν την αναπτυξιακή πολιτική. Είναι υπεύθυνοι για το σχεδιασμό και την ανάληψη δράσεων που αποβλέπουν στην αναβάθμιση της ποιότητας ζωής και την εύρυθμη λειτουργία των πόλεων, στην προστασία του περιβάλλοντος, τη χωροταξία και την πολεοδομία, στην πολιτική προστασία, στην κοινωνική προστασία και αλληλεγγύη και στην ανάπτυξη της παιδείας, του πολιτισμού και αθλητισμού.

Ο σκοπός της ανάλυσης είναι διττός. Πρώτον, επιχειρείται η μετρήσιμη απεικόνιση της συμβολής των ΟΤΑ στην εξυγίανση των δημοσιονομικών μεγεθών και δεύτερον, αναλύεται η οικονομική βιωσιμότητά τους. Αντλούνται στατιστικά δεδομένα από δύο μη συγκρίσιμες, αλλά συμπληρωματικές, πηγές πληροφόρησης. Η πρώτη αφορά την παρακολούθηση της εκτέλεσης του προϋπολογισμού των ΟΤΑ.<sup>2,3</sup> Η δεύτερη αφορά τη χρήση έξι αριθμοδεικτών χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς με βάση τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των δήμων για την περίοδο 2011-2015.<sup>4</sup>

1 Οι άλλοι δύο είναι η κεντρική κυβέρνηση και οι οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης.

2 Η χρήση των μηνιαίων στοιχείων της εκτέλεσης του προϋπολογισμού και όχι των εθνικολογιστικών ετελέγης για τους σκοπούς της ανάλυσης, διότι η ταξινόμησή τους δίνει πληροφόρηση για τις επιμέρους κατηγορίες εσόδων και δαπανών που καθίσταται πιο εύκολα συγκρίσιμη με αυτή που αντλείται από τις λογιστικές καταστάσεις.

3 Τα στοιχεία αυτά αποτυπώνονται στη βάση δεδομένων Χρονολογικές Σειρές ΟΤΑ του Δελτίου Μηνιαίων Στοιχείων Γενικής Κυβέρνησης που δημοσιεύεται από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και ελέγχεται από το Παρατηρητήριο Οικονομικής Αυτοτέλειας ΟΤΑ.

4 Η διάκριση των δεικτών αυτών καθορίστηκε με την Υ.Α. 74712/2010 στο πλαίσιο της εφαρμογής του Προγράμματος Καλλικράτης. Επεξεργασία στοιχείων IOBE (2017, *Ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των Καλλικρατικών δήμων και της πορείας τους προς τη λογιστική του δεδουλευμένου*, Παράρτημα).

### Προϋπολογισμοί: εξέλιξη εσόδων και δαπανών

Η συμβολή των ΟΤΑ στη δημοσιονομική προσαρμογή της γενικής κυβέρνησης με βάση τα ταμειακά μεγέθη ήταν σημαντική και συντελέστηκε κυρίως μέσω της εμπροσθοβαρούς περιστολής της δαπάνης που υπεραντιστάθμισε τη μείωση των εσόδων τους (βλ. Διάγραμμα Α). Πράγματι, όσον αφορά το σκέλος των δαπανών, μεταξύ 2013 και 2016 οι ΟΤΑ μείωσαν τη συνολική δαπάνη κατά ποσοστό σχεδόν τρεις φορές μεγαλύτερο (-18,5%) από ό,τι η κεντρική κυβέρνηση (-6,2%), συνεισφέροντας στη μείωση των δαπανών της γενικής κυβέρνησης (-5,8%). Η μείωση προήλθε κυρίως από την περικοπή σχεδόν κατά 1/3 των δαπανών που σχετίζονται με τη λειτουργία και την ανάπτυξη υποδομών. Η διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνεται και από τα εθνικολογιστικά στοιχεία.<sup>5</sup> Η ποσοστιαία πτώση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου ήταν περισσότερο από 5 φορές μεγαλύτερη (-6,4%) από την πτώση της τελικής καταναλωτικής δαπάνης των ΟΤΑ (-1,2%), με αποτέλεσμα οι επενδύσεις των ΟΤΑ να έχουν υποχωρήσει το 2016 σε μόλις 0,7% του ΑΕΠ, ενώ η καταναλωτική δαπάνη τους ανήλθε σε 2,6% του ΑΕΠ. Όσον αφορά τα έσοδα, η σωρευτική απώλεια ξεπέρασε το 13% και προήλθε κυρίως από τη μείωση των μεταβιβάσεων (-18,2%) και λιγότερο από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών προς τρίτους (-2,6%), ενώ τα έσοδα από φόρους επέστρεψαν στο τέλος του 2016 στα επίπεδα του τέλους του 2013. Στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 η ταχύτερη μείωση των εσόδων (-7,3%) σε σχέση με την οριακή αύξηση των δαπανών (0,6%) είχε ως αποτέλεσμα το πλεόνασμα των ΟΤΑ να μειωθεί κατακόρυφα.

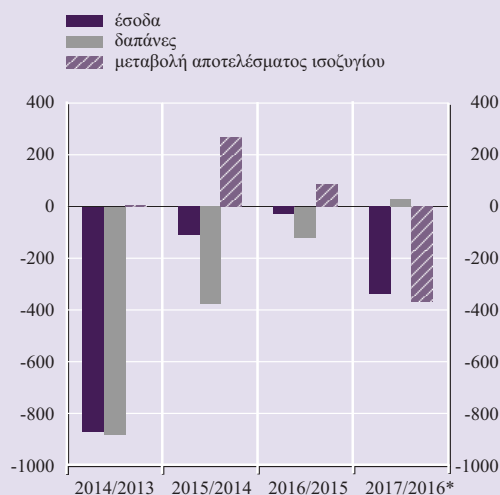
Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία, μεταξύ 2009 και 2016 οι ΟΤΑ μείωσαν τις δαπάνες τους κατά 37%, υπεραντισταθμίζοντας τη μείωση των εσόδων τους κατά 31%. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι δαπάνες και τα έσοδα κατέγραψαν σωρευτική μείωση κατά 2/3 και 1/3 της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ αντίστοιχα. Από το 2011 καταγράφουν συνεχώς πλεόνασμα, που το 2016 ανήλθε σε 0,3% του ΑΕΠ, συνεισφέροντας θετικά στο πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης (0,45%).

### Ληξιπρόθεσμες οφειλές

Παρά την ευθυγράμμιση των προϋπολογισμών με τις νέες πρακτικές δημοσιονομικής ευθύνης, η συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών, αν και ελαφρώς μειούμενη (βλ. Διάγραμμα Β), εξακολουθεί να αποτελεί πρόβλημα που δυσχεραίνει το μεσομακροπρόθεσμο οικονομικό προγραμματισμό των ΟΤΑ. Η δραστική περιστολή σχεδόν κατά 2/3 των οφειλών τους το 2013 και

Διάγραμμα Α Εξέλιξη εσόδων και δαπανών ΟΤΑ σε ταμειακή βάση (2013-2017)

(μεταβολές μεγεθών έναντι προηγούμενης περιόδου, σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Δελτίο Μηνιαίων Στοιχείων Γενικής Κυβέρνησης, Χρονολογικές σειρές ΟΤΑ, Οκτώβριος 2017.

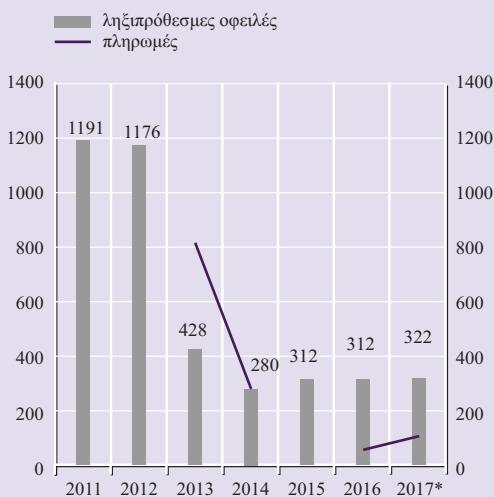
\*Ιανουάριος-Σεπτέμβριος.

Σημειώσεις: ΟΤΑ ενοποιημένοι σε επίπεδο υποτομέα (δήμοι, περιφέρειες, νομικά πρόσωπα). Ο ετήσιος στόχος για πλεόνασμα για τα έτη 2016 και 2017 ήταν 260 και 125 εκατ. ευρώ αντίστοιχα. Σωρευτικά στοιχεία τέλους περιόδου. Τροποποιημένη ταμειακή βάση. Στοιχεία για την περίοδο πριν το 2013 δεν είναι διαθέσιμα.

5 Βλ. ΕΛΣΤΑΤ, *Κύρια μεγέθη γενικής κυβέρνησης/2016*.

## Διάγραμμα Β Ληξιπρόθεσμες οφειλές ΟΤΑ (2011-2017)

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Οικονομικά Στοιχεία - Δελτία Εκτέλεσης Προϋπολογισμού: Δελτίο Μηνιαίων Στοιχείων Γενικής Κυβέρνησης, Οκτώβριος 2017, και Ενισχύσεις/Επιδότησεις-Πληρωμές Ληξιπρόθεσμων Υποχρεώσεων Γενικής Κυβέρνησης και Εκκρεμών Αιτήσεων Συνταξιοδότησης, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2014 και Νοέμβριος 2017.

\* Στοιχεία τέλους Σεπτεμβρίου.

Σημειώσεις: Ληξιπρόθεσμες οφειλές= απλήρωτα τιμολόγια προς ιδιώτες προμηθευτές που δεν εξοφλήθηκαν μετά την παρέλευση 90 ημερών από την ημερομηνία οφειλής, πληρωμές= πραγματοποιήσιμες πιστώσεις (πληρωμές) της ειδικής κρατικής επιχορήγησης για την αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών. Σωρευτικά υπόλοιπα τέλους περιόδου, τροποποιημένη ταμειακή βάση.

ληξιπρόθεσμων οφειλών, στο βαθμό βέβαια που αυτές προσδιορίζονται από τη χρονική αναντιστοιχία μεταξύ πληρωμών και εισπραξιών. Ωστόσο, οι δρομολογούμενες δημοσιονομικές παρεμβάσεις στο σκέλος των δαπανών,<sup>10</sup> εάν δεν συνοδεύονται από αντίστοιχες παρεμβάσεις στο σκέλος των εσόδων, όχι μόνο δυσχεραίνουν την αποκλιμάκωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, αλλά και ακυρώνουν την καταβληθείσα προσπάθεια εμπέδωσης των αρχών της δημοσιονομικής ευθύνης.

### Δείκτες χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς: βαθμονόμηση επιδόσεων και κινδύνων

Η βιωσιμότητα των οικονομικών μεγεθών των ΟΤΑ έχει μεγάλη σημασία για τη χάραξη μιας μεσομακροπρόθεσμης αναπτυξιακής στρατηγικής. Προς το σκοπό αυτό, γίνεται επισκόπηση της

2014 οφείλεται κυρίως στην παροχή ειδικής κρατικής επιχορήγησης. Έκτοτε, αν και διατηρήθηκαν κοντά στο νέο χαμηλότερο επίπεδο, οι οφειλές ακολούθησαν ανοδική πορεία που ενισχύθηκε το πρώτο εννεάμηνο του 2017.<sup>6</sup> Η δημιουργία νέων οφειλών<sup>7</sup> είναι το συνδυαστικό αποτέλεσμα ενός συνόλου παραγόντων, συγκυριακών και διαρθρωτικών, οι οποίοι είναι κυρίως οι εξής: Πρώτον, έντονη μεταβλητότητα των ιδίων εσόδων, τα οποία εξαρτώνται από τη μακροοικονομική συγκυρία και τυχαίους παράγοντες με αποτέλεσμα τον κίνδυνο υπερεκτίμησης του τιθέμενου στόχου. Δεύτερον, εμφανής χρονική υστέρηση μεταξύ καταβολής της δαπάνης και είσπραξης των εσόδων. Τρίτον, μείωση της τακτικής κρατικής επιχορήγησης μέσω της παρακράτησης των κεντρικών αυτοτελών πόρων. Τέταρτον, μεγάλη χρονική διαφορά μεταξύ της ανάληψης μιας δαπάνης και καταβολής της πίστωσης. Και πέμπτον, ανάληψη χρεών νομικών προσώπων και εταιριών που ανήκουν στους ΟΤΑ. Η ένταξη των ιδιωτών οφειλετών προς τους ΟΤΑ σε πρόγραμμα ρύθμισης οφειλών<sup>8</sup> καθώς και η δυνατότητα είσπραξης εσόδων και οφειλών μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών<sup>9</sup> βελτιώνουν την ικανότητα είσπραξης των ιδίων εσόδων και κατά συνέπεια περιορίζουν τη δημιουργία νέων

6 Κατά τα έτη 2013 και 2014 πραγματοποιήθηκαν πληρωμές από τους ΟΤΑ ύψους 1.100,6 εκατ. ευρώ για την εξόφληση των ληξιπρόθεσμων οφειλών τους. Η πίστωση της ειδικής επιχορήγησης ανεστάλη το 2015, ενώ ξεκίνησε και πάλι από τον Αύγουστο του 2016 στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου 2016 καταβλήθηκαν από τους ΟΤΑ 56,2 εκατ. ευρώ και το πρώτο εννεάμηνο του 2017 109,1 εκατ. ευρώ. Μεταξύ Δεκεμβρίου 2016 και Σεπτεμβρίου 2017 οι ληξιπρόθεσμες οφειλές των ΟΤΑ αυξήθηκαν κατά 3,2%.

7 Σημειώνεται ότι η συμβολή των ΟΤΑ στις ληξιπρόθεσμες οφειλές της γενικής κυβέρνησης προς ιδιώτες προμηθευτές ανερχόταν το Σεπτέμβριο του 2017 σε μόλις 9% του συνόλου, σε σύγκριση με άλλους τομείς όπως τα κοινωνικά ταμεία και τα νοσοκομεία (73% του συνόλου).

8 Έως και 100 δόσεις με απαλλαγή μέχρι και του 50% των προσαυξήσεων και τόκων εκπρόθεσμων καταβολών. Βλ. ν. 4483/2017, άρθρο 52, "Ρυθμίσεις οφειλών προς ΟΤΑ α' βαθμού" (δήμοι και νομικά πρόσωπα).

9 Βλ. ν. 4483/2017, άρθρο 43, "Χρήση τεματικών αποδοχής καρτών πληρωμών και μέσων πληρωμής με κάρτα".

10 Κυρίως μισθοδοσίας μέσω αναπροσαρμογής επιδομάτων, καθώς και προσλήψεων για την κάλυψη οργανικών θέσεων και μετατάξεων προσωπικού από παχυνόμενες ή συγχωνευθείσες δημοτικές επιχειρήσεις. Βλ. ν. 4483/2017, άρθρα 80-83 και 98.

## Πίνακας Δείκτες χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς δήμων

Δείκτες	2011	2012	2013	2014	2015
1. (Άμεση) ρευστότητα	1,5	2,0	2,9	3,5	3,7
2. Δραστηριότητα	5,5	4,5	3,9	3,9	3,6
3. Αποδοτικότητα	0,7	0,0	0,4	0,3	0,7
4. Μόχλευση	0,13	0,11	0,09	0,08	0,07
5. Παγιοποίηση ενεργητικού	0,9	0,89	0,89	0,89	0,88
6. Αποτελεσματικότητα	1,39	1,59	1,45	1,43	1,41

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων IOBE (2017), Παράρτημα.

Σημειώσεις: Άμεση ρευστότητα (liquidity) = κυκλοφορούν ενεργητικό (διαθέσιμα και απαιτήσεις μετά την αφαίρεση αποθεμάτων) προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (οφειλές προς προμηθευτές και ασφαλιστικούς οργανισμούς).

Δραστηριότητα (activity) = λειτουργικά έσοδα από κύριες δραστηριότητες προς απαιτήσεις (πολίτες και κράτος), σε φορές (δηλαδή πόσες φορές οι απαιτήσεις εισπράττονται μέσα στο χρόνο).

Αποδοτικότητα (ROA, %) = καθαρά αποτελέσματα χρήσεως προς ενεργητικό.

Κεφαλαιακή μόχλευση (leverage) = ξένα (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα) προς ίδια κεφάλαια.

Παγιοποίηση ενεργητικού = λόγος παγίου προς συνολικό ενεργητικό.

Αποτελεσματικότητα (efficiency) = λόγος λειτουργικών εξόδων προς λειτουργικά έσοδα.

Διάμεσος τιμή, 110 Καλλικρατικοί δήμοι.

διαμέσου τιμής ενός συνόλου έξι χρηματοοικονομικών δεικτών (βλ. τον πίνακα).<sup>11,12</sup> Ο υπερδιπλασιασμός της τιμής του δείκτη *άμεσης ρευστότητας* (liquidity) δηλώνει σαφή βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας των δήμων, η οποία προσδιορίστηκε κυρίως από συγκυριακούς παράγοντες. Ο *δείκτης δραστηριότητας* (activity) ακολούθησε έντονη πτωτική πορεία, δηλώνοντας αυξανόμενη δυσκολία είσπραξης απαιτήσεων, η οποία με τη σειρά της αντανάκλα την αδυναμία των δημοτών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους αλλά και τις καθυστερήσεις στην καταβολή των κρατικών επιχορηγήσεων. Ο *δείκτης αποδοτικότητας* (return on assets – ROA), μετά από μια πορεία έντονης μεταβλητότητας εξαιτίας της ελλειμματικής θέσης μεγάλου αριθμού δήμων, επέστρεψε το 2015 στα επίπεδα του 2011. Η θετική αυτή εξέλιξη, αν και ισχνή, οφείλεται κυρίως στη συμμόρφωση των δήμων με την απαίτηση σύνταξης και εκτέλεσης ισοσκελισμένων προϋπολογισμών. Ο *δείκτης κεφαλαιακής μόχλευσης* (leverage) αποτυπώνει το βαθμό στον οποίο οι δήμοι έχουν τη δυνατότητα να λειτουργούν βασιζόμενοι περισσότερο στα δικά τους κεφάλαια και λιγότερο σε δανεισμό. Η τιμή του δείκτη, αν και ήδη αρκούντως χαμηλή, εξακολούθησε να καταγράφει σταθερή πτωτική πορεία, δηλώνοντας κεφαλαιακή απομόχλευση. Ο *δείκτης παγιοποίησης ενεργητικού* δηλώνει ότι τα 9/10 του συνολικού ενεργητικού των δήμων αποτελείται από πάγια περιουσιακά στοιχεία, εξαιτίας του πολύ μεγάλου αριθμού υποδομών που έχουν αναπτύξει για την παροχή πολλαπλού χαρακτήρα υπηρεσιών, τα οποία δύσκολα ρευστοποιούνται. Όσο μεγαλύτερος όμως είναι ο δείκτης παγίων προς ενεργητικό, τόσο μεγαλύτερες είναι οι σταθερές και μεταβλητές δαπάνες των επενδεδυμένων σε πάγια στοιχεία κεφαλαίων (χρεωστικοί τόκοι, αποσβέσεις), με αποτέλεσμα οι δήμοι να είναι υποχρεωμένοι να αυξάνουν συνεχώς τον κύκλο των εργασιών τους για την εξεύρεση διαρκώς νέων πόρων. Ο *δείκτης αποτελεσματικότητας* (efficiency) μετρά πόσες χρηματικές μονάδες πρέπει να “πληρώσει” ο δήμος σε όρους λειτουργικών εξόδων για να “εισπράξει” μια πρόσθετη χρηματική μονάδα λειτουργικών εσόδων. Όσο μεγα-

11 Ειδικότερα, μέσω της διαχρονικής σύγκρισης λαμβάνονται ενδείξεις και συμπτώματα προβληματικών δραστηριοτήτων ώστε να αποτρέπεται εγκαίρως ο κίνδυνος πιθανής εκτροπής από τους μακροχρόνιους αναπτυξιακούς στόχους. Αποτελούν χρήσιμο εργαλείο πληροφόρησης όχι μόνο για τη διοίκηση αλλά και για τους δημότες, αφού παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη διαχείριση των δημοτικών πόρων και την ποιότητα των παρεχόμενων προς αυτούς υπηρεσιών, καθώς και για τους πιστωτές του δήμου κατά τη διαδικασία εύρεσης πηγών χρηματοδότησης (ευρωπαϊκά προγράμματα, τραπεζικός δανεισμός).

