

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2016



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

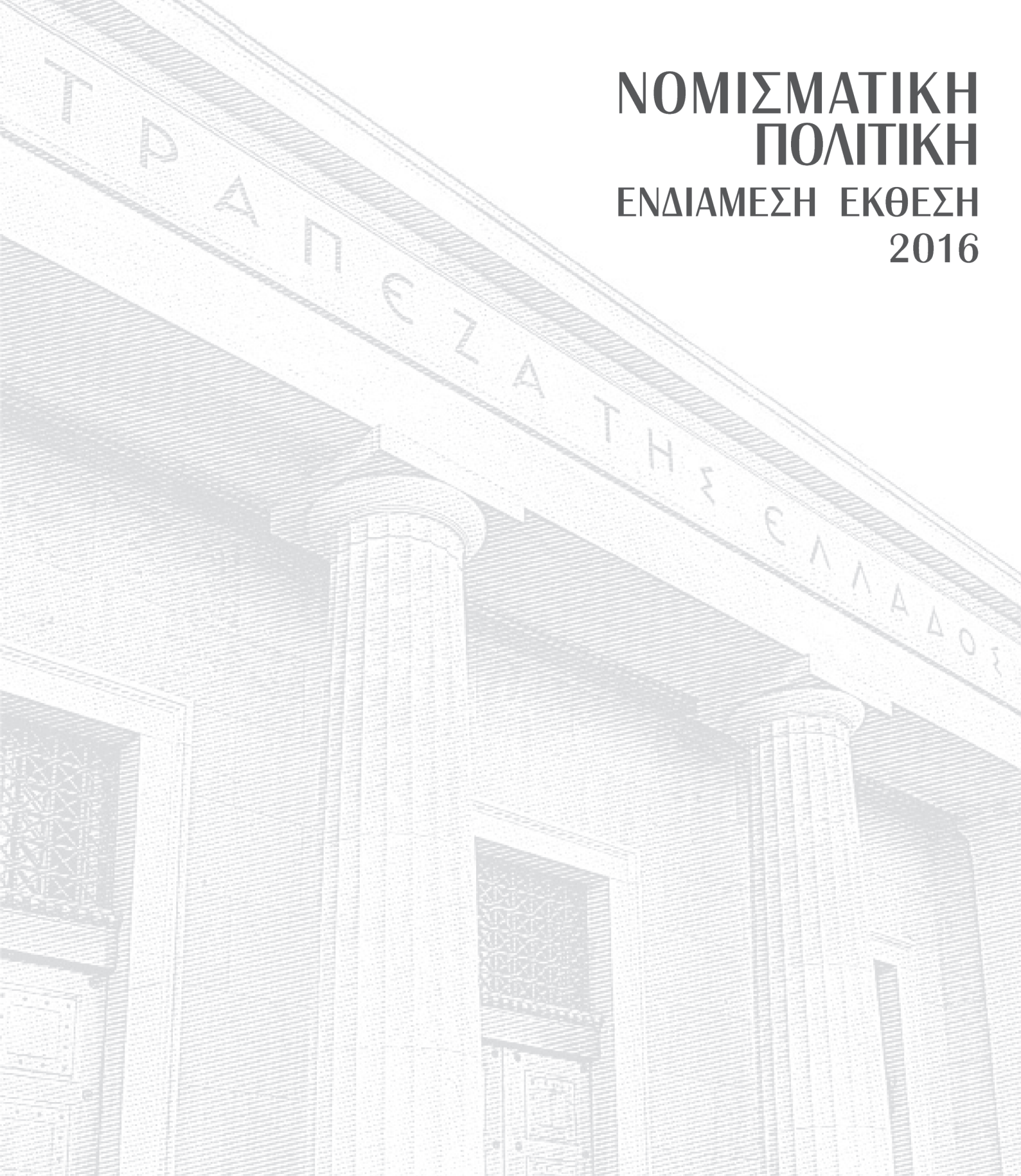
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2016



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2016



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 που οι διαπραγματεύσεις με τους θεσμούς στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) βρίσκονται σε κρίσιμη φάση. Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος έχει θετική επίδραση στη ρευστότητα και στο κλίμα εμπιστοσύνης και αντανακλάται στη θετική εξέλιξη του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους, τις θετικές δημοσιονομικές εξελίξεις αλλά και τη βελτίωση των αποτελεσμάτων των τραπεζών. Το γεγονός αυτό ενισχύει τις προοπτικές ανάκαμψης της οικονομίας και οριστικής εξόδου από την κρίση, όπως είχε επισημάνει η Τράπεζα της Ελλάδος στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής τον Ιούνιο του 2016. Αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμο, αλλά και επιτακτικό, σε μία περίοδο έντονων εξωτερικών κλυδωνισμών και ενδεχόμενων κινδύνων.

Η θετική δυναμική που έχει διαμορφωθεί στην οικονομία πρέπει να στηριχθεί και να παγιωθεί με την προσήλωση στους στόχους του προγράμματος και την επιτάχυνση στο ρυθμό εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που έχουν συμφωνηθεί.

Η – με επιμονή και συνέπεια – εφαρμογή του προγράμματος διευκολύνει τη λήψη αποφάσεων για τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα μέτρα που θα διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και την ένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Κάτι τέτοιο θα προλείπει το έδαφος για την πλήρη επάνοδο του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

* * *

Στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2016 η οικονομία συνέχισε να επηρεάζεται από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, αλλά και από το αβέβαιο οικονομικό κλίμα των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων. Στην αρνητική εξέλιξη του ΑΕΠ το α' εξάμηνο του 2016 συνέβαλαν κυρίως η υποχώρηση της κατανάλωσης

(ιδιωτικής και δημόσιας) και η κάμψη του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, ενώ αντίθετα σε θετική κατεύθυνση κινήθηκαν οι επενδύσεις. Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, ωστόσο, έθεσε τις βάσεις για τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και την ανάκαμψη της οικονομίας. Ταυτόχρονα, η επίλυση εκκρεμοτήτων που εντάχθηκαν στην πρώτη και δεύτερη αξιολόγηση – όπως για παράδειγμα η ολοκλήρωση των ιδιωτικοποιήσεων των περιφερειακών αεροδρομίων και του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού – βοήθησε στη σταδιακή ενίσχυση του οικονομικού κλίματος.

Παρά τη μικτή εικόνα που παρουσιάζουν οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το γ' τρίμηνο του 2016 καταγράφουν σημαντική άνοδο του ΑΕΠ κατά 0,8% έναντι του β' τριμήνου και κατά 1,8% έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2015, εξέλιξη που σηματοδοτεί την επάνοδο της οικονομίας σε ανοδική τροχιά, καθώς στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,2% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015. Η αύξηση του ΑΕΠ το εν λόγω εννεάμηνο οφείλεται στην αύξηση των ακαθάριστων επενδύσεων και την ανάκαμψη της κατανάλωσης, ενώ αρνητικά επέδρασαν οι καθαρές εξαγωγές.

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ελληνική οικονομία δείχνουν ανάκαμψη της δραστηριότητας η οποία ξεκινά από το β' εξάμηνο του 2016 και συνεχίζεται, επιταχυνόμενη, στα έτη 2017, 2018 και 2019. Συγκεκριμένα, το 2016 αναμένεται οριακή αύξηση του ΑΕΠ της τάξεως του 0,1%. Για το 2017 προβλέπεται ρυθμός ανάπτυξης 2,5%, ο οποίος εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο 3% τα έτη 2018 και 2019, βασιζόμενος στην άνοδο των επενδύσεων, της κατανάλωσης και των εξαγωγών.

* * *

Εξετάζοντας την πορεία της οικονομίας από μια πιο μακρόπνοη σκοπιά, προκύπτει σαφώς ότι από την αρχή της κρίσης η Ελλάδα έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο όσον αφορά τη

διόρθωση των δημοσιονομικών και εξωτερικών ανισορροπιών της που την οδήγησαν στην κρίση. Ειδικότερα, επιτεύχθηκαν:

- **αξιοσημείωτη δημοσιονομική προσαρμογή**, καθώς η βελτίωση του “διαρθρωτικού” πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος την περίοδο 2009-2015 κατά 17 ποσοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ ήταν διπλάσια από την προσαρμογή που πέτυχαν άλλα κράτη-μέλη τα οποία εφάρμοσαν προγράμματα της ΕΕ-ΔΝΤ,
- **πλήρης ανάκτηση της απώλειας διεθνούς ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας** που είχε καταγραφεί μεταξύ 2000 και 2009,
- **εξάλειψη του ελλείμματος** στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, με τη συνολική βελτίωση την περίοδο 2008-2015 να ξεπερνά τις 15 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ,
- **ανακεφαλαιοποίηση και αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος**, με αποτέλεσμα να αντεπεξέλθει με επιτυχία στην κρίση και τη φυγή των καταθέσεων,
- **σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις** στις αγορές εργασίας και προϊόντων, καθώς και στη δημόσια διοίκηση.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω αλλαγών, αναμένεται να ενισχυθεί το αναπτυξιακό δυναμικό της ελληνικής οικονομίας μακροπρόθεσμα μέσω της ταχύτερης ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας και της αύξησης της απασχόλησης.

Οι αλλαγές που έχουν έως τώρα εφαρμοστεί έχουν συντελέσει στη διαφαινόμενη αναδιάρθρωση της οικονομίας προς ένα νέο, εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο, που βασίζεται στους τομείς των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και στην αύξηση του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ. Οι ενδείξεις που υπάρχουν είναι ήδη βάσιμες και επιτρέπουν την εκτίμηση ότι η πορεία αναδιάρθρωσης θα επιταχυνθεί, αν εφαρμοστούν και όσες μεταρρυθμίσεις απομένουν.

* * *

Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τα τελευταία χρόνια και την ανάκτηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας, δεν έχει επιτευχθεί αντίστοιχη πρόοδος στην ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας σε όρους τιμών. Επίσης, παρά την έως τώρα βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους, οι εξαγωγές αγαθών υπολείπονται του επιπέδου που θα αναμενόταν με βάση τις ιστορικές συσχετίσεις μεταξύ των μεγεθών. Αυτό μπορεί σε μεγάλο βαθμό να αποδοθεί στην έλλειψη επαρκούς χρηματοδότησης, στο υψηλότερο κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού, στην αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς και στο ότι οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών καθώς και η εξάλειψη των ποικίλων αντικινήτρων στην επενδυτική δραστηριότητα έχουν καθυστερήσει σε σχέση με τις μεταρρυθμίσεις που έχουν ήδη γίνει στην αγορά εργασίας.

Η επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων αναμένεται να ενισχύσει την ανάκαμψη και την αναδιάρθρωση της οικονομίας υπέρ των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και την αύξηση των εξαγωγών. Απαιτείται όμως παράλληλα και βελτίωση της χρηματοδότησης και της ρευστότητας της οικονομίας, καθώς και η εξάλειψη των επενδυτικών αντικινήτρων, προκειμένου να ενισχυθούν οι επενδύσεις και να αυξηθεί η εξαγωγική βάση αλλά και το (χαμηλό) τεχνολογικό περιεχόμενο των εξαγωγίμων αγαθών. Προϋπόθεση για αυτό είναι η εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, με προτεραιότητα την αποτελεσματική διαχείριση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Αυτό θα επιδράσει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα και την παραγωγικότητα μέσω της αύξησης της προσφοράς τραπεζικών δανείων και της μείωσης των επιτοκίων δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Παράλληλα, κατά τη διαδικασία αντιμετώπισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αφενός θα βελτιωθούν περαιτέρω οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και αφετέρου θα απελευθερωθούν πόροι οι οποίοι, εφόσον διοχετευθούν

προς τις πιο παραγωγικές επιχειρήσεις και κλάδους, θα οδηγήσουν μακροπρόθεσμα στην αναδιάρθρωση της οικονομίας και την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας.

* * *

Με βάση τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα στοιχεία, το 2016 οι τραπεζικές καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, των νοικοκυριών και των κατοίκων εξωτερικού, κατέγραψαν σωρευτική καθαρή εισροή. Με βάση τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής, σημαντική ήταν η άνοδος των καταθέσεων μίας ημέρας. Καταγράφηκαν ανακαταθέσεις τραπεζογραμματίων στις τράπεζες αξιόλογου ύψους και σε ορισμένες περιπτώσεις επιστροφή κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Τους πρώτους εννέα μήνες του 2016 οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες και οι όμιλοί τους εμφάνισαν οριακά κέρδη προ φόρων μετά από μια σειρά ζημιολόγων χρήσεων. Και στα τρία τρίμηνα του τρέχοντος έτους, τα καθαρά έσοδα διαμορφώθηκαν σε επίπεδο υψηλότερο εκείνου του σχηματισμού προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Επίσης, για πρώτη φορά από τις αρχές της κρίσης, παρατηρήθηκε μείωση του ύψους των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (με βάση τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών – EBA) σε απόλυτα μεγέθη. Παράλληλα, το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο παραμένει περίπου στο 50%, ενώ, αν προστεθεί στις συσσωρευμένες προβλέψεις και η αξία των εξασφαλίσεων που έχουν ληφθεί από τις τράπεζες έναντι των εν λόγω δανείων, τότε το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%. Θετική εξέλιξη αποτέλεσε και η υποχώρηση του λόγου μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το άθροισμα του αποθέματος των προβλέψεων συν τα εποπτικά ίδια κεφάλαια (δείκτης Texas) κατά 15 ποσοστιαίες μονάδες σε 126%, ποσοστό ωστόσο που παραμένει υψηλό και διπλάσιο του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, το Σεπτέμβριο του 2016 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 18,1% (Δεκέμβριος 2015: 16,3%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 18,2% (Δεκέμβριος 2015: 16,5%).

Ως απόρροια των παραπάνω θετικών παραμέτρων, πρόσφατα ο οίκος αξιολόγησης Moody's αναβάθμισε τις προοπτικές των ελληνικών τραπεζών σε “σταθερές” από “αρνητικές”, λόγω βελτίωσης στη χρηματοδότηση και στην κερδοφορία τους.

Ο βασικός παράγοντας ο οποίος θα βαρύνει στην ανάκαμψη της πιστοδοτικής δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών είναι η αποτελεσματικότητα στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, η οποία αποτελεί την κυριότερη πρόκληση που καλείται να αντιμετωπίσει ο τραπεζικός κλάδος. Ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων των εγχώριων τραπεζών σε ατομική βάση σταθεροποιήθηκε στο 45,2% κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2016. Ιδιαίτερως υψηλά είναι τα ποσοστά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων μεταξύ των χρηματοδοτήσεων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους επαγγελματίες και μάλιστα στους επιμέρους κλάδους της εστίασης, της κλωστοϋφαντουργίας, της βιομηχανίας χάρτου και ξύλου, όπως και στους κλάδους των κατασκευών και του εμπορίου.

Διαπιστώνεται ότι έχει σημειωθεί πρόοδος στην αντιμετώπιση αυτής της κρισιμότερης πρόκλησης για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Ειδικότερα, οι τράπεζες προχώρησαν στη διάρκεια του εννεαμήνου του 2016 σε αύξηση στη ρύθμιση των μη εξυπηρετούμενων οφειλών κατά 11,3%, επιλέγοντας μάλιστα στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ρυθμίσεις με μακροπρόθεσμη προοπτική, οι οποίες πλέον αντιστοιχούν στο 44% περίπου του συνόλου των ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων οφειλών.

Εξάλλου, θεσπίστηκε υποχρέωση των τραπεζών να ακολουθούν επιχειρησιακούς στόχους (αποτελεσμάτων και δράσεων) σχετικούς με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους. Οι στόχοι αυτοί συμφωνήθηκαν τον Ιούνιο του 2016 μετά από διαβούλευση της Τράπεζας της Ελλάδος και της ΕΚΤ με τις τέσσερις συστημικές τράπεζες και αφορούν την περίοδο από το β' τρίμηνο του 2016 έως το 2019. Όπως προκύπτει από την πρώτη Έκθεση για τους επιχειρησιακούς στόχους μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που πρόσφατα δημοσίευσε η Τράπεζα της Ελλάδος, οι συστημικές τράπεζες δεσμεύθηκαν για μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων κατά περίπου 38% (ή περίπου 40 δισεκ. ευρώ) μέχρι το τέλος του 2019. Η μείωση αυτή θα επιτευχθεί μέσω μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων, επιλεκτικών διαγραφών δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων και μεταβιβάσεων δανείων.

Παράλληλα, νομοθετήθηκαν μέτρα που αφορούν την επιτάχυνση των εν γένει διαδικασιών στα δικαστήρια και την απλοποίηση των διαδικασιών εξυγίανσης και ειδικής εκκαθάρισης επιχειρήσεων, την προστασία των ευάλωτων δανειοληπτών παράλληλα με μέτρα κατά των στρατηγικών κακοπληρωτών και, τέλος, τη δυνατότητα ανάθεσης, από τις τράπεζες, της διαχείρισης ή και μεταβίβασης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους σε ειδικές γι' αυτό το σκοπό εταιρίες, οι οποίες αδειοδοτούνται βάσει αυστηρών κριτηρίων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ως προς το τελευταίο, η Τράπεζα της Ελλάδος θέσπισε με τις Πράξεις Εκτελεστικής Επιτροπής 82/2016 και 95/2016 το ρυθμιστικό πλαίσιο αδειοδότησης και εποπτείας των εταιριών διαχείρισης και απόκτησης απαιτήσεων. Υπενθυμίζεται ότι οι εταιρίες που θα επιλέξουν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά αυτή θα υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες όσον αφορά την προστασία των πιστούχων (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) και θα πρέπει να συμμορφώνονται με τα προβλεπόμενα από τον Κώδικα Δεοντολογίας.

* * *

Παρά τις θετικές ενδείξεις που καταγράφονται σήμερα και την πρόοδο που έχει επιτευχθεί, εξακολουθούν να υπάρχουν κίνδυνοι για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Ο σημαντικότερος και αμεσότερος κίνδυνος είναι η μη έγκαιρη κατάληξη των διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος, δεδομένων των εθνικών εκλογικών αναμετρήσεων σε μία σειρά από χώρες-μέλη της ευρωζώνης στο άμεσο μέλλον.

Επίσης, ενδεχόμενη αναβολή των αποφάσεων για τη διατύπωση συγκεκριμένων μέτρων με στόχο τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, εκ μέρους των εταίρων, θα αποτελούσε τροχοπέδη για τη βελτίωση των οικονομικών και επενδυτικών προοπτικών της χώρας και θα εξασθενούσε τις προοπτικές διατηρήσιμης πρόσβασης του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και κατ' επέκταση τις προοπτικές οριστικής εξόδου από την κρίση.

Στο εσωτερικό εξακολουθούν να υφίστανται πολλά εμπόδια που επιβαρύνουν το επιχειρηματικό κλίμα και δυσχεραίνουν την υλοποίηση επενδύσεων. Ορισμένα από αυτά συνδέονται με τις γραφειοκρατικές διαδικασίες της κεντρικής διοίκησης, αλλά αφορούν και τα προσκόμματα που θέτουν διάφορα μικρά ή μεγάλα κατεστημένα συμφέροντα και παράγοντες της τοπικής αυτοδιοίκησης. Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, καθυστερούν σημαντικές επενδύσεις. Αν δεν αντιμετωπιστούν αυτά τα εμπόδια που στην πράξη αποθαρρύνουν τις επενδύσεις, τότε οι προοπτικές ανάκαμψης της οικονομίας μπορεί να μην επιβεβαιωθούν, καθώς ένας από τους βασικούς πυλώνες ανάπτυξης της οικονομίας τα επόμενα χρόνια είναι η προσδοκώμενη άνοδος των επενδύσεων.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η δημοσιονομική προσαρμογή στηρίζεται ως επί το πλείστον σε

μέτρα από την πλευρά των εσόδων, υπάρχει ο κίνδυνος η αυξημένη φορολόγηση να έχει μεγαλύτερες του αναμενομένου αρνητικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα. Συνεπώς, θα ήταν ευκατάα η βελτίωση του μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής.

Παρά τα αξιοσημείωτα βήματα προόδου και την αναβάθμιση του σχετικού θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, υπάρχουν ακόμη ορισμένα κενά στο νομοθετικό πλαίσιο για το δραστικό περιορισμό του όγκου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, με πιθανές αρνητικές επιπτώσεις στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να χρηματοδοτήσουν νέες επενδύσεις.

Τέλος, υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας και την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου, που οφείλονται, μεταξύ άλλων, στην άνοδο του λαϊκισμού και της αντιευρωπαϊκής ρητορικής, στην αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας σε αρκετές ανεπτυγμένες χώρες, στην έξαρση του προστατευτισμού διεθνώς και σε ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης. Αυτοί οι κίνδυνοι θα μπορούσαν να επιβραδύνουν την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, αφενός μέσω αρνητικών επιπτώσεων στον τουρισμό και το εμπόριο και αφετέρου μέσω της βραδύτερης του αναμενομένου αποκλιμάκωσης των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων εξαιτίας της απροθυμίας των διεθνών επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους.

* * *

Για να αντιμετωπιστούν οι παραπάνω κίνδυνοι, να διορθωθούν προηγούμενες αποκλίσεις και να επαληθευθούν οι θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας για το 2017, απαιτούνται συγκεκριμένες και συντονισμένες ενέργειες. Ενδεικτικά απαιτούνται τα εξής:

1. Επίδειξη ρεαλισμού και ευελιξίας τόσο από τους εταίρους και τους θεσμούς όσο και από την ελληνική πλευρά, με τελικό στόχο την έγκαιρη κατάληξη της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος.

2. Επιτάχυνση του ρυθμού εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων. Η κυβέρνηση θα πρέπει να παραμείνει προσηλωμένη στην έγκαιρη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που έχουν συμφωνηθεί με τους θεσμούς. Γι' αυτό θα πρέπει να αρθούν τα εμπόδια που αντιμετωπίζουν ακόμη και ιδιωτικοποιήσεις που έχουν ήδη εγκριθεί.

3. Αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Το 2016 υιοθετήθηκαν πολλές μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου και άρχισαν να ακολουθούνται πρακτικές που θα βοηθήσουν αποφασιστικά στο άμεσο μέλλον στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στους ισολογισμούς των τραπεζών. Παρ' όλα αυτά, το μέγεθος του προβλήματος δεν έχει επιτρέψει σημαντική ενίσχυση της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και τη στήριξη με ικανή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

Συνεπώς, πέρα από τις έως τώρα προσπάθειες των τραπεζών και τις αλλαγές στο νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο που έχουν ήδη δρομολογηθεί, απαιτούνται μεταξύ άλλων:

- Εισαγωγή πλαισίου για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών ώστε να διασφαλίζεται ταχεία, αποτελεσματική και διαφανής αντιμετώπιση για τα χρέη προς τον ιδιωτικό αλλά και το δημόσιο τομέα.
- Τροποποίηση στη νομοθεσία για ζητήματα που σχετίζονται:
 - με τη φορολογική μεταχείριση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και των διαγραφών δανείων,
 - με τα δικαιώματα των πιστωτών έναντι των μη συνεργαζόμενων μετόχων κατά την αναδιάρθρωση προβληματικών επιχειρήσεων,
 - με τη νομική προστασία των στελεχών των τραπεζών και δημόσιων φορέων κατά την εξυγίανση επιχειρήσεων και

- με τη διαμόρφωση ασφαλούς και αποτελεσματικού πλαισίου αντιμετώπισης κοινών οφειλετών σε περισσότερες από μία τράπεζες.

Η πιο ενεργητική πολιτική διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από την πλευρά των τραπεζών, σε συνδυασμό με την πλήρη υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που έχουν νομοθετηθεί και την αντιμετώπιση των επιμέρους θεσμικών εμποδίων που έχουν εντοπιστεί, θα βελτιώσει την ποιότητα του ενεργητικού, την κερδοφορία και τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Αυτό θα οδηγήσει στην ενίσχυση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας συμβάλλοντας στη δημιουργία νέων επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, στην προσέλκυση επενδύσεων και εν γένει στην οικονομική ανάπτυξη.

4. Αντιμετώπιση του προβλήματος του υψηλού δημόσιου χρέους και ρεαλιστική αναπροσαρμογή των δημοσιονομικών στόχων. Η υλοποίηση συγκεκριμένων μέτρων που θα εξασφαλίζουν τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους θα ενισχύσει την αξιοπιστία και την αποδοχή των ασκούμενων πολιτικών, θα συμβάλει στην παγίωση της εμπιστοσύνης και στην ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης και θα διευκολύνει τη διατηρήσιμη επιστροφή στις χρηματοπιστωτικές αγορές μετά τη λήξη του προγράμματος.

Παράλληλα, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, είναι εφικτή η μείωση του δημοσιονομικού στόχου από το 2018 και έπειτα σε πρωτογενές πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ (από 3,5%), εάν συνδυαστεί με ήπια μέτρα ελάφρυνσης του χρέους. Τα χαμηλότερα πρωτογενή πλεονάσματα, σε συνδυασμό με την υλοποίηση των συμφωνηθεισών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα δημιουργήσουν τις προϋποθέσεις για τη σταδιακή μείωση της φορολογίας, γεγονός που εκτιμάται ότι θα έχει θετικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη.

5. Αλλαγή στο μίγμα της δημοσιονομικής προσαρμογής ώστε να καταστεί πιο φιλικό προς

την επιχειρηματικότητα και την ανάπτυξη. Κάτι τέτοιο μπορεί να επιτευχθεί αν δοθεί περισσότερη έμφαση στην περικοπή μη παραγωγικών δαπανών, στην αποτελεσματική διαχείριση της δημόσιας περιουσίας και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, και ιδιαιτέρως του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, με παράλληλη μείωση των φορολογικών συντελεστών.

6. Αντιμετώπιση του προβλήματος της μακροχρόνιας ανεργίας. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης μπορούν να υποβοηθήσουν το στόχο της μείωσης της ανεργίας, ιδιαίτερα σε κοινωνικές ομάδες που αντιμετωπίζουν το πιο σοβαρό πρόβλημα. Παράλληλα, η συνεπής εφαρμογή του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία θα ενισχύσει τη νόμιμη εργασία με θετικές συνέπειες στις εισφορές προς τα ασφαλιστικά ταμεία, ενώ θα διασφαλίσει και τον υγιή ανταγωνισμό των επιχειρήσεων.

7. Χαλάρωση και τελικά άρση των περιορισμών που απομένουν στην κίνηση κεφαλαίων. Η σταδιακή χαλάρωση και τελικά η άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, η οποία θα επέλθει με τη βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης και της ρευστότητας, αναμένεται να συμβάλει στην εξομάλυνση των οικονομικών συνθηκών, διευκολύνοντας τόσο τις επιχειρήσεις όσο και τα φυσικά πρόσωπα στις συναλλαγές τους.

* * *

Η απόφαση του Eurogroup της 5ης Δεκεμβρίου 2016 είναι ένα μικρό βήμα σε θετική κατεύθυνση στην πορεία ολοκλήρωσης του προγράμματος. Με την απόφαση αυτή υλοποιούνται οι δεσμεύσεις των εταίρων για μερική ελάφρυνση του χρέους μέσω της εφαρμογής των λεγόμενων βραχυπρόθεσμων μέτρων, όπως είχε συμφωνηθεί. Τα μέτρα αυτά αναμένεται να μειώσουν, σε βάθος χρόνου, το δημόσιο χρέος κατά 20 περίπου ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, καθώς και τις ετήσιες ακαθάριστες δανειακές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου.

Από την άλλη πλευρά όμως, δεν επήλθε συμφωνία όσον αφορά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος. Ο χρόνος που απομένει δεν είναι μεγάλος, εν όψει των επικείμενων εθνικών εκλογών σε αρκετές χώρες-μέλη της ευρωζώνης. Προκειμένου να μη χαθεί η θετική δυναμική που έχει αρχίσει να διαφαίνεται στην ελληνική οικονομία, η Τράπεζα της Ελλάδος προτρέπει τόσο τους εταίρους και τους θεσμούς όσο και την ελλη-

νική κυβέρνηση να επιδείξουν ρεαλισμό και ευελιξία ούτως ώστε το συντομότερο δυνατόν να αρθεί αυτή η εκκρεμότητα.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2016

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 ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΤΟ ΚΑΤΩΦΛΙ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

1	Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος ενισχύει την προοπτική ανάπτυξης	15
2	Ισχυροποίηση της ανάπτυξης προβλέπεται το 2017	16
3	Σε τροχιά προς ένα νέο, εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο	18
4	Η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτει εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας	20
5	Η ενιαία νομισματική πολιτική ενισχύει τη ρευστότητα, συμβάλλει στην αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών και στηρίζει την οικονομική ανάκαμψη στην ευρωζώνη	21
6	Τραπεζικό σύστημα: ενδείξεις βελτίωσης της ρευστότητας και σταθεροποίησης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων	22
7	Πιθανοί κίνδυνοι για την ανάκαμψη της οικονομίας	25
8	Προϋποθέσεις για την επιτάχυνση της αναδιάρθρωσης και την ισχυροποίηση της ανάκαμψης της οικονομίας	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	29
1.1	Παγκόσμια οικονομία	29
1.2	Ζώνη του ευρώ	33
1.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	34
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	39

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.1

	Πρωτοβουλίες και μέτρα της ΕΕ για την ενίσχυση των επενδύσεων και της ανάπτυξης	36
--	---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Χάραξη και εφαρμογή ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ από το Ευρωσύστημα	44
---	---	----

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.1

	Επιτόκιο ισορροπίας και νομισματική πολιτική	50
--	--	----

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.2

	Εξαιρετικώς χαμηλά επιτόκια και τράπεζες στη ζώνη του ευρώ	53
--	--	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	62
2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	72
3	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	74
4	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	88
4.1	Πληθωρισμός	88
4.2	Κόστος εργασίας	90
4.3	Κέρδη επιχειρήσεων	92
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	92
5	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	95
6	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	101

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.1

	Η ακούσια μερική απασχόληση στην Ελλάδα την περίοδο 2001-2016	78
--	---	----

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.2

	Η σημασία των καυσίμων για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	98
--	---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V	
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ	
1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικών	105
2 Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις	113
3 Το δημόσιο χρέος	117
ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.1	
Η επίδραση των καρτών πληρωμής στα έσοδα ΦΠΑ	109
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI	
ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	
1 Η εξέλιξη των τραπεζικών καταθέσεων	121
2 Η εξέλιξη των τραπεζικών επιτοκίων	125
3 Πιστωτικές εξελίξεις	126
4 Χρηματοπιστωτικές αγορές	132
4.1 Διεθνείς κεφαλαιαγορές	132
4.1.1 Αγορές ομολόγων	132
4.1.2 Αγορές μετοχών	133
4.2 Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	134
4.3 Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	135
4.4 Αγορά μετοχών	136
4.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών	136
4.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	137
5 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	137
ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.1	
Παράγοντες διαμόρφωσης των πιστωτικών εξελίξεων στην Ελλάδα την τελευταία διετία	128
ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.2	
Μη εξυπηρετούμενα επιχειρηματικά δάνεια και στρατηγικοί κακοπληρωτές	141
ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.3	
Επιχειρησιακοί στόχοι και στρατηγική διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων	144
ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	147
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	149

I Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΤΟ ΚΑΤΩΦΛΙ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

I Η ΠΡΟΟΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΕΝΙΣΧΥΕΙ ΤΗΝ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο που οι διαπραγματεύσεις με τους θεσμούς στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) βρίσκονται σε κρίσιμη φάση. Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος έχει θετική επίδραση στη ρευστότητα και στο κλίμα εμπιστοσύνης και αντανakλάται στη θετική εξέλιξη του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους, τις θετικές δημοσιονομικές εξελίξεις, αλλά και τη βελτίωση των αποτελεσμάτων των τραπεζών. Το γεγονός αυτό ενισχύει τις προοπτικές ανάκαμψης της οικονομίας και οριστικής εξόδου από την κρίση, όπως είχε επισημάνει η Τράπεζα της Ελλάδος στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής τον Ιούνιο του 2016. Αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμο, αλλά και επιτακτικό, σε μία περίοδο έντονων εξωτερικών κλυδωνισμών και ενδεχόμενων κινδύνων.