12 Η διάμεσος τιμή αποτελεί ασφαλέστερη ένδειξη της τάσης του δείκτη σε σχέση με το μέσο όρο όταν το δείγμα είναι εξαιρετικά ανομοιογενές και εκτείνεται σε μια σχετικά μικρή χρονική περίοδο.

λύτερος είναι ο δείκτης, τόσο λιγότερο κερδοφόρος είναι ο δήμος. Μεταξύ 2011 και 2015 ο δείκτης παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος, λαμβάνοντας υψηλές τιμές χωρίς να εμφανίσει σημάδια ορατής βελτίωσης.

### **Τελικές παρατηρήσεις**

Η εξέταση των οικονομικών μεγεθών των ΟΤΑ με τη χρήση δύο διαφορετικών βάσεων στατιστικών δεδομένων παρέχει ενδιαφέρουσα πληροφόρηση που αφορά τόσο το βαθμό δημοσιονομικής συμμόρφωσης όσο και την οικονομική βιωσιμότητα. Αν και οι δύο βάσεις δεδομένων δεν είναι συγκρίσιμες μεταξύ τους, αφού βασίζονται σε δύο διαφορετικά συστήματα λογιστικής, τα ευρήματα ωστόσο της ανάλυσης χαρακτηρίζονται από εσωτερική συνέπεια, καθιστώντας δυνατή την εξαγωγή τουλάχιστον δύο κοινών συμπερασμάτων. Πρώτον, η εξέλιξη των ταμειακών στοιχείων εσόδων και δαπανών με βάση την παρακολούθηση της εκτέλεσης του προϋπολογισμού αλλά και των λειτουργικών εσόδων και δαπανών με βάση τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των δήμων καταδεικνύει τη σημαντική συμβολή των ΟΤΑ στην προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως αποτυπώθηκε στην κατάρτιση και εκτέλεση ισοσκελισμένων ή ακόμη και πλεονασματικών προϋπολογισμών και στην πραγματοποίηση θετικών καθαρών αποτελεσμάτων χρήσεως. Δεύτερον, η εξέταση των δεικτών χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς παρέχει χρήσιμες ενδείξεις βελτίωσης, αν και μικρής και βραδείας, της χρηματοοικονομικής εικόνας των δήμων, που συνοψίζεται στη βελτίωση της ρευστότητας, στην οριακή αύξηση της αποδοτικότητας και στην απομόχλευση. Ωστόσο, η μικρή αποτελεσματικότητα και κερδοφορία, η υψηλή παγιοποίηση του ενεργητικού και η μεγάλη χρηματοδοτική εξάρτηση από το κράτος επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική βιωσιμότητα των ΟΤΑ και θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη των μακροπρόθεσμων αναπτυξιακών στόχων τους. Παράγοντας αποτροπής αυτού του κινδύνου και ενίσχυσης της οικονομικής αυτοτέλειάς τους θα μπορούσε να είναι η παροχή της δυνατότητας απευθείας είσπραξης φορολογικών εσόδων, όπως για παράδειγμα του ενιαίου φόρου ιδιοκτησίας ακινήτων (ΕΝΦΙΑ). Επιπρόσθετα, η διενέργεια από κάθε ΟΤΑ ελέγχων ποιότητας της χρηματοοικονομικής του θέσης επιτρέπει τον έγκαιρο εντοπισμό διαρθρωτικών αδυναμιών και τον αποτελεσματικότερο υπολογισμό του κόστους λειτουργίας, με απώτερο σκοπό την κατάρτιση ρεαλιστικών προϋπολογισμών και συγχρόνως τη διασφάλιση της οικονομικής βιωσιμότητάς τους.



## VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

*Η αντιμετώπιση του κύριου προβλήματος στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, δηλαδή των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, προχωρεί βεβαίως, αλλά ενδείκνυται ταχύτερος ρυθμός προόδου από τον μέχρι στιγμής επιτευχθέντα. Η κερδοφορία των τραπεζών, καθώς επίσης και η ρευστότητα και η κεφαλαιακή τους επάρκεια καταγράφουν οριακή βελτίωση. Τα αποθησαυρισμένα τραπεζογραμμάτια επανακατατίθενται σιγά-σιγά στο τραπεζικό σύστημα και κεφάλαια επαναπατρίζονται στη χώρα μας από το εξωτερικό. Αυτό συμβάλλει ώστε η ένταση της πιστωτικής συστολής να περιορίζεται, ενώ κάποιες επιχειρήσεις είναι σε θέση να αντλήσουν πόρους απευθείας από τις αγορές ομολόγων τόσο στο εξωτερικό όσο και στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Εξάλλου, οι θετικές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία επέτρεψαν στο Δημόσιο να εκδώσει νέο πενταετές ομόλογο μετά από έτη απουσίας από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, ενώ στα τέλη του έτους τα ομόλογα του PSI ανταλλάχθηκαν με νέους τίτλους ώστε να βελτιωθεί η ρευστότητά τους.*

### ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Στη διάρκεια του 2017 η ένταση της πιστωτικής συστολής έβαινε μειούμενη. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων σε πραγματικούς όρους και για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε ονομαστικούς όρους επίσης. Επιπροσθέτως, σημαντική θετική επίδραση στην πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών άσκησε η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας. Συνεχίστηκε η επιστροφή καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, με επανακατάθεση τραπεζογραμματίων κυρίως από τις επιχειρήσεις και επαναπατρισμό κεφαλαίων που είχαν τοποθετηθεί στο εξωτερικό. Η αναμενόμενη ενδυνάμωση της οικονομικής ανάκαμψης και η περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής εμπιστοσύνης με την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, αλλά και η επίτευξη περαιτέρω προόδου ως προς την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τραπεζικό σύστημα, η οποία επίσης θα τονώσει την εμπιστοσύνη

προς τις τράπεζες, θα διευρύνουν τις δυνατότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων να συγκεντρώσουν χρηματοδοτικούς πόρους με την προσέλκυση καταθέσεων λιανικής, την πρόσβαση στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά και την έκδοση χρεογράφων. Οι εξελίξεις αυτές θα συντελέσουν, σε συνδυασμό με τα προγράμματα συγχρηματοδότησης με βάση κοινοτικούς πόρους τα οποία διαχειρίζονται η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και άλλοι οργανισμοί, στην ενίσχυση των δυνατοτήτων του τραπεζικού συστήματος να πιστοδοτήσει την ελληνική οικονομία, ενώ εύλογα αναμένεται αύξηση της ζήτησης πιστώσεων, μεταξύ άλλων εξαιτίας της προβλεπόμενης αποκλιμάκωσης του κόστους τραπεζικού δανεισμού, σε μεγάλο βαθμό λόγω συρρίκνωσης του περιθωρίου διαμεσολάβησης. Στο Ειδικό θέμα VI.1 αναλύονται οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί που αντιμετώπισαν οι ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις σύμφωνα με την έρευνα SAFE.

Η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τραπεζικό σύστημα προχωρεί. Το συνολικό ύψος των στοιχείων αυτών έχει υποχωρήσει το Σεπτέμβριο του 2017 περίπου κατά 7,6% έναντι του μέγιστου (Μάρτιος 2016). Όσον αφορά την επιχειρηματική πίστη, υπενθυμίζεται ότι τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα παραμένουν ως ποσοστό συγκριτικά υψηλότερα μεταξύ δανειοληπτριών επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους. Οι τράπεζες ολοένα και περισσότερο προτείνουν μακροπρόθεσμες λύσεις στους οφειλέτες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξυπηρέτηση των δανείων τους, δεδομένου μεταξύ άλλων ότι, κατά κανόνα, παρατηρείται υποτροπή όταν εφαρμόζονται βραχυπρόθεσμες λύσεις. Εξάλλου, έχουν ενεργοποιηθεί πολλά από τα μέσα που υιοθετήθηκαν πρόσφατα (π.χ. αδειοδοτήσεις εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων, λειτουργία ηλεκτρονικής πλατφόρμας για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών, έναρξη ηλεκτρονικών πλειστηριασμών κ.ά.) για την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της πρόκλησης αυτής, που είναι η κυριότερη για το τραπεζικό σύστημα τα τελευταία χρόνια.

Πάντως, οι συσσωρευμένες προβλέψεις των τραπεζών επαρκούν για να καλύψουν το ήμισυ του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται πολύ ικανοποιητικά από την αξία (βάσει συντηρητικών αποτιμήσεων) των εμπράγματων εξασφαλίσεων που έχουν λάβει οι τράπεζες έναντι των προβληματικών δανείων τους. Γενικότερα, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών (περί το 17%) είναι ικανοποιητικός και σημείωσε μάλιστα περαιτέρω άνοδο κατά το εννεάμηνο του 2017, ενώ και τα κέρδη προ φόρων των τραπεζών αυξήθηκαν κατά την περίοδο αυτή σε σύγκριση με το εννεάμηνο του 2016, κυρίως λόγω υποχώρησης του κόστους άντλησης διαθέσιμων προς αναδανεισμό.

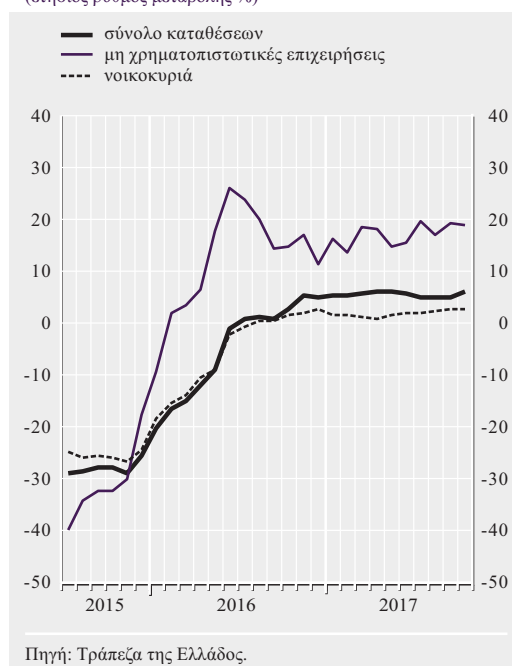
Οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων κατέγραψαν υποχώρηση και η καμπύλη αποδόσεων εξομαλύνθηκε αφότου άρχισε να προεξοφλείται η επιτυχής ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης σε συνέπεια με τη σταδιακή βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος στη χώρα μας. Έτσι κατέστη δυνατόν να εκδοθεί νέος πενταετής τίτλος από το Ελληνικό Δημόσιο για πρώτη φορά από το 2014, ενώ στα τέλη του έτους δόθηκε η δυνατότητα ομαδοποίησης των τίτλων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο του PSI ώστε να αυξηθεί η ρευστότητά τους. Οι οικονομικές εξελίξεις δικαιολογούν σε κάποιο βαθμό τη σημαντική άνοδο των τιμών των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στους περισσότερους κλάδους εκτός του τραπεζικού, καθώς επίσης και τη συνεχιζόμενη αποκλιμάκωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά και αντίστοιχων εταιρικών ομολόγων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στα άλλα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης. Τέλος, σημαντική χρηματοδότηση μπόρεσαν να αντλήσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις με τη διάθεση ομολογιακών τίτλων μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

## I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Με δεδομένους τους περιορισμούς στο τραπεζικό σύστημα για τις αναλήψεις μετρητών

**Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιούλιος 2015-Οκτώβριος 2017)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό, το 2017 καταγράφηκε γενικά άνοδος των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες (βλ. Διάγραμμα VI.1). Σε αυτό συνέβαλε η βελτίωση της εμπιστοσύνης μετά το πέρας της δεύτερης αξιολόγησης και η ελαφρά άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας. Ευνοϊκή επίδραση στα ταμειακά διαθέσιμα που τηρούν οι επιχειρήσεις στις τράπεζες ασκεί και η διεύρυνση της χρήσης των ηλεκτρονικών πληρωμών στις καθημερινές συναλλαγές. Μεταξύ Ιουνίου 2016, οπότε ολοκληρώθηκε η πρώτη αξιολόγηση, και Οκτωβρίου 2017 οι καταθέσεις του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα (δηλ. των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών) έχουν αυξηθεί κατά 8,4 δισεκ. ευρώ (ή κατά περίπου 7%).

Ειδικότερα, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2017 οι καταθέσεις του τομέα αυτού στις ελληνικές τράπεζες σημείωσαν συνολικά άνοδο κατά 2,6 δισεκ. ευρώ. Η άνοδος των καταθέσεων καταγράφηκε παρά το γεγονός ότι στο διάστημα αυτό συνεχίστηκε η συρρί-



κνωση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα (-2,0 δισεκ. ευρώ).

Η αύξηση των καταθέσεων τη δεκάμηνη αυτή περίοδο προήλθε κυρίως από επιχειρήσεις (+1,6 δισεκ. ευρώ) και σε μικρότερο βαθμό από νοικοκυριά (+1,0 δισεκ. ευρώ). Κατά συνέπεια, συνεχίστηκε και το 2017 η τάση σταδιακής ενίσχυσης του μεριδίου των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις συνολικές καταθέσεις (13,3% τον Οκτώβριο 2017, έναντι 12,8% το Δεκέμβριο 2016) σε σχέση με εκείνο των νοικοκυριών.

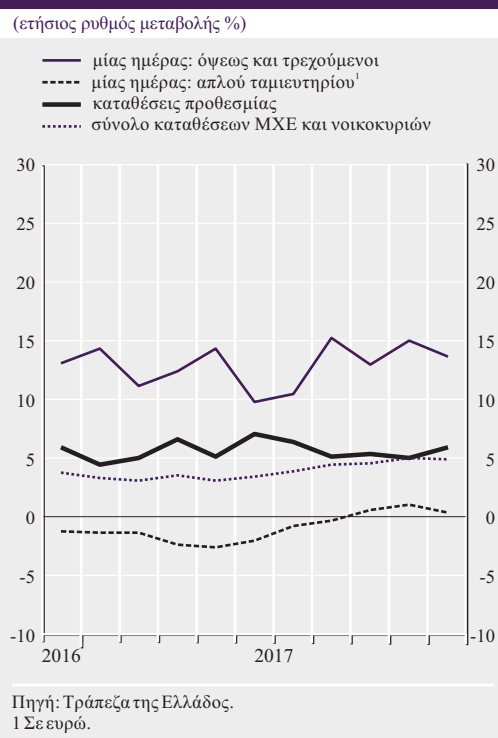
Η επανακατάθεση αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα, η διεύρυνση της χρήσης των ηλεκτρονικών πληρωμών,<sup>1</sup> αλλά και οι συναλλαγές στη χώρα μας με χρήμα σε φυσική μορφή εκ μέρους των τουριστών είχαν ως συνέπεια να συνεχιστεί η πτωτική πορεία της εκτιμώμενης νομισματικής κυκλοφορίας ως ποσοστού της ποσότητας του χρήματος με την ευρεία έννοια (Οκτώβριος 2017: 20,7%, Δεκέμβριος 2016: 24%).

Η συγκριτικά λιγότερο δυναμική αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών αντανάκλα τη μεγαλύτερης έκτασης απομόχλευση που κατέγραψαν τα νοικοκυριά την εξεταζόμενη περίοδο και γενικότερα την επίδραση του διαθέσιμου εισοδήματος στις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών, επιβεβαιώνει δε τον υψηλότερο βαθμό ευαισθησίας που επιδεικνύουν οι καταθέσεις των νοικοκυριών σε τυχόν εξάρσεις της αβεβαιότητας μετά την επιβολή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα.

Όσον αφορά την εξέλιξη των καταθέσεων με βάση το βαθμό ρευστότητάς τους, στο Διάγραμμα VI.2 απεικονίζονται οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των καταθέσεων μίας ημέρας (οι οποίες περιλαμβάνουν τις καταθέσεις όψεως και τους τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου) και των καταθέσεων προθεσμίας.<sup>2</sup>

Οι καταθέσεις *όψεως*, που διακροτούνται για σκοπούς συναλλαγών (κυρίως από επιχειρή-

**Διάγραμμα VI.2 Καταθέσεις εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητάς τους (Δεκέμβριος 2016-Οκτώβριος 2017)**



σεις σε ποσοστό περίπου 60%), εμφανίζουν αύξηση από τα μέσα του 2016 με σχετικά σταθερό ρυθμό (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2017: 13%, Δεκέμβριος 2016: 13%), σε συνέπεια με την αρχόμενη οικονομική ανάκαμψη και τη διεύρυνση της χρήσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Οι καταθέσεις *απλού ταμιευτηρίου*, που αφορούν κυρίως αποταμιευτικούς λογαριασμούς των νοικοκυριών και χρησιμοποιούνται για συναλλαγές ή και για λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών, παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2017: -0,9%, Δεκέμβριος 2016: -1,3%), σε συνέπεια με την υποχώρηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Αντίθετα, οι καταθέσεις *προ-*

1 Ειδικότερα, ο αριθμός των συναλλαγών αγορών με κάρτες πληρωμών στην Ελλάδα ανήλθε το 2016 σε 280 εκατομμύρια, έναντι 122 εκατ. το 2015 και 71 εκατ. το 2014.

2 Τον Οκτώβριο του 2017 οι καταθέσεις μίας ημέρας αποτελούσαν το 63% περίπου των καταθέσεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών (όψεως: 22%, ταμιευτηρίου: 41%) και οι καταθέσεις προθεσμίας το 37%.