Ειδικότερα, μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, η επανένταξη των ελληνικών κρατικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις (“waiver”) έδωσε τη δυνατότητα στις ελληνικές τράπεζες να χρηματοδοτούνται με χαμηλότερο κόστος από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Αυτή η εξέλιξη, σε συνδυασμό με την υποχώρηση της αβεβαιότητας, τη σταδιακή αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα και την αναδιάρθρωση και ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών στο τέλος του 2015, συνέβαλε στη μείωση του ανώτατου ορίου παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) προς τις ελληνικές τράπεζες κατά 40 δισεκ. ευρώ περίπου συνολικά από τον Ιούλιο του 2015, με αποτέλεσμα το όριο αυτό να είναι σήμερα 50,7 δισεκ. ευρώ.

Η θετική εικόνα καταγράφεται και στη σημαντική υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων στα επίπεδα όπου βρίσκονταν τον Οκτώβριο του 2014. Η εξέλιξη

αυτή υποδηλώνει ευνοϊκή μεταστροφή του επενδυτικού κλίματος μετά την πρόοδο στην εφαρμογή του προγράμματος.

Η αποδέσμευση της δεύτερης δόσης του προγράμματος διασφάλισε την ομαλή χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου και βελτίωσε τις συνθήκες ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας μέσω της αποπληρωμής μέρους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης.

Η σταδιακή μεταστροφή του κλίματος εμπιστοσύνης αποτυπώνεται και στην πορεία του σχετικού δείκτη, ο οποίος, αν και υποχώρησε ελαφρά το Νοέμβριο σε σχέση με τον Οκτώβριο, παρέμεινε σε ένα από τα υψηλότερα επίπεδά του κατά το τελευταίο δωδεκάμηνο. Οι θετικές αυτές εξελίξεις αντανakλώνται και στα στοιχεία για το γ' τρίμηνο του 2016, που δείχνουν σημαντική άνοδο του ΑΕΠ.

Η θετική δυναμική που έχει διαμορφωθεί στην οικονομία πρέπει να στηριχθεί και να παγιωθεί με την προσήλωση στους στόχους του προγράμματος και την επιτάχυνση στο ρυθμό εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που έχουν συμφωνηθεί. Η ενδυνάμωση των θετικών προοπτικών θα ενθαρρύνει την επιστροφή των καταθέσεων και θα επιτρέψει την περαιτέρω χαλάρωση και τελικά άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα συμβάλει στη μείωση του κόστους δανεισμού και θα διευρύνει σταδιακά την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών τραπεζών, με θετικές επιδράσεις στη χρηματοδότηση, άρα και στις αναπτυξιακές επιδόσεις, της ελληνικής οικονομίας.

Η – με επιμονή και συνέπεια – εφαρμογή του προγράμματος διευκολύνει τη λήψη αποφάσεων για τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα μέτρα που θα διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και την ένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Κάτι

τέτοιο θα προλειάνει το έδαφος για την πλήρη επάνοδο του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Αν συμβούν τα παραπάνω, οι θετικές επιδράσεις θα γίνουν γρήγορα αισθητές και θα ισχυροποιηθεί η πρόβλεψη για ανάπτυξη της οικονομίας με επιταχυνόμενους ρυθμούς από το 2017 και μετά, εξέλιξη που θα σηματοδοτήσει την οριστική έξοδο από την κρίση. Σε αντίθετη περίπτωση, θα εξασθενήσουν οι προοπτικές ανάκαμψης, η εμπιστοσύνη θα κλονιστεί εκ νέου και θα επανακάμψει η αβεβαιότητα. Ως συνέπεια, η οικονομία θα παραμείνει εγκλωβισμένη σε μια κατάσταση στασιμότητας με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, υψηλή ανεργία και υψηλό ιδιωτικό και δημόσιο χρέος.

2 ΙΣΧΥΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΕΤΑΙ ΤΟ 2017

Στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2016 η οικονομία συνέχισε να επηρεάζεται από τους κεφαλαιακούς περιορισμούς, αλλά και από το αβέβαιο οικονομικό κλίμα των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων. Στην αρνητική εξέλιξη του ΑΕΠ το α' εξάμηνο του 2016 συνέβαλαν κυρίως η υποχώρηση της κατανάλωσης (ιδιωτικής και δημόσιας) και η κάμψη του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, ενώ αντίθετα σε θετική κατεύθυνση κινήθηκαν οι επενδύσεις. Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, ωστόσο, έθεσε τις βάσεις για τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και την ανάκαμψη της οικονομίας. Ταυτόχρονα, η επίλυση εκκρεμοτήτων που εντάχθηκαν στην πρώτη και δεύτερη αξιολόγηση – όπως για παράδειγμα η ολοκλήρωση των ιδιωτικοποιήσεων των περιφερειακών αεροδρομίων και του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού – βοήθησε στη σταδιακή ενίσχυση του οικονομικού κλίματος.

Η σταθεροποίηση και σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αντανακλάται ήδη σε κάποιους βασικούς δείκτες:

- Η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε κατά 1,8% σε ετήσια βάση την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, εξαιτίας της σημαντικής ανόδου της μεταποίησης (κατά 4,5% την αντίστοιχη περίοδο) η οποία υπερέγρασε την πτώση στους σχετικούς δείκτες παραγωγής των ορυχείων και στην παροχή ηλεκτρικού ρεύματος και νερού.
- Σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ του Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Πρόνοιας, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 καταγράφηκε σωρευτική αύξηση της εξαρτημένης απασχόλησης κατά 162.795 άτομα, δηλαδή κατά 46.247 άτομα περισσότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2015.
- Οι εξαγωγές αγαθών σε πραγματικούς όρους αυξήθηκαν την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 κατά 7,6% σε ετήσια βάση.

Ωστόσο, ορισμένοι βραχυχρόνιοι δείκτες παρουσιάζουν ακόμη μικτή εικόνα. Συγκεκριμένα:

- Ο δείκτης PMI για τη μεταποίηση, αν και έχει αρκετές μεταπτώσεις, παραμένει κάτω από το όριο του 50 την περίοδο Σεπτεμβρίου-Νοεμβρίου 2016, γεγονός που υποδηλώνει συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Παρ' όλα αυτά, ο υποδείκτης απασχόλησης του PMI παρέμεινε και το Νοέμβριο οριακά πάνω από το όριο του 50 για έκτο συνεχή μήνα, υποδηλώνοντας θετικές, αν και σε μικρότερο βαθμό, προσδοκίες απασχόλησης.
- Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις σε ονομαστικούς όρους μειώθηκαν κατά 5,5%, παρά την άνοδο των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών κατά 3,5% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, ενώ και οι εισπράξεις από τη ναυτιλία συνέχισαν την πτωτική τους πορεία τόσο λόγω της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (παρά τη μερική άρση των περιορισμών αυτών για τις ναυτιλιακές εταιρίες) όσο και λόγω της μείωσης των ναύλων.

- Ο όγκος των λιανικών πωλήσεων για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 υποχώρησε κατά 1,3% σε ετήσια βάση. Ωστόσο, ο γενικός δείκτης όγκου εκτός καυσίμων και λιπαντικών αυτοκινήτων σταθεροποιήθηκε την εν λόγω περίοδο.

Παρά τη μικτή εικόνα που παρουσιάζουν οι δείκτες αυτοί, τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το γ' τρίμηνο του 2016 καταγράφουν σημαντική άνοδο του ΑΕΠ κατά 0,8% έναντι του β' τριμήνου και κατά 1,8% έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2015, εξέλιξη που σηματοδοτεί την επάνοδο της οικονομίας σε ανοδική τροχιά, καθώς στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,2% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015. Η αύξηση του ΑΕΠ το εν λόγω εννεάμηνο οφείλεται στην αύξηση των ακαθάριστων επενδύσεων και την ανάκαμψη της κατανάλωσης, ενώ αρνητικά επέδρασαν οι καθαρές εξαγωγές.

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ελληνική οικονομία δείχνουν ανάκαμψη της δραστηριότητας η οποία ξεκινά από το β' εξάμηνο του 2016 και συνεχίζεται, επιταχυνόμενη, στα έτη 2017, 2018 και 2019. Συγκεκριμένα, το 2016 αναμένεται οριακή αύξηση του ΑΕΠ της τάξεως του 0,1%. Για το 2017 προβλέπεται ρυθμός ανάπτυξης 2,5%, ο οποίος εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο 3% τα έτη 2018 και 2019, βασιζόμενος στην άνοδο των επενδύσεων, της κατανάλωσης και των εξαγωγών.

Ο πληθωρισμός στη διάρκεια του 2016 κατέγραψε έντονες αυξομειώσεις, καθώς οι αποπληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν ισχυρές λόγω των τιμών των καυσίμων αλλά και της ασθενικής ζήτησης. Ωστόσο, από το τέλος του 2016 και έπειτα, ο πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί σε θετικό έδαφος, αντανακλώντας τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων, τη σταθεροποίηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου αλλά και τη σταδιακή άνοδο της εγχώριας ζήτησης.

Σε ό,τι αφορά την αγορά εργασίας, αναμένεται ότι η τάση αποκλιμάκωσης της ανεργίας θα συνεχιστεί και το 2017, υποβοηθούμενη από την επιστροφή της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τις ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης. Ωστόσο, το επίμονα υψηλό επίπεδο μακροχρόνιας ανεργίας δεν αναμένεται να θεραπευθεί με αυτόματο τρόπο, ακόμη και εντός ενός νέου ενάρετου κύκλου της οικονομίας, και γι' αυτό χρήζει συντονισμένης και αποτελεσματικής αντιμετώπισης.

Σε συνέχεια των πρωτογενών πλεονασμάτων της περιόδου 2013-2015 και ειδικά της υπέρβασης του στόχου για το 2015, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης το 2016 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί εντός του στόχου του προγράμματος, με αυξημένη πιθανότητα να τον υπερβεί, υποβοηθούμενο από την καλή πορεία των φορολογικών εσόδων. Για το 2017 ο στόχος για το πρωτογενές πλεόνασμα εκτιμάται ότι είναι επιτεύξιμος, υπόκειται όμως σε κινδύνους που σχετίζονται με τις μακροοικονομικές εξελίξεις, τη διατήρηση της καλής πορείας των εσόδων και τη συγκράτηση των μη παραγωγικών δαπανών του Δημοσίου.

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος βασίζονται στην παραδοχή ότι η δεύτερη αξιολόγηση του προγράμματος θα ολοκληρωθεί χωρίς καθυστερήσεις και ότι θα έχει, από το α' εξάμηνο του 2017 και μετά, σημαντικές θετικές επιδράσεις στη ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στη μείωση της αβεβαιότητας και στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος και των προσδοκιών. Οι προβλέψεις βασίζονται εξάλλου και στην εκτίμηση ότι η νομισματική πολιτική σε επίπεδο ευρωζώνης θα παραμείνει διευκολυντική και ότι θα υλοποιηθούν σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα του προγράμματος οι συμφωνημένες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων. Ωστόσο, οι προβλέψεις αυτές υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους, που περιγράφονται αναλυτικά στην ενότητα 7 του παρόντος κεφαλαίου.

3 ΣΕ ΤΡΟΧΙΑ ΠΡΟΣ ΕΝΑ ΝΕΟ, ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΠΡΟΤΥΠΟ

Εξετάζοντας την πορεία της οικονομίας από μια πιο μακρόπνοη σκοπιά, προκύπτει σαφώς ότι από την αρχή της κρίσης η Ελλάδα έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο όσον αφορά τη διόρθωση των δημοσιονομικών και εξωτερικών ανισορροπιών της που την οδήγησαν στην κρίση. Ειδικότερα, επιτεύχθηκαν:

- **αξιοσημείωτη δημοσιονομική προσαρμογή**, καθώς η βελτίωση του “διαρθρωτικού” πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος την περίοδο 2009-2015 κατά 17 ποσοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ ήταν διπλάσια από την προσαρμογή που πέτυχαν άλλα κράτη-μέλη τα οποία εφάρμοσαν προγράμματα της ΕΕ-ΔΝΤ,
- **πλήρης ανάκτηση της απώλειας διεθνούς ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας** που είχε καταγραφεί μεταξύ 2000 και 2009,
- **εξάλειψη του ελλείμματος** στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, με τη συνολική βελτίωση την περίοδο 2008-2015 να ξεπερνά τις 15 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ,
- **ανακεφαλαιοποίηση και αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος**, με αποτέλεσμα να αντεπεξέλθει με επιτυχία στην κρίση και τη φυγή των καταθέσεων,
- σημαντικές **διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις** στις αγορές εργασίας και προϊόντων, καθώς και στη δημόσια διοίκηση.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω αλλαγών, αναμένεται να ενισχυθεί το αναπτυξιακό δυναμικό της ελληνικής οικονομίας μακροπρόθεσμα μέσω της ταχύτερης ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας και της αύξησης της απασχόλησης. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, οι μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν την περίοδο 2010-2014, σε συνδυασμό με αυτές που εφαρμόζονται ήδη ή πρόκειται να εφαρμοστούν στο πλαίσιο του προγράμματος, θα αυξήσουν σωρευτικά το πραγματικό ΑΕΠ κατά περίπου

13,4% μέσα σε μία δεκαετία. Η εκτίμηση αυτή είναι ένα ελάχιστο επίπεδο, με την έννοια ότι δεν μπορούν εύκολα να ποσοτικοποιηθούν άλλες μεταρρυθμίσεις, όπως οι αλλαγές του πλαισίου των συλλογικών διαπραγματεύσεων και η αύξηση του ρόλου των επιχειρησιακών συμβάσεων, οι αλλαγές στον καθορισμό των κατώτατων αποδοχών, η βελτίωση του δικαστικού συστήματος, η αναμόρφωση του πτωχευτικού δικαίου, ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης και η αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Από αναλύσεις των υπηρεσιών της Τράπεζας της Ελλάδος προκύπτουν παρόμοιες εκτιμήσεις, ενώ επισημαίνεται ότι μακροχρόνια υπάρχουν πρόσθετα οφέλη όταν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις προωθούνται ταυτόχρονα με τη δημοσιονομική εξυγίανση, τα οποία μπορούν να φθάσουν έως και 4% του πραγματικού ΑΕΠ.

Οι αλλαγές που έχουν έως τώρα εφαρμοστεί έχουν συντελέσει στη διαφαινόμενη αναδιάρθρωση της οικονομίας προς ένα νέο εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο, που βασίζεται στους τομείς των διεθνών εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και στην αύξηση του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ. Οι ενδείξεις που υπάρχουν είναι ήδη βάσιμες και επιτρέπουν την εκτίμηση ότι η πορεία αναδιάρθρωσης θα επιταχυνθεί, αν εφαρμοστούν και όσες μεταρρυθμίσεις απομένουν. Ειδικότερα:

- Οι σχετικές τιμές των διεθνών εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών έναντι των μη εμπορεύσιμων αυξήθηκαν κατά 10% περίπου την περίοδο 2010-2015, με αποτέλεσμα η παραγωγή αυτών των αγαθών και υπηρεσιών να γίνει πιο επικερδής.
- Το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην ιδιωτική οικονομία έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Συγκεκριμένα, το σχετικό μέγεθος του τομέα των διεθνών εμπορεύσιμων αυξήθηκε κατά 12% περίπου την περίοδο 2010-2015 σε όρους όγκου και κατά 24% περίπου σε ονομαστικούς όρους, ενώ σε όρους απασχόλησης αυξήθηκε κατά 8% περίπου.

- Αυξήθηκε το μερίδιο των εξαγωγών στο ΑΕΠ σε ονομαστικούς όρους από περίπου 19% το 2009 σε 32% το 2015. Αυτή η αύξηση προήλθε κατά τα 2/3 περίπου από τις εξαγωγές αγαθών και κατά το 1/3 από τις εξαγωγές υπηρεσιών και ειδικότερα τις τουριστικές εισπράξεις. Ειδικότερα, σε ονομαστικούς όρους οι εξαγωγές αγαθών διαμορφώθηκαν το 2015 στο 16,5% του ΑΕΠ, έναντι 8,5% του ΑΕΠ το 2009.

Θα πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι στην αναδιάρθρωση της οικονομίας επέδρασε και το γεγονός ότι οι τομείς των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών που έχουν εξαγωγικό προσανατολισμό επηρεάστηκαν σε μικρότερο βαθμό από την υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης και κατά συνέπεια κατόρθωσαν να αυξήσουν σταδιακά τα μερίδιά τους σε όρους όγκου και απασχόλησης.

✓ **Προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν για να επιταχυνθεί η αναδιάρθρωση της οικονομίας**

Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τα τελευταία χρόνια και την ανάκτηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας, δεν έχει επιτευχθεί αντίστοιχη πρόοδος στην ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας σε όρους τιμών. Επίσης, παρά την έως τώρα βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους, οι εξαγωγές αγαθών υπολείπονται του επιπέδου που θα αναμενόταν με βάση τις ιστορικές συσχετίσεις μεταξύ των μεγεθών. Αυτό μπορεί σε μεγάλο βαθμό να αποδοθεί στην έλλειψη επαρκούς χρηματοδότησης, στο υψηλότερο κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού, στην αυξημένη αβεβαιότητα, αλλά και στο ότι οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών καθώς και η εξάλειψη των ποικίλων αντικινήτρων στην επενδυτική δραστηριότητα έχουν καθυστερήσει σε σχέση με τις μεταρρυθμίσεις που έχουν ήδη γίνει στην αγορά εργασίας.

Η υστέρηση των εξαγωγών οφείλεται εν μέρει και σε μια σειρά από εγγενείς διαρθρωτικές αδυναμίες που εμποδίζουν τη διεύδυση των

ελληνικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές και αφορούν άλλες πτυχές εκτός του κόστους, όπως η ποιότητα των προϊόντων, το τεχνολογικό τους περιεχόμενο, η προστατευόμενη ονομασία προέλευσης και η καθιέρωση επωνυμίας, το σχετικά μικρό μέγεθος των ελληνικών επιχειρήσεων και η μικρή πρόσβασή τους στα διεθνή δίκτυα παραγωγής και διανομής, η απουσία νέων επενδύσεων τα χρόνια της κρίσης και η γραφειοκρατία.

Στον τομέα του τουρισμού, η κάμψη των τουριστικών εισπράξεων που παρατηρείται το 2016 (παρά την αύξηση των αφίξεων), μετά την ανοδική πορεία της περιόδου 2013-2015, αποδίδεται στη μείωση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι, η οποία οφείλεται τόσο στην προσφορά ιδιαίτερα ανταγωνιστικών τιμών με στόχο την προσέλκυση περισσότερων επισκεπτών όσο και στην άφιξη λιγότερων επισκεπτών υψηλού εισοδήματος. Σε αυτό το σημείο πρέπει να επισημανθεί ότι η σύνθεση των χωρών προέλευσης αλλάζει, καθώς οι αφίξεις, κυρίως από παραδοσιακές αγορές (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία κ.λπ.) πλησιάζουν τα όρια κορεσμού, εξέλιξη που πρέπει να προβληματίσει τους ιθύνοντες του τουρισμού. Παράλληλα, εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικές προκλήσεις για τον ελληνικό τουρισμό, οι οποίες συνδέονται με το δυσμενές γεωπολιτικό περιβάλλον, τη διεθνή τρομοκρατία και τη συνεχιζόμενη προσφυγική κρίση.

Οι εισπράξεις από εξαγόμενες υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών επηρεάζονται αρνητικά τα τελευταία χρόνια τόσο από διεθνείς εξελίξεις, όπως η μείωση των ναύλων και η κάμψη του παγκόσμιου εμπορίου, όσο και από εγχώριες εξελίξεις, όπως η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και γενικότερα η οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα.

Παρότι η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα βελτιώθηκε την περίοδο 2013-2014 (σύμφωνα με μια σειρά από δείκτες που καταρτίζονται από τον ΟΟΣΑ, την Παγκόσμια Τράπεζα και το World Economic Forum), η Ελλάδα εξακολουθεί να κατατάσσεται, με βάση αυτούς

τους δείκτες, στις τελευταίες θέσεις μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, ενώ τα τελευταία χρόνια η πρόοδος έχει ανακοπεί ή και αναστραφεί ελαφρώς.

Η επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων αναμένεται να ενισχύσει την ανάκαμψη και την αναδιάρθρωση της οικονομίας υπέρ των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και την αύξηση των εξαγωγών. Απαιτείται όμως παράλληλα και βελτίωση της χρηματοδότησης και της ρευστότητας της οικονομίας, καθώς και η εξάλειψη των επενδυτικών ανικινητρών, προκειμένου να ενισχυθούν οι επενδύσεις και να αυξηθεί η εξαγωγική βάση αλλά και το (χαμηλό) τεχνολογικό περιεχόμενο των εξαγωγικών αγαθών. Προϋπόθεση για αυτό είναι η εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, με προτεραιότητα την αποτελεσματική διαχείριση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Αυτό θα επιδράσει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα και την παραγωγικότητα μέσω της αύξησης της προσφοράς τραπεζικών δανείων και της μείωσης των επιτοκίων δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Παράλληλα, κατά τη διαδικασία αντιμετώπισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αφενός θα βελτιωθούν περαιτέρω οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, αφετέρου θα απελευθερωθούν πόροι οι οποίοι, εφόσον διοχετευθούν προς τις πιο παραγωγικές επιχειρήσεις και κλάδους, θα οδηγήσουν μακροπρόθεσμα στην αναδιάρθρωση της οικονομίας και την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας.

4 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΑΝΑΚΑΜΠΤΕΙ ΕΝ ΜΕΣΩ ΑΥΞΗΜΕΝΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,1% το 2016, ενώ προβλέπεται να επιταχυνθεί σε 3,4% το 2017, αντανακλώντας βελτίωση των επιδόσεων τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, με κυριότερα χαρακτηριστικά την έξοδο της Βραζιλίας και της Ρωσίας από τη διετή ύφεση και

τη συνέχιση της ελεγχόμενης εξισορρόπησης της οικονομίας της Κίνας.

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ εμφανίζεται αρκετά ανθεκτική σε δυσμενείς οικονομικές και θεσμικές εξελίξεις. Οι βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο για έξοδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) εκτιμάται ότι θα είναι σχετικά περιορισμένες, ενώ σαφώς μεγαλύτερες προβλέπονται οι επιπτώσεις για τη βρετανική οικονομία. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται από το Ευρωσύστημα ότι θα διαμορφωθεί σε 1,7% το 2016 και το 2017 και θα υποχωρήσει ελαφρώς σε 1,6% το 2018 και το 2019. Η ιδιαίτερα διευκολυντική πολιτική της ΕΚΤ εκτιμάται ότι έχει συμβάλει σημαντικά στην ανθεκτικότητα της οικονομικής δραστηριότητας και τη σταδιακή ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης στη ζώνη του ευρώ.

Παράγοντες αβεβαιότητας για τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας αποτελούν ο χαμηλός ρυθμός αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας στις προηγμένες οικονομίες, η σημαντική επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου και οι διαφαινόμενες τάσεις προστατευτισμού, καθώς και το υψηλό επίπεδο δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες. Οι γεωπολιτικές εντάσεις αυξάνουν επίσης τους κινδύνους για την ευρωστία της οικονομικής ανάκαμψης, ενώ οι πολιτικοί κίνδυνοι που πυκνώνουν μετά το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο για έξοδο από την ΕΕ συντηρούν κλίμα αβεβαιότητας και αμηχανίας.

Η ενίσχυση της ανάκαμψης και του παραγωγικού δυναμικού της ευρωπαϊκής οικονομίας απαιτεί τη βελτίωση του μίγματος οικονομικής πολιτικής με την αξιοποίηση της δημοσιονομικής πολιτικής, όπου υπάρχουν δημοσιονομικά περιθώρια, αλλά και με τη βελτίωση της σύνθεσης δημόσιων δαπανών και φόρων, καθώς και με την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Στο πλαίσιο αυτό, πρωτοβουλίες για την ενίσχυση των επενδύσεων και

την αξιοποίηση του αναπτυξιακού δυναμικού της ενιαίας αγοράς έχουν αναληφθεί από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα. Για να επιτευχθούν όμως όλα αυτά, απαιτείται κατ' αρχήν να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στο μέλλον και τις προοπτικές της ΕΕ.

5 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΙΣΧΥΕΙ ΤΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ, ΣΥΜΒΑΛΛΕΙ ΣΤΗΝ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΚΑΙ ΣΤΗΡΙΖΕΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Στις αρχές του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έλαβε πρόσθετα μέτρα νομισματικής πολιτικής, επειδή έκρινε ότι εξασθενούσαν οι πληθωριστικές πιέσεις υπό το φως επανειλημμένων ενδείξεων ότι επιβραδυνόταν το παγκόσμιο εμπόριο, ενώ αυξανόταν η μεταβλητότητα στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές με κίνδυνο να επηρεαστεί δυσμενώς το κόστος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ. Έτσι, το Ευρωσύστημα μείωσε τα βασικά επιτόκια, με αποτέλεσμα το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, το οποίο, υπό τις παρούσες συνθήκες στην ενιαία αγορά χρήματος, αποτελεί το σημαντικότερο επιτόκιο πολιτικής, να διαμορφωθεί στις -40 μονάδες βάσης. Επίσης, αυξήθηκε κατά 1/3 σε 80 δισεκ. ευρώ το ύψος των μηνιαίων αγορών εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να περιληφθούν στο σύνολο των προς αγορά χρεογράφων και εταιρικά ομόλογα τα οποία έχουν εκδοθεί από μη τραπεζικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ. Τέλος, δρομολογήθηκε δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων ανοικτής αγοράς, οι οποίες εξασφαλίζουν ακόμη ευνοϊκότερες συνθήκες αναχρηματοδότησης με μεσομακροπρόθεσμα κεφάλαια για τα πιστωτικά ιδρύματα σε σύγκριση με την πρώτη σειρά, η διεξαγωγή της οποίας ολοκληρώθηκε στα μέσα του έτους.

Η ενιαία νομισματική πολιτική την οποία χαράζει και εφαρμόζει το Ευρωσύστημα έχει, σε μεγάλο βαθμό, εξουδετερώσει την επίδραση

των αρνητικών οικονομικών διαταραχών που έπληξαν τη ζώνη του ευρώ κατά τους τελευταίους μήνες. Τα άμεσα ευνοϊκά αποτελέσματά της περιλαμβάνουν τη διατήρηση του ρυθμού νομισματικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ σε υψηλά επίπεδα, την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των νέων τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, την υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης (τόσο από το τραπεζικό σύστημα όσο και μέσω των αγορών κεφαλαίων), τη βελτίωση των λοιπών όρων τραπεζικού δανεισμού, πέραν του επιτοκίου, και τη σύγκλιση του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης μεταξύ των κρατών-μελών και των επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους. Με τη σειρά της, η δραστική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης, την οποία επέτυχε η πολιτική του Ευρωσυστήματος, συνέβαλε στην ενδυνάμωση της συνολικής εγχώριας δαπάνης στη ζώνη του ευρώ και στην ενίσχυση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ. Η συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης και η ανοδική τάση των τιμών της ενέργειας στη διάρκεια του 2016 οδήγησαν σε επιτάχυνση του πληθωρισμού. Έτσι, ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ μεταστράφηκε από αρνητικές σε θετικές τιμές στη διάρκεια του έτους και αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω κατά το 2017, το 2018 και το 2019, σε 1,3%, 1,5% και 1,7% αντίστοιχα, σύμφωνα με τις οικονομετρικές προβολές που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2016.