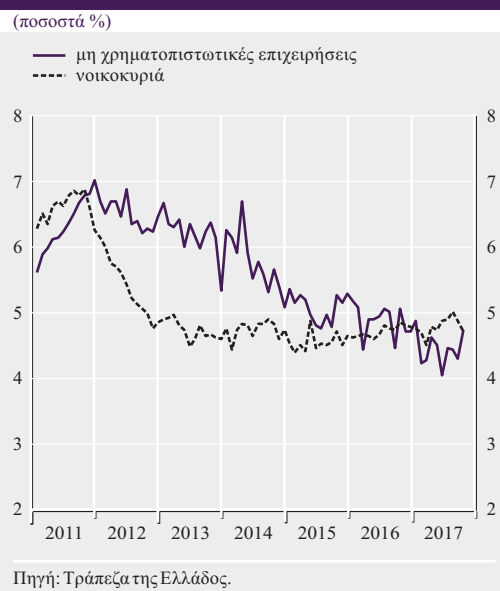
θεσμίας, οι οποίες εξυπηρετούν κυρίως επενδυτικούς σκοπούς και μάλιστα σε ένα περιβάλλον όπου δεν είναι δυνατόν να αυξηθούν οι τοποθετήσεις σε περιουσιακά στοιχεία στο εξωτερικό, άρχισαν να αυξάνονται από τους τελευταίους μήνες του 2016 και μετά με περίπου σταθερό ετήσιο ρυθμό (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2017: 5,6%, Δεκέμβριος 2016: 5,9%). Στην εξέλιξη αυτή έχουν συμβάλει η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα, οι σχετικά υψηλότερες αποδόσεις των εγχώριων καταθέσεων συγκριτικά με ανάλογες τοποθετήσεις στο εξωτερικό (για όσους έχουν την επιλογή να επανεξαγάγουν επαναπατρισθέντα κεφάλαια), καθώς και τα επιμέρους κίνητρα που παρέχουν οι τράπεζες για την επιστροφή καταθέσεων.<sup>3</sup>

Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας με την έγκαιρη ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης και η προβλεπόμενη επιτάχυνση της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας το 2018 –εφόσον μάλιστα συνοδευθεί από άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος– αναμένεται να ενισχύσουν τη δυναμική της ανόδου των τραπεζικών καταθέσεων. Σημαντικό ρόλο για την ενδυνάμωση της καταθετικής βάσης των τραπεζών θα επιτελέσει και η αποτελεσματική διαχείριση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η οποία θα τονώσει την εμπιστοσύνη στη φερεγγυότητα των ελληνικών τραπεζών, με ευεργετικές επιδράσεις για την επιστροφή καταθέσεων και την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Η τάση αποκλιμάκωσης των επιτοκίων καταθέσεων, η οποία παρατηρείται επί σειρά ετών, συνεχίστηκε, ηπιότερα ωστόσο, δεδομένης της επανόδου των καταθέσεων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Το επιτόκιο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών (με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος, 38% του συνόλου των καταθέσεων τους) διαμορφώθηκε, κατά μέσο

**Διάγραμμα VI.3** Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2017)



όρο τους πρώτους δέκα μήνες του 2017, σε 0,65%. Το επιτόκιο αυτό παραμένει από τα υψηλότερα στη ζώνη του ευρώ, όμως η διαφορά του έναντι του μέσου επιτοκίου μεταξύ των κρατών-μελών περιορίστηκε σημαντικά, ιδίως μετά τον Ιούνιο του 2015, οπότε επιβλήθηκαν οι περιορισμοί στις αναλήψεις τραπεζικών καταθέσεων, και διαμορφώθηκε γύρω στις 25 μονάδες βάσης το 2017, δηλαδή στα επίπεδα πριν από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Σε πραγματικούς όρους,<sup>4</sup> το επιτόκιο καταθέσεων κατέγραψε αρνητικές τιμές σχεδόν σε όλη τη διάρκεια του τρέχοντος έτους.

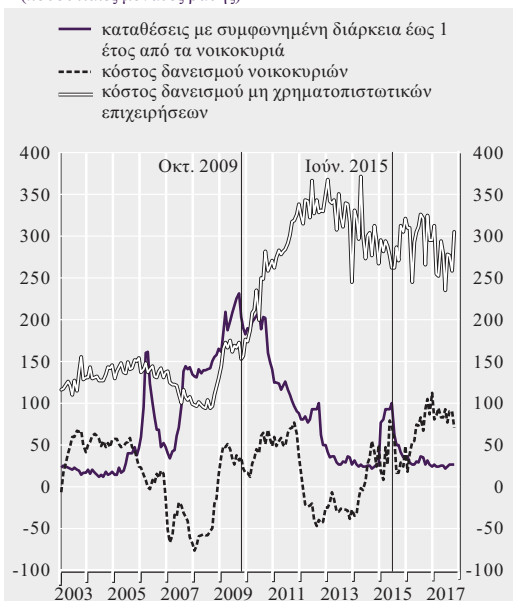
Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνέχισαν, για έκτο έτος κατά σειρά, να ακολουθούν πτωτική τάση (βλ. Διάγραμμα VI.3). Αντί-

<sup>3</sup> Στα κίνητρα αυτά περιλαμβάνεται η προσφορά υψηλότερων επιτοκίων για νέα κεφάλαια που προέρχονται είτε από αποθησαυρισμό είτε από το εξωτερικό και η σύνδεση των προθεσμιακών καταθέσεων με τη χρήση χρεωστικών και πιστωτικών καρτών ή γενικότερα ηλεκτρονικών συναλλαγών με προσφορές αγορών από καταστήματα.

<sup>4</sup> Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα προκύπτει όταν από το ονομαστικό επιτόκιο που καταγράφεται το μήνα αυτό αφαιρεθεί ο δωδεκάμηνης ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος επικρατεί τον ίδιο μήνα.

**Διάγραμμα VI.4 Διαφορά επιτοκίου καταθέσεων και κόστους δανεισμού<sup>1</sup> μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003 - Οκτώβριος 2017)**

(ποσοστιαίες μονάδες βάσης)



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Το κόστος των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εκτιμάται από τους σύνθετους δείκτες κόστους δανεισμού, οι οποίοι βασίζονται στα στατιστικά στοιχεία των επιτοκίων των NXI και σχεδιάζονται κατά τρόπο ώστε να επιτρέπεται η συγκρισιμότητα μεταξύ χωρών. Βλ. Statistical Data Warehouse, Cost of borrowing indicators.

θετα, το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά, όπως ορίζεται από το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων και της καταναλωτικής πίστης, ακολούθησε ελαφρώς ανοδική τάση από τα μέσα του 2015, η οποία από τις αρχές του τρέχοντος έτους ενισχύθηκε. Σε πραγματικούς όρους, τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού εμφάνισαν αξιοσημείωτη μείωση, ιδίως για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, εξέλιξη η οποία υποβοηθήθηκε από την ενδυνάμωση του εγχώριου πληθωρισμού.

Οι ευνοϊκότερες εξελίξεις στην τιμολόγηση της επιχειρηματικής πίστης έναντι των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά αντικατοπτρίζονται και στις αποκλίσεις που παρουσιάζει το κόστος δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ. Η διαφορά στο κόστος δανεισμού έχει περιοριστεί την τελευταία πενταετία όσον

αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ωστόσο παραμένει υπερδιπλάσια συγκρινομένη με την περίοδο πριν από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης (βλ. Διάγραμμα VI.4). Αντίθετα, όσον αφορά τα νοικοκυριά η διαφορά διευρύνθηκε σημαντικά τα τελευταία έτη, με συνέπεια να καταγράφει τις ιστορικές υψηλότερες τιμές της.

Στην εξέλιξη του κόστους δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων συνέβαλε η υλοποίηση από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα – με συγχρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων κ.ά. – προγραμμάτων για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, τα οποία παρέχουν κίνητρα για ευνοϊκούς όρους τιμολόγησης.

Η διαφορετική εξέλιξη στην τιμολόγηση της τραπεζικής χρηματοδότησης μεταξύ των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών αντανακλά επίσης τις εκτιμήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων όσον αφορά τον κίνδυνο. Τα εισοδήματα των νοικοκυριών έχουν πληγεί τα τελευταία έτη. Ταυτόχρονα, οι εκτιμήσεις για την αγορά κατοικίας καταδεικνύουν συνεχιζόμενη πτώση των τιμών και συνεπώς της αξίας των εξασφαλίσεων για τη χορήγηση δανείων με προσημείωση ακινήτων. Τέλος, ενδεικτικά, στα δάνεια προς τα νοικοκυριά καταγράφονται πολύ υψηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σε καθεστώς νομικής προστασίας. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν πρόσφατες ενδείξεις ενίσχυσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, με βάση τις λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών και την εξέλιξη του εθνικολογιστικού καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

Η ελκυστικότερη τιμολόγηση των επιχειρηματικών πιστώσεων ενθαρρύνει τη ροή χρηματοδοτικών πόρων προς τομείς της οικονομίας που μπορούν να υποστηρίξουν ένα βιώσιμο πρότυπο ανάπτυξης, υπό την προϋπόθεση ότι οι τράπεζες διαθέτουν επαρκείς πόρους ώστε να ικανοποιήσουν την αυξημένη ζήτηση

πιστώσεων εκ μέρους επιχειρήσεων που δεν παρουσιάζουν υπερβολικό πιστωτικό κίνδυνο.

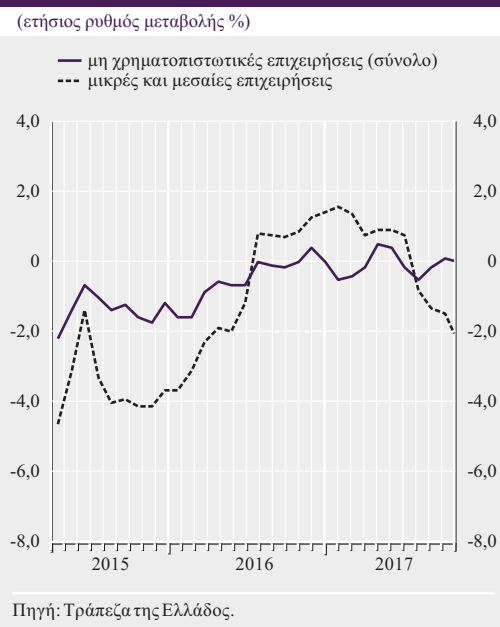
Η μελλοντική πορεία του κόστους τραπεζικού δανεισμού συνδέεται με τις εξελίξεις αφενός στις συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών και αφετέρου στο περιθώριο διαμεσολάβησης, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ σταθμικού επιτοκίου νέας τραπεζικής χρηματοδότησης και μεσοσταθμικού κόστους άντλησης εκ μέρους των τραπεζών πόρων προς αναδανεισμό. Η άντληση αυτή διευκολύνεται από την εξαιρετικά επεκτατική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, η οποία αναμένεται να διατηρηθεί επί μακρόν. Πτωτική πίεση στο μεσοσταθμικό κόστος άντλησης κεφαλαίων από τα πιστωτικά ιδρύματα αναμένεται να ασκηθεί εξαιτίας του περιορισμού της προσφυγής στο μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) και της επιστροφής καταθέσεων λιανικής στις τράπεζες. Εξάλλου, αναμένεται συρρίκνωση του περιθωρίου διαμεσολάβησης, καθώς με την αναμενόμενη επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης η ικανότητα των δανειοληπτών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους έναντι των τραπεζών θα βελτιωθεί και οι εκτιμήσεις για τον πιστωτικό κίνδυνο θα αναθεωρηθούν αντιστοίχως, ενώ η απώλεια εσόδων των τραπεζών εξαιτίας των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού θα μετριαστεί.

### 3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά ήταν κατά μέσο όρο λιγότερο αρνητικός το δεκάμηνο του 2017 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016.

Όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, οι ακαθάριστες ροές νέων τραπεζικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια (στις οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται ως “νέα” τα δάνεια που χορηγήθηκαν προκειμένου να αναχρηματοδοτήσουν παλαιές οφειλές στο πλαίσιο ρύθμισης) καταδεικνύουν ότι οι σωρευτικές εκταμιεύσεις δανείων από τις επι-

**Διάγραμμα VI.5 Τραπεζική χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Απρίλιος 2015-Οκτώβριος 2017)**

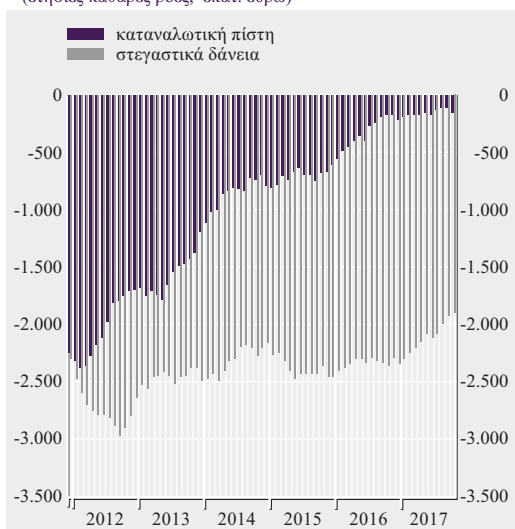


χειρήσεις την επισκοπούμενη περίοδο ήταν υψηλότερες εκείνων της αντίστοιχης περιόδου του 2016 κατά περίπου μιάμιση φορά. Η καθαρή ροή χρηματοδότησης (ακαθάριστη ροή νέων δανείων μείον τα χρεολύσια προς αποπληρωμή υφιστάμενων δανείων), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2017 (-267 εκατ. ευρώ) ήταν το ίδιο αρνητική σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016 (-258 εκατ. ευρώ).

Η βελτίωση του μέσου ετήσιου ρυθμού των πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προέρχεται κυρίως από τις συμβολές των κλάδων του εμπορίου, του τουρισμού και της ενέργειας, ενώ σημαντική αρνητική συμβολή συνεχίζει να έχει ο κλάδος της μεταποίησης. Όσον αφορά τα συγχρηματοδοτούμενα από κοινοτικούς πόρους προγράμματα ενίσχυσης της χρηματοδότησης προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, οι χορηγήσεις υπαγόμενων στα προγράμματα τραπεζικών δανείων κατά το α' εξάμηνο του 2017 υπερέβησαν εκείνες για το σύνολο του 2016. Έτσι, τα προγράμματα συνέβαλαν στη διατήρηση θετικών ετήσιων ρυθμών μεταβο-

**Διάγραμμα VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά (Δεκέμβριος 2011-Οκτώβριος 2017)**

(ετήσιες καθαρές ροές,<sup>1</sup> εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.  
1 Αθροισμα σε κυλιόμενο δείγμα δώδεκα μηνών.

λής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΜΕ (συγχρηματοδοτούμενες πιστώσεις και μη) για μεγάλο μέρος του 2017 (βλ. Διάγραμμα VI.5).

Τα εκταμιευθέντα τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά με προκαθορισμένη λήξη για τη χρηματοδότηση καταναλωτικών δαπανών (μείον τις αναχρηματοδοτήσεις υφιστάμενων δανείων στο πλαίσιο ρυθμίσεων) την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2017 ανήλθαν περίπου στο ίδιο συνολικά ύψος όπως την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Η σωρευτική καθαρή ροή του συνόλου (δηλαδή με ή χωρίς καθορισμένη διάρκεια) της καταναλωτικής πίστης (βλ. Διάγραμμα VI.6) διαμορφώθηκε σε λιγότερο αρνητικό επίπεδο την επισκοπούμενη περίοδο έναντι του 2016.

Όσον αφορά τη στεγαστική πίστη, το σύνολο των εκταμιεύσεων νέων δανείων από τις τράπεζες ήταν (κατά 31%) υψηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2016, ενώ σε σύγκριση με τα καταναλωτικά δάνεια προκαθορισμένης λήξης ήταν χαμηλότερο κατά 36%. Η σωρευτική καθαρή ροή στεγαστικής πίστης (βλ. Διάγραμμα

VI.6) ήταν λιγότερο αρνητική σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016.

Από την πλευρά της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης, η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας επέδρασε θετικά στις ανάγκες των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων για πιστώσεις. Ενδεχομένως, οι διακυμάνσεις της εμπιστοσύνης, ενόσω οι διαπραγματεύσεις στο πλαίσιο της αξιολόγησης ήταν σε εξέλιξη, άσκησαν επίσης επίδραση στη ζήτηση.

Από την πλευρά της προσφοράς πιστώσεων, το αυξημένο υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο ενεργητικό των τραπεζών παραμένει σημαντικός ανασταλτικός παράγοντας. Πάντως, η (ποσοστιαία) σύνθεση της αντλούμενης από τις τράπεζες χρηματοδότησης που είναι διαθέσιμη προς διοχέτευση στην πραγματική οικονομία, εμφάνισε βελτίωση, η οποία είναι δυνατόν να μεταφραστεί σε μεγαλύτερο όγκο δανειοδοτήσεων με χαμηλότερο κόστος. Το ποσοστό του παθητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων που αντιπροσωπεύει η προσφυγή στον έκτακτο μηχανισμό ρευστότητας μειώθηκε, ενώ το ποσοστό των καταθέσεων (εκτός των διατραπεζικών) αυξήθηκε.

Οι τραπεζικές πιστώσεις, ιδιαίτερα προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αναμένεται να ανακάμψουν με την επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Αναμένεται επίσης οι τράπεζες να εντείνουν τον περιορισμό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους σύμφωνα και με τους τιθέμενους στόχους. Αυτό κατ' αρχάς θα αποδεσμεύσει άμεσα πόρους (λ.χ. μέσω της είσπραξης μετρητών) προς αναδανεισμό σε οικονομικά φερέγγυους πιστούχους στον ιδιωτικό τομέα και θα βελτιώσει τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική εξέλιξη της κεφαλαιακής βάσης και της κερδοφορίας των τραπεζών και επομένως τη δυνατότητά τους να προσελκύσουν χρηματοδότηση.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Βέβαια, ορισμένοι τρόποι μείωσης των ανοιγμάτων αυτών, όπως π.χ. οι διαγραφές και σε ορισμένες περιπτώσεις η πώληση μη εξυπηρετούμενων δανείων, επιδρούν στην πιστωτική επέκταση σε κάποιο βαθμό αρνητικά, εξαιτίας της μείωσης την οποία επιφέρουν στην τρέχουσα – σε αντιδιαστολή με τη μελλοντικά προβλεπόμενη – κεφαλαιακή θέση των τραπεζών.

Επίσης, στη βελτίωση της πιστοδοτικής ικανότητας των τραπεζών αναμένεται να συμβάλει η ενίσχυση της ρευστότητάς τους μέσω της αύξησης της πρόσβασής τους στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων και της ανόδου των εισροών καταθέσεων καθώς το μακροοικονομικό περιβάλλον θα βελτιώνεται, γεγονός που σε συνδυασμό με την αξιολόγηση θα τονώσει περαιτέρω το κλίμα εμπιστοσύνης.

Ιδιαίτερα ενισχυτικό ρόλο για τις δανειοδοτικές δραστηριότητες των εγχώριων τραπεζών αναμένεται να έχει η χρήση κοινοτικών πόρων για τη νέα προγραμματική περίοδο, το ύψος των οποίων έχει ήδη προσδιοριστεί σε ικανοποιητικά επίπεδα για την περίοδο τουλάχιστον μέχρι το 2020.

#### 4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

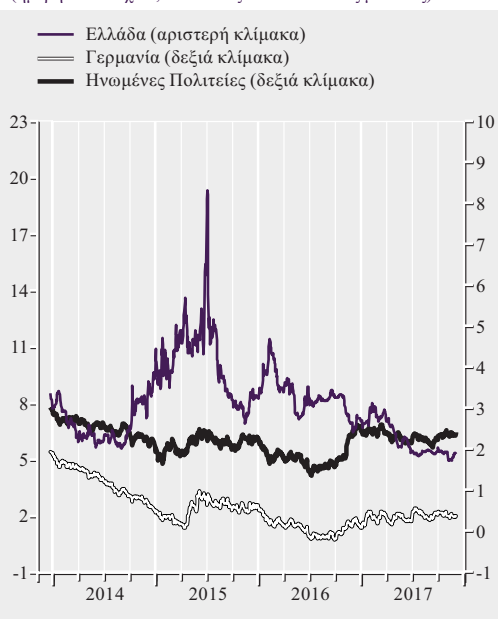
##### 4.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017, οι προοπτικές για ενίσχυση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην παγκόσμια οικονομία και οι αποφάσεις αλλά και η εκτίμηση των επενδυτών για σταδιακή μεταβολή των πολιτικών των κεντρικών τραπεζών αποτέλεσαν τους κύριους προσδιοριστικούς παράγοντες της πορείας των αγορών μετοχών και ομολόγων και συνέβαλαν στην άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων των κρατών με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση (βλ. Διάγραμμα VI.7).