Όσον αφορά τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, στις 8 Δεκεμβρίου 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιβεβαίωσε τη διατήρηση του ύψους των μηνιαίων αγορών τίτλων σε 80 δισεκ. ευρώ μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2017, ενώ παράλληλα ανακοίνωσε την πρόθεση συνέχισης αγοράς τίτλων ύψους 60 δισεκ. ευρώ μηνιαίως για το διάστημα από τον Απρίλιο του 2017 έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2017 το νωρίτερο. Εάν μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή δεν έχει επιτευχθεί ευθυγράμμιση της αναμενόμενης πορείας του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ με τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό λίγο κάτω, αλλά πλησίον, του 2% μεσοπρόθεσμα, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων ανα-

μένεται να συνεχιστεί, έως ότου εξασφαλιστεί η επιστροφή της ζώνης του ευρώ σε συνθήκες σταθερότητας των τιμών. Επιπλέον, τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα διατηρηθούν στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα και μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων. Εφόσον κριθεί ότι, για την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, είναι απαραίτητο η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να καταστεί ακόμη πιο διευκολυντική, δεν αποκλείεται τα βασικά επιτόκια να μειωθούν και άλλο ή και να προσαρμοστούν κατάλληλα οι τεχνικές παράμετροι των μη συμβατικών μέσων (π.χ. του προγράμματος αγοράς τίτλων) ή επίσης να εισαχθούν νέα πρόσθετα μέσα νομισματικής πολιτικής, υπό την προϋπόθεση ότι τα μέσα αυτά είναι συμβατά με το καταστατικό της ΕΚΤ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε επανειλημμένως κατά τη διάρκεια του 2016 ότι η ταχύτητα και γενικότερα η αποτελεσματικότητα με την οποία επιδρά η πολιτική του Ευρωσυστήματος στη ζώνη του ευρώ θα ήταν δυνατόν να ενισχυθεί εάν η πολιτική αυτή συνδυαζόταν με την άσκηση κατάλληλης ιδίως διαρθρωτικής αλλά και δημοσιονομικής πολιτικής εκ μέρους κυρίως των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης. Κατά την εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου, οι ληφθείσες μέχρι στιγμής πρωτοβουλίες για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις παραμένουν διστακτικές. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διέκρινε ως προτεραιότητες της οικονομικής πολιτικής (α) την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων το οποίο έχει παρουσιαστεί σε αρκετά κράτη-μέλη, (β) την πρόοδο προς την ένωση κεφαλαιαγορών στην Ευρώπη και (γ) τη συνέχιση του “επενδυτικού σχεδίου για την Ευρώπη”, γνωστού ως σχεδίου Juncker, μέσω του οποίου παρέχονται επενδυτικά κίνητρα.

6 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΑΝΟΙΓΜΑΤΩΝ

Με βάση τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα στοιχεία, το 2016 οι τραπεζικές καταθέσεις των μη χρη-

ματοπιστωτικών επιχειρήσεων, των νοικοκυριών και των κατοίκων εξωτερικού κατέγραψαν σωρευτική καθαρή εισροή. Με βάση τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής, σημαντική ήταν η άνοδος των καταθέσεων μίας ημέρας. Καταγράφηκαν ανακαταθέσεις τραπεζογραμματίων στις τράπεζες αξιόλογου ύψους και σε ορισμένες περιπτώσεις επιστροφή κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Οι νομισματικές αυτές εξελίξεις μεταξύ άλλων αντανακλούν και τις επιπτώσεις του πλαισίου περιορισμών που επιβλήθηκε στις τράπεζες στα μέσα του 2015. Ο συγκριτικά έντονος επαναπατρισμός κεφαλαίων υποβοηθήθηκε από το γεγονός ότι το εν λόγω πλαίσιο επέτρεπε την επανεπένδυση τέτοιων ροών στο εξωτερικό, ενώ η σχετική προτίμηση για καταθέσεις μίας ημέρας συνδέεται με την απαγόρευση των πρόωγων εξοφλήσεων καταθέσεων προθεσμίας η οποία άρθηκε πλήρως το Μάρτιο του 2016. Η εντονότερη αύξηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε σύγκριση με τα νοικοκυριά υποδηλώνει ότι, δεδομένου του τυπικού μεγέθους των ταμειακών τους ροών, οι περιορισμοί αποδείχθηκαν σχετικά περισσότερο δεσμευτικοί για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Υπό το φως αυτών των εξελίξεων, οι τράπεζες μπόρεσαν να μειώσουν και άλλο τα επιτόκια καταθέσεων. Υποχώρηση κατέγραψαν και τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης, ωστόσο το περιθώριο διαμεσολάβησης συνέχισε να ακολουθεί ανοδική πορεία, καθώς η ελάφρυνση του φόρτου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που βαρύνει τους τραπεζικούς ισολογισμούς διανύει ακόμη τα αρχικά της στάδια. Πάντως, σε πραγματικούς όρους όλα τα τραπεζικά επιτόκια μειώθηκαν.

Όσον αφορά τις πιστωτικές εξελίξεις, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της επιχειρηματικής πίστης, όπως επίσης και της καταναλωτικής, περιορίστηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σύγκριση με ό,τι είχε καταγραφεί τα προηγούμενα έτη. Αυτή η εξέλιξη, ωστόσο, μάλλον αντανακλά μεταβολές στην έκταση των αποπληρωμών, προς τις τράπεζες, πιστώσεων που

είχαν χορηγηθεί κατά το παρελθόν. Αντιθέτως, ορισμένοι δείκτες εκταμιεύσεων νέας τραπεζικής χρηματοδότησης υποδηλώνουν προοδευτικό περιορισμό της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών κατά το 2016.

Οι διακυμάνσεις της εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών ως προς τις προοπτικές της οικονομίας, με επίκεντρο την πρώτη αξιολόγηση, απεικονίστηκαν στις μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, αν και ο σχετικός όγκος συναλλαγών ήταν μειωμένος σε σύγκριση με το παρελθόν. Σε σχέση με το 2015 οι αποδόσεις και η διαφορά τους έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά χαμηλότερες κατά το 2016. Μάλιστα, κατά διαστήματα εντός του έτους εξομαλύνθηκε και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών τίτλων, μεταστρεφόμενη από αρνητικές σε θετικές τιμές. Όσον αφορά τα εταιρικά ομόλογα ελληνικών επιχειρήσεων τα οποία είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις διεθνείς αγορές, σημειώθηκε αποκλιμάκωση των αποδόσεων και πραγματοποιήθηκαν νέες εκδόσεις – και εδώ όμως ο όγκος συναλλαγών περιορίστηκε, όπως εξάλλου και στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Οι βασικές επιδράσεις που θα διαμορφώσουν τις νομισματικές και τις πιστωτικές εξελίξεις στην Ελλάδα στο μέλλον συνδέονται αφενός με την αναμενόμενη οικονομική ανάκαμψη και αφετέρου με την εξέλιξη της εμπιστοσύνης. Αμφότερες οι επιδράσεις είναι αλληλένδετες με την πρόοδο που θα μπορέσει να επιτύχει η κυβέρνηση όσον αφορά την εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Αν η εξέλιξη της εμπιστοσύνης και της οικονομικής δραστηριότητας είναι ευνοϊκή, τότε η επιστροφή καταθέσεων θα επιταχυνθεί, οι κεφαλαιακοί περιορισμοί στο τραπεζικό σύστημα θα χαλαρώσουν περαιτέρω, η πρόσβαση των εγχώριων τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων θα διευρυνθεί, ενώ η έκδοση χρεογράφων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό θα αυξηθεί. Η προσδοκώμενη ένταξη των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο

πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος θα βελτιώσει τη ρευστότητα των τίτλων και θα οδηγήσει σε σημαντική περαιτέρω αποκλιμάκωση των αποδόσεών τους, η οποία θα ασκήσει καθοδική πίεση τόσο στο κόστος χρηματοδότησης των εγχώριων τραπεζών όσο και στο κόστος τραπεζικού δανεισμού για την πραγματική οικονομία.

✓ Βελτίωση των αποτελεσμάτων των τραπεζών

Τους πρώτους εννέα μήνες του 2016 οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες και οι όμιλοί τους εμφάνισαν οριακά κέρδη προ φόρων μετά από μια σειρά ζημιολύγων χρήσεων, λόγω τόσο της ευνοϊκής εξέλιξης των εσόδων όσο και της διενέργειας χαμηλότερων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Ειδικότερα, καταγράφηκε μείωση των εξόδων των τραπεζών για τόκους, ως συνέπεια της υποχώρησης του επιτοκίου καταθέσεων και του περιορισμού της προσφυγής σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ), καθώς και άνοδος των καθαρών εσόδων από προμήθειες λόγω της διάδοσης των πληρωμών με κάρτες αλλά και της μείωσης των δαπανών για τη χρήση των εγγυήσεων του Ελληνικού Δημοσίου. Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε συγκράτηση του λειτουργικού κόστους. Και στα τρία τρίμηνα του τρέχοντος έτους, τα καθαρά έσοδα διαμορφώθηκαν σε επίπεδο, έστω οριακά, υψηλότερο εκείνου του σχηματισμού προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Επίσης, για πρώτη φορά από τις αρχές της κρίσης, παρατηρήθηκε μείωση του ύψους των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (με βάση τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών – EBA) σε απόλυτα μεγέθη. Παράλληλα, το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο παραμένει περίπου στο 50%, ενώ, αν προστεθεί στις συσσωρευμένες προβλέψεις και η αξία των εξασφαλίσεων που έχουν ληφθεί από τις τράπεζες έναντι των εν λόγω δανείων, τότε το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%. Θετική εξέλιξη αποτέλεσε και η υποχώρηση του λόγου μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το άθροισμα

του αποθέματος των προβλέψεων συν τα εποπτικά ίδια κεφάλαια (δείκτης Texas) κατά 15 ποσοστιαίες μονάδες σε 126%, ποσοστό ωστόσο που παραμένει υψηλό και διπλάσιο του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, το Σεπτέμβριο του 2016 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 18,1% (Δεκέμβριος 2015: 16,3%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 18,2% (Δεκέμβριος 2015: 16,5%).

Ως απόρροια των παραπάνω θετικών παραμέτρων, πρόσφατα ο οίκος αξιολόγησης Moody's αναβάθμισε τις προοπτικές των ελληνικών τραπεζών σε “σταθερές” από “αρνητικές”, λόγω βελτίωσης στη χρηματοδότηση και στην κερδοφορία τους.

✓ Πρόοδος στο θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων

Ο βασικός παράγοντας ο οποίος θα βαρύνει στην ανάκαμψη της πιστοδοτικής δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών είναι η αποτελεσματικότητα στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, η οποία αποτελεί την κυριότερη πρόκληση που καλείται να αντιμετωπίσει ο τραπεζικός κλάδος. Ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων των εγχώριων τραπεζών σε ατομική βάση σταθεροποιήθηκε στο 45,2% κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2016. Ιδιαίτερος υψηλά είναι τα ποσοστά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων μεταξύ των χρηματοδοτήσεων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους επαγγελματίες και μάλιστα στους επιμέρους κλάδους της εστίασης, της κλωστοϋφαντουργίας, της βιομηχανίας χάρτου και ξύλου, όπως και στους κλάδους των κατασκευών και του εμπορίου.

Διαπιστώνεται ότι έχει σημειωθεί πρόοδος στην αντιμετώπιση αυτής της κρισιμότερης πρόκλησης για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Ειδικότερα, οι τράπεζες προχώρησαν στη διάρκεια του εννεαμήνου του 2016 σε αύξηση στη ρύθμιση των μη εξυπηρετούμενων οφειλών κατά 11,3%, επιλέγοντας μάλιστα στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ρυθμίσεις με μακροπρόθεσμη προοπτική, οι οποίες πλέον αντιστοιχούν στο 44% περίπου του συνόλου των ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων οφειλών.

Εξάλλου, θεσπίστηκε υποχρέωση των τραπεζών να ακολουθούν επιχειρησιακούς στόχους (αποτελεσμάτων και δράσεων) σχετικούς με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους. Οι στόχοι αυτοί συμφωνήθηκαν τον Ιούνιο του 2016 μετά από διαβούλευση της Τράπεζας της Ελλάδος και της ΕΚΤ με τις τέσσερις συστημικές τράπεζες και αφορούν την περίοδο από το β' τρίμηνο του 2016 έως το 2019. Όπως προκύπτει από την πρώτη Έκθεση για τους επιχειρησιακούς στόχους μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που πρόσφατα δημοσίευσε η Τράπεζα της Ελλάδος, οι συστημικές τράπεζες δεσμεύθηκαν για μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων κατά 38% (ή περίπου 40 δισεκ. ευρώ) μέχρι το τέλος του 2019. Η μείωση αυτή θα επιτευχθεί μέσω μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων, επιλεκτικών διαγραφών δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων και μεταβίβασης δανείων.

Παράλληλα, νομοθετήθηκαν μέτρα που αφορούν την επιτάχυνση των εν γένει διαδικασιών στα δικαστήρια και την απλοποίηση των διαδικασιών εξυγίανσης και ειδικής εκκαθάρισης επιχειρήσεων, την προστασία των ευάλωτων δανειοληπτών παράλληλα με μέτρα κατά των στρατηγικών κακοπληρωτών και, τέλος, τη δυνατότητα ανάθεσης, από τις τράπεζες, της διαχείρισης ή και μεταβίβασης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους σε ειδικές γι' αυτό το σκοπό εταιρίες, οι οποίες αδειοδοτούνται βάσει αυστηρών κριτηρίων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ως προς το τελευταίο, η Τράπεζα της Ελλάδος θέσπισε με τις Πράξεις Εκτελεστικής Επιτροπής 82/2016 και 95/2016 το ρυθμιστικό

πλαίσιο αδειοδότησης και εποπτείας των εταιριών διαχείρισης και απόκτησης απαιτήσεων. Υπενθυμίζεται ότι οι εταιρίες που θα επιλέξουν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά αυτή θα υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες όσον αφορά την προστασία των πιστούχων (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) και θα πρέπει να συμμορφώνονται με τα προβλεπόμενα από τον Κώδικα Δεοντολογίας.

7 ΠΙΘΑΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Παρά τις θετικές ενδείξεις που καταγράφονται σήμερα και την πρόοδο που έχει επιτευχθεί, εξακολουθούν να υπάρχουν κίνδυνοι για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Ο σημαντικότερος και αμεσότερος κίνδυνος είναι η μη έγκαιρη κατάληξη των διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος, δεδομένων των εθνικών εκλογικών αναμετρήσεων σε μια σειρά από χώρες-μέλη της ευρωζώνης στο άμεσο μέλλον.

Επίσης, ενδεχόμενη αναβολή των αποφάσεων για τη διατύπωση συγκεκριμένων μέτρων με στόχο τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, εκ μέρους των εταίρων, θα αποτελούσε τροχοπέδη για τη βελτίωση των οικονομικών και επενδυτικών προοπτικών της χώρας και θα εξασθενούσε τις προοπτικές διατηρήσιμης πρόσβασης του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και κατ' επέκταση τις προοπτικές οριστικής εξόδου από την κρίση.

Στο εσωτερικό, εξακολουθούν να υφίστανται πολλά εμπόδια που επιβαρύνουν το επιχειρηματικό κλίμα και δυσχεραίνουν την υλοποίηση επενδύσεων. Ορισμένα από αυτά συνδέονται με τις γραφειοκρατικές διαδικασίες της κεντρικής διοίκησης, αλλά αφορούν και τα προσκόμματα που θέτουν διάφορα μικρά ή μεγάλα κατεστημένα συμφέροντα και παράγοντες της τοπικής αυτοδιοίκησης. Ως αποτέ-

λεσμα των ανωτέρω, καθυστερούν σημαντικές επενδύσεις. Αν δεν αντιμετωπιστούν αυτά τα εμπόδια που στην πράξη αποθαρρύνουν τις επενδύσεις, τότε οι προοπτικές ανάκαμψης της οικονομίας μπορεί να μην επιβεβαιωθούν, καθώς ένας από τους βασικούς πυλώνες ανάπτυξης της οικονομίας τα επόμενα χρόνια είναι η προσδοκώμενη άνοδος των επενδύσεων.

Τυχόν καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που προβλέπονται στο τρέχον πρόγραμμα θα μπορούσαν να περιορίσουν την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, με αποτέλεσμα την αναζωπύρωση της αβεβαιότητας και την υπονόμευση του κλίματος εμπιστοσύνης.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η δημοσιονομική προσαρμογή στηρίζεται ως επί το πλείστον σε μέτρα από την πλευρά των εσόδων, υπάρχει ο κίνδυνος η αυξημένη φορολόγηση να έχει μεγαλύτερες του αναμενομένου αρνητικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα. Συνεπώς θα ήταν ευκατὰ η βελτίωση του μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής.

Παρά τα αξιοσημείωτα βήματα προόδου και την αναβάθμιση του σχετικού θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, υπάρχουν ακόμη ορισμένα κενά στο νομοθετικό πλαίσιο για το δραστικό περιορισμό του όγκου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, με πιθανές αρνητικές επιπτώσεις στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να χρηματοδοτήσουν νέες επενδύσεις.

Επιπλέον, η διατήρηση επί μακρόν της υψηλής και επίμονης ανεργίας, και ιδιαίτερα της μακροχρόνιας ανεργίας, μπορεί να οδηγήσει σε διάβρωση του ανθρώπινου κεφαλαίου και απώλεια δεξιοτήτων, διεύρυνση των οικονομικών ανισοτήτων και δυσμενή επίδραση στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος.

Τέλος, υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας και την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου, που οφείλονται, μεταξύ άλλων, στην άνοδο του λαϊκισμού και της αντιευρωπαϊκής ρητορικής,

στην άνοδο της πολιτικής αβεβαιότητας σε αρκετές ανεπτυγμένες χώρες, στην έξαρση του προστατευτισμού διεθνώς και σε ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης. Αυτοί οι κίνδυνοι θα μπορούσαν να επιβραδύνουν την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, αφενός μέσω αρνητικών επιπτώσεων στον τουρισμό και το εμπόριο και αφετέρου μέσω της βραδύτερης του αναμενομένου αποκλιμάκωσης των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων εξαιτίας της απροθυμίας των διεθνών επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους.

8 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΙΣΧΥΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Για να αντιμετωπιστούν οι παραπάνω κίνδυνοι, να διορθωθούν προηγούμενες αποκλίσεις και να επαληθευθούν οι θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας για το 2017, απαιτούνται συγκεκριμένες και συντονισμένες ενέργειες. Ενδεικτικά απαιτούνται τα εξής:

1. Επίδειξη ρεαλισμού και ευελιξίας τόσο από τους εταίρους και τους θεσμούς όσο και από την ελληνική πλευρά, με τελικό στόχο την έγκαιρη κατάληξη της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος.

2. Επιτάχυνση του ρυθμού εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων. Η κυβέρνηση θα πρέπει να παραμείνει προσηλωμένη στην έγκαιρη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που έχουν συμφωνηθεί με τους θεσμούς. Γι' αυτό θα πρέπει να αρθούν τα εμπόδια που αντιμετωπίζουν ακόμη και ιδιωτικοποιήσεις που έχουν ήδη εγκριθεί. Ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί:

- στην απλοποίηση των διαδικασιών αδειοδότησης των επενδύσεων, που θα ελαφρύνει το διοικητικό φόρτο των επιχειρήσεων και θα διευκολύνει τον ανταγωνισμό,
- στο άνοιγμα των λοιπών κλειστών επαγγελμαμάτων και των κλάδων δικτύων υποδομών,

- στην περαιτέρω προώθηση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας και στη βελτίωση της διαχείρισής του,
- στον εκσυγχρονισμό και την αναβάθμιση της δημόσιας διοίκησης,
- στην αποτελεσματική απονομή της δικαιοσύνης και την επιτάχυνση των δικαστικών διαδικασιών.

3. Αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Το 2016 υιοθετήθηκαν πολλές μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου και άρχισαν να ακολουθούνται πρακτικές που θα βοηθήσουν αποφασιστικά στο άμεσο μέλλον στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στους ισολογισμούς των τραπεζών. Παρ' όλα αυτά, το μέγεθος του προβλήματος δεν έχει επιτρέψει σημαντική ενίσχυση της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και τη στήριξη με ικανή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

Συνεπώς, πέρα από τις έως τώρα προσπάθειες των τραπεζών και τις αλλαγές στο νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο που έχουν ήδη δρομολογηθεί, απαιτούνται μεταξύ άλλων:

- Εισαγωγή πλαισίου για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών ώστε να διασφαλίζεται ταχεία, αποτελεσματική και διαφανής αντιμετώπιση για τα χρέη προς τον ιδιωτικό αλλά και το δημόσιο τομέα.
- Τροποποίηση στη νομοθεσία για ζητήματα που σχετίζονται:
 - με τη φορολογική μεταχείριση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και των διαγραφών δανείων,
 - με τα δικαιώματα των πιστωτών έναντι των μη συνεργαζόμενων μετόχων κατά την αναδιάρθρωση προβληματικών επιχειρήσεων,
 - με τη νομική προστασία των στελεχών των τραπεζών και δημόσιων φορέων κατά την εξυγίανση επιχειρήσεων και

- με τη διαμόρφωση ασφαλούς και αποτελεσματικού πλαισίου αντιμετώπισης κοινών οφειλετών σε περισσότερες από μία τράπεζες.

Η πιο ενεργητική πολιτική διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από την πλευρά των τραπεζών, σε συνδυασμό με την πλήρη υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που έχουν νομοθετηθεί και την αντιμετώπιση των επιμέρους θεσμικών εμποδίων που έχουν εντοπιστεί, θα βελτιώσει την ποιότητα του ενεργητικού, την κερδοφορία και τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Αυτό θα οδηγήσει στην ενίσχυση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, συμβάλλοντας στη δημιουργία νέων επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, στην προσέλκυση επενδύσεων και εν γένει στην οικονομική ανάπτυξη.

4. Αντιμετώπιση του προβλήματος του υψηλού δημόσιου χρέους και ρεαλιστική αναπροσαρμογή των δημοσιονομικών στόχων. Η υλοποίηση συγκεκριμένων μέτρων που θα εξασφαλίζουν τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους θα ενισχύσει την αξιοπιστία και την αποδοχή των ασκούμενων πολιτικών, θα συμβάλει περαιτέρω στην παγίωση της εμπιστοσύνης και στην ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης και θα διευκολύνει τη διατηρήσιμη επιστροφή στις χρηματοπιστωτικές αγορές μετά τη λήξη του προγράμματος.

Παράλληλα, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, είναι εφικτή η μείωση του δημοσιονομικού στόχου από το 2018 και έπειτα σε πρωτογενές πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ (από 3,5%), εάν συνδυαστεί με ήπια μέτρα ελάφρυνσης του χρέους. Τα χαμηλότερα πρωτογενή πλεονάσματα, σε συνδυασμό με την υλοποίηση των συμφωνηθεισών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα δημιουργήσουν τις προϋποθέσεις για τη σταδιακή μείωση της φορολογίας, γεγονός που εκτιμάται ότι θα έχει θετικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη.

5. Αλλαγή στο μίγμα της δημοσιονομικής προσαρμογής ώστε να καταστεί πιο φιλικό προς την

επιχειρηματικότητα και την ανάπτυξη. Κάτι τέτοιο μπορεί να επιτευχθεί αν δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στην περικοπή μη παραγωγικών δαπανών, στην αποτελεσματική διαχείριση της δημόσιας περιουσίας και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, και ιδιαίτερος του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, με παράλληλη μείωση των φορολογικών συντελεστών.

6. Αντιμετώπιση του προβλήματος της μακροχρόνιας ανεργίας. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης μπορούν να υποβοηθήσουν το στόχο της μείωσης της ανεργίας, ιδιαίτερα σε κοινωνικές ομάδες που αντιμετωπίζουν το πιο σοβαρό πρόβλημα. Παράλληλα, η συνεπής εφαρμογή του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία θα ενισχύσει τη νόμιμη εργασία με θετικές συνέπειες στις εισφορές προς τα ασφαλιστικά ταμεία, ενώ θα διασφαλίσει και τον υγιή ανταγωνισμό των επιχειρήσεων.

7. Χαλάρωση και τελικά άρση των περιορισμών που απομένουν στην κίνηση κεφαλαίων. Η σταδιακή χαλάρωση και τελικά η άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, η οποία θα επέλθει με τη βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης και της ρευστότητας, αναμένεται να συμβάλει στην εξομάλυνση των οικονομικών συνθηκών, διευκολύνοντας τόσο τις επιχειρήσεις όσο και τα φυσικά πρόσωπα στις συναλλαγές τους.

Σήμερα, μπορεί βάσιμα να προβλεφθεί ότι η ανάκαμψη της οικονομίας και ο αναπροσανατολισμός της προς ένα νέο εξωστρεφές και διατηρήσιμο αναπτυξιακό πρότυπο μπορούν να ενισχυθούν αποφασιστικά στο άμεσο μέλλον. Η πρόοδος όμως και το θετικό αποτέλεσμα από τις μεταρρυθμίσεις που έχουν πραγματοποιηθεί δεν δικαιολογούν, σε καμία περίπτωση, επανάπαυση και χαλάρωση των προσπαθειών μας.

Αντίθετα, δεδομένης της ισχυρής διακομματικής στήριξης της ευρωπαϊκής πορείας της

χώρας, χρειάζεται τώρα μεγαλύτερη επιμονή και αταλάντευτη συνέπεια για να προκύψουν σύντομα οι αναμενόμενες ωφέλειες από την επιτυχή ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος.

Προκειμένου να κεφαλαιοποιηθούν οι θετικές έως τώρα εξελίξεις, απαιτούνται πολιτική και κοινωνική συναίνεση, προσήλωση στους στόχους του προγράμματος και κυρίως επιτάχυνση του ρυθμού εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων που έχουν αποφασιστεί. Στο πλαίσιο αυτό, είναι αναγκαία η ταχεία ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος. Αν εκπληρωθούν αυτές οι προϋποθέσεις, οι θετικές επιδράσεις θα γίνουν γρήγορα αισθητές και θα ισχυροποιηθεί η πρόβλεψη για ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας με επιταχυνόμενους ρυθμούς από το 2017 και μετά.

Παράλληλα, θα ανοίξει ο δρόμος για την ανάληψη δράσεων με στόχο τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, γεγονός που θα σηματοδοτήσει την ένταξη των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος. Αυτό θα βελτιώσει τη ρευστότητα των τίτλων και θα οδηγήσει σε σημαντική περαιτέρω αποκλιμάκωση των αποδόσεών τους, η οποία θα ασκήσει καθοδική πίεση τόσο στο κόστος χρηματοδότησης των εγχώριων τραπεζών όσο και στο κόστος τραπεζικού δανεισμού για την πραγματική οικονομία. Εξάλλου, η πρόσβαση των εγχώριων τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων θα διευρυνθεί, ενώ η έκδοση χρεογράφων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό θα αυξηθεί. Η βελτίωση της εμπιστοσύνης και η συνακόλουθη άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας θα επιταχύνουν την επιστροφή καταθέσεων και θα έχουν ως αποτέλεσμα την περαιτέρω χαλάρωση και τελικά την πλήρη κατάργηση των κεφαλαιακών περιορισμών.

Το καίριο ζήτημα, ωστόσο, είναι να ολοκληρωθεί, χωρίς καθυστερήσεις, η δεύτερη αξιο-

λόγηση. Θα ήταν επίσης επιθυμητό να εξειδικευθούν τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα μέτρα για την ελάφρυνση του χρέους μετά το 2018. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει επανειλημμένως υποστηρίξει ότι η διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους είναι δυνατή με έναν πιο ρεαλιστικό στόχο για το πρωτογενές πλεόνασμα μετά το τέλος του τρέχοντος προγράμματος.

Αν ληφθούν σύντομα οι ενδεδειγμένες αποφάσεις προς αυτή την κατεύθυνση, είναι βέβαιο ότι θα ανοίξει ο δρόμος προς τις αγορές, θα εμπεδωθεί κλίμα εμπιστοσύνης και η ελληνική οικονομία θα εισέλθει σ' έναν ενάργετο κύκλο. Αυτό θα σηματοδοτήσει την οριστική έξοδο από την κρίση και τη θεαματική επιτάχυνση της πορείας προς βιώσιμη και εξωστρεφή οικονομική ανάπτυξη.

Η απόφαση του Eurogroup της 5ης Δεκεμβρίου 2016 είναι ένα μικρό βήμα σε θετική κατεύθυνση στην πορεία ολοκλήρωσης του προγράμματος. Με την απόφαση αυτή υλοποιούνται οι δεσμεύσεις των εταίρων για μερική ελάφρυνση του χρέους μέσω της εφαρμογής των λεγόμενων βραχυπρόθεσμων μέτρων, όπως είχε συμφωνηθεί. Τα μέτρα αυτά αναμένεται να μειώσουν, σε βάθος χρόνου, το δημόσιο χρέος κατά 20 περίπου ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, καθώς και τις ετήσιες ακαθάριστες δανειακές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου.

Από την άλλη πλευρά όμως, δεν επήλθε συμφωνία όσον αφορά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος. Ο χρόνος που απομένει δεν είναι μεγάλος, εν όψει των επικείμενων εθνικών εκλογών σε αρκετά κράτη-μέλη της ευρωζώνης. Προκειμένου να μη χαθεί η θετική δυναμική που έχει αρχίσει να διαφαίνεται στην ελληνική οικονομία, η Τράπεζα της Ελλάδος προτρέπει τόσο τους εταίρους και τους θεσμούς όσο και την ελληνική κυβέρνηση να επιδείξουν ρεαλισμό και ευελιξία ούτως ώστε το συντομότερο δυνατόν να αρθεί αυτή η εκκρεμότητα.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,1% το 2016, ενώ προβλέπεται να επιταχυνθεί σε 3,4% το 2017 αντανακλώντας βελτίωση των επιδόσεων τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, με κυριότερα χαρακτηριστικά την έξοδο της Βραζιλίας και της Ρωσίας από τη διετή ύφεση και τη συνέχιση της ελεγχόμενης εξισορρόπησης της οικονομίας της Κίνας. Ο ρυθμός ανάπτυξης των οικονομιών της ΝΑ Ευρώπης προβλέπεται να διατηρηθεί γύρω στο 3% το 2017.

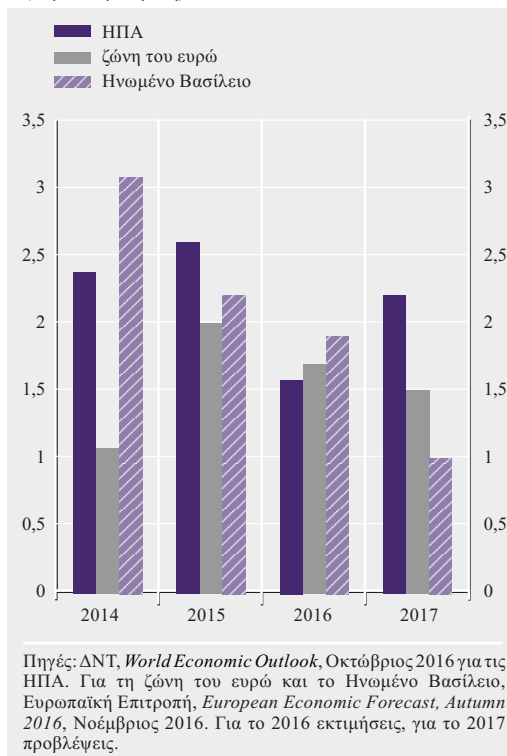
Παράγοντες αβεβαιότητας για τις αναπτυξιακές προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας αποτελούν ο χαμηλός ρυθμός αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας στις προηγμένες οικονομίες, η σημαντική επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου και οι διαφαινόμενες τάσεις προστατευτισμού, καθώς και το υψηλό επίπεδο δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες. Οι γεωπολιτικές εντάσεις αυξάνουν επίσης τους κινδύνους για την ευρωστία της οικονομικής ανάκαμψης.