Στις ΗΠΑ η ευνοϊκή εξέλιξη των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών και η συνακόλουθη σταθεροποίηση των επιπέδων πλήρους απασχόλησης αποτέλεσαν τη βάση για αύξηση των επιπέδων του εύρους-στόχου των επιτοκίων για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια (federal funds rate), κατά 25 μονάδες το Μάρτιο και επιπλέον 25 μονάδες τον Ιούνιο, διαμορφώνοντας το εύρος του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων σε 1%-1,25%. Επίσης, με βάση τις αποτιμήσεις των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, προεξοφλείται (με πιθανότητα 96%) η απόφαση της Ομοσπον-

**Διάγραμμα VI.7 Αποδόσεις κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2017)**

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Thomson Reuters.  
Σημείωση: Για την περίοδο 29.6-31.7.2015, κατά την οποία δεν λειτουργούσε η ΗΑΑΤ βάσει της ΠΝΠ της 28.6.2015, τα στοιχεία για την Ελλάδα προέρχονται από την Thomson Reuters και αφορούν συναλλαγές εκτός Ελλάδος.

διακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee) για νέα αύξηση στη συνεδρίαση της 12-13 Δεκεμβρίου 2017, ενώ έχει ανακοινωθεί σταδιακή μείωση του ισολογισμού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας από τον Οκτώβριο του 2017.

Έτσι, η απόδοση του ομοσπονδιακού ομολόγου αναφοράς 10ετούς διάρκειας των ΗΠΑ (2,42% στις 30.11.2017) έχει αυξηθεί κατά 20 μ.β. σε σύγκριση με τα μέσα Ιουνίου 2017. Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων (10ετών) και βραχυπρόθεσμων (2ετών) ομολογιακών τίτλων για τις ΗΠΑ έχει μειωθεί κατά περίπου 65 μ.β. σε σχέση με τις αρχές του 2017, στο επίπεδο των 60 μ.β., καθώς οι αποδόσεις των τίτλων διετούς διάρκειας αυξήθηκαν σημαντικά περισσότερο από εκείνες των δεκαετών ομολόγων ως αποτέλεσμα της προεξόφλησης των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ εται-

ρικών ομολόγων με διαβάθμιση BBB και εταιρικών τίτλων με αντίστοιχη διάρκεια αλλά διαβάθμιση AAA βρίσκεται στα χαμηλότερα επίπεδα που έχουν παρατηρηθεί μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, στις 69 μ.β. (30.11.2017), υποδηλώνοντας ότι η απαιτούμενη απόδοση για τους πιστωτικούς κινδύνους βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα.

Στη ζώνη του ευρώ οι ισχυρότεροι του αναμενομένου ρυθμοί αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας και οι εκτιμήσεις των επενδυτών αναφορικά με την πολιτική αγοράς τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος συνέβαλαν στη διαμόρφωση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Οι αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων διαμορφώθηκαν στο τέλος Νοεμβρίου του 2017 σε σχετικώς υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τα μέσα Ιουνίου του 2017, ενώ οι αποδόσεις των ευάλωτων κρατών-μελών μειώθηκαν κατά περισσότερο από 30 μ.β. κατά μέσο όρο την ίδια περίοδο. Ως εκ τούτου, οι διαφορές των αποδόσεων μεταξύ των ευάλωτων κρατών-μελών και της Γερμανίας συρρικνώθηκαν. Σημειώνεται ότι η απουσία επίδρασης στις ομολογιακές αποδόσεις από τις εξελίξεις στην Καταλονία κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου του 2017 επισημάνθηκε ως ένδειξη υψηλότερου βαθμού ευρωστίας των αγορών ομολόγων της ζώνης του ευρώ.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου στη ζώνη του ευρώ διατηρούνται σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, εξέλιξη στην οποία έχουν συμβάλει μεταξύ άλλων οι αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Τέλος, στις αγορές μετοχών, τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ, η μεταβλητότητα διατηρήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενώ οι τιμές των μετοχών ακολούθησαν σχεδόν αδιάταρακτη ανοδική πορεία καθ' όλη τη διάρκεια του 2017 μέχρι στιγμής. Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017 καταγράφονται ισχυρές θετικές αποδόσεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη (S&P 500: 18%, Stoxx Europe 600: 7%).

## 4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η εξέλιξη των αξιολογήσεων του ελληνικού προγράμματος καθόρισε την πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) και κατά τη διάρκεια του 2017. Το α' τρίμηνο του 2017 οι αποδόσεις του δεκαετούς ομολόγου αναφοράς παρέμειναν γύρω στο 7%, ενώ σταδιακά από τα μέσα Μαΐου του 2017, οπότε και σημειώθηκε πρόοδος στις συνομιλίες με τα τεχνικά κλιμάκια που εκπροσωπούν τους διεθνείς πιστωτές ώστε να διαφαίνεται πλέον ως βέβαιη η θετική ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, παρατηρήθηκε σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων. Έκτοτε, η υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων ήταν μεγαλύτερη από εκείνη στα λοιπά ευάλωτα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, υποδηλώνοντας βελτίωση της αποτίμησης των ιδιοσυγκρατικών κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Μετά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης στα μέσα Ιουνίου του 2017, οι αποδόσεις υποχώρησαν περαιτέρω μέχρι τα μέσα Ιουλίου, με συνέπεια να ευνοηθεί η έκδοση στις 25 Ιουλίου 2017 του νέου τίτλου 5ετούς διάρκειας. Ακολούθως, σταθεροποιήθηκαν περί το 5,5%. Έτσι, στις 30.11.2017, οι αποδόσεις των τίτλων δεκαετούς διάρκειας είχαν διαμορφωθεί σε 5,27%, δηλ. 176 μ.β. χαμηλότερα από το επίπεδο στο τέλος του 2016, ενώ η διαφορά των αποδόσεων του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου από τις αποδόσεις του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας (spread) υποχώρησε κατά 200 μ.β. και διαμορφώθηκε σε 490 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VI.7). Υποχώρηση των αποδόσεων καταγράφηκε στους τίτλους όλων των διαρκειών, ενώ ταυτόχρονα παρατηρείται και ομαλοποίηση στην τιμολόγηση των κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, καθώς η διαφορά αποδόσεων μεταξύ δεκαετούς και διετούς ομολόγου σταθεροποιήθηκε σε θετικά επίπεδα και διαμορφώθηκε στις 30.11.2017 σε 250 μ.β., υποδηλώνοντας βελτιωμένες προσδοκίες των επενδυτών για την οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα.



Όπως προαναφέρθηκε, η βελτίωση των αποτιμήσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων διευκόλυνε την έκδοση του τίτλου 5ετούς διάρκειας στα τέλη Ιουλίου. Επισημαίνεται ότι από τη συνολική έκδοση των 3 δισεκ. ευρώ, το 1,5 δισεκ. αποτελούσε νέα χρηματοδότηση, καθώς πραγματοποιήθηκε με διάθεση νέων κεφαλαίων, ενώ το εναπομένον 1,5 δισεκ. αφορούσε ανταλλαγή τίτλων με το παλαιότερο πενταετές ομόλογο λήξης 2019. Το κουπόνι της έκδοσης καθορίστηκε, μέσα από τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών, σε 4,375% και ο τίτλος έχει διάρκεια μέχρι την 1.8.2022.

Εκ νέου υποχώρηση των αποδόσεων των ΟΕΔ όλων των διαρκειών παρατηρήθηκε στις αρχές Νοεμβρίου, συνδεδεμένη με τις ειδήσεις για επερχόμενες παρεμβάσεις στη διάρθρωση της καμπύλης αποδόσεων των ΟΕΔ. Στις 15 Νοεμβρίου ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) ανακοίνωσε πρόσκληση για την ανταλλαγή των ομολόγων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement – PSI) στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους το 2012 με 5 νέους τίτλους, λήξης από το 2023 έως το 2042. Σκοπός της ανταλλαγής είναι η βελτίωση της ρευστότητας στην αγορά των ελληνικών κρατικών ομολόγων και η ομαλοποίηση της καμπύλης επιτοκίων. Σύμφωνα με την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων του ΟΔΔΗΧ, περίπου το 86% των επενδυτών εκδήλωσε ενδιαφέρον για ανταλλαγή υφιστάμενων τίτλων αξίας 25,5 δισεκ. ευρώ, με νέα ομόλογα.

Η συναλλακτική δραστηριότητα παρέμεινε υποτονική στην εγχώρια αγορά, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να διατηρείται περίπου στα επίπεδα του 2016 (2 εκατ. ευρώ). Ωστόσο, παρατηρήθηκε αύξηση των συναλλαγών σε ελληνικά κρατικά ομόλογα στο εξωτερικό, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Αυλών Τίτλων υπερδιπλασιάστηκε σε σύγκριση με το 2016 (308 εκατ. ευρώ, έναντι 102 εκατ. ευρώ).

Τέλος, το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση, σε τακτά χρονικά διαστήματα, εντόκων γραμματίων, με σκοπό την αναχρηματοδότηση προηγούμενων εκδόσεων που έληξαν (αξία εκδόσεων, Ιανουάριος-Νοέμβριος 2017: 37 δισεκ. ευρώ, Ιανουάριος-Νοέμβριος 2016: 35,6 δισεκ. ευρώ). Παρατηρήθηκε μείωση του κόστους δανεισμού σε σχέση με τις αντίστοιχες εκδόσεις του 2016.

### 4.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι αποτιμήσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε διεθνείς κεφαλαιαγορές συνέχισαν να βελτιώνονται και κατά το 2017. Οι αποδόσεις ακολούθησαν σταθερά καθοδική τάση από την αρχή του έτους, ανεξάρτητα από γεγονότα που κατά περιόδους επηρέασαν τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Έτσι, το κόστος δανεισμού μέσω αυτής της πηγής υποχώρησε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, δηλ. κατά μέσο όρο πλησίον (ενίοτε και κάτω) του 3%, από τις αρχές Αυγούστου,<sup>6</sup> τόσο λόγω της βελτίωσης στις αποτιμήσεις υφιστάμενων εκδόσεων όσο και ως συνέπεια του συγκριτικά χαμηλού επιτοκίου νέων εκδόσεων.

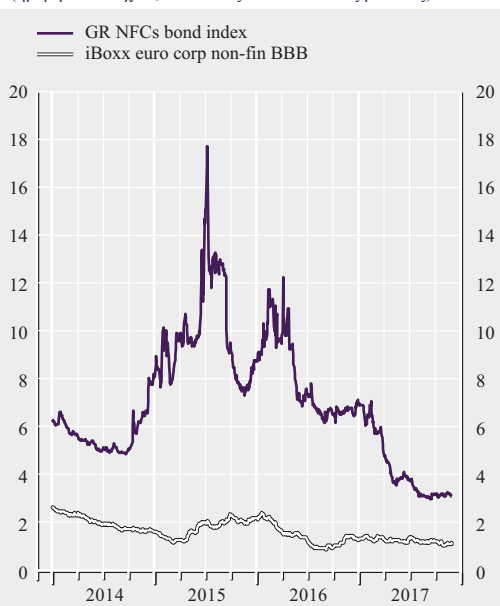
Συγκεκριμένα, στις 30.11.2017 η απόδοση του δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος για ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε αγορές του εξωτερικού από ελληνικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε 3,1%, μειωμένη κατά 380 μ.β. σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2017 (βλ. Διάγραμμα VI.8). Την ίδια περίοδο οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από άλλα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά, παραμένοντας και αυτές σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, με την απόδοση του δείκτη iBoxx για μη

<sup>6</sup> Σημειώνεται ότι το εν λόγω κόστος δανεισμού υπολείπεται του κόστους του τραπεζικού δανεισμού όπως προκύπτει από το ύψος του μέσου μεσοσταθμικού επιτοκίου δανεισμού. Ενδεικτικά, το μέσο επιτόκιο νέων δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε στο τέλος Οκτωβρίου 2017 σε 5,31%. Βεβαίως, το επιτόκιο αυτό είναι μεσοσταθμικό και συμπεριλαμβάνει δανειοδοτήσεις επιχειρήσεων οι οποίες παρουσιάζουν πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο από ό,τι οι επιχειρήσεις που έχουν απευθείας πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων. Επιπροσθέτως, σε αντιδιαστολή με τους όρους των ομολογιακών τίτλων, οι εν λόγω δανειοδοτήσεις δεν έχουν καθορισμένη λήξη, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να καλύπτονται από εξασφαλίσεις.



### Διάγραμμα VI.8 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2014 - Νοέμβριος 2017)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Thomson Reuters Datastream (iBoxx euro corp non-fin BBB).  
Σημείωση: Ο δείκτης απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων από το Δεκέμβριο του 2012 και ύστερα. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο *Οικονομικό Δελτίο*, 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014, σελ. 69-90. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC index).

χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με διαβάθμιση BBB να διαμορφώνεται στο τέλος Νοεμβρίου του 2017 σε 1,1%. Κατά συνέπεια, η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στην αγορά εταιρικών ομολόγων ήταν αποτέλεσμα κυρίως της υποχώρησης των εκλαμβανόμενων από τους επενδυτές κινδύνων που σχετίζονται με τη χώρα προέλευσης (κίνδυνος χώρας) και της βελτίωσης των προοπτικών των εν λόγω εταιριών.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017, πραγματοποιήθηκαν τρεις νέες εκδόσεις διεθνών ομολόγων συνολικής αξίας 1,1 δισεκ. ευρώ, με σκοπό κυρίως την αναχρηματοδότηση προγενέστερου δανεισμού. Η πρώτη έκδοση

πραγματοποιήθηκε από τη Motor Oil, ήταν ύψους 350 εκατ. ευρώ, με λήξη το 2022 και κουπόνι 3,25%, η δεύτερη από την Intralot, ύψους 500 εκατ. ευρώ, με λήξη το 2024 και κουπόνι 5,25%, ενώ η τρίτη πραγματοποιήθηκε από την Titan Global Finance, θυγατρική του ομίλου Τιτάν, και ήταν ύψους 250 εκατ. ευρώ, με λήξη το 2024 και κουπόνι 2,375%.

Επίσης παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της εκδοτικής δραστηριότητας στην εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων η οποία λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια του 2017 εκδόθηκαν 5 νέοι εταιρικοί τίτλοι (από τις εταιρίες ΟΠΑΠ, Μυτιληναίος, Τέρνα Ενεργειακή, Systems Sunlight και MLS Multimedia) συνολικής αξίας 616 εκατ. ευρώ, με μέσο σταθμικό κουπόνι 3,4%.

Η σταδιακή ενεργοποίηση της εγχώριας αγοράς εταιρικών ομολόγων θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική για τις προοπτικές χρηματοδότησης υγιών ελληνικών επιχειρήσεων των μη χρηματοπιστωτικών κλάδων. Είναι γνωστό ότι μεγάλοι θεσμικοί διεθνείς επενδυτές, όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), έχουν δεσμεύσει σημαντικά ποσά με σκοπό την τοποθέτηση σε περιφερειακές εκδόσεις ομολόγων στην Ευρώπη.

Εφόσον ακολουθηθούν βέλτιστες διεθνείς πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, λογοδοσίας και εφαρμογής των νόμων, ώστε να επενδύσουν κεφάλαια στην ελληνική αγορά διεθνείς θεσμικοί επενδυτές, η ρευστότητα των τίτλων θα βελτιωθεί και έτσι θα ενισχυθούν οι δυνατότητες των εγχώριων επιχειρήσεων να αντλήσουν χρηματοδότηση.

## 4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 4.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά το α' εξάμηνο του 2017 ακολούθησαν έντονα ανοδική τάση, διαμορφώνοντας αποδόσεις υψηλότερες από εκείνες των άλλων ευρωπαϊκών αγορών μετοχών. Όμως, την

περίοδο Αυγούστου-Νοεμβρίου 2017 η άνοδος ανακόπηκε λόγω ανησυχιών των επενδυτών για ενδεχόμενη ανάγκη νέας ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών το 2018, δεδομένης μεταξύ άλλων της επιμονής του ΔΝΤ για τη διενέργεια ελέγχου ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού (Asset Quality Review). Στα τέλη Σεπτεμβρίου του 2017 η ΕΚΤ επισήμανε ότι δεν υφίσταται ανάγκη διενέργειας ελέγχου ποιότητας ενεργητικού και οριοθέτησε το χρονοδιάγραμμα το οποίο θα ακολουθήσει η πανευρωπαϊκή άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Στη συνέχεια, το ΔΝΤ μετέβαλε την τοποθέτησή του, γεγονός το οποίο συνέβαλε σε άμβλυνση των πιέσεων στην αγορά μετοχών.

Έτσι, στο τέλος Νοεμβρίου του 2017 ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε θετική απόδοση περίπου 15% σε σύγκριση με την αρχή του έτους (βλ. Διάγραμμα VI.9), ενώ αντίθετα την ίδια περίοδο ο δείκτης τιμών μετοχών των τραπεζών κατέγραψε απώλειες 12%. Οι απώλειες αυτές οφείλονται αποκλειστικά στην εξέλιξη των τιμών από το Σεπτέμβριο του 2017, καθώς μέχρι το τέλος Αυγούστου του 2017 οι αποδόσεις ήταν θετικές (23%).

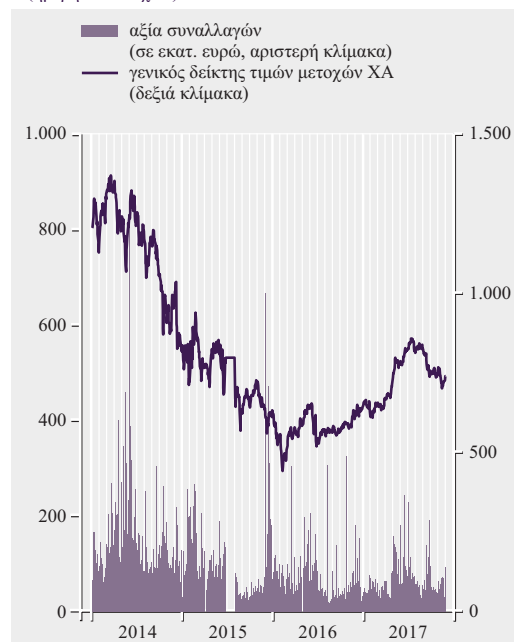
Αντίθετα με τον τραπεζικό κλάδο, οι αποδόσεις των μετοχών των βιομηχανικών και παρεμφερών επιχειρήσεων, καθώς και των υπόλοιπων εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης κινήθηκαν ανοδικά, εξέλιξη που συνδέεται τόσο με τον περιορισμό των εκλαμβανόμενων από τους επενδυτές κινδύνων της ελληνικής οικονομίας και την ενίσχυση των προοπτικών κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων όσο και με τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Σε χαμηλά επίπεδα παραμένει ωστόσο η συναλλακτική δραστηριότητα, 58 εκατ. ευρώ (2016: 61 εκατ. ευρώ), γεγονός που είναι συνεπές με τη μεγάλη μείωση της ενδοημερησίας διακύμανσης των τιμών των μετοχών.