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ εμφανίζεται αρκετά ανθεκτική παρά τις δυσμενείς οικονομικές και θεσμικές εξελίξεις. Οι βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στη ζώνη του ευρώ από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο για έξοδο από την ΕΕ εκτιμάται ότι θα είναι σχετικά περιορισμένες, σε αντίθεση με τη βρετανική οικονομία όπου αυτές προβλέπονται σαφώς μεγαλύτερες (βλ. Διάγραμμα II.1). Η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ εκτιμάται ότι έχει συμβάλει σημαντικά στην ανθεκτικότητα και τη σταδιακή ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ.

Η ενίσχυση της ανάκαμψης και του παραγωγικού δυναμικού της ευρωπαϊκής οικονομίας απαιτεί τη βελτίωση του μίγματος πολιτικής, με την αξιοποίηση των δημοσιονομικών περιθωρίων, όπου υπάρχουν, τη βελτίωση της σύνθεσης δημόσιων δαπανών και φόρων και την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Στο πλαίσιο αυτό, πρωτοβουλίες για την ενί-

Διάγραμμα II.1 ΑΕΠ σε σταθερές τιμές

(ετήσια % μεταβολή)



σχυση των επενδύσεων και την αξιοποίηση του αναπτυξιακού δυναμικού της Ενιαίας Αγοράς έχουν αναληφθεί από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα (βλ. Ειδικό θέμα II.1).

I ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ο ρυθμός ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας εκτιμάται ότι παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος το 2016 (3,1% από 3,2% το 2015), καθώς η σημαντική επιβράδυνση των προηγμένων οικονομιών αντισταθμίστηκε από την επιτάχυνση των αναδυόμενων οικονομιών. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που καθόρισαν τις οικονομικές εξελίξεις το 2016 ήταν η συνεχιζόμενη υποτονικότητα των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και του διεθνούς

εμπορίου, οι επιδράσεις των χαμηλών διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων (οφέλη για τις προηγμένες οικονομίες, αλλά και δυσμενείς επιδράσεις για τους εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων στις αναπτυσσόμενες) και η αποκλίνουσα νομισματική πολιτική των ΗΠΑ έναντι των άλλων προηγμένων οικονομιών. Στους παράγοντες αυτούς θα πρέπει να προστεθεί η οικονομική, πολιτική και θεσμική αβεβαιότητα λόγω του αποτελέσματος του βρετανικού δημοψηφίσματος για έξοδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το 2016, ωστόσο το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί, ενώ οι εξελίξεις διαφοροποιούνται σημαντικά μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Οι επιπτώσεις από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο για έξοδο από την ΕΕ εμφανίζονται περιορισμένες προς το παρόν και εστιάζονται κυρίως στις αγορές συναλλάγματος με τη σημαντική υποτίμηση της στερελίνας.

Στις **ΗΠΑ**, η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το 2016 σε 1,6%, από 2,6% το 2015, ήταν η μεγαλύτερη μεταξύ των κυριότερων προηγμένων οικονομιών, ωστόσο η οικονομία πλέον κινείται πλησίον του δυνητικού ρυθμού. Αντανακλώντας την ευελιξία της αγοράς εργασίας, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω στο 4,9% το τρέχον έτος, από 5,3% το 2015 και 9,6% το 2010. Μετά τις εκλογές του Νοεμβρίου, η δεδηλωμένη πρόθεση της νέας Προεδρίας για περικοπή φόρων με σκοπό την αύξηση του ΑΕΠ προσέθεσε κάποια αβεβαιότητα σχετικά με την προοπτική του δημόσιου χρέους. Στην **Ιαπωνία**, η οικονομική δραστηριότητα το 2016 συνέχισε να αυξάνεται με τον ίδιο χαμηλό ρυθμό του προηγούμενου έτους (0,5%), εξέλιξη που οδήγησε σε αναβολή για το 2019 της προγραμματισμένης αύξησης του φόρου κατανάλωσης. Στο **Ηνωμένο Βασίλειο**, η άνοδος του ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε στο 1,9% το 2016 από 2,2% το 2015, ενώ το χαμηλό ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω στο 4,9% από 5,3% το 2015. Η επίπτωση στο ΑΕΠ από την

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	% Μερίδιο στο ΑΕΠ ¹	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός ² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Παγκόσμιο σύνολο	191	100,0	3,2	3,1	3,4												
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	39	42,4	2,1	1,6	1,8	0,3	0,8	1,7	-2,8	-3,0	-2,7				0,6	0,7	0,6
ΗΠΑ		15,8	2,6	1,6	2,2	0,1	1,2	2,3	-3,5	-4,1	-3,7	105,2	108,2	108,4	-2,6	-2,5	-2,7
Ιαπωνία		4,2	0,5	0,5	0,6	0,8	-0,2	0,5	-5,2	-5,2	-5,1	248,0	250,4	253,0	3,3	3,7	3,3
Ην. Βασίλειο		2,4	2,2	1,9	1,0	0,0	0,7	2,5	-4,3	-3,5	-2,8	89,1	89,2	88,9	-5,4	-5,6	-4,9
Ζώνη ευρώ	19	12,0	2,0	1,7	1,5	0,0	0,3	1,4	-2,1	-1,8	-1,5	92,6	91,6	90,6	3,3	3,7	3,5
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	152	57,6	4,0	4,2	4,6	4,7	4,5	4,4	-4,5	-4,7	-4,4				-0,1	-0,3	-0,4
Κίνα		17,3	6,9	6,6	6,2	1,4	2,1	2,3	-2,7	-3,0	-3,3	42,9	46,3	49,9	3,0	2,4	1,6
Ρωσία		3,3	-3,7	-0,8	1,1	15,5	7,2	5,0	-3,5	-3,9	-1,5	16,4	17,1	17,9	5,2	3,0	3,5

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2016. Για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2016*, Νοέμβριος 2016.

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

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2015, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

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

3 Της γενικής κυβέρνησης.

επιλογή εξόδου από την ΕΕ προβλέπεται ότι θα είναι σχετικά σημαντική τα επόμενα τρία έτη. Ωστόσο, η έντονη υποχώρηση της ισοτιμίας της στερλίνας καθώς και η μείωση του βασικού επιτοκίου από την Τράπεζα της Αγγλίας στο 0,25% στις αρχές Αυγούστου του 2016 αναμένεται ότι θα περιορίσουν την επιδείνωση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών ανάπτυξης της βρετανικής οικονομίας, ενώ ασκούν ήδη αυξητικές πιέσεις στο γενικό επίπεδο των τιμών.

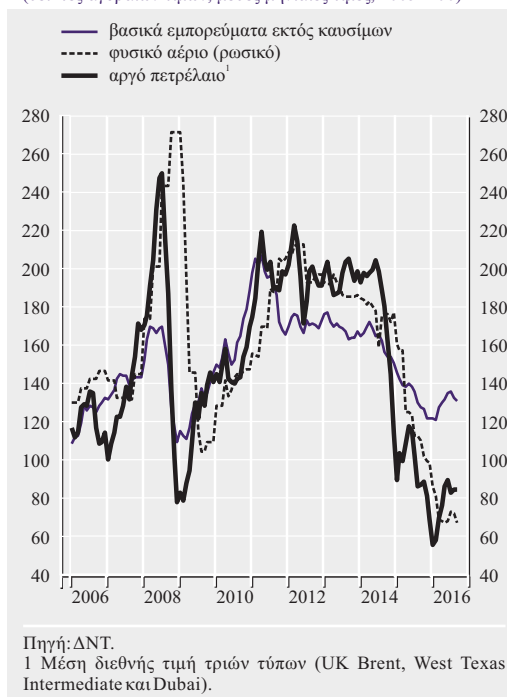
Στις **αναδυόμενες οικονομίες**, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε ελαφρά στο 4,2% το 2016, όμως οι εξελίξεις στις επιμέρους οικονομίες διαφέρουν σημαντικά. Ο ρυθμός οικονομικής ανόδου των αναδυόμενων οικονομιών της Ασίας παρέμεινε υψηλός, παρά τη συνεχιζόμενη σταδιακή επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στην Κίνα στο πλαίσιο του αναπροσανατολισμού της εγχώριας ζήτησης προς περισσότερη κατανάλωση. Στις αναδυόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής η ύφεση επιδεινώθηκε το 2016, ενώ αντιθέτως στις οικονομίες της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων Κρατών μετριάστηκε.

Η αύξηση του **όγκου του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** επιβραδύνθηκε το 2016 και εκτιμάται στο 2,3% από 2,6% το 2015, παρά την ανάκαμψη των εισαγωγών στις αναδυόμενες οικονομίες, οι οποίες είχαν υποχωρήσει το προηγούμενο έτος (από -0,6% το 2015 στο +2,3% το 2016). Η υποτονικότητα του ρυθμού αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, σε σχέση με το παρελθόν αλλά και σε σχέση με την άνοδο του παγκόσμιου ΑΕΠ, κυρίως αποδίδεται στο χαμηλό ρυθμό ανόδου των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, και συνεπώς στη διεθνή ζήτηση για κεφαλαιακά και ενδιάμεσα αγαθά, και στην ανασχεση του φαινομένου της διεθνοποίησης των αλυσίδων παραγωγής και αξίας.

Οι **διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων**, παρά την ανάκαμψη που σημείωσαν στη διάρκεια του 2016, υποχώρησαν σε μέσα επίπεδα έτους έναντι του 2015, αλλά με επιβραδυνό-

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2006-Σεπτέμβριος 2016)

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

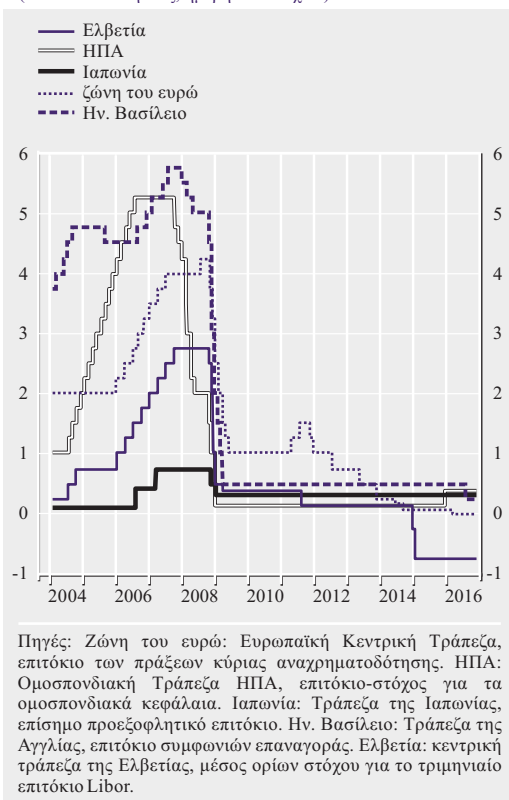


μενο ρυθμό (βλ. Διάγραμμα II.2). Ως αποτέλεσμα, παρατηρήθηκε περαιτέρω επιδείνωση τόσο του ισοζυγίου πληρωμών και των δημοσίων οικονομικών των αναδυόμενων οικονομιών οι οποίες εξάγουν βασικά εμπορεύματα (Ρωσία, Βραζιλία, Βενεζουέλα κ.ά.) όσο και της κερδοφορίας και του χρέους των πετρελαϊκών εταιριών κυρίως στις ΗΠΑ. Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου εκτιμάται ότι υποχώρησαν κατά 15,4% το 2016 (σε 43 δολ. το βαρέλι, μέσα επίπεδα έτους) έναντι μεγάλης μείωσης κατά 47,2% το 2015, σε περιβάλλον συνεχούς αύξησης της παγκόσμιας παραγωγής και των αποθεμάτων και υποτονικής ανόδου της παγκόσμιας ζήτησης. Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων εκτιμάται ότι υποχώρησαν κατά 2,7% το 2016, έναντι μείωσης κατά 17,5% το 2015.

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες ακολουθεί αποκλίνουσες κατευθύνσεις, καθώς μόνο η Ομοσπονδιακή Τράπεζα

Διάγραμμα Π.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ιανουάριος 2004-Νοέμβριος 2016)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



των ΗΠΑ έχει δημιουργήσει προσδοκίες για αύξηση του βασικού της επιτοκίου, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Τράπεζα της Αγγλίας ακολούθησαν ακόμη πιο επεκτατική νομισματική πολιτική το 2016. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ διατήρησε τα βασικά της επιτόκια στο εύρος-στόχο 0,25%-0,5%, μετά την αύξησή τους κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στις 16 Δεκεμβρίου 2015. Η ΕΚΤ στις 10 Μαρτίου 2016 μείωσε κατά 5 μονάδες βάσης στο 0,0% το βασικό επιτόκιο για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Παράλληλα, μείωσε περαιτέρω το ήδη αρνητικό επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων από τις εμπορικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος κατά 10 μονάδες βάσης στο -0,40%. Η Τράπεζα της Αγγλίας στις 4 Αυγούστου 2016 προέβη στη μείωση του βασικού της επιτοκίου κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στο 0,25%, ενώ αύξησε το

ανώτατο ύψος των αγορών περιουσιακών στοιχείων κατά 60 δισεκ. στα 435 δισεκ. στερλίνες. Παράλληλα, ξεκίνησε πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα ύψους 10 δισεκ. στερλινών. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά χαλαρή. Χαρακτηριστικότερη περίπτωση είναι εκείνη της κεντρικής τράπεζας της Ελβετίας, η οποία συνεχίζει να διατηρεί αρνητικά, από τις αρχές του 2015, τα βασικά της επιτόκια σε μια προσπάθεια αποθάρρυνσης της μεγάλης εισροής κεφαλαίων και της συνακόλουθης ανατιμητικής πίεσης επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα Π.3).

Η δημοσιονομική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι προσέφερε ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα το 2016. 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 στη Γερμανία, για πρώτη φορά ύστερα από τρία έτη, αλλά και στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, ενώ υπήρξε ουδέτερη στην Ιαπωνία και συστατική στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Στις μεγαλύτερες από τις προηγμένες οικονομίες, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ, για πρώτη φορά το 2016 μετά από έξι συνεχόμενα έτη μείωσής του, και εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 3,6% του ΑΕΠ. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 4,1% του ΑΕΠ από 3,5% το 2015 (αισθητά χαμηλότερο από το μέγιστο 13,1% του ΑΕΠ το 2009), ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι αυξήθηκε περαιτέρω στο 108,2% του ΑΕΠ. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι παρέμεινε σχετικά υψηλό και σταθερό στο 5,2% του ΑΕΠ το 2016 (συγκρινόμενο με το μέγιστο 10,4% του ΑΕΠ το 2009), ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε εκ νέου στο 250,4% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι υποχώρησε

στο 3,5% του ΑΕΠ από 4,3% το 2015, ενώ το διαρθρωτικό έλλειμμα μειώθηκε στο 3,8% του δυνητικού προϊόντος από 4,5% το προηγούμενο έτος. Η συσταλτική αυτή δημοσιονομική πολιτική είχε ως αποτέλεσμα τη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους στο 89% του ΑΕΠ.

Για το 2017 προβλέπεται επιτάχυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,4% σύμφωνα με το ΔΝΤ), η οποία θα προέλθει κυρίως από τις αναδυόμενες οικονομίες πλην της Κίνας, στην οποία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρώς. Η Ρωσία και η Βραζιλία προβλέπεται να επιστρέψουν σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, 1,1% και 0,5% αντίστοιχα, μετά από διετή οικονομική ύφεση. Η ανάκαμψη των αναδυόμενων οικονομιών, η οποία ήδη γίνεται αισθητή στη διεθνή ναυλαγορά, προβλέπεται ότι θα δώσει ώθηση στο παγκόσμιο εμπόριο, το οποίο προβλέπεται να αναπτυχθεί με ρυθμό 3,8% το 2017, αλλά και στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων, βελτιώνοντας την εξωτερική ζήτηση για τις προηγμένες οικονομίες.

1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ υπήρξε αρκετά ανθεκτική σε δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις, όπως η σημαντική υποχώρηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, αλλά και σε απρόβλεπτες θεσμικές εξελίξεις, όπως το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο για έξοδο από την ΕΕ. Ο **ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** εκτιμάται¹ ότι θα διαμορφωθεί σε 1,7% το 2016, με κινητήρια δύναμη την εγχώρια ζήτηση, ενώ προβλέπεται να σημειώσει μικρή υποχώρηση σε 1,5% το 2017, υπό την αρνητική επίδραση της αυξημένης οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας στις επενδύσεις και τις εξαγωγές. Αντίθετα, η υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης στο Ηνωμένο Βασίλειο προβλέπεται να είναι σημαντική το 2017, σε 1,0% από 1,9% το 2016, κυρίως λόγω της πτώσης των επενδύσεων και της υποχώρησης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Παράγοντες οι οποίοι συνέβαλαν στη σχετική ανθεκτικότητα της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ υπήρξαν η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και η σταδιακή βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα, η ελαφρώς επεκτατική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, αλλά και η ωρίμανση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε πολλές χώρες-μέλη.

Η **ιδιωτική κατανάλωση** παρέμεινε ο κυριότερος ενισχυτικός παράγοντας της ανάπτυξης το 2016, καθώς ο χαμηλός πληθωρισμός και η αύξηση της απασχόλησης ενίσχυσαν το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών υπήρξε ελαφρώς αρνητική. Η εγχώρια ζήτηση, κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση και κατά δεύτερο λόγο οι επενδύσεις, προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2017, παρότι ο ρυθμός αύξησής της αναμένεται να είναι ελαφρά χαμηλότερος από αυτόν του 2016. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών προβλέπεται να παραμείνει αρνητική, καθώς ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών θα εξακολουθήσει να υπολείπεται εκείνου των εισαγωγών.

Η βελτίωση της **αγοράς εργασίας** υπήρξε ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά των οικονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ το 2016, καθώς το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 9,8% του εργατικού δυναμικού τον Οκτώβριο, το χαμηλότερο από τον Ιούλιο του 2009. Η μείωση του ποσοστού ανεργίας προβλέπεται να συνεχιστεί το 2017 –αν και με χαμηλότερους ρυθμούς, υπό την επίδραση της προβλεπόμενης επιτάχυνσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος– παρά τη διεύρυνση του εργατικού δυναμικού λόγω της εισροής προσφύγων. Έτσι, το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να υποχωρήσει στο 9,7%, σε μέσα επίπεδα, το 2017 από 10,1% το τρέχον έτος. Όσον αφορά τις εξελίξεις σε επιμέρους

1 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, Autumn 2016, Νοέμβριος 2016.

χώρες-μέλη, η μεγαλύτερη πτώση του ποσοστού ανεργίας το 2016, κατά 3 περίπου ποσοστιαίες μονάδες, σημειώθηκε στην Ισπανία, όπου όμως το ποσοστό ανεργίας παραμένει ιδιαίτερα υψηλό (19,7%).

Ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, κινήθηκε σε θετικό έδαφος από τον Ιούνιο του 2016, σημειώνοντας μικρή επιτάχυνση σε 0,4% το Σεπτέμβριο και περαιτέρω σε 0,5% τον Οκτώβριο, καθώς η επίδραση από την αύξηση των τιμών των υπηρεσιών υπεραντιστάθμισε την επίδραση από την πτώση των τιμών του πετρελαίου. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2016), ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 0,2%, σε μέσα επίπεδα το 2016, ενώ προβλέπεται να ανέλθει σε 1,3% το 2017, ως αποτέλεσμα της αύξησης του βαθμού απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών και της αύξησης των μισθών, καθώς και της προβλεπόμενης ανάκαμψης των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων.

Ο ρυθμός **χρηματοδότησης της οικονομίας** υπήρξε σταθερά ανοδικός στη διάρκεια του 2016, τάση η οποία αναμένεται να συνεχιστεί το επόμενο έτος. Η δυναμική των τραπεζικών δανείων ακολούθησε βασικά το ρυθμό της σταδιακής οικονομικής ανάκαμψης καταγράφοντας ρυθμό 2% τον Οκτώβριο, ενώ η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων για το τρίτο τρίμηνο του έτους δείχνει βελτίωση των συνθηκών προσφοράς και ζήτησης δανείων. Επίσης, η έκδοση επιχειρηματικών ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά το Σεπτέμβριο, εξέλιξη που συνδέεται και με την έναρξη της πολιτικής αγοράς εταιρικών ομολόγων από την ΕΚΤ.

Οι **δημοσιονομικές εξελίξεις** στη ζώνη του ευρώ το 2016 χαρακτηρίστηκαν από μικρή δημοσιονομική χαλάρωση, όπως φαίνεται από την ελαφρά αύξηση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος, η οποία συνέβαλε στην ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης σε ένα περιβάλλον υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών σε πολλές χώρες-μέλη. Η τόνωση της ανάπτυξης συνέβαλε με τη σειρά της σε μείωση του δημόσιου χρέους ως

ποσοστού του ΑΕΠ το 2016, ενώ προβλέπεται περαιτέρω προσαρμογή του το 2017. Το δημοσιονομικό έλλειμμα για το σύνολο της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σε 1,8% του ΑΕΠ το τρέχον έτος (από 2,1% το 2015) και σε 1,5% το 2017, ενώ το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα θα αυξηθεί ελαφρά σε 1,2% του δυνητικού ΑΕΠ το 2016 (από 1,0% το 2015) και σε 1,3% το 2017.

Οι αυξημένες οικονομικές, θεσμικές και γεωπολιτικές αβεβαιότητες και προκλήσεις τις οποίες αντιμετωπίζει η ευρωπαϊκή οικονομία και ειδικότερα η ζώνη του ευρώ απαιτούν τον άριστο συνδυασμό των **μέσων οικονομικής πολιτικής**, σε εθνικό και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι, να ενισχυθεί το παραγωγικό δυναμικό των οικονομιών και να αυξηθεί η δυνατότητά τους να αντιμετωπίσουν επιτυχώς τις νέες προκλήσεις. Η διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θα πρέπει να συνδυαστεί με κατάλληλες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές, με έμφαση στην ενίσχυση της παραγωγικότητας και των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στις χώρες εκείνες όπου υπάρχουν δημοσιονομικά περιθώρια και πλεονασματικό εξωτερικό ισοζύγιο.²

Στο πλαίσιο αυτό, πρωτοβουλίες για την ενίσχυση των επενδύσεων και την αξιοποίηση του αναπτυξιακού δυναμικού της Ενιαίας Αγοράς, οι οποίες έχουν αναληφθεί από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα (βλ. Ειδικό θέμα II.1), είναι ευπρόσδεκτες και θα πρέπει να ενισχυθούν.

1.3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Εξελίξεις στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδος

Στις 24 Μαΐου 2016 η Ευρωομάδα έδωσε τη σύμφωνη γνώμη της για την εκταμίευση από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) δόσης ύψους 10,3 δισεκ. ευρώ σε δύο τμήματα,

² Προς την κατεύθυνση αυτή κινείται η πρόσφατη πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για μέτρα δημοσιονομική ώθηση, έως 0,5% του ΑΕΠ, στο σύνολο της ζώνης του ευρώ (βλ. EC Communication, "Towards a positive fiscal stance for the euro area", 16.11.2016).

ως συνέπεια της ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής και της υλοποίησης των προαπαιτούμενων μέτρων από τις ελληνικές αρχές. Το πρώτο τμήμα, ύψους 7,5 δισεκ. ευρώ, εκταμιεύθηκε τον Ιούνιο και το δεύτερο, ύψους 2,8 δισεκ. ευρώ, εγκρίθηκε για εκταμίευση τον Οκτώβριο του 2016, μετά την ολοκλήρωση μεταρρυθμίσεων στο συνταξιοδοτικό σύστημα και τον τομέα της ενέργειας μεταξύ άλλων, καθώς και την πρόοδο στην εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου.

Στις 7 Νοεμβρίου η Ευρωμάδα ενημερώθηκε για την πορεία της εν εξελίξει (δεύτερης) αξιολόγησης, η οποία περιλαμβάνει τον προϋπολογισμό για το 2017, το μεσοπρόθεσμο σχέδιο δημοσιονομικής στρατηγικής και μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας.

Χρήση της ευελιξίας του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Στις 12 Ιουλίου το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ έκρινε ότι η Ισπανία και η Πορτογαλία δεν είχαν λάβει αποτελεσματικά μέτρα για τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος.

Στις 27 Ιουλίου, σύμφωνα με την υποχρέωση της βάσει του θεσμικού πλαισίου της ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, έχοντας λάβει υπόψη της το δυσχερές οικονομικό περιβάλλον, τις εκτενείς μεταρρυθμίσεις που έχουν υλοποιησει και οι δύο χώρες τα τελευταία χρόνια και τη δέσμευσή τους για τήρηση των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, διατύπωσε σύσταση προς το Συμβούλιο για μη επιβολή προστίμου στις δύο χώρες και για τη διόρθωση του ελλείμματος έως το 2016 στην Πορτογαλία και έως το 2018 στην Ισπανία.

Οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής βασίστηκαν στη χρήση της υφιστάμενης ευελιξίας του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, συμπεριλαμβανομένων των τελευταίων αναθεωρήσεών του.³ Το Συμβούλιο συμφώνησε με τις συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στις 7 Αυγούστου.

Έχοντας εξετάσει τις σχετικές εκθέσεις της Ισπανίας και της Πορτογαλίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στις 16 Νοεμβρίου, έκρινε ότι η Πορτογαλία ανέλαβε αποτελεσματική δράση για την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου σύμφωνα με την απόφαση του Συμβουλίου και ότι η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος θα έπρεπε να ανασταλεί σε αυτό το στάδιο. Ταυτόχρονα, κάλεσε τις αρχές της Πορτογαλίας να συνεχίσουν την υλοποίηση των δημοσιονομικών-διαρθρωτικών μέτρων σύμφωνα με τις αποφάσεις του Συμβουλίου. Όσον αφορά την Ισπανία, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε την αναστολή της διαδικασίας του υπερβολικού ελλείμματος, με βάση τις προβλέψεις της για επίτευξη του στόχου για το 2016. Ωστόσο, η Ισπανία αναμένεται να υποβάλει αναθεωρημένο σχέδιο δημοσιονομικού προγράμματος για το 2017, το οποίο θα εξεταστεί εκ νέου αναφορικά με την τήρηση των αποφάσεων του Συμβουλίου.

Εξελίξεις μετά το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο για την ΕΕ

Για την υλοποίηση της αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, μετά το δημοψήφισμα στις 23 Ιουνίου, είναι απαραίτητη η ενεργοποίηση του άρθρου 50 της Συνθήκης για την ΕΕ, που προβλέπει ότι το κράτος-μέλος που επιθυμεί να αποχωρήσει ενημερώνει το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο για την πρόθεσή του και στη συνέχεια ξεκινούν διαπραγματεύσεις για τη μελλοντική του σχέση με την ΕΕ.

Σε άτυπη συνάντηση στις 29 Ιουνίου, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων των κρατών-μελών της ΕΕ, εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου, επιβεβαίωσαν ότι η αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου απαιτεί την ενεργοποίηση του άρθρου 50 από τη βρετανική κυβέρνηση και διατύπωσαν την επιθυμία τους αυτό να συμβεί το συντομότερο δυνατόν. Επιπλέον, επιβεβαίωσαν ότι η πρόσβαση ενός κράτους

³ EC Communication, "Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact", COM(2015) 12 final, 13.1.2015.

στην Ενιαία Αγορά απαιτεί την τήρηση των κανόνων για ελεύθερη κίνηση αγαθών, υπη-

ρεσιών, κεφαλαίων και προσώπων και από τα δύο συμβαλλόμενα μέρη.

Ειδικό θέμα II.1

ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΤΗΣ ΕΕ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

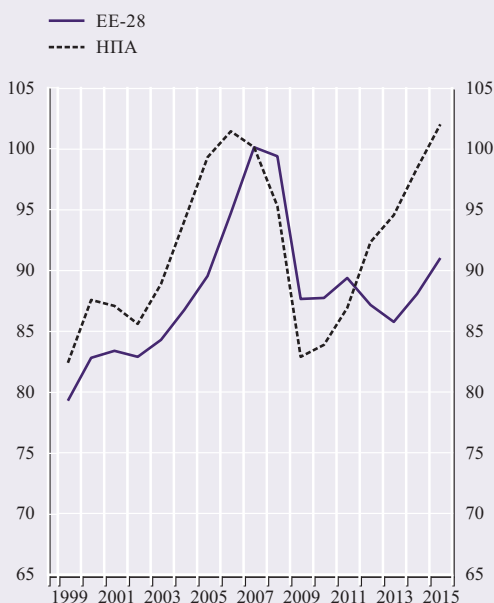
Επενδύσεις και ανάπτυξη στην ΕΕ

Οι συνολικές (ιδιωτικές και δημόσιες) επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου στην ΕΕ-28 υποχώρησαν σημαντικά το 2009 και έκτοτε παραμένουν σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά που παρατηρούνταν πριν από την κρίση (βλ. Διάγραμμα Α). Από το 2013 παρουσιάζουν σχετικά βραδεία ανοδική πορεία, με αποτέλεσμα η συμβολή τους στην ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας να αυξάνεται σταδιακά. Ωστόσο, η ανάκαμψή τους εξακολουθεί να υστερεί σε σχέση με άλλες προηγμένες οικονομίες (κυρίως τις ΗΠΑ).¹

Ως ποσοστό του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Β), το 2015 οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου ανήλθαν σε 19,2%, σχεδόν 3 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από ό,τι το 2007, που αποτέλεσε το έτος αιχμής τους, και 2 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από το μέσο όρο της περιόδου 1999-2007. Σε ορισμένα κράτη-μέλη, κυρίως εκείνα που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση, η μείωση των επενδύσεων υπήρξε ακόμη εντονότερη. Στην Ελλάδα, ο λόγος των επενδύσεων προς το ΑΕΠ υποχώρησε σε 11,6% το 2015, έναντι του ιστορικού μέσου όρου 25% της περιόδου 1960-2007 και 24% της περιόδου 1999-2007.

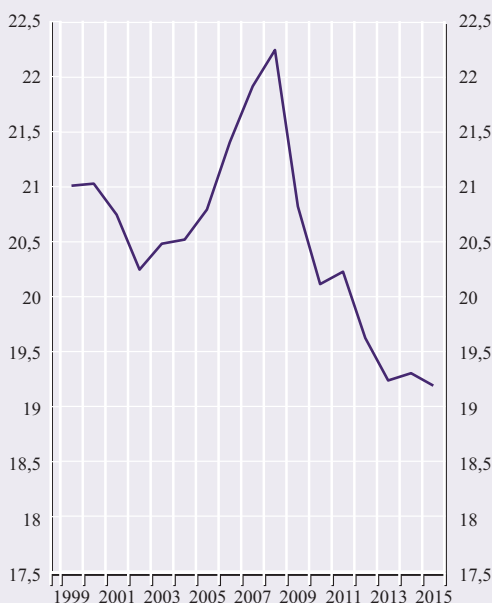
Διάγραμμα Α Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου

(σταθερές τιμές έτους 2010, δείκτης: 2007=100)



Πηγή: Ameco και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Διάγραμμα Β Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ, ΕΕ-28



Πηγή: Ameco και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

¹ Για μία ανάλυση των πρόσφατων εξελίξεων στις επενδύσεις (κυρίως ιδιωτικές) στη ζώνη του ευρώ, βλ. ECB (2016), "Business investment developments in the euro area since the crisis", *Economic Bulletin*, Issue 7, Article 2.

Οι χαμηλές επενδύσεις αποδίδονται σε μεγάλο βαθμό στην οικονομική ύφεση και την επίπτωση του (αρνητικού) επιταχυντή της ανάπτυξης (accelerator effect).² Ωστόσο, συνέβαλαν και άλλοι παράγοντες, όπως: (α) η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα, ειδικά σε κλάδους όπου είχαν συσσωρευθεί σημαντικές ανισορροπίες (βλ. κατασκευές στην Ισπανία, Ιρλανδία κ.λπ.), αλλά και του τραπεζικού συστήματος, (β) τα προγράμματα δημοσιονομικής εξυγίανσης των κρατών-μελών της ΕΕ, που είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση των δημόσιων επενδύσεων, (γ) ο κατακερματισμός της αγοράς κεφαλαίων, που δυσχέρανε την πρόσβαση των ιδιωτών σε χρηματοδότηση σε ορισμένα κράτη-μέλη, και (δ) το υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας σχετικά με την πορεία της οικονομίας και την οικονομική πολιτική.

Οι παράγοντες αυτοί εκτιμάται ότι είχαν διαφορετική δυναμική, και κατ'επέκταση διαφορετική επίδραση στις επενδύσεις, στις επιμέρους χώρες της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ.³ Συγκεκριμένα, η πρόσβαση σε χρηματοδότηση ήταν δυσκολότερη για τις χώρες που επηρεάστηκαν περισσότερο από την κρίση χρέους, καθώς και για μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δεν ήταν σε θέση να στραφούν σε άλλες πηγές χρηματοδότησης εκτός του τραπεζικού συστήματος.

Οι συνέπειες των χαμηλών επενδύσεων ήταν ορατές στο συνολικό προϊόν και συνετέλεσαν στο βραδύτερο ρυθμό ανάκαμψης στην ΕΕ σε σύγκριση με τον ιστορικό μέσο όρο ανάκαμψης σε προηγούμενες κρίσεις⁴ ή με το ρυθμό ανάκαμψης στις ΗΠΑ (βλ. Πίνακα ΙΙ.1 του παρόντος κεφαλαίου).

Επιπλέον, μακροπρόθεσμα η απουσία ή υποτονικότητα των παραγωγικών επενδύσεων, εφόσον δεν υπάρξει κυκλική ανάκαμψη αυτών, αυξάνει τον κίνδυνο σοβαρών επιπτώσεων στην παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, μέσω της απομείωσης του αποθέματος κεφαλαίου στην οικονομία.

Με στόχο την αντιστροφή της παρατηρούμενης τάσης στις επενδύσεις στην ΕΕ, προτάθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ο σχεδιασμός μιας ολοκληρωμένης πολιτικής που θα αντιμετωπίζει συνολικά τους παράγοντες μείωσης των ιδιωτικών επενδύσεων.

Το “επενδυτικό σχέδιο για την Ευρώπη” υιοθετήθηκε τον Ιούλιο του 2015 με στόχο να δώσει ώθηση στις ιδιωτικές επενδύσεις και να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητα της ΕΕ βελτιώνοντας την τεχνογνωσία, το ανθρώπινο κεφάλαιο και τις υποδομές.⁵

Το “επενδυτικό σχέδιο για την Ευρώπη”

Το σχέδιο βασίζεται σε τρεις πυλώνες.

Ο πρώτος πυλώνας στοχεύει στην κινητοποίηση κεφαλαίων για την πραγματοποίηση επιπλέον επενδύσεων ύψους τουλάχιστον 315 δισεκ. ευρώ μεταξύ 2015 και 2017, μέσω ενός Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων (ΕΤΣΕ).⁶

² Σύμφωνα με τη θεωρία του “επιταχυντή της ανάπτυξης”, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στο θετικό ρυθμό αύξησης της ζήτησης (ή του εθνικού προϊόντος) προβαίνοντας σε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου με σκοπό να αυξήσουν την παραγωγική τους δυναμικότητα. Αντίστροφα, όταν ο ρυθμός ανόδου της ζήτησης επιβραδύνεται, οι καθαρές επενδύσεις των επιχειρήσεων μειώνονται.

³ Βλ. Barkbu, B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs and H. Schoelermann (2015), “Investment in the Euro Area; Why Has It Been Weak?”, IMF Working Paper 15/32, Deutsche Bundesbank (2016), “Investment in the euro area”, *Monthly Report*, και Balfoussia, H. and H.D. Gibson (2016), “Firm investment and financial conditions in the euro area: evidence from firm-level data”, Bank of Greece Working Paper No. 208.

⁴ Βλ. Barkbu, B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs and H. Schoelermann (2015), “Investment in the Euro Area; Why Has It Been Weak?”, IMF Working Paper 15/32, και ECB (2015), *Economic Bulletin*, Issue 8, Box 2, “What is behind the low investment in the euro area? Responses from a survey of large euro area firms”.

⁵ EC Communication, “An Investment Plan for Europe”, 26.11.2014, COM(2014) 903 final.

⁶ Regulation (EU) 2015/1017 of 25 June 2015 on the European Fund for Strategic Investments, the European Investment Advisory Hub and the European Investment Project Portal, OJ L.169, 1.7.2015.

Το ΕΤΣΕ ξεκίνησε να λειτουργεί τον Οκτώβριο του 2015 βασιζόμενο σε εγγυήσεις ύψους 16 δισεκ. ευρώ από τον προϋπολογισμό της ΕΕ και σε χρηματοδοτική συνεισφορά από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) (σε εγγυήσεις ή μετρητά) ύψους 5 δισεκ. ευρώ. Τα κράτη-μέλη έχουν τη δυνατότητα να συνεισφέρουν περαιτέρω στο κεφάλαιο του Ταμείου.⁷ Αυτή η αρχική συμμετοχή του δημόσιου τομέα έχει εκτιμώμενο πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα επενδύσεων 1 προς 15, συνεισφέροντας 315 δισεκ. ευρώ το διάστημα 2015-2017. Η κινητοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων γίνεται μέσω της ανάληψης από την ΕΤΕπ εκείνου του τμήματος των επενδυτικών σχεδίων που περιέχει τον υψηλότερο κίνδυνο, παρέχοντας κίνητρο σε (ιδιώτες) επενδυτές να συμμετέχουν με χρηματοδότηση που χαρακτηρίζεται από υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα.

Το ΕΤΣΕ παρέχει χρηματοδότηση για μακροπρόθεσμα στρατηγικά έργα σε τομείς που κρίνονται σημαντικοί για την ανάπτυξη,⁸ καθώς και για τη συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια ή τα οιονείδια κεφάλαια μικρών, καινοτόμων ή/και νεοφυών επιχειρήσεων, στις οποίες οι ιδιώτες επενδυτές αποδίδουν σχετικά υψηλότερο κίνδυνο. Βασικό κριτήριο είναι η οικονομική βιωσιμότητα των σχεδίων και η τήρηση της αρχής της “προσθετικότητας” (additionality), η οποία συνεπάγεται τη στήριξη επενδυτικών σχεδίων που δεν θα ήταν δυνατόν να υλοποιηθούν χωρίς τη συμμετοχή του ΕΤΣΕ.⁹

Ήδη, έως το Σεπτέμβριο του 2016, είχαν εγκριθεί ή υπογραφεί για χρηματοδότηση από το ΕΤΣΕ επενδυτικά σχέδια που προβλέπεται να οδηγήσουν στην κινητοποίηση 116 δισεκ. ευρώ επενδύσεων και στη στήριξη 200.000 μικρομεσαίων επιχειρήσεων.¹⁰

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, κρίνοντας ότι το ΕΤΣΕ εμφανίζει ήδη απτά αποτελέσματα, πρότεινε την παράτασή του κατά τρία έτη έως το 2020, με αύξηση της χρηματοδότησης από τον κοινοτικό προϋπολογισμό και την ΕΤΕπ και νέο εκτιμώμενο στόχο κινητοποίησης επενδύσεων 500 δισεκ. ευρώ το διάστημα 2015-2020.¹¹

Ο δεύτερος πυλώνας του επενδυτικού σχεδίου για την Ευρώπη αποσκοπεί στη διευκόλυνση της σύζευξης δυνητικών επενδυτικών σχεδίων με διαθέσιμα χρηματοδοτικά κεφάλαια. Για το λόγο αυτό δημιουργήθηκε ο Ευρωπαϊκός Κόμβος Επενδυτικών Συμβούλων για την παροχή τεχνικής βοήθειας στην κατάρτιση των επενδυτικών σχεδίων που αναζητούν κεφάλαια. Επίσης, έχει τεθεί σε λειτουργία η Ευρωπαϊκή Πύλη Ερευνητικών Έργων, η οποία λειτουργεί ως κόμβος καταχώρισης επενδυτικών σχεδίων με στόχο την προβολή τους προς πιθανούς ενδιαφερόμενους χρηματοδότες. Και τα δύο αυτά σκέλη του δεύτερου πυλώνα αναμένεται να ενισχυθούν περαιτέρω σύμφωνα με την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Τέλος, ο τρίτος πυλώνας αφορά τη βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος στην ΕΕ, μέσω μεταρρυθμίσεων τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο που αποσκοπούν στην άρση των ρυθμιστικών και άλλων εμποδίων στην υλοποίηση επενδύσεων. Στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, γίνεται συστηματική εξακρίβωση των εμποδίων ανά κράτος-μέλος στους τομείς, μεταξύ

7 Σύμφωνα με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για ελαστικότητα στην εφαρμογή των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, τυχόν συμμετοχές των κρατών-μελών στο ΕΤΣΕ δεν θα προσμετρούνται στον υπολογισμό της απαιτούμενης δημοσιονομικής προσαρμογής στο προληπτικό ή διορθωτικό σκέλος του Συμφώνου (βλ. EC Communication, “Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact”, 13.1.2015, COM(2015) 12 final).

8 Υποδομές μεταφορών, ενέργειας, περιβάλλοντος, φυσικών πόρων και ψηφιακές υποδομές, επενδύσεις στην εκπαίδευση, υγεία, έρευνα, τεχνολογία και ενίσχυση της ενεργειακής αποτελεσματικότητας μέσω ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

9 Για να διασφαλιστεί η προσθετικότητα και να αποφευχθεί ο εκποτισμός (crowding out) των ιδιωτών επενδυτών, το ΕΤΣΕ στοχεύει κατά κανόνα σε έργα με προφίλ κινδύνου υψηλότερο από τα έργα που στηρίζονται συνήθως από την ΕΤΕπ.

10 Για τα έργα που έχουν εγκριθεί από το ΕΤΣΕ, βλ. <http://www.eib.org/efsi/efsi-projects/index.htm> και http://www.eif.org/what_we_do/efsi/index.htm.

11 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.

άλλων, της δημόσιας διοίκησης, των αγορών εργασίας και προϊόντων και του φορολογικού πλαισίου, για την εξάλειψη των οποίων είναι υπεύθυνες οι αρχές των κρατών-μελών.¹²

Εμβάθυνση της Ενιαίας Αγοράς

Ταυτόχρονα, από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή διερευνώνται περαιτέρω οι δυνατότητες γενικότερης βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος σε ευρωπαϊκό επίπεδο και σε διάφορους τομείς. Στο πλαίσιο σχεδίου για την εμβάθυνση της Ενιαίας Αγοράς, προωθούνται μεταρρυθμίσεις στους εξής τομείς:¹³

- Κατάργηση εμποδίων στην Ενιαία Αγορά: Προωθούνται μέτρα για την κατάργηση των εναπομεινόντων εμποδίων που δυσχεραίνουν την ελεύθερη κίνηση προσώπων, υπηρεσιών, αγαθών και κεφαλαίων εντός της ΕΕ, με έμφαση, μεταξύ άλλων, στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, στην ελεύθερη διακίνηση των υπηρεσιών και στη δημιουργία ενιαίου πλαισίου για τα πνευματικά δικαιώματα.
- Ένωση των κεφαλαιαγορών: Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προωθεί μεταρρυθμίσεις για την άρση των εμποδίων στη διενέργεια διασυνοριακών επενδύσεων και για τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης, με στόχο την κινητοποίηση κεφαλαίων και την εμβάθυνση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και του ανταγωνισμού.
- Ενιαία Ψηφιακή Αγορά: Η στρατηγική για την Ενιαία Ψηφιακή Αγορά περιλαμβάνει μέτρα για τη βελτίωση της πρόσβασης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών σε ψηφιακά προϊόντα ανά την ΕΕ, τη δημιουργία του κατάλληλου περιβάλλοντος για την ανάπτυξη ψηφιακών δικτύων και τη μεγιστοποίηση του αναπτυξιακού δυναμικού της ψηφιακής οικονομίας. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η ολοκλήρωση της Ενιαίας Ψηφιακής Αγοράς θα μπορούσε να ενθαρρύνει νέα ανάπτυξη ύψους περίπου 415 δισεκ. ευρώ ετησίως.
- Ενεργειακή Ένωση: Στόχοι των προτάσεων πολιτικής για την Ενεργειακή Ένωση είναι η διαφοροποίηση των ενεργειακών πηγών της ΕΕ, η ελεύθερη διακίνηση ενέργειας εντός της Ένωσης χωρίς τεχνικά ή ρυθμιστικά εμπόδια, η ενίσχυση της ενεργειακής αποτελεσματικότητας, η απεξάρτηση της οικονομίας από τον άνθρακα και η στήριξη της έρευνας και της καινοτομίας σε τεχνολογίες χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα.

¹² Βλ. και EC Staff Working Paper, “Member States Investment Challenges”, 18.12.2015, SWD(2015)400 final/2 για μία αξιολόγηση του επενδυτικού περιβάλλοντος ανά κράτος-μέλος.

¹³ EC Communication, “Upgrading the Single Market: more opportunities for people and business”, 28.10.2015, COM(2015) 550 final.

2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ⁴

Το 2016, ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες της περιοχής εκτιμάται⁵ ότι θα διαμορφωθεί σε 3,1%, στα ίδια επίπεδα με το προηγούμενο έτος, παρά τη σχετική επιβράδυνση που καταγράφεται στους ρυθμούς ανάπτυξης των οικονομιών της Τουρκίας και της Βουλγαρίας. Η οικονομική δραστηριότητα στην περιοχή υποστηρίζεται από την επιταχυνόμενη αναπτυξιακή επίδοση της Ρουμανίας

και την ανοδική τάση των ρυθμών ανάπτυξης στην Αλβανία, το Μαυροβούνιο, την ΠΓΔΜ και τη Σερβία.

Η αναπτυξιακή δυναμική της **ρουμανικής οικονομίας** ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο το β' τρίμηνο του έτους, με το ρυθμό αύξησης του

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

⁵ Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκτός από τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, όπου προέρχονται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ) ²		
	2015	2016ε	2017π	2015	2016ε	2017π	2015	2016ε	2017π
Αλβανία	2,8	3,2	3,5	1,9	1,5	2,4	-10,8	-12,1	-12,5
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	3,2	3,0	3,2	-1,0	-0,7	0,5	-5,7	-5,1	-6,0
Βουλγαρία	3,6	3,1	2,9	-1,1	-0,9	1,1	0,4	2,0	1,0
Μαυροβούνιο	3,4	2,7	3,4	1,4	0,5	1,2	-13,3	-15,3	-17,4
ΠΓΔΜ	3,7	2,1	3,2	-0,3	0,1	0,9	-2,1	-2,2	-1,7
Ρουμανία	3,7	5,2	3,9	-0,4	-1,0	1,8	-1,1	-2,2	-2,6
Σερβία	0,8	2,7	3,0	1,4	1,1	2,4	-4,7	-4,4	-4,3
Τουρζία	4,0	2,7	3,0	7,7	7,8	8,0	-4,5	-4,9	-5,4

Χώρα	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Ποσοτική επέ- κταση (ετήσιες μεταβολές %)		Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Λάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2015	2016ε	2017π	2014	2015	2015	α' τρίμ. 2016	β' τρίμ. 2016	2015	α' τρίμ. 2016	β' τρίμ. 2016
Αλβανία	-4,0	-2,3	-1,6	0,2	0,3	15,7	16,0	16,1	17,7	19,3	20,0
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	0,7	0,0	-0,2	3,7	1,8	13,8	13,9	14,8	13,9	13,2	12,1
Βουλγαρία	-1,7	-0,9	-0,8	-8,8	2,2	22,2	22,9	22,7	21,1	20,9	20,5
Μαυροβούνιο	-8,4	-4,7	-7,6	-1,9	0,8	16,0	-	-	13,4	12,9	11,7
ΠΓΔΜ	-3,6	-3,8	-3,4	8,4	9,1	15,5	15,8	15,6	10,3	10,4	7,2
Ρουμανία	-0,8	-2,8	-3,2	-0,7	3,5	17,5	19,5	19,1	13,6	13,5	11,3
Σερβία	-3,7	-2,1	-1,5	5,8	7,0	21,2	21,5	21,6	21,6	20,9	20,2
Τουρζία	-1,0	-2,5	-2,0	19,4	20,7	13,0	13,0	14,0	3,1	3,2	3,5

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

ε = εκτίμηση, π = πρόβλεψη.

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

2 Τα τριμηνιαία στοιχεία των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών αναφέρονται σε κινήτους μέσους τεσσάρων τριμήνων.

ΑΕΠ να φθάνει σε ετήσια βάση το 6% (από 4,3% το α' τρίμηνο). Κινητήρια δύναμη παραμένει η εγχώρια καταναλωτική δαπάνη, η οποία συνδέεται με την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος από αυξήσεις μισθών και μειώσεις φόρων. Για το σύνολο του έτους η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται σε 5,2% (από 3,8% το 2015). Στη **Βουλγαρία** η σχετική βαρύτητα του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας, που πρωταγωνίστησε την προηγούμενη διετία, φαίνεται να εξασθενεί, με τις εξαγωγές να μειώνονται σε όλη τη διάρκεια του α' εξαμήνου. Επίσης, επιβράδυνση παρατηρείται και σε παράγοντες που διαμορφώνουν την εγχώ-

ρια ζήτηση, όπως π.χ. στην επενδυτική δαπάνη, κυρίως λόγω της μειωμένης απορρόφησης των ευρωπαϊκών κονδυλίων. Ο ρυθμός ανάπτυξης για το σύνολο του έτους αναμένεται να επιβραδυνθεί σε 3,1% από 3,6% το προηγούμενο έτος.

Η οικονομική ανάκαμψη στα **Δυτικά Βαλκάνια**⁶ παρέμεινε ισχυρή και κατά το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, με το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ να κυμαίνεται γύρω στο

⁶ Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ) και Σερβία.

2,3%. Για το σύνολο του έτους εκτιμάται ότι το ποσοστό αυτό θα διαμορφωθεί στο 3,3%, έναντι 2,8% το 2015, ενώ προβλέπεται ότι θα ξεπεράσει το 3,3% το 2017. Η τάση αυτή υποστηρίζεται από την ενισχυμένη εγχώρια ζήτηση, κυρίως την ιδιωτική κατανάλωση, στην Αλβανία και την ΠΓΔΜ, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές (ιδίως ο τουριστικός τομέας) έχουν τον πρώτο λόγο στο Μαυροβούνιο.

Ο ρυθμός ανάπτυξης της **Τουρκίας** το β' τρίμηνο του έτους επιβραδύνθηκε στο 3,1% (από 4,7% το α' τρίμηνο), εξέλιξη που κυρίως αποδίδεται στην αρνητική συμβολή των επενδύσεων και των καθαρών εξαγωγών.⁷ Αντίθετα, η καταναλωτική δαπάνη (δημόσια και ιδιωτική) παρέμεινε ισχυρή, με αποτέλεσμα τη συνέχιση της σημαντικής συμβολής της στην αύξηση του ΑΕΠ. Τελικά, παρά το επιβαρυνόμενο εσωτερικό πολιτικοοικονομικό περιβάλλον, αλλά και την εντεινόμενη εξωτερική αστάθεια, οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ για το τρέχον έτος και το 2017 εκτιμάται ότι θα παραμείνουν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, 2,7% και 3,0% αντίστοιχα.⁸

Το β' τρίμηνο του έτους, ο **πληθωρισμός** σε όλες τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης, με εξαίρεση την Τουρκία, **συνέχισε να κινείται σε γενικώς χαμηλά ή και αρνητικά επίπεδα**. Χώρες όπως η Βουλγαρία, η Βοσνία-Ερζεγοβίνη και η Ρουμανία συνέχισαν να καταγράφουν αρνητικό πληθωρισμό, ενώ η ΠΓΔΜ, η Αλβανία, η Σερβία και το Μαυροβούνιο κινήθηκαν σε επίπεδα κάτω ή πλησίον του “επιθυμητού” στόχου 2%. Για το σύνολο του έτους η υποτονική τάση του πληθωρισμού παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη (με μια μικρή άνοδο λόγω της τόνωσης της εγχώριας ζήτησης στις περισσότερες χώρες), καθώς οι βασικοί παράγοντες⁹ που τη διαμορφώνουν παρέμειναν σταθεροί. Η Τουρκία, αντίθετα με τις υπόλοιπες χώρες, συνέχισε να κινείται σε υψηλά επίπεδα πληθωρισμού (άνω του 8%).

Όσον αφορά τις εξελίξεις στο **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) των χωρών της περιοχής, η εικόνα παρέμεινε αρκετά ανομοιογενής. Το 2016, η τάση στη Σερβία, την

ΠΓΔΜ και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη φαίνεται να είναι σταθεροποιητική, με τα ελλείμματα του ΙΤΣ των χωρών αυτών να διαμορφώνονται στα επίπεδα του 2015. Αντίθετα, στην Αλβανία και το Μαυροβούνιο το πρόβλημα των ανισορροπιών του εξωτερικού τομέα των οικονομιών τους φαίνεται να οξύνθηκε.¹⁰ Όσον αφορά τη Ρουμανία και τη Βουλγαρία, για το σύνολο του έτους, στη μεν πρώτη η ισχυρή ανάπτυξη (κυρίως μέσω της ιδιωτικής κατανάλωσης) αναμένεται να οδηγήσει σε διπλασιασμό του εξωτερικού ελλείμματος στο 2,2% του ΑΕΠ, ενώ στη δεύτερη αναμένεται περαιτέρω ενίσχυση του πλεονάσματος στο ΙΤΣ στο 2% του ΑΕΠ το 2016, έναντι 0,4% το 2015. Στην Τουρκία το έλλειμμα στο ΙΤΣ, μετά τον περιορισμό του το 2015 στο 4,5% του ΑΕΠ, λόγω της πτώσης της τιμής του πετρελαίου και της σημαντικής βελτίωσης (από έλλειμμα σε πλεόνασμα) του ισοζυγίου του μη νομισματικού χρυσού, φαίνεται ότι και εφέτος θα διαμορφωθεί στα ίδια περίπου επίπεδα.

Το 2016, η **δημοσιονομική κατάσταση** των χωρών της περιοχής συνέχισε, με εξαίρεση τη Ρουμανία, να παρουσιάζει βελτίωση. Κατά το πρώτο οκτάμηνο του έτους, οι συνεχιζόμενοι υψηλοί ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης, σε συνδυασμό με τις συστηματικές προσπάθειες δημοσιονομικής πειθαρχίας, συνέχισαν να αποδίδουν καρπούς. Στην Αλβανία και τη Σερβία επιτεύχθηκε δημοσιονομικό πλεόνασμα της τάξεως του 0,9% και 0,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα, ενώ στο Μαυροβούνιο το

7 Η εσωτερική πολιτική αστάθεια, αλλά και η εξωτερική γεωπολιτική αστάθεια επηρέασαν αρνητικά τις ιδιωτικές επενδύσεις και τις εξαγωγές (μείωση τουρισμού). Η υποχώρηση των εξαγωγών και η ισχυρή αύξηση των εισαγωγών (στην οποία συνέβαλε και η αύξηση του κατώτατου μισθού τον Ιανουάριο και της δημόσιας κατανάλωσης) οδήγησαν σε αρνητική συμμετοχή κατά 2,1 ποσοστιαίες μονάδες των καθαρών εξαγωγών στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (σε ετήσια βάση).

8 Οι εκτιμήσεις της τουρκικής κυβέρνησης για την αρνητική επίδραση των εξελίξεων στον τουριστικό τομέα της οικονομίας ανέρχονται στο 1% του ΑΕΠ για το 2016.

9 Χαμηλές διεθνείς τιμές πρώτων υλών, ενέργειας και τροφίμων, σχετικά αργό “κλείσιμο” του παραγωγικού κενού των οικονομιών, επεκτατικές νομισματικές πολιτικές (Αλβανία και Σερβία) και χαμηλός εισαγόμενος πληθωρισμός λόγω της σύνδεσης αρκετών νομισμάτων των χωρών της περιοχής (που είναι μέλη ή υποψήφια μέλη της ΕΕ) με το ευρώ.

10 Το πρόβλημα και στις δύο περιπτώσεις συνδέεται κυρίως με τα μεγάλα εμπορικά ελλείμματα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, των χωρών αυτών, άνω του 22% στην Αλβανία και άνω του 40% στο Μαυροβούνιο, και δευτερευόντως με τη σχετική υποχώρηση του θετικού ρυθμού των καθαρών ξένων άμεσων επενδύσεων.

έλλειμμα περιορίστηκε στο 0,9% του ΑΕΠ από 6,5% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Στην Τουρκία επίσης κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των κρατικών εσόδων ξεπέρασε αυτόν των δαπανών, με συνέπεια το ετήσιο αποτέλεσμα να αναμένεται βάσιμα να διαμορφωθεί εντός του στόχου (-1,3% του ΑΕΠ). Αντίθετα στη Ρουμανία, όπου η ακολουθούμενη δημοσιονομική πολιτική κινείται σε επεκτατική κατεύθυνση, με συνδυασμό μείωσης των συντελεστών άμεσης και έμμεσης φορολογίας και αύξησης των δαπανών (κυρίως της μισθολογικής δαπάνης του Δημοσίου), το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σημαντικά το τρέχον έτος και περαιτέρω το 2017.

Κατά το α' εξάμηνο του 2016 σε όλες τις χώρες της περιοχής ο ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης** παρέμεινε θετικός, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως στη Σερβία, παρουσίασε αυξητική τάση. Αυτή η εξέλιξη υποστηρίζεται από την πολιτική χαμηλών επιτοκίων που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών της περιοχής (όπως στην Τουρκία, τη Σερβία, την

Αλβανία και την ΠΓΔΜ) αξιοποιώντας και τη διεθνή συγκυρία πτωτικών τιμών ενέργειας, πρώτων υλών και τροφίμων.¹¹ Κοινό χαρακτηριστικό των εξελίξεων αποτελεί η ισχυρότερη πιστωτική ανάκαμψη προς τα νοικοκυριά σε σχέση με τον επιχειρηματικό τομέα, ο οποίος συνεχίζει να υφίσταται τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης του 2007-08, όπως τα συσσωρευμένα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Με εξαίρεση την Τουρκία και την ΠΓΔΜ, στις λοιπές χώρες της περιοχής τα δάνεια σε καθυστέρηση παραμένουν σε υψηλά επίπεδα.¹² Παρά ταύτα, τα τραπεζικά συστήματα των χωρών της περιοχής συνεχίζουν να είναι εύρωστα από κεφαλαιακής απόψεως. Κατά το α' εξάμηνο του έτους όλοι **οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας βελτιώθηκαν**, κινούμενοι μεταξύ 14% (Τουρκία) και 22,7% (Βουλγαρία).

¹¹ Στην Τουρκία, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός παραμένει σημαντικά υψηλότερος του στόχου (5%), η κεντρική τράπεζα το δεύτερο τρίμηνο του 2016 ακολούθησε πολιτική μείωσης των επιτοκίων, με το επιτόκιο δανειομού μίας ημέρας (overnight) να υποχωρεί στο 9% από 10,75%, λειτουργώντας ως "αντίδοτο" στην επιδείνωση του εσωτερικού και εξωτερικού πολιτικοοικονομικού περιβάλλοντος.

¹² Στις χώρες Αλβανία, Σερβία και Βουλγαρία τα δάνεια σε καθυστέρηση ξεπερνούν το 20%.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το 2016, το Ευρωσύστημα προχώρησε σε περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων, σε σημαντική αύξηση των μηνιαίων αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων και στη διεξαγωγή δεύτερης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με βελτιωμένα χαρακτηριστικά, ώστε η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να καταστεί ακόμη περισσότερο διευκολυντική. Έτσι το κόστος χρηματοδότησης, τόσο από το τραπεζικό σύστημα όσο και απευθείας από την αγορά κεφαλαίων, συνέχισε να μειώνεται, οι λοιποί όροι τραπεζικού δανεισμού να βελτιώνονται, οι ρυθμοί αύξησης των νέων πιστώσεων τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά να επιταχύνονται, ενώ η χρηματοπιστωτική κατάσταση έχει στην πράξη παύσει πλέον. Τα ευνοϊκά αυτά άμεσα αποτελέσματα των μέτρων του Ευρωσυστήματος συντήρησαν, μαζί με άλλους παράγοντες, την οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ και ως εκ τούτου συνέβαλαν στην ενδυνάμωση του πληθωρισμού στη διάρκεια του 2016, εξέλιξη η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα έτη.