#### 4.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η αποδοτικότητα των εισηγμένων επιχειρήσεων εμφανίζεται οριακά βελτιωμένη το α'

**Διάγραμμα VI.9 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2017)**

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές, με βάση την "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

εξάμηνο του 2017 σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2016. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 144 μη χρηματοπιστωτικών ομίλων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η αύξηση των πωλήσεων, η αποτελεσματική συγκράτηση των δαπανών και η διεύρυνση των καθαρών περιθωρίων κέρδους ορισμένων επιχειρήσεων συνέβαλαν σε οριακή αύξηση των κερδών πριν από φόρους, τόκους και αποσβέσεις (EBITDA). Η επίδοση αυτή αντανάκλα κυρίως τις επιδόσεις επιχειρήσεων εντάσεως κεφαλαίου (ενέργεια, βιομηχανία, πρώτες ύλες, υπηρεσίες κοινής ωφέλειας). Στον αντίποδα, προβληματισμό δημιουργεί η αύξηση του αριθμού των επιχειρήσεων με αρνητικά ίδια κεφάλαια (από 21 σε 24) και ο συγκριτικά μεγάλος αριθμός εταιριών (56) που εμφανίζει, προ φόρων, είτε μείωση κερδοφορίας είτε διεύρυνση ζημιών σε μια περίοδο κατά

την οποία το ΑΕΠ κατέγραφε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Σημειώνεται ότι ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας (α) προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων ανά μετοχή (P/EBITDA) και (β) προς τα έσοδα από την πώληση προϊόντων ανά μετοχή (P/Sales) έχει αυξηθεί στο τέλος Οκτωβρίου του 2017 σε σχέση με το τέλος του 2016, καθώς η βελτίωση στις αποτιμήσεις ήταν μεγαλύτερη από εκείνη στα θεμελιώδη μεγέθη. Αντίστοιχα συμπεράσματα προκύπτουν για τους βιομηχανικούς και συγγενείς κλάδους, καθώς και για τον κλάδο της ενέργειας. Στον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών δεν αντικατοπτρίζεται στις αποτιμήσεις, ενώ στον κλάδο των βασικών καταναλωτικών αγαθών, τα θεμελιώδη μεγέθη έχουν βελτιωθεί, αλλά οι αποτιμήσεις εμφανίζονται ελαφρά μειωμένες. Συνολικά, σε επίπεδο αποτιμήσεων βάσει των ανωτέρω λόγων, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά συνεχίζει να υπολείπεται των αποτιμήσεων του πανευρωπαϊκού δείκτη Stoxx Europe 600.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2017 οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες κατέγραψαν οριακά κέρδη προ φόρων και εμφάνισαν μικρή βελτίωση στη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, με το υπόλοιπό τους να παραμένει ωστόσο σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο. Παράλληλα, παρατηρήθηκε ενίσχυση της ρευστότητάς τους, ενώ η κεφαλαιακή επάρκεια παρέμεινε σε σχετικά ικανοποιητικό επίπεδο.

Ειδικότερα, τα κέρδη πριν από φόρους διαμορφώθηκαν το εννεάμηνο του 2017 σε 287 εκατ. ευρώ, βελτιωμένα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016 (βλ. Πίνακα VI.1). Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της βελτίωσης των μεγεθών των τραπεζών ήταν:

(α) η μείωση της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την

Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ) και δευτερευόντως η περαιτέρω αποκλιμάκωση των επιτοκίων καταθέσεων, που είχαν ως συνέπεια τη σημαντική μείωση των εξόδων για τόκους, η οποία υπεραντιστάθμισε τη μείωση των εσόδων από τόκους,

(β) η ενίσχυση των καθαρών εσόδων από προμήθειες, η οποία αντανάκλα αφενός τα αυξημένα έσοδα από προμήθειες λιανικής τραπεζικής και αφετέρου τη μείωση των καταβαλλόμενων στο Ελληνικό Δημόσιο προμηθειών επί ομολόγων του Πυλώνα II του ν. 3723/2008, δεδομένου ότι οι τράπεζες εξόφλησαν μέρος αυτών των υποχρεώσεών τους,

(γ) η περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους, ως αποτέλεσμα της μείωσης του προσωπικού και του δικτύου καταστημάτων, και

(δ) η μείωση των μη επαναλαμβανόμενων ζημιών.

Παράλληλα, ο σχηματισμός προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο αυξήθηκε το εννεάμηνο του 2017 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016, ενώ οι λοιπές ζημίες απομείωσης παρέμειναν αμετάβλητες. Μετά από φόρους και διακοπόμενες δραστηριότητες, οι τράπεζες εμφάνισαν ζημίες ύψους 80 εκατ. ευρώ.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, το Σεπτέμβριο του 2017 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 17,1% (Δεκέμβριος 2016: 16,9%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 17,2% (Δεκέμβριος 2016: 17%). Η μικρή βελτίωση των δεικτών οφείλεται στην ταχύτερη μείωση του σταθμισμένου για τον κίνδυνο ενεργητικού έναντι της οριακής μείωσης των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων. Επισημαίνεται ότι το σταθμισμένο για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικό αποτελεί το 89% του συνολικού σταθμισμένου ενεργητικού, καταδεικνύοντας τη σημασία της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου για την ευρωστία του ελληνικού τραπεζικού τομέα.

## Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζικών ομίλων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεάμηνο 2016	Εννεάμηνο 2017	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>6.353</b>	<b>6.456</b>	<b>1,6</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	5.250	5.166	-1,6
- Έσοδα από τόκους	7.357	6.832	-7,1
- Έξοδα τόκων	-2.107	-1.666	-20,9
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.103	1.290	17,0
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	774	918	18,5
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	203	261	28,4
- Λοιπά έσοδα	125	112	-11,0
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-3.353</b>	<b>-3.211</b>	<b>-4,2</b>
Δαπάνες προσωπικού	-1.776	-1.656	-6,8
Διοικητικά έξοδα	-1.300	-1.279	-1,6
Αποσβέσεις	-277	-276	-0,3
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>3.000</b>	<b>3.245</b>	<b>8,2</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-2.677	-2.819	5,3
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-114	-116	1,6
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-61	-24	-60,8
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>148</b>	<b>287</b>	<b>93,5</b>
Φόροι	-58	-124	113,5
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες <sup>2</sup>	-2.824	-243	-91,4
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>-2.734</b>	<b>-80</b>	<b>-97,1</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις τραπεζικών ομίλων.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Οι ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού (π.χ. Finansbank το 2016).

Συνεχώς βελτιούμενες ήταν και οι συνθήκες ρευστότητας για τις ελληνικές τράπεζες κατά τη διάρκεια του 2017. Μετά από τις εκροές των δύο πρώτων μηνών, παρατηρήθηκε σταδιακή αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων, ενώ συνεχίστηκε ο περιορισμός της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης παροχής ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος. Τον Οκτώβριο του 2017 τρεις τράπεζες επέστρεψαν στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων για πρώτη φορά μετά το 2014 με την έκδοση καλυμμένων ομολογιών.<sup>7</sup> Συγκεκριμένα, εκδόθηκαν καλυμμένες ομολογίες ύψους 1,750 εκατ. ευρώ, με την εκδήλωση μεγάλου ενδιαφέροντος εκ μέρους επενδυτών για τις δύο εκδόσεις, ενώ η τρίτη διατέθηκε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης σε υπερε-

θνικούς οργανισμούς. Μέσω της άντλησης ρευστότητας από τις εν λόγω εκδόσεις, οι τράπεζες σκοπεύουν να μειώσουν περαιτέρω την εξάρτησή τους από την έκτακτη παροχή ρευστότητας από την Τράπεζα της Ελλάδος, αλλά και να αυξήσουν τη χρηματοδότηση του επιχειρηματικού τομέα.

7 Οι καλυμμένες ομολογίες βασίζονται σε ομάδες από δάνεια τα οποία έχουν χορηγήσει τα πιστωτικά ιδρύματα που τις εκδίδουν και παρέχουν διπλή εξασφάλιση στους ομολογιούχους της τράπεζας. Συγκεκριμένα, οι κάτοχοι καλυμμένων ομολογιών, σε αντίθεση με τους κατόχους άλλων τίτλων που βασίζονται σε τραπεζικά δάνεια, π.χ. των δομημένων ομολόγων, θεωρούνται πιστωτές της τράπεζας. Επιπλέον, οι εν λόγω ομολογιούχοι έχουν προνομαχική απαίτηση – δηλ. κατά προτεραιότητα έναντι όλων των υπόλοιπων πιστωτών της τράπεζας – επί των δανείων που αποτελούν το κάλυμμα των ομολογιών, τα οποία μάλιστα είναι σχετικά ασφαλή, καθώς συνήθως αποτελούνται από ενυπόθητα στεγαστικά δάνεια που πληρούν συγκεκριμένα στοιχεία επιλεξιμότητας.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων του συνόλου των τραπεζών εμφάνισε μικρή περαιτέρω βελτίωση. Με βάση στοιχεία Σεπτεμβρίου 2017, το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) μειώθηκε κατά 2,4% και 5,5% συγκριτικά με το τέλος του Ιουνίου 2017 και του Δεκεμβρίου 2016 αντίστοιχα, φθάνοντας στα 100,4 δισεκ. ευρώ ή το 44,6% των συνολικών ανοιγμάτων. Σε σχέση με το Μάρτιο του 2016, όταν τα ΜΕΑ έφθασαν στο υψηλότερο επίπεδο, παρατηρείται μείωση κατά 7,6% ή 8,2 δισεκ. ευρώ.<sup>8</sup> Η βελτίωση κατά τη διάρκεια του 2017 ήταν αποτέλεσμα κυρίως διαγραφών δανείων (4,4 δισεκ. ευρώ), πωλήσεων (1,8 δισεκ. ευρώ) με το μεγαλύτερο μέρος να αφορά πώληση δανείων από μη συστημική τράπεζα το γ' τρίμηνο του έτους, καθώς και αποπληρωμών (μερικών ή ολικών) δανείων (1,8 δισεκ. ευρώ). Η δημιουργία νέων ροών μη εξυπηρετούμενων δανείων (8,1 δισεκ. ευρώ) ξεπέρασε τις πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση στο παρελθόν αλλά άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται (5,3 δισεκ. ευρώ).

Περίπου το ήμισυ (45,5%) του συνολικού ποσού των μη εξυπηρετούμενων δανείων αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν καταγγελθεί από τις τράπεζες, τα δάνεια με καθυστέρηση άνω των 90 ημερών αποτελούν το 24,5% και τα δάνεια με βραχύτερη (ή και καμία) καθυστέρηση, τα οποία θεωρούνται παρ' όλα αυτά ως αβέβαιης είσπραξης (unlikely to pay), αποτελούν το υπόλοιπο 30,1%. Σημειώνεται επίσης ότι περίπου 14,3 δισεκ. ευρώ από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αφορούν δάνεια για τα οποία οι δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία, με το μεγαλύτερο μέρος αυτών να αφορούν στεγαστικά (9 δισεκ. ευρώ) και καταναλωτικά δάνεια (3,3 δισεκ. ευρώ). Το ήμισυ του συνολικού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στην Ελλάδα καλύπτεται από συσσωρευμένες προβλέψεις. Αν ωστόσο στις συσσωρευμένες προβλέψεις προστεθεί η αποτίμηση των εμπράγματων εξασφαλίσεων, το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων δανείων προσεγγίζει το 100%.

Ανά κατηγορία δανείων, ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφώθηκε σε 43,3% για τα στεγαστικά δάνεια, 43,6% για τα επιχειρηματικά και 53,2% για τα καταναλωτικά. Ειδικά για τα επιχειρηματικά δάνεια, όπου υπάρχει μεγαλύτερη ανάλυση, την καλύτερη εικόνα εμφανίζουν τα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (24,5%) και χειρότερη τα δάνεια των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους (59%) και μάλιστα των πολύ μικρών επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγγελματιών (66,5%). Υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων καταγράφονται στην πλειονότητα των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, με το πρόβλημα να είναι πιο έντονο στους κλάδους του εμπορίου (57,7%), των κατασκευών (52,4%) και της μεταποίησης (46,5%), οι οποίοι έχουν αντλήσει υψηλότερα ποσά τραπεζικής χρηματοδότησης σε σύγκριση με άλλους κλάδους.

Ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι σημαντικό ποσοστό δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης εμφανίζει εκ νέου καθυστέρηση. Ειδικότερα, περίπου στο 42% των ρυθμίσεων βραχυπρόθεσμου τύπου και στο 32% εκείνων μακροπρόθεσμου τύπου, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Χαρακτηριστικό είναι επίσης το γεγονός ότι η αποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων δεν εμφανίζει σημαντικές διαφορές σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Φαίνεται δηλαδή ότι οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες δεν επαρκούν για να εξηγήσουν τη χαμηλή αποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων, καθώς, παρά την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, επί του παρόντος τα προβλήματα στην εξυπηρέτηση ρυθμισθέντων δανείων εξακολουθούν.

Επίσης, ο δείκτης εξυγίανσης (cure rate), δηλαδή το μερίδιο του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων (όπως είχε διαμορφωθεί στο τέλος του 2016) που άρχισε να εξυπηρετείται κανονικά ξανά εντός του 2017, παραμένει χαμηλότερος του δείκτη αθέτησης

<sup>8</sup> Προκαταρκτικά στοιχεία για το γ' τρίμηνο του 2017 δείχνουν μικρή περαιτέρω υποχώρηση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

## Πίνακας VI.2 Αναθεωρημένοι επιχειρησιακοί στόχοι μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Αρχική υποβολή (Σεπτέμβριος 2016)	Αναθεωρημένη υποβολή (Σεπτέμβριος 2017)	Διαφορά
Υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, Ιούνιος 2017	102.946	101.297	-1.650
Νέα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα	18.886	20.115	1.229
Αναταξινομημένα δάνεια από μη εξυπηρετούμενα σε εξυπηρετούμενα	-23.671	-21.138	2.533
Εκταμειύσεις	19	98	79
Εισπράξεις	-4.164	-3.532	632
Ρευστοποιήσεις	-10.560	-10.598	-38
Πωλήσεις	-6.890	-11.609	-4.719
Διαγραφές	-9.392	-10.572	-1.180
Ανταλλαγή χρέους με μετοχικό κεφάλαιο	-21	-111	-90
Άλλα	-730	249	979
Υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, Δεκέμβριος 2019	66.423	64.198	-2.225

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

(default rate), δηλαδή του ποσοστού του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο οποίο αντιστοιχούν τα δάνεια που άρχισαν να παρουσιάζουν καθυστέρηση (άνω των 90 ημερών) εντός του 2017. Στον αντίποδα, θετική εξέλιξη αποτελεί η αυξανόμενη στροφή των τραπεζών σε λύσεις ρυθμίσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, αν και στην πλειονότητα των περιπτώσεων επιλέγεται μόνο η λύση της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής.

Στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, με βάση τις εκθέσεις προόδου που έχει δημοσιεύσει η Τράπεζα της Ελλάδος, κρίνεται επαρκής η πρόοδος ως προς τους στόχους αποτελεσμάτων. Μεγαλύτερη εγρήγορση απαιτείται στους στόχους δράσεων όπου παρατηρούνται αποκλίσεις από τους στόχους.<sup>9</sup>

Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2017 οι τράπεζες υπέβαλαν αναθεωρημένους επιχειρησιακούς στόχους για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (βλ. Πίνακα VI.2). Σύμφωνα με αυτούς, ο στόχος για το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τέλος του 2019

διαμορφώνεται σε 64,2 δισεκ. ευρώ (από 66,4 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά). Η βελτίωση αυτή εκτιμάται ότι θα προέλθει από (α) αυξημένες πωλήσεις δανείων, (β) καλύτερα αποτελέσματα στο ισοζύγιο εξυγίανσης έναντι δημιουργίας νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων και (γ) αύξηση των διαγραφών. Παρά την αναμενομένη μείωση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 35% στο τέλος του 2019 (από 33,9% που ήταν ο αρχικός στόχος), εξαιτίας της αναθεώρησης προς τα κάτω του εκτιμώμενου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης και της διενέργειας αυξημένων διαγραφών και πωλήσεων δανείων.

<sup>9</sup> Υπενθυμίζεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος, σε συνεργασία με τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό της ΕΚΤ, διαμόρφωσε ένα πλαίσιο καθορισμού και παρακολούθησης εννέα επιχειρησιακών στόχων (τρεις με στόχευση σε αποτελέσματα, π.χ. υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων δανείων, και έξι με στόχευση σε συγκεκριμένες δράσεις π.χ. υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων δανείων κοινών πιστούχων για τους οποίους έχει εφαρμοστεί κοινή λύση αναδιάρθρωσης, καθώς και παρακολούθηση βασικών δεικτών απόδοσης, π.χ. λόγος μη εξυπηρετούμενων δανείων προς σύνολο δανείων. Αναλυτικότερα για τους επιχειρησιακούς στόχους, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2016*, Ειδικό θέμα VI.3 και *Έκθεση για τους Επιχειρησιακούς Στόχους Μη Εξυπηρετούμενων Ανοιγμάτων* (<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/ReportNPE.aspx>).

Γενικότερα, είναι θετικό ότι έχει αρθεί το μεγαλύτερο μέρος των θεσμικών εμποδίων, ενώ έχει πρόσφατα απλουστευθεί το νομοθετικό πλαίσιο αδειοδότησης εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων, με δέκα εταιρίες να έχουν ήδη λάβει άδεια λειτουργίας. Επιπλέον, τον Αύγουστο του 2017 τέθηκε σε λειτουργία η ηλεκτρονική πλατφόρμα για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών και στο τέλος Νοεμβρίου του 2017 τέθηκε σε λειτουργία η πλατφόρμα για τους ηλεκτρονικούς πλειστηριασμούς ακινήτων. Η λειτουργία της εν λόγω πλατφόρμας θα συμβάλει στη βελτίωση της τιμολόγησης των υπό ρευστοποίηση εξασφαλίσεων, οι οποίες αναπόφευκτα χάνουν την αξία τους (π.χ. λόγω φυσικής φθοράς) όσο αναβάλλεται η εκποίησή τους, γεγονός που δυσχεραίνει την ανάπτυξη μιας ενεργού δευτερογενούς αγοράς δανείων. Το βραχύ μέχρι σήμερα διάστημα ενεργοποίησης του εξωδικαστικού μηχανισμού και των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών ακινήτων δεν επαρκεί ακόμη για την εξαγωγή συμπερασμάτων για την αποτελεσματικότητά τους.

Εκκρεμεί η υλοποίηση άλλων μέτρων που θα επιτάχυναν τις δικαστικές διαδικασίες και θα διευκόλυναν την ενεργητική διαχείριση, μέρους τουλάχιστον, των μη εξυπηρετούμενων δανείων που τελούν υπό καθεστώς νομικής προστασίας, ιδίως δε εκείνων που κατά τεκμήριο συνδέονται με στρατηγικούς κακοπληρωτές. Το 2018 οι τράπεζες καλούνται να προσαρμοστούν σε νέες προσκλήσεις με κυριότερες την εφαρμογή του Διεθνούς Προ-

τύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (ΔΠΧΠ 9/IFRS 9)<sup>10</sup> στις ευρωπαϊκές τράπεζες, την αυστηροποίηση στο χειρισμό των προβλέψεων σύμφωνα με το προσάρτημα στις οδηγίες της ΕΚΤ για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων που τελεί υπό διαβούλευση, αλλά και τη διενέργεια της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από την ΕΚΤ.

Συνεπώς, στο αμέσως προσεχές διάστημα οι τράπεζες πρέπει να εντείνουν τις προσπάθειές τους για την επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και ιδανικά να τους ξεπεράσουν, ιδίως τώρα που η οικονομία έχει επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Στις συνθήκες αυτές επιβάλλεται να διευρύνουν το ταχύτερο δυνατόν τις λύσεις που προτείνουν στους δανειολήπτες και να προχωρήσουν στη λήψη πιο δραστικών αποφάσεων, ιδίως όσον αφορά τις ενέργειες αναδιάρθρωσης βιώσιμων επιχειρήσεων, τον εντοπισμό των στρατηγικών κακοπληρωτών και την εφαρμογή οριστικής λύσης για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις οι οποίες διατηρούνται τεχνητά στη ζωή.

<sup>10</sup> Το νέο λογιστικό πρότυπο για τα χρηματοοικονομικά μέσα (ΔΠΧΠ 9) καταργεί την έννοια του ζημιόγνου γεγονότος κατά ΔΛΠ 39 ως προϋπόθεσης για την αναγνώριση πιστωτικών ζημιών, καθώς πλέον δεν είναι απαραίτητο να υπάρξει αντικειμενική απόδειξη απομείωσης αξίας του περιουσιακού στοιχείου προκειμένου να αναγνωριστούν πιστωτικές ζημιές. Αντ' αυτού, η οικονομική οντότητα αναγνωρίζει πάντοτε τις αναμενόμενες πιστωτικές ζημιές και ενημερώνει σε κάθε περίοδο αναφοράς τις σχετικές προβλέψεις απομείωσης, ώστε να αντικατοπτρίζουν τις μεταβολές στον πιστωτικό κίνδυνο του περιουσιακού στοιχείου από την αρχική αναγνώρισή του ("μοντέλο αναμενόμενων πιστωτικών ζημιών – expected credit loss model").

**ΟΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ SAFE: ΜΙΑ ΠΡΩΤΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ**

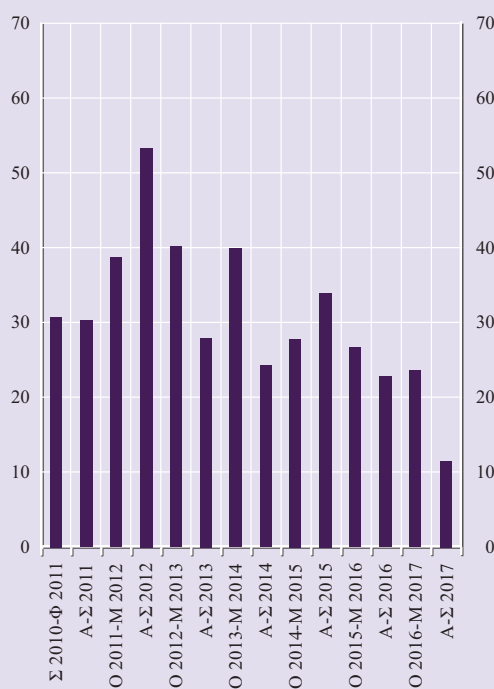
Η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την ενίσχυση των προοπτικών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό αποκτά μεγαλύτερη βαρύτητα στη σημερινή συγκυρία που η οικονομία έχει εισέλθει σε φάση ανάκαμψης και ειδικότερα σε σχέση με τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), καθώς αυτές αντιπροσωπεύουν σημαντικό μέρος της απασχόλησης και της συνολικής προστιθέμενης αξίας.<sup>1</sup>

Το πρόβλημα της χρηματοδότησης των ΜΜΕ αποτυπώνεται με σαφήνεια στα αποτελέσματα της έρευνας για την πρόσβαση σε χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ (SAFE) που διεξάγεται κάθε έξι μήνες από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.<sup>2</sup> Το χρονικό διάστημα από την αρχή διεξαγωγής της έρευνας εν πολλοίς συμπίπτει με την περίοδο της ελληνικής κρίσης, γεγονός που καθιστά τη χρήση των στοιχείων για την Ελλάδα ιδιαίτερα εποικοδομητική, καθώς παρέχει τη δυνατότητα να αναλυθεί κατά πόσον διάφοροι παράγοντες που αφορούν είτε τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων είτε τις γενικότερες συνθήκες στην οικονομία και τον τραπεζικό κλάδο επηρέασαν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων την περίοδο αυτή.

Στο διάγραμμα απεικονίζεται η εξέλιξη του ελλείμματος εξωτερικής χρηματοδότησης σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην έρευνα SAFE. Ο δείκτης του ελλείμματος χρηματοδότησης<sup>3</sup> αποτυπώνει την απόκλιση που εκτιμούν οι επιχειρήσεις ότι υπήρχε κατά την περίοδο αναφοράς ανάμεσα στις

**Μεταβολή στο έλλειμμα εξωτερικής χρηματοδότησης, όπως εκτιμάται από τις ελληνικές ΜΜΕ**

(κατά την αντίστοιχη εξαμηνιαία περίοδο, σταθμισμένη διαφορά θετικών-αρνητικών απαντήσεων)



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

Σημείωση: Ο δείκτης συνδυάζει τις απαντήσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τις ανάγκες και τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης μέσω (α) τραπεζικών δανείων, (β) τραπεζικών υπεραναλήψεων, (γ) εμπορικών πιστώσεων, (δ) έκδοσης μετοχών και (ε) έκδοσης χρεογράφων. Για κάθε μία από τις πέντε αυτές μορφές χρηματοδότησης, ο δείκτης εκτιμώμενου χρηματοδοτικού ελλείμματος λαμβάνει την τιμή 1 (-1) αν οι ανάγκες αυξήθηκαν (μειώθηκαν) και ταυτόχρονα η διαθεσιμότητα μειώθηκε (αυξήθηκε). Αν οι επιχειρήσεις εκτιμούν ότι το έλλειμμα αυξήθηκε (μειώθηκε) μόνο λόγω ενός από τους δύο αυτούς παράγοντες, ο δείκτης λαμβάνει την τιμή 0,5 (-0,5). Ο συνολικός δείκτης είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος του ελλείμματος χρηματοδότησης για τις πέντε πηγές που προαναφέρθηκαν, πολλαπλασιασμένος επί 100. Θετική τιμή του δείκτη υποδηλώνει αυξανόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης.

1 Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι ΜΜΕ στην Ελλάδα αντιπροσωπεύουν το 87% περίπου της απασχόλησης και παράγουν το 73% της συνολικής προστιθέμενης αξίας στην οικονομία.

2 Πραγματοποιείται από το 2009 και μετά. Από την περίοδο Σεπτεμβρίου 2010-Φεβρουαρίου 2011 και έπειτα, το μέγεθος του δείγματος για την Ελλάδα διευρύνθηκε σε περίπου 480 ΜΜΕ (και μετά το 2014 κάθε δεύτερο εξάμηνο σε 770 ΜΜΕ).

3 Ο δείκτης αυτός συνοψίζει τις απαντήσεις των επιχειρήσεων για τις διάφορες πηγές χρηματοδότησής τους (τραπεζικά δάνεια, υπεραναλήψεις από τραπεζικούς λογαριασμούς και πιστωτικές γραμμές, εμπορικές πιστώσεις, έκδοση ομολογιακών τίτλων και διάθεση μετοχών).



ανάγκες τους για εξωτερική χρηματοδότηση και τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, δηλ. ουσιαστικά ανάμεσα στην εκτιμώμενη από τις επιχειρήσεις ζήτηση και προσφορά χρηματοδότησης. Το έλλειμμα που καταγράφεται στην Ελλάδα, αν και έχει υποχωρήσει σε σχέση με τα πρώτα στάδια της κρίσης λόγω της αποδρομής της ύφεσης και της βελτίωσης που έχει σημειωθεί στον τραπεζικό τομέα, παραμένει υψηλό σε σύγκριση και με τα δεδομένα των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ.

Το παρόν πλαίσιο αξιοποιεί τα μικροδεδομένα από το δείγμα των ελληνικών ΜΜΕ της έρευνας SAFE για να αναλύσει τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς που αντιμετώπισαν οι επιχειρήσεις αυτές.<sup>4</sup> Ειδικότερα, η ανάλυση χρησιμοποιεί τα στοιχεία των δώδεκα επαναλήψεων της έρευνας που μεσολαβούν από την περίοδο Οκτωβρίου 2010-Μαρτίου 2011 μέχρι την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2016 και επικεντρώνεται στα ερωτήματα που αφορούν τα προϊόντα τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.<sup>5</sup> Η διερεύνηση αυτή εμπίπτει στο πλαίσιο της ευρύτερης βιβλιογραφίας για την ασυμμετρία της πληροφόρησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ειδικότερα δε εκείνης που μελετά τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς με βάση απαντήσεις επιχειρήσεων σε έρευνες πεδίου, σε αντίθεση με εκείνη που βασίζεται σε στοιχεία λογιστικών καταστάσεων επιχειρήσεων.

Λόγω του ποιοτικού χαρακτήρα των εξαρτημένων μεταβλητών, η ανάλυση διεξάγεται με τη χρήση παλινδρομήσεων probit, που κατ' ουσίαν εκτιμούν την πιθανότητα να πραγματοποιηθεί το ενδεχόμενο το οποίο εκφράζει κάθε φορά η εξαρτημένη μεταβλητή ως συνάρτηση των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ειδικότερα, η ύπαρξη των χρηματοδοτικών περιορισμών μετρείται με βάση (δυσάδικες) εξαρτημένες μεταβλητές,<sup>6</sup> οι οποίες αποτυπώνουν τις απαντήσεις των επιχειρήσεων που θεωρούν ότι:

(1) Οι ανάγκες τους για τραπεζική χρηματοδότηση μειώθηκαν σε σύγκριση με την αμέσως προηγούμενη εξάμηνη περίοδο. Η μεταβλητή αυτή θεωρείται, όπως προαναφέρθηκε, ότι περιγράφει την εκτιμώμενη από τις επιχειρήσεις ζήτηση χρηματοδότησης (perceived demand). Λαμβάνει την τιμή 1 για τις επιχειρήσεις που δήλωσαν ότι οι ανάγκες τους μειώθηκαν και την τιμή 0 για εκείνες που ανέφεραν ότι οι ανάγκες τους είτε αυξήθηκαν είτε παρέμειναν αμετάβλητες.

(2) Η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης μειώθηκε σε σύγκριση με την αμέσως προηγούμενη εξάμηνη περίοδο. Η μεταβλητή αυτή θεωρείται ότι περιγράφει την εκτιμώμενη προσφορά χρηματοδότησης (perceived supply). Λαμβάνει την τιμή 1 για τις επιχειρήσεις που δήλωσαν ότι η διαθεσιμότητα μειώθηκε και την τιμή 0 για εκείνες που ανέφεραν ότι η διαθεσιμότητα είτε αυξήθηκε είτε παρέμεινε αμετάβλητη.

(3) Τα επιτόκια που τους προσέφεραν οι τράπεζες για το δάνειο ή την πιστωτική γραμμή αυξήθηκαν σε σύγκριση με την αμέσως προηγούμενη εξάμηνη περίοδο. Η μεταβλητή αυτή είναι ενδεικτική των επιτοκιακών όρων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και αφορά τις επιχειρήσεις που υπέβαλαν αίτημα για λήψη χρηματοδότησης από την τράπεζα. Λαμβάνει την τιμή 1 για τις επιχειρήσεις που δήλωσαν ότι το επιτόκιο αυξήθηκε και την τιμή 0 για εκείνες που δήλωσαν ότι το επιτόκιο είτε μειώθηκε είτε παρέμεινε αμετάβλητο.

4 Για την αξιοποίηση των δεδομένων της έρευνας SAFE συνολικά για τη ζώνη του ευρώ και συγκρίσεις μεταξύ χωρών, βλ. Holton, S., M. Lawless and F. McCann (2014), "Firm credit in the euro area: a tale of three crises", *Applied Economics*, 46, 2, 190-211, και Ferrando, A. and N. Griesshaber (2011), "Financing obstacles among euro area firms: who suffers the most?", European Central Bank, Working paper 1293.

5 Δηλ. εκείνα που αφορούν είτε τη λήψη τραπεζικού δανείου είτε τραπεζικές υπεραναλήψεις και πιστωτικές γραμμές.

6 Δηλ. μεταβλητές που λαμβάνουν τιμή 0 ή 1 και εκφράζουν δύο αμοιβαία αποκλειόμενα ενδεχόμενα.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για να ερμηνεύσουν τις ανωτέρω εξαρτημένες μεταβλητές αφορούν χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, όπως το μέγεθος<sup>7</sup> και η ηλικία<sup>8</sup> των επιχειρήσεων. Αφορούν επίσης τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για την εξέλιξη των οικονομικών τους μεγεθών, όπως η κερδοφορία και τα ίδια κεφάλαια, καθώς και για τις γενικότερες προοπτικές τους κατά το τελευταίο εξάμηνο.<sup>9</sup> Επιπρόσθετα, εξετάζεται η σχέση των εξαρτημένων μεταβλητών με μία κάθε φορά μακροοικονομική ή χρηματοοικονομική μεταβλητή που σε μεγάλο βαθμό αποτυπώνει μία διαφορετική πλευρά της επταετούς οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ κατά την εξάμηνη περίοδο που καλύπτει η εκάστοτε επανάληψη της έρευνας,<sup>10</sup> ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στα μέσα του εν λόγω εξαμήνου, ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατά την ίδια εξάμηνη περίοδο, καθώς και το μέσο επιτόκιο καταθέσεων ως η βασικότερη συνιστώσα του κόστους άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών. Στον πίνακα συνοψίζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για τις τρεις εξαρτημένες μεταβλητές.

Με βάση τα αποτελέσματα που αναφέρονται στην πρώτη στήλη του πίνακα, η ηλικία των επιχειρήσεων είναι μια στατιστικά σημαντική μεταβλητή για τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες: συνεπώς μια νεότερη σε ηλικία επιχείρηση είχε μικρότερη πιθανότητα να αναφέρει μειωμένες ανάγκες τραπεζικής χρηματοδότησης σε σύγκριση με μια μεγαλύτερη σε ηλικία επιχείρηση. Οι επιχειρήσεις που ανέφεραν μείωση της κερδοφορίας και των ιδίων κεφαλαίων τους είχαν υψηλότερες χρηματοδοτικές ανάγκες, ενώ όταν υπήρχε γενικότερη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, οι επιχειρήσεις επίσης δήλωναν αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες.

Τα αποτελέσματα σχετικά με τη διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης παρατίθενται στις στήλες 2-5 του πίνακα: οι πολύ μικρές και μικρές επιχειρήσεις είχαν μεγαλύτερη πιθανότητα να αντιμετωπίσουν μειωμένη διαθεσιμότητα σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους. Ομοίως, επιχειρήσεις που ανέφεραν μείωση των βασικών οικονομικών μεγεθών ή επιδείνωση των προοπτικών τους κατά την εξεταζόμενη περίοδο είχαν αυξημένη πιθανότητα να αντιμετωπίσουν μείωση στη διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης. Επίσης, τυχόν βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας ή ενίσχυση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών συνδέεται με αύξηση της διαθεσιμότητας χρηματοδότησης έναντι του προηγούμενου εξαμήνου. Αντίθετα, μια αύξηση του κόστους άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών συνδέεται με συρρίκνωση της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης. Ωστόσο, δεν προκύπτει κάποια σημαντική σχέση της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης με το ρυθμό μεταβολής των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα, πιθανόν αντανακλώντας την εκτεταμένη προσφυγή των τραπεζών στην κεντρική τράπεζα για την κάλυψη των αναγκών τους σε ρευστότητα την περίοδο της ελληνικής κρίσης.<sup>11</sup>

Όσον αφορά την πιθανότητα μια επιχείρηση να δηλώσει ότι της προσφέρθηκε αυξημένο επιτόκιο κατά τις διαπραγματεύσεις που είχε με την τράπεζα, τα σχετικά αποτελέσματα παρατίθενται στις στήλες 6-8 του πίνακα. Προκύπτουν κάποιες ενδείξεις ότι οι μικρές επιχειρήσεις ανέφεραν συχνό-

7 Το μέγεθος των επιχειρήσεων μετρείται με βάση την απασχόληση: ως πολύ μικρές ορίζονται οι επιχειρήσεις που απασχολούν από 1-9 εργαζόμενους, μικρές οι επιχειρήσεις που απασχολούν 10-49 εργαζόμενους και μεσαίες οι επιχειρήσεις που απασχολούν 50-249 εργαζόμενους.

8 Ως νεότερες επιχειρήσεις λαμβάνονται οι επιχειρήσεις με λιγότερο από 10 έτη από την ίδρυσή τους και ως παλαιότερες εκείνες με 10 ή περισσότερα έτη.

9 Οι επιχειρήσεις που ανέφεραν ότι τα οικονομικά τους μεγέθη μειώθηκαν ή ότι οι προοπτικές τους επιδεινώθηκαν λαμβάνουν την τιμή 1, ενώ εκείνες που ανέφεραν ότι έμειναν σταθερά ή ότι αυξήθηκαν λαμβάνουν την τιμή 0.

10 Σε σύγκριση με την αμέσως προηγούμενη εξάμηνη περίοδο.

11 Σημειώνεται ότι και στην περίπτωση που στην εξίσωση της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης χρησιμοποιήθηκαν περισσότερες από μία οικονομικές μεταβλητές ταυτόχρονα, τα αποτελέσματα δεν διαφοροποιήθηκαν σημαντικά.

**Αποτελέσματα παλινδρομήσεων για τους περιορισμούς στην πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση, με βάση τις εκτιμήσεις των ελληνικών MME στην έρευνα SAFE (για τις επαναλήψεις της έρευνας με περιόδους αναφοράς από Οκτ. 2010-Μάρ. 2011 μέχρι Απρ.-Σεπτ. 2016)**

	Οι ανάγκες για τραπεζική χρηματοδότηση μειώθηκαν	Η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης μειώθηκε				Το επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης αυξήθηκε		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<b>Χαρακτηριστικά επιχειρήσεων:</b>								
- πολύ μικρές	-0,03 (-1,42)	0,08*** (3,51)	0,08*** (3,09)	0,06** (2,41)	0,09*** (3,72)	-0,01 (-0,29)	-0,02 (-0,34)	0,00 (0,01)
- μικρές	0,00 (0,12)	0,08*** (2,98)	0,08*** (3,09)	0,09*** (3,51)	0,08*** (3,06)	0,05 (1,47)	0,06** (2,24)	0,05** (1,84)
- ηλικία <10 έτη	-0,04*** (-3,67)	-0,01 (-0,23)	-0,00 (-0,11)	0,00 (0,07)	-0,01 (-0,46)	0,02 (0,31)	0,03 (0,70)	0,02 (0,39)
- μείωση κερδοφορίας επιχείρησης	-0,02*** (-3,83)	0,06*** (2,97)	0,06*** (2,78)	0,08*** (3,58)	0,06** (2,40)	0,01 (0,20)	0,04 (0,95)	0,01 (0,46)
- μείωση ιδίων κεφαλαίων επιχείρησης	-0,03*** (-3,18)	0,16*** (7,74)	0,16*** (8,15)	0,15*** (8,26)	0,16*** (7,98)	0,08 (1,78)	0,05 (1,01)	0,07 (1,47)
- χειροτέρευση προοπτικών επιχείρησης	0,00 (-0,12)	0,27*** (8,73)	0,27*** (8,62)	0,27*** (9,19)	0,27*** (9,10)	0,11*** (3,39)	0,12*** (3,27)	0,14*** (4,59)
<b>Οικονομικές μεταβλητές:</b>								
- ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ (%)	-0,01*** (-4,07)	-0,03*** (-3,37)				-0,12*** (-9,79)		
- δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας τραπεζών (%)			-1,58*** (-3,98)				-3,65*** (-6,14)	
- ρυθμός μεταβολής καταθέσεων ιδιωτικού τομέα (%)				0,00 (-0,87)				
- κόστος αναχρηματοδότησης τραπεζών (%)					0,09*** (6,98)			0,23*** (4,76)
Αριθμός παρατηρήσεων	4.735	4.369	4.369	4.369	4.369	1.436	1.436	1.436
pseudo-R <sup>2</sup>	0,02	0,11	0,12	0,10	0,12	0,17	0,10	0,12

Πηγές: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, EC/ECB Survey on the access to finance of enterprises in the euro area.  
 Σημειώσεις: Αναφέρονται οι οριακές επιδράσεις (marginal effects). Εντός παρενθέσεων αναφέρονται οι στατιστικές Z. Ως προς το μέγεθος των επιχειρήσεων, ομάδα αναφοράς είναι οι μεσαίες επιχειρήσεις, ενώ ως προς την ηλικία των επιχειρήσεων, ομάδα αναφοράς είναι οι επιχειρήσεις άνω των 10 ετών. Τα τυπικά σφάλματα έχουν διορθωθεί ώστε να λαμβάνουν υπόψη τυχόν συσχέτιση των παρατηρήσεων μεταξύ των επαναλήψεων της έρευνας. \* στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, \*\* στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% και \*\*\* στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%.