Στις αρχές του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη στη λήψη επιπρόσθετων συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, καθώς θεώρησε ότι εξασθενούσαν οι πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ εξαιτίας της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ζήτησης. Η καταγραφείσα συνακόλουθη έντονη υποχώρηση των τιμών του αργού πετρελαίου ενείχε, κατά την εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, κινδύνους πρόκλησης δευτερογενών επιδράσεων στους μισθούς και στις τιμές των τελικών προϊόντων στη ζώνη του ευρώ και γι' αυτό το λόγο ήταν αναγκαία η αντίδραση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Συγκεκριμένα, το Ευρωσύστημα μείωσε τα βασικά επιτόκια, αύξησε κατά 1/3 το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων στο πλαίσιο του οικείου προγράμματος, αποφάσισε να περιληφθούν στο σύνολο των προς αγορά χρεογράφων τα εταιρικά ομόλογα τα οποία έχουν εκδοθεί από μη τραπεζικές επιχειρήσεις στη

ζώνη του ευρώ και δρομολόγησε δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων ανοικτής αγοράς. Επιπλέον, στα τέλη του έτους αποφασίστηκε, μεταξύ άλλων, εκ νέου τροποποίηση των τεχνικών παραμέτρων του προγράμματος αγοράς τίτλων, προκειμένου να καταστεί αποτελεσματικότερη η εφαρμογή του.

Έχουν επανειλημμένως επισημανθεί από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ καθώς και από άλλα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ τα άμεσα ευνοϊκά αποτελέσματα τα οποία συνεπάγεται το γεγονός ότι η ενιαία νομισματική πολιτική έχει λάβει εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση. Ειδικότερα, στην επενέργεια της ενιαίας νομισματικής πολιτικής αποδίδονται: (α) η διατήρηση, κατά το 2016, σε υψηλά επίπεδα των ρυθμών επέκτασης της ποσότητας χρήματος τόσο με τη στενή όσο και με την ευρεία έννοια, (β) η συνέχιση, κατά το 2016, της επιτάχυνσης της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, (γ) η συνέχιση της υποχώρησης του κόστους χρηματοδότησης (τόσο από το τραπεζικό σύστημα όσο και μέσω των αγορών κεφαλαίων) της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ, (δ) η συνέχιση της βελτίωσης, κατά το 2016, των λοιπών εκτός επιτοκίου όρων τραπεζικού δανεισμού, ιδίως όσον αφορά τις επιχειρήσεις, και (ε) γενικότερα, η σύγκλιση του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης μεταξύ των κρατών-μελών και των επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους (μεγάλων, μικρομεσαίων) που σημαίνει την εξάλειψη της κατάτησης η οποία ενέσκηψε στις χρηματοπιστωτικές αγορές στο πλαίσιο της διεθνούς κρίσης από το 2007 και εξής. Τελευταία έχουν εκφραστεί ανησυχίες ότι η μείωση των βασικών επιτοκίων έλαβε υπερβολική έκταση που προκαλεί επιζήμιες παρενέργειες. Κατά πόσον οι ανησυχίες αυτές είναι βάσιμες εξετάζεται στα Ειδικά θέματα 1 και 2 του παρόντος κεφαλαίου.

Η σημαντική βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, που μέχρι στιγμής έχει επιτύχει η ενιαία νομισματική πολιτική, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι συνέβαλε σε σημαντική ενίσχυση της συνολικής εγχώριας δαπάνης στη

ζώνη του ευρώ. Επιπλέον της επίδρασης αυτής, η αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων στηρίζει τις επενδύσεις, ενώ η αύξηση της απασχόλησης και η διατήρηση σε σχετικά χαμηλά επίπεδα των τιμών της ενέργειας (για μεγάλο μέρος του 2016, παρά την ανοδική τους τάση) ενδυναμώνουν την ιδιωτική κατανάλωση.

Η συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης με μέτριους αλλά σχετικά σταθερούς ρυθμούς στη Νομισματική Ένωση και η άνοδος των τιμών της ενέργειας μεταξύ αρχών και τέλους του 2016 οδήγησαν σε επιτάχυνση του πληθωρισμού. Έτσι, ο ρυθμός πληθωρισμού μεταστράφηκε από αρνητικές σε θετικές τιμές στη διάρκεια του έτους και αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω κατά το 2017, το 2018 και το 2019, παραμένοντας ωστόσο αρκετά χαμηλότερος από το όριο του 2%.

Όσον αφορά την παροχή ενδείξεων για τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, στη διάρκεια του μεγαλύτερου μέρους του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε τα εξής: (1) Το νωρίτερο που ήταν δυνατόν να ολοκληρωθεί το πρόγραμμα αγοράς τίτλων ήταν το Μάρτιο του 2017. (2) Εάν μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή δεν είχε επιτευχθεί ευθυγράμμιση της αναμενόμενης πορείας του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ με το στόχο για πληθωρισμό λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα, το πρόγραμμα αγοράς θα συνεχιζόταν και μετά το Μάρτιο του 2017 μέχρι να εξασφαλιστεί η κατά τα ανωτέρω επιστροφή της ζώνης του ευρώ σε συνθήκες σταθερότητας των τιμών. Στα τέλη του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι (3) το πρόγραμμα αγοράς τίτλων πρόκειται να συνεχιστεί τουλάχιστον μέχρι το Δεκέμβριο του 2017, ωστόσο από το β' τρίμηνο του 2017 και εξής η έκταση των μηνιαίων αγορών τίτλων θα περιοριστεί κατά 25%. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης επιβεβαίωσε ότι (4) τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα πολύ μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων. (5) Τέλος, σημειώθηκε ότι δεν αποκλείεται τα βασικά επιτόκια να μειωθούν και άλλο ή και να προσαρμοστούν

περαιτέρω οι τεχνικές παράμετροι του προγράμματος εφόσον κριθεί απαραίτητο για την επιστροφή στη σταθερότητα των τιμών η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να καταστεί ακόμη περισσότερο διευκολυντική.

Όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε επανειλημμένως κατά τη διάρκεια του 2016 την αναγκαιότητα η εξαιρετικώς διευκολυντική ενιαία νομισματική πολιτική να συνδυαστεί με κατάλληλες διαρθρωτικές και δημοσιονομικές πολιτικές. Μάλιστα, για πρώτη φορά εφέτος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι, στο πλαίσιο της βελτίωσης των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών των οικονομιών της Νομισματικής Ένωσης, είναι απαραίτητο να αντιμετωπιστεί αποφασιστικά το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών το οποίο έχει παρουσιαστεί σε ορισμένα κράτη-μέλη. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υποστήριξε τη σκοπιμότητα περαιτέρω προόδου ως προς την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών στην Ευρώπη, καθώς επίσης και της συνέχισης του “επενδυτικού σχεδίου για την Ευρώπη”.

I ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Στις αρχές του 2016, οι οικονομετρικές προβολές για την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ αναθεωρήθηκαν προς το χειρότερο. Η αναθεώρηση ήταν συνέπεια κυρίως της χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος της ζώνης του ευρώ, καθώς το 2015 εντάθηκε η επιβράδυνση των ρυθμών οικονομικής ανόδου στις αναδυόμενες οικονομίες. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα την πρόκληση αυξημένης μεταβλητότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, γεγονός που δημιούργησε τον κίνδυνο να διογκωθεί αδικαιολόγητα το κόστος χρηματοδότησης και στη ζώνη του ευρώ.

Προκειμένου να αποτρέψει την περαιτέρω εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων στη

Πίνακας III.1 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

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

Πηγή: ΕΚΤ.

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

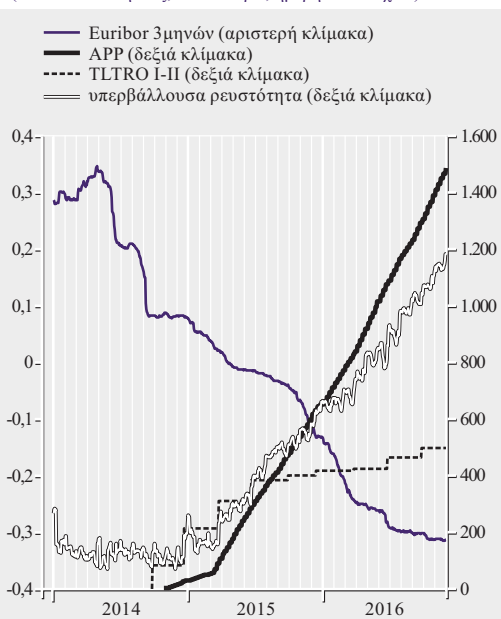
ζώνη του ευρώ, και ειδικότερα την εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων, δηλ. τον περαιτέρω περιορισμό του ρυθμού ανόδου της αμοιβής της εργασίας, σε συνέπεια με την υποχώρηση της τιμής του αργού πετρελαίου από τα μέσα του 2014 μέχρι τις αρχές του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε το Μάρτιο του 2016 νέα δέσμη μέτρων νομισματικής πολιτικής, συμβατικών καθώς επίσης και μη συμβατικών.

Ειδικότερα, η δέσμη μέτρων περιλάμβανε, κατά πρώτον, μείωση των βασικών επιτοκίων (βλ. Πίνακα III.1). Κατά δεύτερον, ανακοινώθηκε ότι, εκτός των άλλων χρεογράφων που αγοράζει το Ευρωσύστημα κάθε μήνα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων, θα αγοράζονταν πλέον και ομολογιακοί τίτλους οποίους έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ. Κατά τρίτον, ανακοινώθηκε ότι από τον Απρίλιο του 2016 το Ευρωσύστημα θα αυξήσει το συνολικό ύψος

των αγορών τίτλων στις οποίες προβάνει κάθε μήνα στο πλαίσιο του προαναφερθέντος προγράμματος, από 60 δισεκ. ευρώ σε 80 δισεκ. ευρώ. Κατά τέταρτον, θεσμοθετήθηκε η δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων ανοικτής αγοράς με ημερομηνία έναρξης διεξαγωγής στα τέλη Ιουνίου 2016. Οι πράξεις αυτές προσφέρουν στα πιστωτικά ιδρύματα ακόμη ευνοϊκότερες συνθήκες άντλησης ρευστότητας σε σύγκριση με την πρώτη σειρά στοχευμένων πράξεων. Επίσης εξακολουθούν να παρέχουν ισχυρά κίνητρα ώστε οι εμπορικές τράπεζες να διοχετεύσουν τη ρευστότητα που θα αντλήσουν στην πιστοδότηση της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.1). Προκειμένου να διευκολυνθεί η εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων, το Δεκέμβριο του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξουσιοδότησε το Ευρωσύστημα να αγοράζει χρεόγραφα με εναπομένονσα διάρκεια κάτω των δύο ετών (μέχρις ένα έτος), καθώς επίσης και στοιχεία των οποίων η απόδοση στη λήξη

Διάγραμμα III.1 Παροχή ρευστότητας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), υπερβάλλουσα ρευστότητα και επιτόκιο Euribor 3 μηνών (1 Ιανουαρίου 2014-2 Δεκεμβρίου 2016)

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



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

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

έχει διαμορφωθεί σε περισσότερο αρνητικά επίπεδα από το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Όσον αφορά τις οικονομικές εξελίξεις που επακολούθησαν τις αποφάσεις του Μαρτίου στη ζώνη του ευρώ, το β' εξάμηνο του 2016 ο ρυθμός πληθωρισμού ενισχύθηκε κάπως και μεταστράφηκε από αρνητικές σε πολύ χαμηλές θετικές τιμές (μέσος όρος Ιουνίου-Νοεμβρίου 2016: 0,3%), κυρίως λόγω της σταδιακής ανόδου των τιμών της ενέργειας. Η οικονομική ανάκαμψη συνεχίστηκε στη ζώνη του ευρώ με μέτριους αλλά σχετικά σταθερούς ρυθμούς και βασίστηκε κυρίως στην εγχώρια ζήτηση.

Στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης στη Νομισματική Ένωση συμβάλλει το γεγονός ότι η ενιαία νομισματική πολιτική έχει εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση. Επιπλέον, η καταγραφόμενη αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων στηρίζει τις επενδυτικές δαπάνες. Εξάλλου, το γεγονός ότι οι τιμές της ενέργειας, παρότι έβαιναν αυξανόμενες, διατηρήθηκαν για μεγάλο μέρος του 2016 σε επίπεδα τα οποία ήταν ακόμη χαμηλά σε σύγκριση με προηγούμενα έτη, είχε ως συνέπεια να ενισχυθεί το ιδιωτικό διαθέσιμο εισόδημα σε πραγματικούς όρους και έτσι να αυξηθούν οι καταναλωτικές δαπάνες. Στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέτεινε επίσης η καταγραφείσα αύξηση της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ. Επιπροσθέτως, εκτιμάται ότι, συνολικά στη ζώνη του ευρώ, η δημοσιονομική πολιτική θα έχει κατά το 2016 ελαφρά επεκτατικό αποτέλεσμα, ενώ κατά το 2017 και το 2018 δεν θα επηρεάσει τη συνολική δαπάνη (σε αντίθεση με παρελθόντα έτη, κατά τα οποία είχε ασκήσει συσταλτική επίδραση).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε επανειλημμένα κατά τη διάρκεια του 2016 ότι η οικονομία της Νομισματικής Ένωσης παρουσίασε ανθεκτικότητα έναντι της αύξησης της αβεβαιότητας κατά τους τελευταίους μήνες, η οποία πήγαζε κυρίως από γεωπολιτικές εξελίξεις. Ειδικότερα όσον αφορά το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο τον Ιούνιο του 2016, η νευρικότητα την οποία προκάλεσε στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ γρήγορα υποχώρησε, ενώ η ΕΚΤ εκτιμά ότι οι συνέπειες του αποτελέσματος του δημοψηφίσματος για την οικονομική ανάπτυξη μελλοντικά στη ζώνη του ευρώ θα είναι περιορισμένες.

Ειδικότερα όσον αφορά τις προοπτικές για τις τιμές στη ζώνη του ευρώ, σύμφωνα με τις οικονομετρικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος οι οποίες δημοσιεύθηκαν το Δεκέμβριο του 2016, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 0,2% το 2016. Κατόπιν, ο ρυθμός πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση αναμένεται να επιταχυνθεί σε 1,3% το 2017, 1,5%

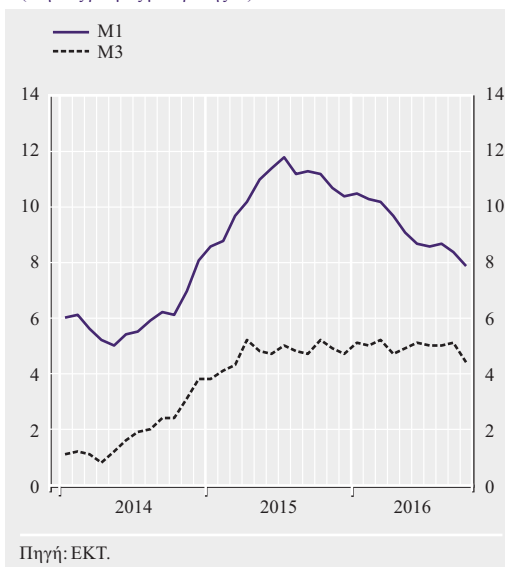
το 2018 και 1,7% το 2019, υπό την προϋπόθεση ότι θα συνεχιστεί η οικονομική ανάκαμψη και ότι οι τιμές του αργού πετρελαίου θα διαμορφωθούν σε επίπεδα συνεπή με τις τιμές που επικρατούσαν στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (κατά τις αρχές Νοεμβρίου 2016).

Δεδομένων των οικονομικών διαταραχών που έπληξαν τη ζώνη του ευρώ τον τελευταίο καιρό (ενδεικτικά έχουν ήδη αναφερθεί η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο), η διατήρηση εξαιρετικώς διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος εξασφάλισε τη συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης και απέτρεψε περαιτέρω εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων στη διάρκεια μιας περιόδου έντονων αβεβαιοτήτων, κυρίως γεωπολιτικής φύσεως. Συγκεκριμένα, η ΕΚΤ έχει υπολογίσει ότι, εάν δεν είχαν ληφθεί τα μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία εφαρμόστηκαν από τα τέλη του 2015 και εξής, τόσο η αύξηση του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατά την περίοδο 2016-2018 όσο και η επιτάχυνση του πληθωρισμού θα ήταν μικρότερες κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας σε σύγκριση με τις παρούσες μακροοικονομικές προβολές.

Όσον αφορά τα άμεσα ευνοϊκά αποτελέσματα της εξαιρετικώς διευκολυντικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επανειλημμένως σημειώσει: (1) τη διατήρηση σε υψηλά επίπεδα του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος M3, κυρίως λόγω της ταχείας αύξησης του αποθέματος των μορφών χρήματος οι οποίες διαθέτουν συγκριτικά υψηλότερο βαθμό ρευστότητας και απαρτίζουν το M1 (βλ. Διάγραμμα III.2), (2) την προοδευτική επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των νέων τραπεζικών δανείων τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα III.3). Αναφέρονται επίσης (3) η αποκλιμάκωση του κόστους νέας τραπεζικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.4), (4) η βελτίωση των λοιπών όρων τραπεζικού δανεισμού εκτός

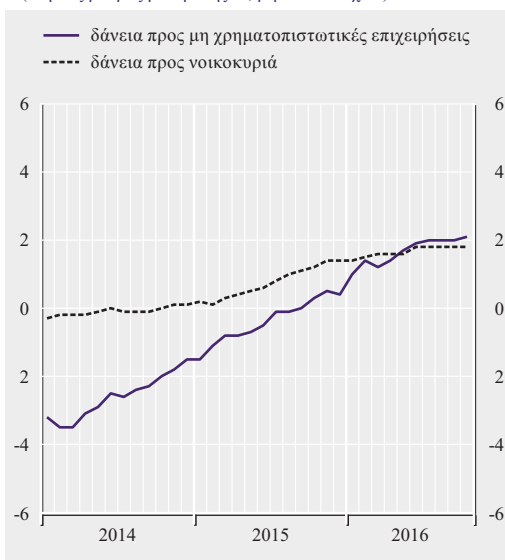
Διάγραμμα III.2 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2014-Οκτώβριος 2016)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Διάγραμμα III.3 Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2014-Οκτώβριος 2016)

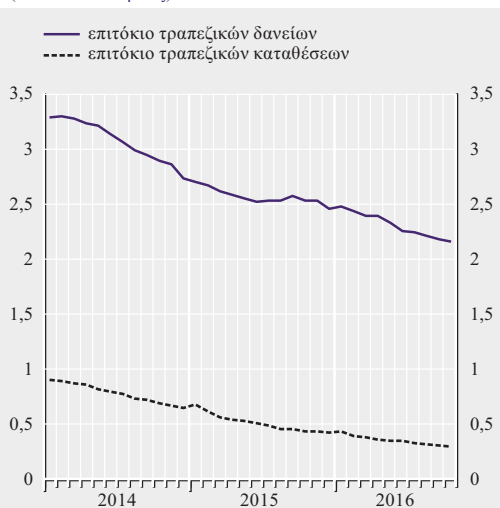
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, μηνιαία στοιχεία)



1 Τα στοιχεία έχουν προσαρμοστεί για τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί ή άλλως μεταβιβαστεί από το πιστωτικό ίδρυμα που τα συνολόγησε, καθώς και για τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθέσιμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων που παρέχουν τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI), δηλ. κυρίως τράπεζες, σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα III.4 Μέσο επιτόκιο δανείων και καταθέσεων¹ στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2014- Οκτώβριος 2016)

(ποσοστό % ετησίως)



Πηγή: ΕΚΤ.

¹ Οι δείκτες των επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων και καταθέσεων υπολογίζονται χρησιμοποιώντας ως στάθμιση τον κυλιόμενο μέσο όρο 24 μηνών των υφιστάμενων υπολοίπων δανείων και καταθέσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

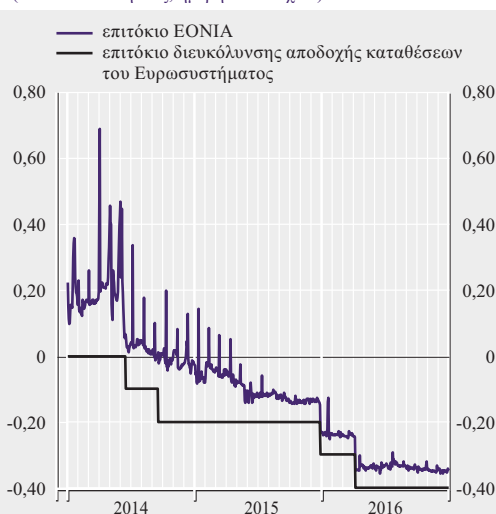
του επιτοκίου (όπως π.χ. η αύξηση του συνήθους ύψους και της διάρκειας μιας τραπεζικής πίστωσης) όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα των ερευνών για τις τραπεζικές χορηγήσεις, (5) η σχεδόν ολοκληρωτική αποκατάσταση της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με την εξάλειψη της χρηματοπιστωτικής κατάταξης. Συγκεκριμένα, εξαλείφθηκε η διαφοροποίηση του κόστους τραπεζικού δανεισμού μεταξύ των κρατών-μελών, η οποία δεν ήταν δυνατόν να δικαιολογηθεί με βάση καθαυτή τη φερεγγυότητα των δανειοληπτών, (6) η μείωση της διαφοράς του κόστους των τραπεζικών δανείων μεταξύ επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους και μεγάλων εταιριών. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι (7) η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ήταν εξαιρετικώς ευνοϊκή για τις τιμές των τίτλων, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών, με συνέπεια γενικευμένη υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και απευθείας μέσω των αγορών κεφαλαίων. Τέλος, (8) στην ενιαία αγορά χρήματος,

κατά την υπό επισκόπηση περίοδο επικράτησαν συνθήκες υπερβάλλουσας ρευστότητας. Το ύψος της υπερβάλλουσας ρευστότητας έβαινε σταδιακά αυξανόμενο καθώς προχωρούσε η εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων. Εξαιτίας της πλεονάζουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας (τόσο σε συνήθεις καταθέσεις όσο και σε καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων) και τα επιτόκια Euribor για διάρκειες μέχρι 6 μηνών διαμορφώθηκαν σε αρνητικά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια του 2016, ενώ κάτω του μηδενός υποχώρησαν και τα επιτόκια Euribor 9 και 12 μηνών λίγο μετά την αρχή του έτους. Ειδικότερα, το διατραπεζικό επιτόκιο διάρκειας μίας ημέρας, το EONIA, καθώς και το επιτόκιο για τοποθετήσεις έναντι εξασφαλίσεων, κυμάνθηκαν πολύ κοντά στο επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος, του οποίου μάλιστα τη μείωση το Μάρτιο του 2016 ακολούθησαν άμεσα, καταγράφοντας ισόποση μείωση (βλ. Διάγραμμα III.5).

Όσον αφορά τις πληθωριστικές προσδοκίες, ο μακροχρόνια αναμενόμενος πληθωρισμός,

Διάγραμμα III.5 Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2014-2 Δεκεμβρίου 2016)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ, European Banking Federation, European Money Markets Institute.

ο οποίος τεκμαίρεται από τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ακολούθησε πτωτική τάση το 2016 και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 1,4% την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2016, έναντι 1,7% το 2015. Η εν λόγω αναθεώρηση προς τα κάτω των εκτιμήσεων για τις πληθωριστικές προσδοκίες αποδίδεται εν μέρει στις αναταράξεις που προκάλεσε στις αγορές το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο, η επίδραση των οποίων ωστόσο σύντομα εξανεμίστηκε. Σε αντίθεση με την εξέλιξη του αναμενόμενου πληθωρισμού η οποία συνάγεται με παρατήρηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες οι οποίες καταρτίζονται με βάση τις απαντήσεις σε σχετικό ερώτημα που περιλαμβάνεται στην έρευνα Survey of Professional Forecasters παρουσίασαν σχετική σταθερότητα, παραμένοντας πολύ κοντά στο 1,8% (βλ. Διάγραμμα III.6).

Και κατά το 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξακολούθησε να καθοδηγεί τις αγορές, περιορίζοντας έτσι την αβεβαιότητα, με την παροχή ενδείξεων για την πιθανή μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, κατά το διάστημα μέχρι το Δεκέμβριο υπογράμμισε ότι τα βασικά επιτόκια θα παρέμεναν στα επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί μετά τη μείωση του Μαρτίου 2016 επί μακρό χρονικό διάστημα, πιθανότατα και μετά το Μάρτιο του 2017. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκανε σαφές ότι το πρόγραμμα αγοράς τίτλων θα ήταν δυνατόν να διαρκέσει και μετά την προαναφερθείσα ημερομηνία. Πράγματι, το Δεκέμβριο του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διευκρίνισε ότι το πρόγραμμα αγοράς τίτλων πρόκειται να συνεχιστεί και μετά το Μάρτιο του 2017, τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του έτους 2017. Αποφασίστηκε επίσης ότι, από τον Απρίλιο του 2017 και εξής, το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων θα μειωθεί από 80 σε 60 δισεκ. ευρώ, χωρίς όμως να αποκλείεται εκ νέου αύξηση του μηνιαίου ύψους ιδίως σε περίπτωση δυσμενούς μεταβολής των οικονομικών προοπτικών ή των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαβεβαίωνε καθ' όλη τη διάρκεια

Διάγραμμα III.6 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2014-2 Δεκεμβρίου 2016)

(ποσοστά % ετησίως)



του έτους ότι το πρόγραμμα αγοράς δεν θα διακοπεί πριν διαπιστωθεί ότι η πορεία την οποία πρόκειται να ακολουθήσει ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ έχει καταστεί συνεπής με τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό λίγο κάτω από 2%, όχι πρόσκαιρα, αλλά σε μεσοπρόθεσμη βάση.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεν απέκλεισε το ενδεχόμενο τα βασικά επιτόκια να μειωθούν περαιτέρω. Πράγματι, το Διοικητικό Συμβούλιο έκανε σαφή τη δέσμευσή του να διατηρήσει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ τόσο διευκολυντική όσο χρειάζεται προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να επιστρέψει λίγο κάτω από το 2%. Εάν η επίτευξη της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ καταστήσει αναγκαία την προσαρμογή της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής επί το διευκολυντικότερο, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι αποφασισμένο να ενεργήσει κατάλληλα, κινητοποιώντας όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής τα οποία είναι

συμβατά με το καταστατικό της ΕΚΤ. Σημειώνεται μάλιστα ότι τα ήδη εφαρμοζόμενα μέσα νομισματικής πολιτικής έχουν σχεδιαστεί ώστε να διαθέτουν ευελιξία. Ειδικότερα, τα μέσα ενσωματώνουν πολυάριθμες τεχνικές παραμέτρους οι οποίες, όπως μάλιστα έχει αποδειχθεί σε πολλές ευκαιρίες στο πρόσφατο παρελθόν, είναι δυνατόν να τροποποιηθούν εύκολα, επιτυγχάνοντας άμεση μεταβολή στην εμβέλεια και την αποτελεσματικότητα των αντίστοιχων μέσων νομισματικής πολιτικής.

Όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, στη διάρκεια του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η ταχύτητα και γενικότερα η αποτελεσματικότητα με την οποία επιδρά η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος στη ζώνη του ευρώ θα ήταν δυνατόν να ενισχυθεί εάν η νομισματική πολιτική συνδυαζόταν με την άσκηση κατάλληλης ιδίως διαρθρωτικής αλλά και δημοσιονομικής πολιτικής εκ μέρους κυρίως των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης. Κατά την εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου, οι ληφθείσες μέχρι στιγμής πρωτοβουλίες για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις παραμένουν διστακτικές. Στις προτεραιότητες τις οποίες διακρίνει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ όσον αφορά τη διαρθρωτική πολιτική προστέθηκαν, από το καλοκαίρι του 2016 και εξής, (α) η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων το οποίο απαντάται σε αρκετά

κράτη-μέλη, (β) η πρόοδος προς την ένωση κεφαλαιαγορών στην Ευρώπη και (γ) η συνέχιση του επενδυτικού σχεδίου για την Ευρώπη του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κ. Jean-Claude Juncker, το οποίο αφορά την παροχή επενδυτικών κινήτρων.

Ειδικότερα, σχετικά με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ κ. Mario Draghi¹ υπογράμμισε ότι πλήττουν την κερδοφορία των τραπεζών, περιορίζουν τις δυνατότητες των τραπεζών να διοχετεύουν πιστώσεις προς την πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ και εξ αυτού του λόγου δημιουργούν αναπόφευκτα κίνδυνο υπονόμευσης της ομαλής λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ τόνισε ότι για την επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών, εκτός από συνεπή αντιμετώπιση εκ μέρους των εποπτικών αρχών, είναι αναγκαίες η μεταρρύθμιση του πτωχευτικού κώδικα στα κράτη-μέλη καθώς επίσης και η ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς για προβληματικά στοιχεία ενεργητικού, με ρητή μάλιστα πρόβλεψη δυνατότητας κατ' εξαίρεση παρεμβάσεων εκ μέρους των αρχών για την απορρόφηση τέτοιων στοιχείων σε περιπτώσεις που η δευτερογενής αγορά δυσλειτουργεί.

1 Βλ. συνέντευξη τύπου μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ στις 21 Ιουλίου 2016.

Ειδικό θέμα III.1

ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας προσδιορίζεται από τη συνθήκη ότι πρέπει να εξισωθεί ο όγκος των διαθέσιμων (στην παγκόσμια οικονομία) αποταμιευτικών πόρων προς τον όγκο των πόρων οι οποίοι ζητούνται για επενδύσεις σε πάγια κεφάλαια. Στο σημείο αυτό επικρατεί πλήρης απασχόληση και σταθερός ρυθμός πληθωρισμού, το ακριβές ύψος του οποίου προσδιορίζεται από το μακροχρόνιο ρυθμό νομισματικής επέκτασης.

Η **ζήτηση πόρων** την οποία δημιουργούν οι ανάγκες για πραγματοποίηση επενδυτικών δαπανών επηρεάζεται (εκτός από το πραγματικό επιτόκιο) από το ρυθμό τεχνολογικής προόδου, ο οποίος ασκεί επιρροή στην εξέλιξη της παραγωγικότητας. Είναι γνωστό ότι τις τελευταίες δεκαετίες ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας έχει επιβραδυνθεί και, εξ αυτού του λόγου, η

παγκόσμια ζήτηση για επενδυτικούς πόρους έχει αποδυναμωθεί, παράλληλα μάλιστα με επιβράδυνση του δυναμικού ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ. Εξάλλου, έχει επισημανθεί ότι η μακροχρόνια αναδιάρθρωση των ανεπτυγμένων οικονομιών υπέρ του τομέα των υπηρεσιών (ο οποίος είναι συνήθως εντάσεως εργασίας) με ταυτόχρονο περιορισμό της σχετικής σημασίας του μεταποιητικού τομέα, όπως επίσης και η μακροπρόθεσμη τάση υποχώρησης των σχετικών τιμών των κεφαλαιακών αγαθών, συμβάλλουν σε περιστολή της ζήτησης πόρων για επενδύσεις.

Η προσφορά πόρων η οποία προέρχεται από τις αποταμιεύσεις επηρεάζεται (πέραν του πραγματικού επιτοκίου) από δημογραφικούς παράγοντες. Ενδεικτικά, η γήρανση του πληθυσμού οδηγεί σε αύξηση της αποταμίευσης για τη χρηματοδότηση δαπανών κατά την περίοδο της σύνταξης. Εξάλλου, στην παγκόσμια διόγκωση των αποταμιεύσεων σημαντική ήταν η συμβολή των αναπτυσσόμενων χωρών κατά τις αρχές της δεκαετίας του 2000. Οι χώρες αυτές συνεισέφεραν δυσανάλογα πολύ στον όγκο των αποταμιεύσεων, επειδή επιδίωξαν τη συσσώρευση σημαντικών συναλλαγματικών αποθεμάτων, προκειμένου να αποφύγουν τυχόν επανάληψη των συναλλαγματικών κρίσεων που είχαν σημειωθεί τη δεκαετία του 1990. Συχνά μάλιστα επισημαίνεται ειδικότερα η επίδραση της ενσωμάτωσης, κατά τις τελευταίες δεκαετίες, της Κίνας στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα – χώρας στην οποία καταγράφεται ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό αποταμιεύσεων.

Σύμφωνα με τις επικρατούσες στη σύγχρονη οικονομική απόψεις, οι νομισματικές αρχές δεν έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν σε μεσομακροπρόθεσμη βάση το επίπεδο του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας. Βεβαίως, το επιτόκιο ισορροπίας είναι δυνατόν να επηρεαστεί προσωρινά και από βραχυπρόθεσμα φαινόμενα, όπως διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου.

Οι νομισματικές αρχές λαμβάνουν ως δεδομένο το επίπεδο του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας και επιλέγουν το επίπεδο των επιτοκίων πολιτικής (δηλ. των βασικών επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας). Εάν, όπως πιθανώς συμβαίνει επί του παρόντος στη ζώνη του ευρώ, το πραγματικό επιτόκιο που επικρατεί είναι κατώτερο από το επιτόκιο ισορροπίας, προκαλείται επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στην οικονομία και, αντιστοίχως, ενδυνάμωση του πληθωρισμού.

Το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας δεν είναι μέγεθος το οποίο μπορεί κανείς να παρατηρήσει απευθείας. Ο υπολογισμός του υπόκειται σε σημαντική αβεβαιότητα στην πράξη. Καταρτίζονται εκτιμήσεις με τη βοήθεια εναλλακτικών υποδειγμάτων και υπό εναλλακτικές παραδοχές. Ο συγκερασμός των αποτελεσμάτων εναλλακτικών μεθόδων εκτίμησης αμβλύνει την αβεβαιότητα που αναπόφευκτα περιβάλλει κάθε ένα από τα αποτελέσματα των μεμονωμένων εκτιμήσεων και περιορίζει τη συμβολή στα αποτελέσματα των εκτιμήσεων τυχόν αυθαίρετων και απλουστευτικών παραδοχών. Πράγματι, οι περισσότερες μέθοδοι εκτίμησης¹ καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα κατά την περίοδο 2013-2016. Για τις ΗΠΑ, έχει εκτιμηθεί² ότι το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας κυμαινόταν κοντά στο μηδέν καθ' όλη την περίοδο 2009-2015.

Εκδήλωση της υποχώρησης του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας αποτελεί η καθοδική τάση την οποία ακολουθούν κατά τις τελευταίες δεκαετίες τα ονομαστικά επιτόκια (π.χ. οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων) σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες. Η τάση αυτή οφείλεται εν μέρει

1 Παρατίθενται σε ομιλία του κ. V. Constâncio, Αντιπροέδρου της ΕΚΤ, με τίτλο “The challenge of low interest rates for monetary policy” (15 Ιουνίου 2016). Αυτή και οι υπόλοιπες ομιλίες στις οποίες γίνονται παραπομπές είναι διαθέσιμες στον ιστότοπο της ΕΚΤ.

2 Laubach, T. and J. Williams (2015), “Measuring the Natural Rate of Interest Redux”, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2015-16.

στην τιθάσευση του πληθωρισμού διεθνώς και στην εξάλειψη της αβεβαιότητας όσον αφορά την πιθανή μελλοντική εξέλιξη του πληθωρισμού.

Δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι υπήρξαν και επιδράσεις σχετικά πιο βραχυπρόθεσμης εμβέλειας, οι οποίες προστέθηκαν στην προαναφερθείσα παγκόσμια και πολυετή υποκείμενη τάση (α) περιορισμού της ζήτησης για επενδύσεις σε πάγια κεφάλαια και (β) διόγκωσης της προσφοράς αποταμιεύσεων, και συνετέλεσαν ώστε το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας να υποχωρήσει και να διαμορφωθεί σε αρνητικά επίπεδα.

Ειδικότερα, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, από το 2007 και μετά, προξένησε διόγκωση της ζήτησης για ασφαλή χρηματοπιστωτικά στοιχεία ταυτόχρονα με περιορισμό – κατόπιν της εκδήλωσης δημοσιονομικών προβλημάτων σε πολλές χώρες – του συνόλου των στοιχείων τα οποία αξιολογούνται ως τέτοια. Στην ενίσχυση της ζήτησης για ασφαλείς τίτλους υποστηρίζεται ότι συνετέλεσαν οι μεγάλης έκτασης οριστικές αγορές χρεογράφων στις οποίες προέβησαν πολλές κεντρικές τράπεζες στο πλαίσιο της εφαρμογής πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης, η ανάπτυξη των αγορών διαπραβεζικών γερσ και το νέο αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο όσον αφορά τη ρευστότητα του ενεργητικού των τραπεζών.

Προκειμένου να αποτρέψει την παγίωση συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες, ως γνωστόν, είναι δυνατόν να αποβούν καταστροφικές για την οικονομική ευημερία, δεδομένης της, βάσει διαφόρων εναλλακτικών εκτιμήσεων, υποχώρησης του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας, το Ευρωσύστημα δεν είχε άλλη επιλογή παρά να διαμορφώσει τα επιτόκια πολιτικής σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα. Επιπροσθέτως, το Ευρωσύστημα άσκησε καθοδική πίεση στα περιθώρια (*term premia*) τα οποία ενσωματώνουν οι μεσομακροπρόθεσμες αποδόσεις έναντι των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Αυτό επιτεύχθηκε αφενός με την παροχή ενδείξεων ως προς την πιθανή μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, συμπεριλαμβανομένων ενδείξεων ότι ορισμένα από τα επιτόκια πολιτικής δύνανται να κινηθούν μελλοντικά σε ολοένα περισσότερο αρνητικά επίπεδα, και αφετέρου μέσω της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων. Έτσι το Ευρωσύστημα δημιούργησε κατάλληλες συνθήκες ώστε οι αποδόσεις σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών μέσων με μεσομακροπρόθεσμες διάρκειες να καταγράφουν μειώσεις μεγαλύτερες από αυτές που συνεπαγόταν αφ' εαυτής η μεταβολή των επιτοκίων πολιτικής.

Έχει επισημανθεί ότι το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας θα ήταν δυνατόν να αυξηθεί μέσω της εφαρμογής διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ειδικότερα στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, οι οποίες να εξασφαλίζουν σημαντική ενίσχυση της παραγωγικότητας ή και της συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό. Η άνοδος της απασχόλησης (ιδίως μεταξύ των ατόμων μεγαλύτερης ηλικίας) θεωρείται ότι θα οδηγούσε σε σχετικό περιορισμό του όγκου των αποταμιεύσεων, καθώς θα εξασθénιζε τα κίνητρα αποταμίευσης για λόγους πρόνοιας. Αυξητική επίδραση στο πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας θα ήταν επίσης δυνατόν να ασκηθεί με την ανάληψη προγραμμάτων δημόσιων επενδύσεων σε υποδομές και, σύμφωνα με ορισμένες απόψεις, γενικότερα μέσω της εφαρμογής επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής.

Τέλος, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ έχει υπογραμμίσει³ ότι μακροχρόνια ενδυνάμωση της ζήτησης επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ, αλλά και μετριασμός του προληπτικού κινήτρου για αποταμίευση, είναι δυνατόν να επιτευχθούν μέσω θεσμικών μεταρρυθμίσεων που θα εξασφαλίσουν τη διατήρηση, στα μελλοντικά χρόνια, της ακεραιότητας της Νομισματικής Ένωσης, διαλύοντας τελει-

3 Σε ομιλία του στις 2 Μαΐου 2016, με τίτλο “Addressing the causes of low interest rates”.

ωτικά τις σχετικές αβεβαιότητες που αναπτύχθηκαν στη διάρκεια της κρίσης χρέους. Μια άνοδος του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας θα επέτρεπε αύξηση των επιτοκίων πολιτικής και θα συμπαρέσυρε το γενικό επίπεδο των επιτοκίων στην οικονομία προς τα άνω, αντιστρέφοντας έτσι τις τυχόν ανεπιθύμητες παρενέργειες (βλ. Ειδικό θέμα III.2) τις οποίες ενδέχεται να προκαλούν, ταυτόχρονα με τα γνωστά ευεργετικά επεκτατικά αποτελέσματα, οι παρούσες συνθήκες νομισματικής χαλάρωσης.

Ειδικό θέμα III.2

ΕΞΑΙΡΕΤΙΚΩΣ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η διαμόρφωση των επιτοκίων σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα κατά τα τελευταία έτη στη ζώνη του ευρώ, όπως και σε άλλες νομισματικές περιοχές, συνοδεύθηκε κατ' αρχάς από αναδιανεμητικά αποτελέσματα, κυρίως υπέρ των οφειλετών και εις βάρος των δανειστών και αποταμιευτών.¹ Δημιούργησε επίσης κινδύνους στρεβλώσεων στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, η διατήρηση εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων είναι αναγκαία, όπως υποστηρίχθηκε παραπάνω (βλ. Ειδικό θέμα III.1), προκειμένου η οικονομία της ζώνης του ευρώ να ξεφύγει από τις συνθήκες αποπληθωρισμού, οι οποίες τείνουν τα τελευταία χρόνια να αναπτυχθούν.

Με δεδομένη την έκταση της υπερβάλλουσας ρευστότητας η οποία επικρατεί στην ενιαία αγορά χρήματος κατά τα τελευταία, σχεδόν δέκα, έτη, το επιτόκιο πολιτικής του Ευρωσυστήματος το οποίο ασκεί αμεσότερη επίδραση στα επιτόκια της αγοράς είναι το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Η διαμόρφωση αυτού του επιτοκίου σε αρνητικά επίπεδα, από τον Ιούνιο του 2014, είχε μεν ευνοϊκές συνέπειες για την οικονομική δραστηριότητα, ενδέχεται όμως να ασκήσει, με άμεσο τρόπο, δυσμενή επίδραση στις τράπεζες και μάλιστα σε μία περίοδο όπου η κερδοφορία τους δοκιμάζεται, καθώς, λόγω της προηγηθείσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, είναι αναγκαία η απομόχλευση στον τραπεζικό τομέα.

Ειδικότερα, η πολιτική εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων είναι δυνατόν να έχει τις εξής συνέπειες για τις τράπεζες από την πλευρά του ενεργητικού:

- Η υποχώρηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων που προκαλείται από την εν λόγω πολιτική συνεπάγεται άνοδο των τιμών των τίτλων (ομολογιακών και μετοχικών) και, αντιστοίχως, την καταγραφή κερδών κεφαλαίου εκ μέρους των τραπεζών.
- Συστατικό της τραπεζικής διαμεσολάβησης είναι ο μετασχηματισμός διάρκειας. Μετασχηματισμός διάρκειας σημαίνει ότι η διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών είναι, κατά κανόνα, μακρότερη από τη διάρκεια των στοιχείων του παθητικού τους. Αντιστοίχως, τα τακτά διαστήματα κατά τα οποία προσαρμόζονται, σύμφωνα με τις οικείες συμβάσεις, τα επιτόκια τραπεζικών δανείων υπερβαίνουν σε διάρκεια τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα που μεσολαβούν μεταξύ διαδοχικών προσαρμογών των επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων. Κατά συνέπεια, όταν το γενικό επίπεδο των επιτοκίων υποχωρεί για μία περίοδο, το κόστος συγκέντρωσης καταθέσεων εκ μέρους των τραπεζών περιορίζεται χωρίς ταυτόχρονα να μεταβάλλονται οι αποδόσεις επί των τοποθετήσεων (κυρίως δάνεια) προς τις οποίες διοχετεύονται, εκ μέρους των τραπεζών, οι πόροι από καταθέσεις.

¹ Βλ. Νομισματική Πολιτική 2015, Ενδιάμεση Έκθεση, Πλαίσιο III.1.

- Έτσι, η υποχώρηση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων, καθώς λ.χ. τα επιτόκια πολιτικής κατευθύνονται προς το μηδέν, αρχικά συνοδεύεται από διεύρυνση του περιθωρίου τραπεζικής διαμεσολάβησης (δηλ. της διαφοράς μεταξύ επιτοκίου δανείων και επιτοκίου καταθέσεων) και αύξηση των κερδών των τραπεζών από πιστοδοτικές δραστηριότητες. Μετά από κάποιο χρονικό διάστημα, το οποίο είναι τόσο βραχύτερο όσο μεγαλύτερο το μερίδιο των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού αναπροσαρμόζονται και αυτά, όπως ενωρίτερα συνέβη με τα επιτόκια καταθέσεων, προς τα κάτω, ακολουθώντας τα επιτόκια της αγοράς. Έτσι το επιτοκιακό περιθώριο επιστρέφει, υπό ορισμένες απλουστευτικές παραδοχές, στα αρχικά του επίπεδα. Η ταχύτητα και η τελική έκταση της προσαρμογής των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού είναι τόσο μεγαλύτερη όσο ισχυρότερες είναι οι δυνάμεις του ανταγωνισμού στο τραπεζικό σύστημα.

Η πρόσφατη εμπειρία έχει καταδείξει ότι οι τράπεζες, προκειμένου να αποφύγουν τη μαζική απόσυρση καταθέσεων, η οποία θα ήταν δυνατόν να προκαλέσει σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και τελικώς να απειλήσει τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, δεν μειώνουν τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων λιανικής κάτω του μηδενός, παρά το γεγονός ότι το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων έχει διαμορφωθεί σε αρνητικά επίπεδα.

Έτσι, η περαιτέρω γενική μείωση των επιτοκίων, καθώς το επιτόκιο πολιτικής αναπροσαρμόζεται σε αρνητικά επίπεδα, αρχικά δεν επηρεάζει τα κέρδη των τραπεζών, δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού κατά κανόνα παρουσιάζουν ακαμψία βραχυχρονίως. Ωστόσο, μετά από κάποιο χρονικό διάστημα, όταν πλέον η υποχώρηση των επιτοκίων της αγοράς (π.χ. των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα) μεταδοθεί στα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού, επέρχεται συρρίκνωση των κερδών από την τραπεζική διαμεσολάβηση, κάτω από τα επίπεδα που καταγράφονταν πριν την περαιτέρω μείωση του επιτοκίου πολιτικής σε αρνητική τιμή.

Δυσμενής επίδραση ασκεί στα κέρδη των τραπεζών και ο περιορισμός της (συνήθως θετικής) κλίσης της καμπύλης αποδόσεων, τον οποίο προκαλούν, επί του παρόντος στη ζώνη του ευρώ, δύο παράγοντες: αφενός η δέσμευση του Ευρωσυστήματος ότι θα διατηρήσει τα επιτόκια πολιτικής σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα επί μακρόν, χωρίς να είναι δυνατόν να αποκλειστεί περαιτέρω μείωσή τους, και αφετέρου η διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων. Ασφαλώς, η εφαρμογή αρνητικού επιτοκίου στα υπόλοιπα των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στο πλαίσιο της σχετικής διευκόλυνσης του Ευρωσυστήματος και στα υπόλοιπα (επιπλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων) στους τρεχούμενους λογαριασμούς των εμπορικών τραπεζών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, καθώς επίσης και η διαμόρφωση των αποδόσεων σε πολλούς ομολογιακούς τίτλους σε αρνητικά επίπεδα, ασκούν άμεση δυσμενή επίδραση στην κερδοφορία των τραπεζών.

Από την άλλη πλευρά, τα επιτόκια των καταθέσεων στη διατραπεζική αγορά έχουν από ετών υποχωρήσει κάτω από το μηδέν. Συνεπώς, οι τράπεζες οι οποίες χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους αντλώντας πόρους κατά κύριο λόγο από την αγορά χονδρικής, σε αντιδιαστολή με τη συγκέντρωση καταθέσεων λιανικής από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά, δεν έχουν πληγεί από την υποχώρηση των επιτοκίων πολιτικής, καθώς αυτή επέφερε, εκτός από μείωση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών, αντίστοιχη ελάφρυνση του κόστους άντλησης διαθεσίμων προς αναδανεισμό. Παρομοίως, οι τράπεζες οι οποίες προσφεύγουν στην κεντρική τράπεζα για αναχρηματοδότηση επωφελούνται από το γεγονός ότι τα βασικά επιτόκια έχουν μειωθεί τόσο πολύ, καθώς επίσης και από τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που εφαρ-

μόζονται. Για παράδειγμα, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, μέσω της νέας σειράς στοχευμένων πράξεων το επιτόκιο με το οποίο επιβαρύνεται η χρηματοδότηση που χορηγεί το Ευρωσύστημα προς τα πιστωτικά ιδρύματα είναι δυνατόν να μειωθεί στις -40 μονάδες βάσης.

Γίνεται δεκτό, ωστόσο, ότι για την πλειονότητα των τραπεζών το άμεσο αποτέλεσμα της πολιτικής εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων είναι περιορισμός του καθαρού εισοδήματος από τόκους. Επισημαίνεται ότι το καθαρό εισόδημα από τόκους αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος των κερδών των τραπεζών. Με το χρόνο η συνακόλουθη συρρίκνωση των μη διανεμόμενων κερδών συνεπάγεται ότι τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών δεν είναι δυνατόν να ενδυναμωθούν επαρκώς. Στο μέτρο τούτο, η αύξηση της κεφαλαιακής βάσης η οποία συνήθως απαιτείται για να υποστηρίξει ικανή επέκταση του δανειακού χαρτοφυλακίου της τράπεζας, προστατεύοντας την τράπεζα από τους κινδύνους που ενέχουν οι πιστοδοτήσεις, καθίσταται δυσχερέστερη. Εάν μάλιστα αρχίσουν να συσσωρεύονται ζημίες, μετά από κάποιο σημείο η πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών θα καταστεί αναγκαίο να περιοριστεί λόγω ανεπάρκειας ιδίων κεφαλαίων. Έτσι, έχει υποστηριχθεί² ότι υπάρχει κίνδυνος η μείωση του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος κάτω του μηδενός να οδηγήσει απώτερα στη δημιουργία συνθηκών οι οποίες θα εξωθήσουν τις τράπεζες σε περιορισμό της νομισματικής και της πιστωτικής επέκτασης. Έχει διατυπωθεί ο ισχυρισμός ότι οι τράπεζες, προκειμένου να περιορίσουν τις απώλειες κερδών και καθώς απουσιάζουν συνθήκες τέλει ανταγωνισμού στο τραπεζικό σύστημα, δεν αποκλείεται να επιδιώξουν να αυξήσουν (αντί να μειώσουν) τα δανειακά επιτόκια. Σύμφωνα με αυτή την επιχειρηματολογία, υπάρχει πιθανότητα η πολιτική εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων, αντί να βοηθήσει τη ζώνη του ευρώ να προσεγγίσει τη σταθερότητα των τιμών, να προκαλέσει στην πράξη περαιτέρω εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων και επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στη Νομισματική Ένωση.

Επίσης έχει υποστηριχθεί ότι τα εξαιρετικώς χαμηλά επιτόκια εξωθούν τις τράπεζες, προκειμένου να διατηρήσουν την κερδοφορία τους, να στραφούν σε υπερβολικό βαθμό προς τοποθετήσεις οι οποίες συνδυάζουν υψηλότερες αποδόσεις με δυσανάλογα μεγαλύτερο κίνδυνο, συγκρινόμενες προς τα συνήθη στοιχεία ενεργητικού των τραπεζών. Τέτοιου είδους τοποθετήσεις αποτελούν, παραδείγματος χάριν, οι δανειοδοτήσεις προς επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Με τη σειρά της, εάν μια τέτοια στροφή εκ μέρους των τραπεζών λάμβανε υπερβολική έκταση, θα ήταν δυνατόν να προκαλέσει προβλήματα για τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, σε περίπτωση που πραγματοποιηθούν, π.χ. λόγω σημαντικών εξωτερικών διαταραχών (όπως μια παγκόσμια ύφεση), οι κίνδυνοι τους οποίους ενέχουν οι εν λόγω τοποθετήσεις. Παρεμφερείς κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι δυνατόν να δημιουργηθούν εάν, λόγω της άφθονης ρευστότητας την οποία συνεπάγεται η εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ασκηθούν αρχικά κερδοσκοπικές πιέσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. των ακινήτων) και επακολουθήσει, όπως συνήθως συμβαίνει σύμφωνα με την ιστορική εμπειρία, απότομη διόρθωση των τιμών.

Σε αντίκρουση του παραπάνω ισχυρισμού ότι η εφαρμογή πολιτικής νομισματικής χαλάρωσης εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας είναι δυνατόν να έχει σε τελική ανάλυση συστατικό αποτέλεσμα, έχει διατυπωθεί εκτός των άλλων και το εξής επιχείρημα: Ακριβώς επειδή η ενιαία νομισματική πολιτική έχει λάβει εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση, οι επισφάλειες στο χαρτοφυλάκιο δανείων των τραπεζών διατηρούνται πολύ χαμηλότερες από ό,τι θα ίσχυε αν λ.χ. τα επιτόκια πολιτικής είχαν παραμείνει σε θετικά επίπεδα. Η συγκράτηση των μη εξυπηρετούμε-

² Η σχετική επιχειρηματολογία συνοψίζεται στην ομιλία του κ. B. Coeuré, Μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, με τίτλο “Assessing the implications of negative interest rates” (28.7.2016).

νων ανοιγμάτων των τραπεζών σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα, όπως μπορεί να διαπιστωθεί για τη ζώνη του ευρώ συνολικά, εξασφαλίζεται από τη νομισματική χαλάρωση.

Αυτό επιτυγχάνεται επειδή η πολιτική εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων αφενός συγκρατεί το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης, συντελώντας έτσι σε περιορισμό της δανειακής επιβάρυνσης των δανειοληπτών, και αφετέρου στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα και συνεπώς τα εισοδήματα των δανειοληπτών. Συμπερασματικά, στο βαθμό που η πολιτική εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων περιορίζει τις επισφάλειες, μάλλον αποτρέπει τη διάβρωση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών αντί να συμβάλλει σε αυτή, όπως υποστηρίζεται στο πλαίσιο του ισχυρισμού που εκτέθηκε παραπάνω. Το αρνητικό επιτόκιο πολιτικής ενδέχεται μιν να οδηγεί σε συρρίκνωση του περιθωρίου διαμεσολάβησης όταν αυτό υπολογίζεται με τον απλούστερο τρόπο, δηλ. ως η διαφορά μεταξύ μέσου επιτοκίου τραπεζικού δανεισμού και μέσου επιτοκίου τραπεζικών καταθέσεων, όχι όμως και σε περιορισμό του περιθωρίου όταν αυτό υπολογίζεται με βάση την προσδοκώμενη, εκ μέρους της τράπεζας, απόδοση από τις πιστώσεις της, λαμβανομένου υπόψη του βαθμού κινδύνου που αυτές ενέχουν.

Γενικότερα, η παρούσα οικονομική συγκυρία στη ζώνη του ευρώ δεν παρέχει ενδείξεις ότι η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος προκαλεί στο τραπεζικό σύστημα παρενέργειες τέτοιας έκτασης ώστε να εξουδετερώνονται τα επεκτατικά αποτελέσματα των εξαιρετικώς χαμηλών επιτοκίων. Κατ' αρχάς, όπως προαναφέρθηκε, κατά τα δύο τελευταία έτη έχει καταγραφεί επιτάχυνση της νομισματικής και της πιστωτικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ. Ομολογουμένως, έχει επιστημανθεί³ το ενδεχόμενο υπερθέρμανσης στις αγορές επαγγελματικών ακινήτων υψηλών προδιαγραφών (prime) σε χώρες-μέλη της Νομισματικής Ένωσης. Έχει όμως ταυτόχρονα υπογραμμιστεί ότι αυτή η εξέλιξη είναι δυνατόν να συγκρατηθεί επιτυχώς με τη χρήση μακροπροληπτικών μέτρων, π.χ. την επιβολή ορίων στο λόγο του ύψους των δανείων προς την αξία των υπέγγυων ακινήτων.

Εξάλλου, δεν έχει σημειωθεί πρόσφατα συρρίκνωση των κερδών των εμπορικών τραπεζών στο σύνολο της ζώνης του ευρώ. Αντιθέτως, τα κέρδη των τραπεζών διευρύνθηκαν συνολικά μετά το 2012. Ιδίως κατά το α' τρίμηνο του 2015,⁴ καταγράφηκε σημαντικής έκτασης θετική υπεραξία επί των τίτλων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, ως άμεση συνέπεια της διεξαγωγής εκ μέρους του Ευρωσυστήματος του προγράμματος αγοράς τίτλων. Βεβαίως, το επιτοκιακό περιθώριο των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ συρρικνώθηκε μετά τα μέσα του 2014, καθώς η υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού υπερέβη την υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων. Εντούτοις, το καθαρό εισόδημα των τραπεζών από τόκους (πρόκειται, κατά προσέγγιση, για τη διαφορά μεταξύ του εισοδήματος των τραπεζών από τόκους και των καταβολών, εκ μέρους των τραπεζών, τόκων επί των υποχρεώσεών τους) παρουσίασε ανθεκτικότητα (κατά το 2014 και το 2015), καθώς αυξήθηκε ο όγκος των πιστοδοτήσεων.

Πάντως, στο τρέχον και στο επόμενο έτος αναμένεται κάποια μείωση των κερδών των τραπεζών, προσδοκία η οποία συνέβαλε στην υποχώρηση των τιμών των τραπεζικών μετοχών κατά το 2016. Βεβαίως, υπάρχουν περιθώρια για προσαρμογές εκ μέρους των τραπεζών,⁵ οι οποίες είναι ικανές να μετριασουν τη δυσμενή επίδραση της μείωσης των επιτοκίων στα κέρδη, π.χ. στροφή των τραπεζών προς εργασίες οι οποίες αποφέρουν προμήθειες, βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους, αντιμετώπιση τυχόν προβληματικών στοιχείων ενεργητικού.

3 Βλ. ECB, *Financial Stability Review*, May 2016, p. 16.

4 Βλ. συνέντευξη τύπου του κ. M. Draghi, Προέδρου της ΕΚΤ, μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ στις 8.9.2016.

5 Βλ. ομιλία στις 4.10.2016 του κ. P. Praet, Μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, με τίτλο "Monetary policy and the euro area banking system".

Ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ, όπως και άλλα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής, έχουν επανειλημμένως υπογραμμίσει ότι το Ευρωσύστημα δεν παραβλέπει τις ανεπιθύμητες επιπτώσεις της διατήρησης των επιτοκίων πολιτικής σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα επί σχετικά μακρό χρονικό διάστημα. Τονίζεται ότι το Ευρωσύστημα, επιδιώκοντας να ελαχιστοποιήσει τις παρενέργειες για το τραπεζικό σύστημα, βασίστηκε όσο περισσότερο ήταν δυνατόν στην εφαρμογή μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής (όπως το πρόγραμμα αγοράς τίτλων), σε αντιδιαστολή με προσφυγή σε εντατικότερη μείωση των βασικών επιτοκίων. Γενικότερα, η έκταση στην οποία θεωρείται εφικτό τα επιτόκια πολιτικής να μειωθούν περαιτέρω περιορίζεται σαφώς από το ενδεχόμενο πρόκλησης δυσλειτουργιών στον κεντρικό δίαυλο μετάδοσης των αποτελεσμάτων της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, δηλ. στο τραπεζικό σύστημα.⁶

Τέλος, όπως έχει δηλώσει ο Πρόεδρος της ΕΚΤ σε πολλές ευκαιρίες, η μόνη ελπίδα τα επιτόκια να εξομαλυνθούν μελλοντικά, αυξανόμενα προς υψηλότερα επίπεδα τα οποία θα δημιουργήσουν ευνοϊκότερο περιβάλλον για την τραπεζική διαμεσολάβηση, είναι να διατηρηθούν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα επί του παρόντος και μέχρι να αποκτήσει διάρκεια η αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας και, αντιστοίχως, να αναθερμανθεί ο πληθωρισμός, κατευθυνόμενος προς επίπεδα λίγο κάτω του 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση.

⁶ Βλ. ομιλία στις 13.9.2016 της κ. S. Lautenschläger, Μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, με τίτλο “Monetary policy in uncertain times – the ECB and the crisis”.