τερα αυξήσεις των δανειακών επιτοκίων σε σύγκριση με τις μεσαίες επιχειρήσεις, ενώ δεν διαπιστώνεται επίδραση λόγω της ηλικίας των επιχειρήσεων. Εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για επιδείνωση των προοπτικών τους συνδέονταν θετικά με την πιθανότητα αντιμετώπισης αυξημένου κόστους δανεισμού. Εάν υπήρχε βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα ή του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, η πιθανότητα οι επιχειρήσεις να αναφέρουν αύξηση του επιτοκίου δανεισμού από τις τράπεζες περιοριζόταν, ενώ αντίθετα η πιθανότητα αυτή ενισχυόταν όταν αυξανόταν το κόστος άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών.

### Συμπεράσματα

Με βάση την ανωτέρω ανάλυση προκύπτει ότι στη διάρκεια της κρίσης το μέγεθος των επιχειρήσεων αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα που επηρέασε τη διαθεσιμότητα και το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης, με αποτέλεσμα όσο μικρότερη είναι μια επιχείρηση τόσο μεγαλύτερους

περιορισμούς να αντιμετωπίζει. Ο παράγοντας αυτός πιθανότατα αντανακλά γενικότερες αδυναμίες ή διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων μικρότερου μεγέθους στην Ελλάδα, όπως η χαμηλή προστιθέμενη αξία της παραγωγής τους, ο χαμηλός βαθμός εξωστρέφειας και καινοτομίας, οι περιορισμένες δυνατότητες για αξιοποίηση συνεργειών και οικονομιών κλίμακας, η εξάρτηση των επιχειρήσεων αποκλειστικά από το τραπεζικό σύστημα, καθώς και δυσκολίες στη συλλογή αξιόπιστης πληροφόρησης για τις εν λόγω επιχειρήσεις. Τα χαρακτηριστικά αυτά συνετέλεσαν ώστε ο πιστωτικός κίνδυνος που παρουσίασαν οι επιχειρήσεις αυτές στη διάρκεια της κρίσης να είναι συγκριτικά υψηλότερος σε σχέση με τις επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους.

Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων επίσης δείχνουν ότι όσο νεότερη σε ηλικία είναι μια επιχείρηση τόσο πιο αυξημένες ανάγκες τραπεζικής χρηματοδότησης έχει. Το γεγονός αυτό μπορεί να συνδέεται με τη δυναμικότερη ανάπτυξη που παρουσιάζουν οι νεότερες επιχειρήσεις ή και με το ότι πιθανόν δεν έχουν δημιουργήσει ακόμη επαρκή αποθέματα εσωτερικών πόρων ή μακροχρόνιες σχέσεις με πιστωτές-προμηθευτές. Σε κάθε περίπτωση, οι εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για την εξέλιξη των θεμελιωδών μεγεθών τους, όπως τα ίδια κεφάλαια και η κερδοφορία τους, αλλά και γενικότερα για τις προοπτικές τους φαίνεται ότι σχετίζονται με τις συνθήκες τραπεζικής χρηματοδότησης. Το εύρημα αυτό είναι ενδεικτικό της σημασίας που έχει για την ανάσχεση των χρηματοδοτικών περιορισμών η υποβολή βιώσιμων προς χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων και γενικότερα η εκδήλωση ζήτησης για τραπεζικές πιστώσεις από παραγωγικές επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης.

Συνολικά, ο συνδυασμός των δεδομένων της έρευνας SAFE για τις ελληνικές επιχειρήσεις με τις μεταβλητές που αφορούν το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον αποτυπώνει τη σημασία των εγχώριων μακροοικονομικών συνθηκών, της κεφαλαιακής ευρωστίας των τραπεζών και του κόστους άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών για την έκταση των χρηματοδοτικών περιορισμών με τους οποίους ήλθαν αντιμέτωπες οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

# ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



## ΠΙΝΑΚΕΣ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	126
2	Ισοζύγιο πληρωμών	127
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	128
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	129
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	130
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	131
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	132

**Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες**

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νοπιά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
<b>2013</b>	108,8	-0,9	112,6	0,1	104,1	-2,2	103,2	-1,7	102,9	-1,9	
<b>2014</b>	107,4	-1,3	111,1	-1,3	102,7	-1,4	102,4	-0,7	102,0	-0,9	
<b>2015</b>	105,5	-1,7	108,4	-2,5	101,9	-0,7	101,9	-0,5	101,1	-0,9	
<b>2016</b>	104,6	-0,8	106,6	-1,6	102,3	0,4	101,8	-0,1	100,8	-0,3	
<b>2016</b>	I	103,7	-0,9	105,3	-1,7	102,0	0,2	101,2	0,2	99,9	-0,3
	II	105,2	-0,9	107,6	-2,0	102,4	0,7	102,6	0,3	101,7	0,0
	III	104,3	-1,0	105,8	-2,0	102,6	0,4	101,3	-0,3	100,2	-0,3
	IV	105,3	-0,4	107,8	-0,9	102,4	0,2	102,1	-0,7	101,2	-0,6
<b>2017</b>	I	105,2	1,4	107,3	1,9	102,7	0,7	100,8	-0,4	99,6	-0,3
	II	106,6	1,3	108,7	1,0	104,1	1,7	102,8	0,2	102,2	0,4
	III	105,3	1,0	106,3	0,5	104,2	1,6	101,7	0,4	100,7	0,6
<b>2015</b>	Ιαν.	104,3	-2,8	106,5	-4,1	101,7	-0,9	101,1	-0,8	100,4	-0,9
	Φεβρ.	103,7	-2,2	105,3	-3,0	101,8	-0,8	99,9	-0,5	98,8	-0,7
	Μάρτ.	106,1	-2,1	109,5	-3,1	101,7	-0,9	102,1	-0,8	101,6	-1,1
	Απρ.	106,6	-2,1	110,6	-2,8	101,5	-1,3	102,5	-0,8	102,0	-1,2
	Μάιος	105,7	-2,1	108,9	-2,9	101,7	-1,2	101,7	-0,9	101,1	-1,2
	Ιούν.	106,4	-2,2	110,0	-2,9	101,8	-1,2	102,4	-1,0	101,9	-1,4
	Ιούλ.	105,0	-2,2	107,7	-2,8	101,7	-1,4	101,2	-0,9	100,3	-1,4
	Αύγ.	104,5	-1,5	106,4	-2,1	102,5	-0,4	100,7	-0,3	99,1	-1,0
	Σεπτ.	106,4	-1,7	109,6	-2,8	102,4	-0,3	102,9	-0,4	102,0	-1,1
	Οκτ.	106,3	-0,9	109,5	-1,5	102,3	-0,2	103,2	0,1	102,3	-0,4
	Νοέμ.	105,5	-0,7	108,2	-1,2	102,2	0,0	102,4	0,2	101,3	-0,4
	Δεκ.	105,6	-0,2	108,5	-0,3	102,0	0,1	102,9	0,4	102,0	-0,1
<b>2016</b>	Ιαν.	103,6	-0,7	105,1	-1,4	101,9	0,2	101,0	-0,1	99,5	-0,9
	Φεβρ.	103,1	-0,5	104,3	-1,0	101,9	0,2	100,7	0,8	99,2	0,5
	Μάρτ.	104,5	-1,5	106,6	-2,7	102,0	0,3	102,1	0,0	101,1	-0,5
	Απρ.	105,3	-1,3	107,9	-2,5	102,1	0,6	102,7	0,2	102,0	0,0
	Μάιος	104,8	-0,9	106,9	-1,8	102,3	0,5	102,0	0,3	101,1	0,0
	Ιούν.	105,6	-0,7	108,1	-1,7	102,7	0,8	102,9	0,5	102,1	0,2
	Ιούλ.	103,9	-1,0	105,1	-2,4	102,6	0,9	100,9	-0,3	99,6	-0,8
	Αύγ.	103,6	-0,9	104,5	-1,8	102,7	0,3	100,5	-0,2	99,1	0,0
	Σεπτ.	105,4	-1,0	107,7	-1,7	102,6	0,2	102,6	-0,3	101,8	-0,2
	Οκτ.	105,8	-0,5	108,4	-1,0	102,6	0,3	102,7	-0,5	101,8	-0,5
	Νοέμ.	104,6	-0,9	106,5	-1,5	102,3	0,1	101,4	-1,0	100,4	-0,9
	Δεκ.	105,6	0,0	108,4	-0,1	102,2	0,2	102,2	-0,6	101,5	-0,5
<b>2017</b>	Ιαν.	104,8	1,2	107,1	1,9	102,0	0,1	100,4	-0,6	99,0	-0,5
	Φεβρ.	104,5	1,3	106,2	1,8	102,5	0,6	100,0	-0,7	98,6	-0,7
	Μάρτ.	106,3	1,7	108,6	1,9	103,6	1,5	102,2	0,1	101,3	0,2
	Απρ.	107,0	1,6	110,0	2,0	103,3	1,1	102,9	0,2	102,1	0,2
	Μάιος	106,1	1,2	107,8	0,8	104,1	1,8	102,2	0,2	101,5	0,4
	Ιούν.	106,7	1,0	108,4	0,3	104,8	2,1	103,3	0,4	102,9	0,7
	Ιούλ.	104,9	1,0	105,3	0,2	104,8	2,1	101,5	0,6	100,5	0,9
	Αύγ.	104,5	0,9	104,9	0,4	104,3	1,5	100,8	0,3	99,6	0,5
	Σεπτ.	106,5	1,0	108,8	1,0	103,6	1,0	102,9	0,3	102,1	0,3
	Οκτ.	106,6	0,7	108,8	0,3	103,9	1,3	103,0	0,4	102,4	0,6
	Νοέμ.	105,8	1,1	107,9	1,3	103,2	0,9	102,0	0,6	101,0	0,6

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

**Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών**

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2014	2015	2016	2015	2016	2017
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)</b>	<b>-2.912,6</b>	<b>-404,5</b>	<b>-1.872,0</b>	<b>1.436,8</b>	<b>653,8</b>	<b>1.336,3</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)</b>	<b>-3.979,0</b>	<b>-298,8</b>	<b>-1.270,5</b>	<b>2.273,8</b>	<b>1.030,0</b>	<b>1.355,2</b>
Εισπράξεις	57.839,3	52.706,4	49.501,3	42.293,5	38.155,8	43.498,3
Πληρωμές	61.818,3	53.005,2	50.771,8	40.019,7	37.125,8	42.143,1
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1-I.A.2)</b>	<b>-22.252,2</b>	<b>-17.231,2</b>	<b>-16.581,9</b>	<b>-12.842,4</b>	<b>-12.102,8</b>	<b>-13.690,9</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>26.788,0</b>	<b>24.787,2</b>	<b>24.486,7</b>	<b>18.556,9</b>	<b>17.892,9</b>	<b>20.421,0</b>
Καύσιμα	9.049,8	6.713,7	6.156,1	5.014,3	4.338,7	5.689,3
Πλοία (πωλήσεις)	626,0	175,5	156,1	159,8	124,1	106,0
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	17.112,1	17.898,0	18.174,5	13.382,8	13.430,1	14.625,7
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>49.040,2</b>	<b>42.018,4</b>	<b>41.068,6</b>	<b>31.399,4</b>	<b>29.995,7</b>	<b>34.111,9</b>
Καύσιμα	15.325,2	10.921,8	8.988,7	8.294,0	6.012,0	8.546,0
Πλοία (αγορές)	2.771,9	606,7	297,3	534,9	243,8	253,7
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	30.943,0	30.489,9	31.782,6	22.570,4	23.739,8	25.312,2
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)</b>	<b>18.273,2</b>	<b>16.932,4</b>	<b>15.311,4</b>	<b>15.116,2</b>	<b>13.132,7</b>	<b>15.046,1</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>31.051,3</b>	<b>27.919,2</b>	<b>25.014,6</b>	<b>23.736,5</b>	<b>20.262,9</b>	<b>23.077,3</b>
Ταξιδιωτικό	13.393,1	14.125,8	13.206,7	12.787,8	11.781,1	12.994,1
Μεταφορές	13.130,8	9.968,3	7.814,2	8.064,4	5.709,5	6.687,6
Λοιπές υπηρεσίες	4.527,4	3.825,0	3.993,6	2.884,4	2.772,3	3.395,6
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>12.778,1</b>	<b>10.986,8</b>	<b>9.703,2</b>	<b>8.620,3</b>	<b>7.130,1</b>	<b>8.031,2</b>
Ταξιδιωτικό	2.076,4	2.037,4	2.005,3	1.518,9	1.523,4	1.459,4
Μεταφορές	6.258,6	5.430,0	4.453,4	4.343,3	3.272,5	3.719,1
Λοιπές υπηρεσίες	4.443,1	3.519,4	3.244,5	2.758,1	2.334,1	2.852,8
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)</b>	<b>1.401,2</b>	<b>415,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-283,6</b>	<b>-60,6</b>	<b>267,8</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>8.458,3</b>	<b>7.023,7</b>	<b>5.887,9</b>	<b>5.183,5</b>	<b>4.689,7</b>	<b>4.986,2</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	209,9	153,8	134,0	124,3	99,1	104,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.832,4	3.705,3	2.702,1	2.796,0	2.030,0	2.605,6
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.416,1	3.164,6	3.051,8	2.263,2	2.560,6	2.275,9
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>7.057,1</b>	<b>6.607,8</b>	<b>5.891,2</b>	<b>5.467,0</b>	<b>4.750,3</b>	<b>4.718,4</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	491,7	379,4	233,2	333,8	169,7	203,1
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.202,9	5.929,3	5.237,9	4.895,7	4.254,9	4.200,8
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	362,6	299,1	420,1	237,5	325,7	314,5
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)</b>	<b>-334,7</b>	<b>-521,5</b>	<b>-598,2</b>	<b>-553,4</b>	<b>-315,6</b>	<b>-286,7</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>2.550,7</b>	<b>1.909,7</b>	<b>1.803,7</b>	<b>1.411,0</b>	<b>1.403,9</b>	<b>1.518,4</b>
Γενική κυβέρνηση	1.441,7	1.054,9	1.017,3	754,4	853,5	758,6
Λοιποί τομείς	1.109,0	854,9	786,4	656,6	550,4	759,8
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>2.885,5</b>	<b>2.431,2</b>	<b>2.401,9</b>	<b>1.964,5</b>	<b>1.719,5</b>	<b>1.805,1</b>
Γενική κυβέρνηση	2.054,7	1.695,0	1.825,9	1.345,9	1.290,7	1.278,1
Λοιποί τομείς	830,8	736,2	576,1	618,6	428,8	527,0
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)</b>	<b>2.510,6</b>	<b>1.988,6</b>	<b>1.035,7</b>	<b>553,2</b>	<b>612,6</b>	<b>353,4</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>2.866,2</b>	<b>2.369,5</b>	<b>1.278,4</b>	<b>831,8</b>	<b>803,3</b>	<b>496,4</b>
Γενική κυβέρνηση	2.789,8	2.319,3	1.198,2	792,3	764,8	425,2
Λοιποί τομείς	76,4	50,2	80,2	39,5	38,5	71,2
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>355,6</b>	<b>380,9</b>	<b>242,7</b>	<b>278,6</b>	<b>190,7</b>	<b>143,0</b>
Γενική κυβέρνηση	8,8	4,1	28,5	3,8	28,1	2,0
Λοιποί τομείς	346,7	376,8	214,2	274,8	162,7	141,0
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)</b>	<b>-402,0</b>	<b>1.584,1</b>	<b>-836,2</b>	<b>1.989,9</b>	<b>1.266,4</b>	<b>1.689,7</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>1.461,7</b>	<b>2.820,0</b>	<b>-891,9</b>	<b>1.771,2</b>	<b>769,4</b>	<b>-8,3</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>250,1</b>	<b>279,4</b>	<b>-4.156,5</b>	<b>329,3</b>	<b>-3.151,3</b>	<b>-2.607,1</b>
Απατήσεις	2.275,9	1.426,2	-1.382,2	1.103,1	-1.379,1	380,9
Υποχρεώσεις	2.025,8	1.146,8	2.774,2	773,8	1.772,2	2.988,0
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>6.978,0</b>	<b>8.348,3</b>	<b>9.622,6</b>	<b>9.205,4</b>	<b>7.795,0</b>	<b>-7.224,2</b>
Απατήσεις	8.910,1	6.996,0	7.059,0	-539,4	5.318,0	-8.818,7
Υποχρεώσεις	1.932,1	-1.352,4	-2.563,6	-9.744,7	-2.477,1	-1.594,6
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-6.222,5</b>	<b>-6.162,2</b>	<b>-6.939,5</b>	<b>-7.578,5</b>	<b>-4.505,9</b>	<b>9.698,9</b>
Απατήσεις	-6.888,7	16.699,8	-15.458,9	20.414,2	-11.237,6	-8.648,0
Υποχρεώσεις	-666,2	22.861,9	-8.519,3	27.992,6	-6.731,7	-18.346,9
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	4.002,2	11.921,6	6.492,9	4.982,2	3.722,6	4.426,7
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>456,0</b>	<b>354,4</b>	<b>581,5</b>	<b>-185,0</b>	<b>631,5</b>	<b>124,0</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I+II-III+IV = 0)</b>	<b>1.863,7</b>	<b>1.235,9</b>	<b>-55,6</b>	<b>-218,7</b>	<b>-497,0</b>	<b>-1.698,1</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>5.117</b>	<b>5.535</b>	<b>6.539</b>	<b>5.082</b>	<b>6.833</b>	<b>6.563</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χροσού, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

**Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1,2</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία			
		Καταθέσεις σε ευρώ <sup>3</sup>	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως <sup>3</sup>	Ταμειτηρίων	Προθεσμίας	
<b>2012</b>	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357	
<b>2013</b>	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986	
<b>2014</b>	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207	
<b>2015</b>	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244	
<b>2016</b>	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779	
<b>2013</b>	Ιαν.	160.897	150.351	10.547	16.014	43.590	101.293
	Φεβρ.	163.948	153.040	10.908	15.813	43.509	104.625
	Μάρτ.	163.954	153.248	10.707	16.155	43.417	104.382
	Απρ.	162.177	152.434	9.743	16.789	43.492	101.896
	Μάιος	163.300	153.474	9.826	16.979	43.298	103.023
	Ιούν.	162.563	152.850	9.713	17.455	43.533	101.575
	Ιούλ.	162.275	152.721	9.554	17.467	44.028	100.780
	Αύγ.	162.050	152.440	9.610	17.523	44.428	100.099
	Σεπτ.	161.201	151.929	9.272	18.007	44.131	99.063
	Οκτ.	160.230	151.123	9.108	17.531	43.833	98.866
	Νοέμ.	160.870	151.812	9.058	18.072	43.797	99.001
	Δεκ.	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
<b>2014</b>	Ιαν.	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
	Φεβρ.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
	Μάρτ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
	Απρ.	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
	Μάιος	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
	Ιούν.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
	Ιούλ.	162.980	153.379	9.601	19.732	42.971	100.277
	Αύγ.	164.001	154.533	9.469	19.882	43.411	100.708
	Σεπτ.	164.510	154.429	10.082	20.581	43.106	100.823
	Οκτ.	164.251	154.137	10.114	20.258	43.192	100.802
	Νοέμ.	164.070	154.369	9.700	20.143	43.643	100.284
	Δεκ.	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
<b>2015</b>	Ιαν.	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
	Φεβρ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
	Μάρτ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
	Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
	Μάιος	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
	Ιούν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
	Ιούλ.	120.688	114.287	6.401	18.960	46.762	54.965
	Αύγ.	120.993	114.764	6.229	20.638	47.795	52.560
	Σεπτ.	121.524	115.321	6.203	21.342	48.982	51.200
	Οκτ.	120.935	114.732	6.202	21.090	49.546	50.299
	Νοέμ.	120.757	114.262	6.495	21.916	50.233	48.608
	Δεκ.	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
<b>2016</b>	Ιαν.	122.083	115.960	6.124	21.853	51.161	49.069
	Φεβρ.	121.542	115.383	6.159	22.017	50.935	48.591
	Μάρτ.	121.324	115.348	5.976	22.400	50.859	48.064
	Απρ.	121.281	115.260	6.021	21.518	51.474	48.289
	Μάιος	121.555	115.362	6.194	23.073	50.872	47.611
	Ιούν.	122.595	116.215	6.380	24.094	50.648	47.853
	Ιούλ.	122.416	116.199	6.217	23.192	50.248	48.977
	Αύγ.	123.733	117.410	6.324	24.253	50.074	49.406
	Σεπτ.	123.325	117.217	6.107	24.248	49.587	49.491
	Οκτ.	124.485	118.389	6.095	24.370	50.026	50.089
	Νοέμ.	124.657	118.433	6.224	24.767	49.504	50.386
	Δεκ.	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
<b>2017</b>	Ιαν.	119.598	113.360	6.238	24.949	49.640	45.010
	Φεβρ.	118.926	112.737	6.189	24.375	49.492	45.059
	Μάρτ.	119.160	113.002	6.158	25.072	48.999	45.089
	Απρ.	118.847	112.817	6.030	24.518	49.449	44.880
	Μάιος	119.268	113.273	5.995	25.073	49.072	45.122
	Ιούν.	120.281	114.304	5.977	26.281	49.403	44.597
	Ιούλ.	121.103	115.252	5.851	26.413	49.294	45.395
	Αύγ.	122.462	116.569	5.893	27.145	49.513	45.804
	Σεπτ.	122.430	116.529	5.901	27.468	49.272	45.690
	Οκτ.	123.536	117.533	6.003	27.307	49.415	46.813

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος), τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματογοράς.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.



## Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
<b>2012</b>				22,50	20,23	19,04	17,84
<b>2013</b>				10,05	10,24	9,86	9,10
<b>2014</b>	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
<b>2015</b>	15,35	12,30		9,67	9,25	8,78	8,19
<b>2016</b>	9,47	10,06	8,19	8,36	8,35	8,20	7,77
<b>2013</b>				11,10	10,66	10,28	9,51
Ιαν.				10,95	10,63	10,39	9,42
Φεβρ.				11,38	11,35	10,89	9,88
Μάρτ.				11,58	11,60	10,85	9,87
Απρ.				9,07	9,48	9,03	8,42
Μάιος				10,07	10,19	9,59	9,06
Ιούν.				10,53	11,06	10,37	9,44
Ιουλ.				10,01	10,47	10,13	9,25
Αύγ.				10,15	10,53	10,11	9,21
Σεπτ.				8,74	9,16	9,03	8,43
Οκτ.				8,41	8,90	8,89	8,38
Νοέμ.				8,66	8,87	8,76	8,32
Δεκ.				8,18	8,44	8,35	7,98
<b>2014</b>				7,70	7,88	7,77	7,41
Ιαν.				6,90	7,08	7,06	6,78
Φεβρ.				6,20	6,43	6,49	6,30
Μάρτ.		4,92		6,38	6,64	6,82	6,71
Απρ.		4,95		5,93	6,50	6,59	6,32
Μάιος		4,25		6,10	6,78	6,77	6,50
Ιούν.	3,42	4,17		6,09	6,90	6,95	6,66
Ιουλ.	3,63	4,45		5,89	6,54	6,62	6,59
Αύγ.	3,48	4,26		7,26	8,13	8,03	7,57
Σεπτ.	5,33	5,88		8,10	8,84	8,70	8,09
Οκτ.	7,04	7,16		8,42	8,92	8,58	8,08
Νοέμ.	9,25	8,55		9,48	9,48	8,76	8,14
Δεκ.	12,68	10,92		9,72	9,55	8,89	8,23
<b>2015</b>	16,84	13,82		10,52	9,85	9,01	8,35
Ιαν.	18,11	14,62		12,00	10,90	9,97	9,21
Φεβρ.	23,94	17,02		10,95	9,89	9,03	8,33
Μάρτ.	21,52	15,49		11,43	10,35	9,49	8,79
Απρ.	25,02	17,15		-	-	-	-
Μάιος	-	-		10,26	9,65	9,29	8,70
Ιούν.	15,29	13,21		8,54	8,33	8,36	7,89
Ιουλ. <sup>1</sup>	11,13	9,76		7,81	7,83	7,72	7,31
Αύγ.	9,04	8,12		7,41	7,57	7,69	7,36
Σεπτ.	7,20	7,19		8,21	8,36	8,33	7,82
Οκτ.	8,09	8,05		9,08	9,08	8,95	8,42
Νοέμ.	11,52	10,18		10,41	9,83	9,39	8,80
Δεκ.	12,67	13,00		9,12	8,85	8,56	8,10
<b>2016</b>	9,52	10,23		9,03	8,82	8,64	8,18
Ιαν.	11,10	10,24		7,64	7,71	7,65	7,26
Φεβρ.	8,64	7,92		7,92	7,89	7,79	7,41
Μάρτ.	8,80	8,81	8,36	7,99	7,98	7,79	7,42
Απρ.	9,20		8,45	8,19	8,10	7,91	7,53
Μάιος	8,93		8,77	8,34	8,38	8,17	7,70
Ιούν.	9,19		8,83	8,33	8,51	8,35	7,86
Ιουλ.	8,91		7,56	7,33	7,59	7,65	7,32
Αύγ.	7,34		7,14	6,94	7,41	7,53	7,22
Σεπτ.	7,82		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
Οκτ.	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
Νοέμ.	9,04		7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
Δεκ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
<b>2017</b>	7,30		6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
Ιαν.	5,59		5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
Φεβρ.	4,77		5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
Μάρτ.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49	6,30
Απρ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,70	6,50
Μάιος	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,62	6,42
Ιούν.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49	6,31

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα καθώς η ΗΑΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια 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	Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία	
<b>2012</b>	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660	
<b>2013</b>	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390	
<b>2014</b>	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463	
<b>2015</b>	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470	
<b>2016</b>	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403	
<b>2013</b>	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
	Ιούλ.	222.457	105.899	99.495	21.630	21.482	12.691	6.405	13.440	103.117	72.252	29.233	1.632
	Αύγ.	221.790	105.519	99.195	21.409	21.307	12.746	6.324	13.392	102.879	72.042	29.192	1.645
	Σεπτ.	220.993	105.033	98.742	21.303	21.239	12.481	6.291	13.391	102.570	71.899	29.042	1.628
	Οκτ.	219.649	104.364	98.063	21.325	21.065	12.486	6.301	13.510	101.775	71.701	28.606	1.468
	Νοέμ.	218.950	103.718	97.102	21.446	20.572	12.050	6.616	13.883	101.349	71.493	28.441	1.415
	Δεχ.	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390
<b>2014</b>	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
	Ιούλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429
	Νοέμ.	212.418	101.625	95.435	21.030	19.505	13.467	6.191	13.472	97.321	69.593	26.280	1.448
	Δεχ.	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463
<b>2015</b>	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
	Ιούλ.	206.843	97.438	90.063	21.062	18.829	9.982	7.375	13.538	95.868	68.657	25.692	1.519
	Αύγ.	205.596	96.660	89.285	20.916	18.754	9.644	7.375	13.502	95.434	68.293	25.634	1.507
	Σεπτ.	205.174	96.591	89.150	20.907	18.756	9.568	7.441	13.491	95.092	68.032	25.553	1.507
	Οκτ.	204.920	96.517	89.198	20.922	18.729	9.663	7.319	13.481	94.923	67.892	25.522	1.508
	Νοέμ.	204.662	96.542	89.258	20.867	18.698	9.805	7.283	13.455	94.665	67.649	25.505	1.511
	Δεχ.	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470
<b>2016</b>	Ιαν.	203.540	96.081	89.051	20.901	18.813	9.247	7.031	13.373	94.086	67.162	25.457	1.468
	Φεβρ.	203.213	96.104	89.072	20.868	18.839	9.230	7.033	13.367	93.742	66.838	25.434	1.469
	Μάρτ.	202.553	95.873	88.887	20.796	18.926	8.920	6.986	13.353	93.328	66.605	25.353	1.369
	Απρ.	202.139	95.734	88.805	20.810	18.884	8.924	6.929	13.300	93.104	66.395	25.338	1.371
	Μάιος	201.869	95.800	88.866	20.987	18.789	9.013	6.934	13.282	92.787	66.133	25.305	1.350
	Ιούν.	202.005	96.033	88.887	20.882	18.855	9.002	7.146	13.291	92.681	66.058	25.270	1.353
	Ιούλ.	201.382	95.662	88.655	20.734	18.904	8.962	7.008	13.259	92.461	65.867	25.244	1.350
	Αύγ.	200.112	94.780	87.841	20.388	18.728	8.927	6.939	13.218	92.114	65.555	25.212	1.348
	Σεπτ.	199.555	94.477	87.340	20.197	18.716	8.834	7.137	13.175	91.903	65.383	25.179	1.341
	Οκτ.	199.167	94.430	87.504	20.415	18.641	8.958	6.926	13.137	91.600	65.247	24.953	1.400
	Νοέμ.	199.485	94.963	87.915	20.427	18.561	9.150	7.049	13.189	91.332	65.007	24.925	1.400
	Δεχ.	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403
<b>2017</b>	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.151	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.287	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.072	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	8.927	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327
	Μάιος	192.314	93.150	86.389	19.347	18.630	8.712	6.762	13.142	86.022	60.446	24.252	1.325
	Ιούν.	190.797	92.119	85.538	18.805	18.559	8.701	6.580	13.116	85.563	60.263	23.971	1.328
	Ιούλ.	189.185	91.029	84.038	18.484	18.376	8.420	6.992	13.079	85.077	59.819	23.942	1.316
	Αύγ.	187.358	89.715	82.613	18.227	18.073	8.389	7.102	12.948	84.695	59.592	23.815	1.287
	Σεπτ.	186.984	89.557	82.621	18.183	18.146	8.243	6.936	12.949	84.478	59.444	23.747	1.286
	Οκτ.	186.348	89.283	82.622	18.260	18.034	8.283	6.661	12.875	84.190	59.205	23.700	1.284

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα και τα τιτλοποιημένα δάνεια, τη διαχείριση των οποίων διενεργούν τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησης του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

**Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά				Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>			Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειυτηρίου <sup>2</sup>					
2012		0,47	0,42	4,78	0,44	4,19	2,84
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2015		0,16	0,12	1,47	0,25	1,55	0,89
2016		0,13	0,09	0,84	0,19	0,94	0,42
2013	Ιαν.	0,48	0,42	4,59	0,47	4,23	2,81
	Φεβρ.	0,48	0,42	4,49	0,49	4,22	2,78
	Μάρτ.	0,49	0,42	4,36	0,44	3,95	2,71
	Απρ.	0,49	0,42	4,22	0,44	3,72	2,60
	Μάιος	0,49	0,42	4,06	0,44	3,70	2,51
	Ιούν.	0,41	0,33	3,89	0,49	3,24	2,40
	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
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,21	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιουλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,89	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37
	Νοέμ.	0,12	0,08	0,71	0,17	0,83	0,35
	Δεκ.	0,10	0,07	0,70	0,13	0,85	0,32
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιουλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,29
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμειυτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πίνακας 7 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ'απόφαση δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
2012	14,68	8,26	8,52	3,42	3,35	10,23	7,85	7,69	6,87	5,42	5,60	
2013	14,43	7,62	7,53	2,92	2,82	9,61	7,36	7,39	6,51	5,77	5,60	
2014	14,47	7,29	7,75	2,91	2,94	8,59	6,55	6,93	5,80	5,55	5,36	
2015	14,57	7,40	8,17	2,56	2,62	7,68	5,92	6,22	5,38	4,82	4,91	
2016	14,53	7,65	8,50	2,65	2,74	7,38	5,57	5,86	5,32	4,61	4,87	
2013	Ιαν.	14,48	7,91	7,64	2,99	2,91	10,00	7,03	7,46	6,67	6,40	5,88
	Φεβρ.	14,48	8,10	7,69	3,04	2,96	9,99	7,82	7,52	6,66	5,84	5,79
	Μάρτ.	14,50	7,96	7,57	3,18	3,08	9,98	7,45	7,56	6,62	5,80	5,78
	Απρ.	14,48	7,86	7,40	3,08	2,92	9,96	7,61	7,49	6,78	5,96	5,75
	Μάιος	14,45	7,70	7,60	2,84	2,76	9,91	7,61	7,45	6,52	5,37	5,53
	Ιούν.	14,35	6,63	6,84	2,80	2,74	9,55	7,40	7,43	6,62	6,01	5,54
	Ιουλ.	14,36	7,50	7,28	2,85	2,72	9,46	8,05	7,42	6,47	5,72	5,55
	Αύγ.	14,40	8,41	8,33	2,89	2,74	9,48	7,34	7,36	6,49	5,49	5,54
	Σεπτ.	14,38	7,40	7,47	2,93	2,76	9,29	7,14	7,20	6,63	5,93	5,56
	Οκτ.	14,58	7,51	7,62	2,85	2,77	9,28	6,95	7,19	6,40	6,14	5,61
	Νοέμ.	14,39	7,32	7,60	2,75	2,68	9,13	7,15	7,29	6,20	5,80	5,50
	Δεκ.	14,35	7,16	7,35	2,81	2,78	9,25	6,79	7,29	6,06	4,73	5,12
2014	Ιαν.	14,44	7,98	8,17	2,70	2,70	9,10	7,76	7,24	6,32	6,00	5,66
	Φεβρ.	14,43	7,80	7,94	2,73	2,73	9,07	6,66	7,23	6,17	5,88	5,40
	Μάρτ.	14,38	7,81	7,89	2,95	2,86	9,05	6,99	7,23	6,04	5,57	5,46
	Απρ.	14,57	7,69	7,83	3,03	2,97	9,01	6,55	7,22	6,19	6,64	5,82
	Μάιος	14,52	7,80	8,06	2,94	2,91	8,94	6,59	7,22	6,09	5,57	5,45
	Ιούν.	14,52	6,73	7,22	2,80	2,95	8,40	6,08	7,00	5,46	5,20	5,17
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,36
	Αύγ.	14,46	6,75	7,53	2,98	3,10	8,26	6,54	6,79	5,57	5,56	5,31
	Σεπτ.	14,46	7,05	7,63	3,11	3,20	8,25	6,09	6,66	5,54	5,12	5,21
	Οκτ.	14,48	7,22	7,87	2,98	3,03	8,25	6,59	6,58	5,53	5,63	5,35
	Νοέμ.	14,48	6,79	7,68	2,76	2,79	8,24	6,54	6,56	5,48	5,19	5,12
	Δεκ.	14,50	6,74	7,64	2,94	3,00	8,09	6,13	6,48	5,44	4,75	5,02
2015	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91
	Μάιος	14,49	7,50	8,36	2,97	2,99	7,73	5,21	6,25	5,42	4,68	4,98
	Ιούν.	14,63	6,34	7,00	2,88	2,91	7,65	6,01	6,14	5,11	4,52	4,75
	Ιουλ.	14,55	μδ	7,70	2,72	2,76	7,64	5,35	6,26	5,78	3,94	4,72
	Αύγ.	14,64	7,51	8,53	2,39	2,42	7,56	5,64	6,16	5,24	4,70	4,83
	Σεπτ.	14,60	7,96	8,71	2,36	2,41	7,56	6,13	6,15	5,28	4,67	4,79
	Οκτ.	14,60	8,29	8,97	2,48	2,54	7,48	6,10	6,13	5,51	5,12	5,08
	Νοέμ.	14,62	7,16	8,20	2,46	2,54	7,45	5,85	6,08	5,36	5,00	4,92
	Δεκ.	14,61	7,89	8,82	2,69	2,72	7,48	6,56	6,05	5,34	5,19	5,09
2016	Ιαν.	14,61	7,93	8,94	2,35	2,44	7,47	5,60	6,04	5,33	4,86	4,97
	Φεβρ.	14,66	7,82	8,55	2,55	2,59	7,44	5,20	6,05	5,33	4,83	4,91
	Μάρτ.	14,66	7,74	8,52	2,62	2,65	7,39	5,94	6,00	5,21	3,99	4,68
	Απρ.	14,63	7,74	8,50	2,61	2,63	7,39	5,66	5,98	5,44	4,60	4,85
	Μάιος	14,59	6,99	7,99	2,75	2,76	7,35	5,85	5,86	5,46	4,71	4,84
	Ιούν.	14,48	7,64	8,51	2,69	2,69	7,32	5,37	5,82	5,29	4,74	4,87
	Ιουλ.	14,47	7,95	8,81	2,76	2,75	7,36	5,84	5,85	5,48	4,89	5,01
	Αύγ.	14,43	8,39	9,19	2,54	2,56	7,35	5,75	5,83	5,39	4,70	4,96
	Σεπτ.	14,42	7,66	8,40	2,75	2,82	7,38	5,56	5,80	5,41	3,96	4,71
	Οκτ.	14,47	7,48	8,29	2,69	3,06	7,39	5,44	5,76	5,52	4,91	5,01
	Νοέμ.	14,48	7,96	8,68	2,62	2,80	7,36	5,28	5,70	4,94	4,54	4,83
	Δεκ.	14,51	6,47	7,66	2,83	3,15	7,34	5,36	5,65	5,11	4,53	4,82
2017	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74
	Μάιος	14,47	8,35	9,05	2,66	2,69	7,20	5,18	5,56	4,85	4,07	4,76
	Ιούν.	14,39	8,06	8,82	2,78	2,79	7,17	5,32	5,49	5,00	3,55	4,56
	Ιουλ.	14,36	8,49	9,21	2,65	2,66	7,09	4,78	5,45	4,93	4,23	4,73
	Αύγ.	14,34	8,52	9,26	2,81	2,81	7,06	5,52	5,42	5,03	4,23	4,82
	Σεπτ.	14,36	8,30	8,81	2,74	2,76	7,01	5,61	5,34	4,87	3,97	4,70
	Οκτ.	14,48	8,06	8,67	2,54	2,57	7,01	5,36	5,31	4,87	4,52	4,80

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρεχομένους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.