ΙV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2016, η οικονομία συνέχισε να επηρεάζεται από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, καθώς και από το αβέβαιο οικονομικό κλίμα ως συνέπεια των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων. Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος, έπειτα από την υλοποίηση σημαντικού αριθμού προαπαιτούμενων δράσεων, εξασφάλισε την αποπληρωμή μέρους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές του, βελτιώνοντας έως ένα βαθμό τη ρευστότητα της πραγματικής οικονομίας, και ενίσχυσε τις προσδοκίες των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια και κατά τη διάρκεια των επόμενων μηνών, οι οικονομικοί δείκτες που αφορούν την απασχόληση, τη βιομηχανική παραγωγή και τις εξαγωγές αγαθών άρχισαν να καταγράφουν τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η ενίσχυση της δυναμικής της αγοράς εργασίας και η αύξηση της απασχόλησης, ιδιαίτερα στον τουρισμό, στήριξαν το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, αντιστάθμισαν εν μέρει την επίδραση της αυξημένης φορολόγησης και επέδρασαν θετικά στην ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη. Η δε δυναμική επίδοση αρκετών μεταποιητικών κλάδων συνέβαλε στη σταδιακή αύξηση των εξαγωγών αγαθών, η οποία αντιστάθμισε μέρος από τις απώλειες των εσόδων της ναυτιλίας και του τουρισμού.

Ο ρυθμός ανάκαμψης του ΑΕΠ που καταγράφεται ήδη από το β' τρίμηνο εκτιμάται ότι θα ενδυναμωθεί τα δύο επόμενα χρόνια, υπό την προϋπόθεση ότι η εξαγωγική προσπάθεια θα ενταθεί και ότι η ανάκαμψη θα υποστηριχθεί από την αύξηση της εγχώριας ζήτησης (της κατανάλωσης και των επενδύσεων) αλλά και την επιτάχυνση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας. Κίνδυνοι για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας συνδέονται με καθυστερήσεις στο πρόγραμμα των μεταρρυθμίσεων και στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, αλλά και με αβεβαιότητες στις διεθνείς εξελίξεις, όπως η άνοδος του ευρωσκεπτικισμού, η έξαρση του προστατευτισμού διεθνώς, η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου και ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης.

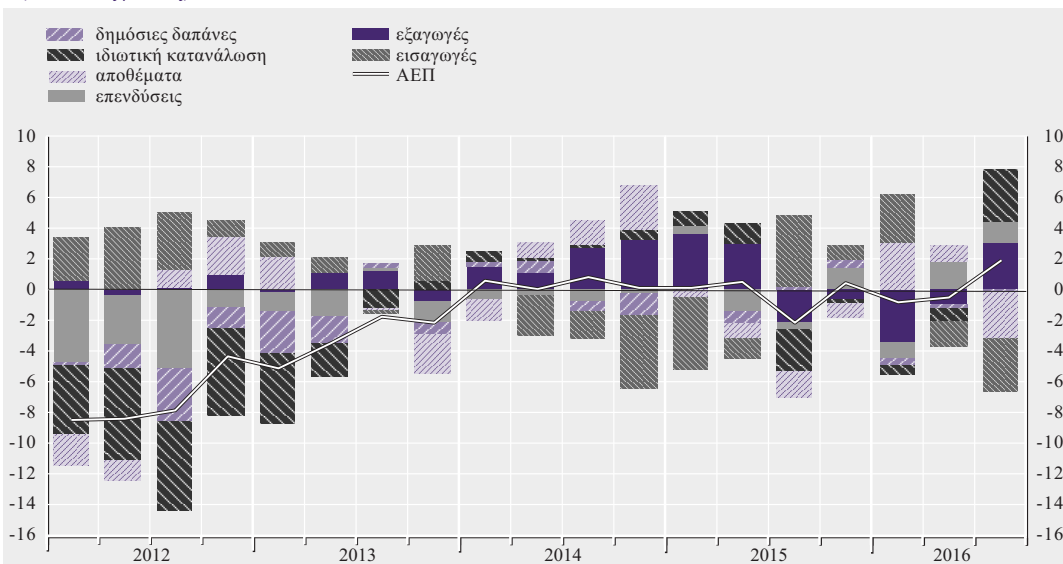
Η αύξηση του ΑΕΠ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 οφείλεται στην ανάκαμψη της κατανάλωσης και την αύξηση των ακαθάριστων επενδύσεων, ενώ αρνητικά επέδρασαν οι καθαρές εξαγωγές (βλ. Διάγραμμα IV.1). Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος και η υιοθέτηση σημαντικών θεσμικών μεταρρυθμίσεων, συμπεριλαμβανόμενης της θέσπισης ενός πλαισίου για την αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, υποβοηθούν τη σταδιακή αποκατάσταση των συνθηκών χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Προς αυτή την κατεύθυνση εκτιμάται ότι συνέβαλε και η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ το Μάρτιο του 2016 για την επαναφορά του *wavier*, δηλαδή της αποδοχής ελληνικών κρατικών τίτλων ως εξασφαλίσεων για την άντληση ρευστότητας εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών από το Ευρωσύστημα. Σε συνδυασμό με την επαναφορά του *wavier*, ο περιορισμός της ανάγκης προσφυγής των τραπεζών στο μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης (ELA) υποδηλώνει μείωση του κόστους δανεισμού για τις ελληνικές τράπεζες. Ταυτόχρονα, η επίλυση εκκρεμοτήτων από προηγούμενες αξιολογήσεις – όπως π.χ. η ολοκλήρωση των ιδιωτικοποιήσεων των περιφερειακών αεροδρομίων και του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού– βοήθησε στη σταδιακή αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης (βλ. Διάγραμμα IV.2).

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία, το γ' τρίμηνο του έτους **καταγράφηκε άνοδος του ΑΕΠ κατά 0,8%** έναντι του προηγούμενου τριμήνου, αντανakλώντας θετικές εξελίξεις σε όλες τις συνιστώσες της ζήτησης (κατανάλωση, επενδύσεις, εξαγωγές και δημόσιες δαπάνες) εκτός των εισαγωγών.

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να υποστηριχθεί και από τις ενθαρρυντικές εξελίξεις των τελευταίων ετών, που δείχνουν ότι η ελληνική οικονομία κινείται στην κατεύθυνση ενός νέου, εξωστρεφούς προτύπου, το οποίο βασίζεται στους τομείς των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Πιο συγκεκριμένα, οι σχετικές τιμές των

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης

(ποσοστιαίες μονάδες)

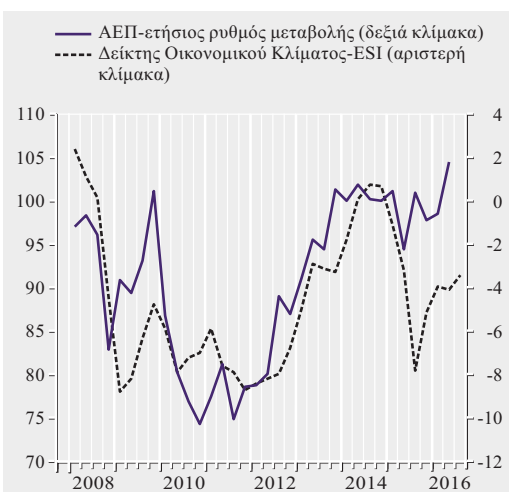


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί.

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

εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών έναντι των μη εμπορεύσιμων αυξήθηκαν κατά 10% περίπου την περίοδο 2010-2015, με αποτέλε-

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹ (α' τρίμ. 2008- γ' τρίμ. 2016)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή/IOBE.

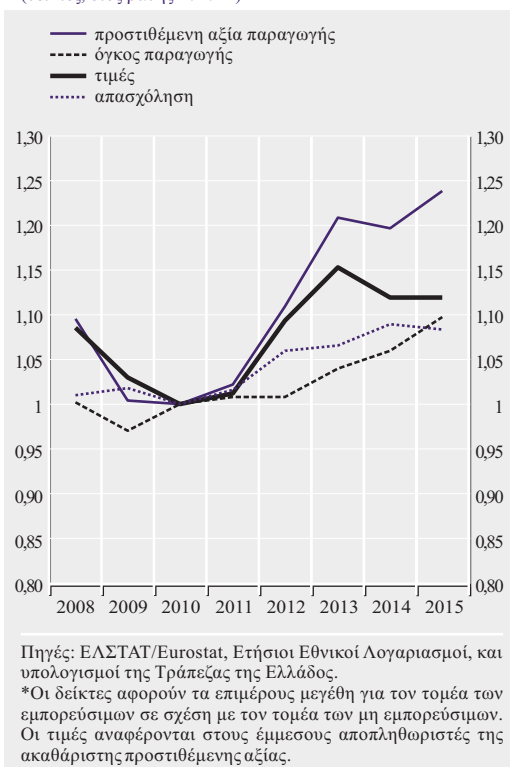
¹ Κινητός μέσος όρος 3 μηνών.

σμα η παραγωγή τους να γίνει πιο επικερδής. Κατά συνέπεια, το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην ιδιωτική οικονομία έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια (βλ. Διάγραμμα IV.3).¹ Αυτή η εξέλιξη αποδίδεται τόσο στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν ήδη εφαρμοστεί και στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας όσο και στο γεγονός ότι οι τομείς των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών που έχουν εξαγωγικό προσανατολισμό αντιμετώπισαν ηπιότερη ύφεση και κατά συνέπεια κατόρθωσαν να αυξήσουν σταδιακά τα μερίδιά τους σε όρους όγκου και απασχόλησης. Η τάση προς ένα εξωστρεφές πρότυπο καταγράφεται και από τη μεγέθυνση του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ σε ονομαστικούς όρους, το οποίο από 19% το 2009 αυξήθηκε σε 31,9% το 2015. Σημειώνεται επιπλέον ότι η αύξηση των εξαγωγών αγαθών υπερέφερε την αύξηση της εξωτερικής ζήτη-

¹ Συγκεκριμένα, το σχετικό μέγεθος των τομέων των εμπορεύσιμων, μετρούμενο ως το μερίδιό τους στην αθαθάριστη προστιθέμενη αξία του συνόλου της οικονομίας, αυξήθηκε κατά 12% περίπου την περίοδο 2010-2015 σε όρους όγκου και κατά 24% περίπου σε ονομαστικούς όρους, ενώ σε όρους απασχόλησης αυξήθηκε κατά 8% περίπου.

Διάγραμμα IV.3 Αναδιάρθρωση της ελληνικής παραγωγής προς εμπορεύσιμα (2008-2015)

(δείκτες, έτος βάσης 2010=1)*



σης τα έτη 2014-2015, δείχνοντας αύξηση των μεριδίων αγοράς των ελληνικών αγαθών στην παγκόσμια οικονομία.

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας τείνουν να επιβεβαιώσουν την επιστροφή σε ανάπτυξη της οικονομίας. Η μεταποίηση επέδειξε σχετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενισχύοντας την απασχόληση σε πολλές επιχειρήσεις του κλάδου. Ταυτόχρονα, η τουριστική δραστηριότητα, αν και παρατηρήθηκε υποχώρηση των τουριστικών εσόδων σε σχέση με το υψηλό επίπεδο του 2015, συνέβαλε στο δυναμισμό της αγοράς εργασίας τους καλοκαιρινούς μήνες. Η καταναλωτική δαπάνη, όπως καταγράφεται από τους σχετικούς δείκτες της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσιάζει ενδείξεις ανόδου, καθώς εκτιμάται ότι η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης συμβάλλει στην άνοδο του εισοδήματος από μισθωτή εργασία και περιορίζει τις συνέπειες της

φορολογικής επιβάρυνσης στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών.

Η εξέλιξη του πληθωρισμού στη διάρκεια του έτους κατέγραψε έντονες διακυμάνσεις, καθώς οι αποπληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν ισχυρές λόγω των χαμηλών τιμών των καυσίμων αλλά και της ασθενικής εγχώριας ζήτησης. Οι νέες φορολογικές αυξήσεις σε προϊόντα και υπηρεσίες, η σταθεροποίηση της τιμής του πετρελαίου αλλά και η άνοδος της εγχώριας ζήτησης εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν το γενικό πληθωρισμό σε θετικό έδαφος ήδη από τα τέλη του 2016.

Στο πεδίο της ανταγωνιστικότητας παρατηρήθηκαν απώλειες στη διάρκεια του έτους, αλλά εκτιμάται ότι η σημαντική βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας, η οποία καταγράφηκε μετά το 2009 στην Ελλάδα, θα συνεχίσει να ευνοεί την αύξηση της εξωστρέφειας της οικονομίας. Πάντως, η περαιτέρω βελτίωση των εξαγωγών αγαθών παρεμποδίζεται σε μεγάλο βαθμό από τους περιορισμούς στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και την αυξημένη φορολογική επιβάρυνσή τους. Παράλληλα, η μείωση των καθαρών εισπράξεων από εξαγόμενες υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών κατά 34% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015 – ως αποτέλεσμα τόσο της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων όσο και της μείωσης των ναύλων – περιορίζει τη συνολική εξαγωγική επίδοση της οικονομίας.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. ενότητα 6 του παρόντος κεφαλαίου), **η οικονομική δραστηριότητα αυξάνεται οριακά το 2016**, χάρη στην ανάκαμψη που παρατηρείται το β' εξάμηνο του έτους. **Για το 2017, το 2018 και το 2019 προβλέπονται ρυθμοί ανάπτυξης της τάξεως του 2,5%, 3% και 3% αντίστοιχα.** Οι παράμετροι που αναμένεται να συμβάλουν στο αναπτυξιακό αποτέλεσμα των επόμενων χρόνων είναι οι εξής:

- Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, κυρίως μέσα από την ενίσχυση της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών.

- Η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων, οι οποίες αναμένεται να υποβοηθηθούν από την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων. Θετικά εκτιμάται ότι θα συμβάλει η υποχώρηση του σχετικού κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων στην περίπτωση ένταξης της χώρας στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

- Ο εξαγωγικός δυναμισμός, ο οποίος αντανακλά την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας και αναμένεται να υποστηριχθεί από τις επιχειρηματικές επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό, αλλά και από την εντεινόμενη μετακίνηση πόρων και δραστηριοτήτων προς την παραγωγή εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών.

- Η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας και η περαιτέρω επέκτασή της κυρίως στις αγορές προϊόντων, αξιοποιώντας και τις συστάσεις του ΟΟΣΑ που εμπεριέχονται στην 3η εργαλειοθήκη του Οργανισμού.

Όσον αφορά την αγορά εργασίας, αναμένεται ότι η τάση αποκλιμάκωσης της ανεργίας θα

συνεχιστεί και το 2017, υποβοηθούμενη από την επιστροφή της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, τη σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος, αλλά και τις ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί στην αγορά εργασίας, αλλά και αυτές που προβλέπονται στη δεύτερη αξιολόγηση, και η συνεπής εφαρμογή του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία αναμένεται να ενισχύσουν την απασχόληση. Πάντως, το επίμονο υψηλό επίπεδο μακροχρόνιας ανεργίας δεν αναμένεται να θεραπευθεί με αυτόματο τρόπο, ακόμη και εντός ενός νέου ενάρετου κύκλου της οικονομίας, και γι' αυτό χρήζει συντονισμένης και αποτελεσματικής αντιμετώπισης.

I ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Στη διάρκεια του α' εξαμήνου το ΑΕΠ, σε σταθερές τιμές έτους 2010 (εποχικώς διορθωμένα

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ

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

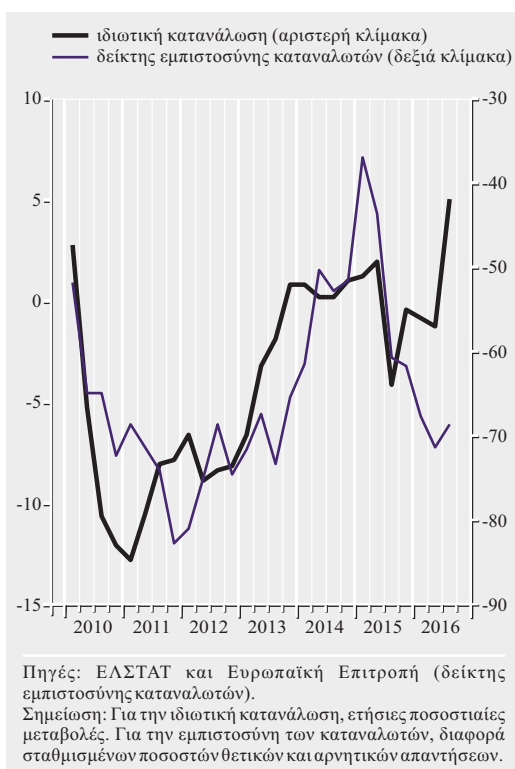
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 εννέαμηνο
Ιδιωτική κατανάλωση	-6,4 (-4,4)	-9,9 (-6,8)	-7,9 (-5,5)	-2,7 (-1,9)	0,6 (0,4)	-0,3 (-0,2)	1,0 (0,7)
Δημόσια κατανάλωση	-4,2 (-0,9)	-7,0 (-1,5)	-7,2 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	0,0 (0,0)	-1,2 (-0,3)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-19,3 (-4,0)	-20,7 (-3,6)	-23,5 (-3,6)	-8,4 (-1,1)	-4,6 (-0,5)	-0,1 (0,0)	6,1 (0,7)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-26,3 (-1,7)	-14,4 (-0,7)	-38,1 (-1,8)	-31,1 (-1,0)	-53,1 (-1,2)	-26,0 (-0,3)	-15,5 (-0,1)
Εγχώρια τελική ζήτηση¹	-8,3 (-9,3)	-11,0 (-12,0)	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,4 (-0,4)	-0,2 (-0,2)	1,0 (1,1)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,8%	0,2%	-0,8%	-0,5%
Εγχώρια ζήτηση	-6,8 (-7,3)	-10,8 (-11,9)	-9,8 (-10,4)	-4,4 (-4,5)	0,4 (0,5)	-1,1 (-1,1)	1,3 (1,3)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,5 (0,9)	0,7 (0,2)	1,0 (0,3)	1,1 (0,3)	7,7 (2,1)	3,1 (0,9)	-1,6 (-0,5)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,4 (1,0)	-8,3 (2,5)	-9,4 (2,9)	-3,4 (1,0)	7,6 (-2,3)	0,3 (-0,1)	2,0 (-0,7)
Εξωτερική ζήτηση	(1,9)	(2,7)	(3,1)	(1,3)	(-0,1)	(0,8)	(-1,1)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-5,5	-9,2	-7,3	-3,2	0,4	-0,3	0,2

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

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

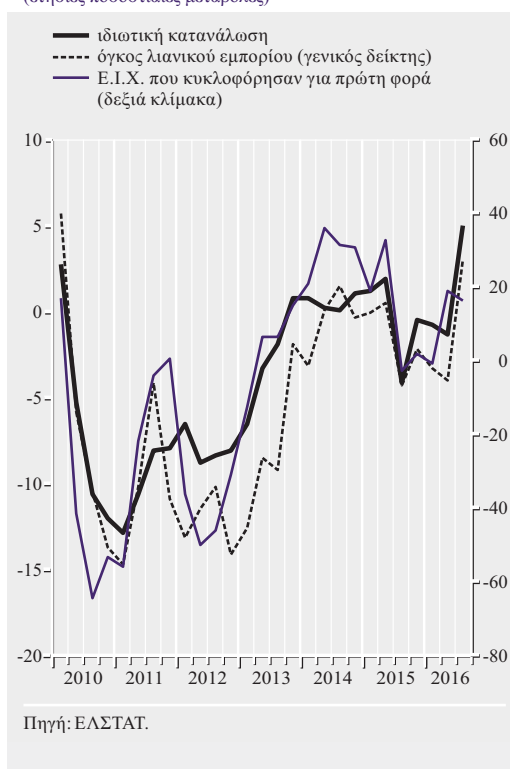
1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2016)



Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



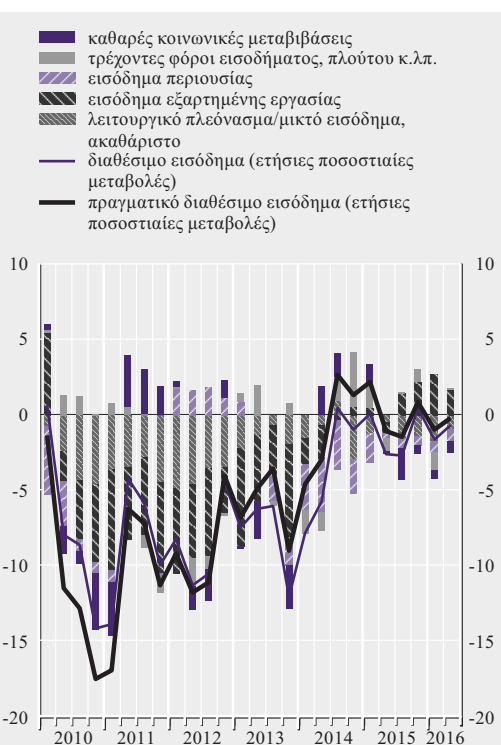
στοιχεία), υποχώρησε κατά 0,7% έναντι της ίδιας περιόδου του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω της κάμψης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ωστόσο, η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων το γ' τρίμηνο του έτους οδήγησε το ρυθμό ανάπτυξης του εννεαμήνου Ιαν.-Σεπτ. σε θετικό έδαφος (+0,2%). Στο ίδιο διάστημα, οι πάγιες επενδύσεις και η κατανάλωση κινήθηκαν θετικά (6,1% και 1% αντίστοιχα), ενώ, αντίθετα, πτωτικά κινήθηκαν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, λόγω της συνεχιζόμενης πτώσης των εξαγωγών υπηρεσιών (κατά 14,1%).

Η **ιδιωτική κατανάλωση** υποχώρησε το α' εξάμηνο του 2016 (-1,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015), συμβάλλοντας αρνητικά στη μεταβολή του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.1). Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα του κλίματος αβεβαιότητας, που συνδεόταν με την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολό-

γησης του προγράμματος του ESM και αποτυπώθηκε στη μεγάλη μείωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και στην πτώση των λιανικών πωλήσεων κατά την εν λόγω περίοδο (βλ. Διαγράμματα IV.4 και IV.5). Η κάμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης το α' εξάμηνο του έτους συνάδει με την εξέλιξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (MKIEN),² το οποίο κατέγραψε μείωση (βλ. Διάγραμμα IV.6). Το ονομαστικό πρωτογενές εισόδημα των νοικοκυριών και των MKIEN, εξαιρουμένων των τρεχόντων φόρων εισοδήματος/πλούτου και των κοινωνικών μεταβιβάσεων, παρέμεινε αμετάβλητο το α' εξάμηνο του έτους, καθώς η σημαντικά θετική συμβολή του εισοδήματος

2 Το εισόδημα αυτό, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, κατέγραψε μείωση κατά 1,0% το α' τρίμηνο του 2016, ενώ το β' τρίμηνο μειώθηκε μόνο οριακά (-0,2%).

Διάγραμμα IV.6 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμ. 2010- β' τρίμ. 2016)



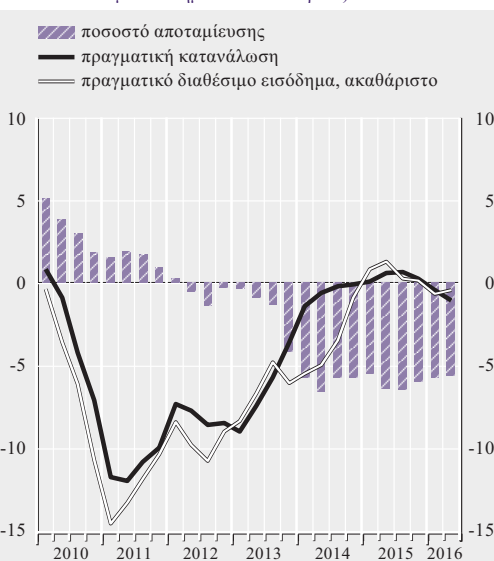
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων, και ΕΚΤ, «Household Sector Report», Νοέμβριος 2016.

εξαρτημένης εργασίας αντιστάθμισε την αρνητική συμβολή του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων και του εισοδήματος από περιουσία. Στη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ το α' εξάμηνο του έτους συνέτεινε η αρνητική συμβολή των τρεχόντων φόρων εισοδήματος/πλούτου και των καθαρών κοινωνικών μεταβιβάσεων (βλ. Διάγραμμα IV.6). Παράλληλα, η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ είχε ως αποτέλεσμα την αρνητική αποταμίευση των νοικοκυριών για 14ο συνεχές τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα IV.7),³ αντανακλώντας τη μείωση του πλούτου τους.

Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης οδήγησε στη σταδιακή άρση της αβεβαιότητας, όπως αντανακλάται στην ανάκαμψη της κατα-

Διάγραμμα IV.7 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμ. 2010-β' τρίμ. 2016)

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



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων.
1 Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

ναλωτικής εμπιστοσύνης το γ' τρίμηνο του 2016 (βλ. Διάγραμμα IV.4),⁴ στη σταθεροποίηση των καταθέσεων των νοικοκυριών, καθώς και στη βελτίωση βασικών δεικτών της οικονομικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, ο δείκτης όγκου λιανικού εμπορίου αυξήθηκε κατά 3,1% το γ' τρίμηνο του 2016 έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του προηγούμενου έτους, ο αριθμός των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία παρέμεινε σε θετικό έδαφος, τα έσοδα από ΦΠΑ συνέχισαν να αυξάνονται, ενώ παράλληλα επιβραδύνθηκε ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης (βλ. Πίνακα IV.2). Με βάση τα παραπάνω, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε σημαντικά το γ' τρίμηνο του 2016 (+5,1%) και υπεραντιστάθ-

3 Σημειώνεται ότι οι αποταμιεύσεις στήριξαν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών σε όλη τη διάρκεια της κρίσης, με το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ να έχει μειωθεί από 6,5% το 2009 σε -8,3% το α' εξάμηνο του 2016.

4 Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης κατέγραψε την υψηλότερη τιμή του έτους τον Οκτώβριο του 2016 (-63,6), όμως παραμένει σε ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2015.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2011-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-10,2	-12,2	-8,1	-0,4	-1,5	-1,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-8,7	-11,8	-8,4	-0,7	-0,5	-0,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	-6,0	-9,0	-9,1	0,5	-2,1	-1,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ένδυση-υπόδηση	-18,8	-20,6	-2,2	5,4	7,9	6,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-15,7	-16,3	-6,2	-1,4	-3,8	-1,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-5,2	-12,1	-0,1	7,0	7,0	2,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	-5,9	-12,8	-6,5	-0,4	1,9	12,5 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-0,5	-3,1	22,9	27,1	-9,1	21,8 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-74,1	-74,8	-69,4	-54,0	-50,7	-66,9 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-29,8	-41,7	3,1	30,1	13,8	13,5 (Ιαν.-Οκτ.)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας ³	-16,8	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4	-1,0 (Ιαν.-Οκτ.)
Καταναλωτική πίστη ⁴	-6,4 (Δεκ.)	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,7 (Οκτ.)

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

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

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

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

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

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2011-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-13,5	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	1,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	62,7	58,2	61,4	64,7	62,1	65,8 (Ιαν.-Νοέμ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	-2,0 (Δεκ.)	-4,4 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)	-0,3 (Ιαν.-Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ³	...	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	23,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-41,32	-33,45	-8,20	15,47	3,08	0,3 (Ιαν.-Ιούν.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-37,7	-30,6	-25,6	-5,8	-0,2	-8,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Παραγωγή τοιμέντου	-37,8	-12,8	3,4	-3,4	3,6	24,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-27,8	26,1	50,6	23,7	-29,9	-2,0 (Ιαν.-Νοέμ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού ⁴	-2,9 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Ιαν.-Οκτ.)

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

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

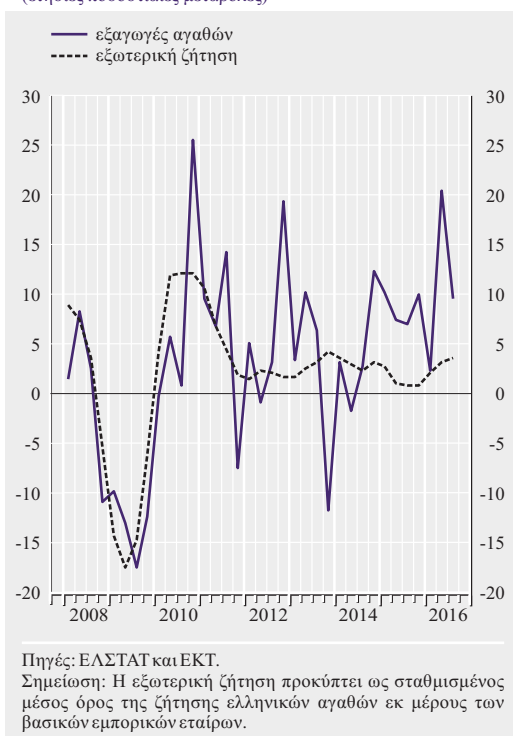
2 Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα. Από τον Ιούνιο του 2010 δεν περιλαμβάνονται τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινόμησης δανείων, οι διαγραφές δανείων, οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και τα εταιρικά ομόλογα και δάνεια που μεταβίβασαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε θυγατρικές τους τράπεζες εκτός Ελλάδος και σε εγχώρια θυγατρική εταιρία παροχής πιστώσεων το 2009.

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

4 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινόμησης δανείων, οι διαγραφές δανείων, οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών και η μεταβίβαση δανείων σε εγχώρια θυγατρική εταιρία παροχής πιστώσεων το 2009.

Διάγραμμα IV.8 Εξαγωγές αγαθών και εξωτερική ζήτηση (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



μισε τις απώλειες του α' εξαμήνου (εννεάμηνο: +1,0%). Παρά την αυξημένη φορολογική επιβάρυνση του β' εξαμήνου του 2016, η κατανάλωση των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από τα θετικά στοιχεία για την απασχόληση, καθώς και τη σταθεροποίηση των πραγματικών αμοιβών των μισθωτών.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, ύστερα από την υποχώρηση του α' τριμήνου, ανέκαμψαν στη συνέχεια χάρη στη βαθμιαία βελτίωση του οικονομικού κλίματος και την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης. Η σημαντική αύξηση των επενδύσεων σε μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό τα επόμενα τρίμηνα (κυρίως μεταφορικός εξοπλισμός το β' τρίμηνο και μηχανολογικός εξοπλισμός το γ' τρίμηνο) του 2016 οδήγησε τη συνολική επενδυτική δαπάνη του εννεαμήνου Ιαν.-Σεπτ. 2016 σε θετικό έδαφος (+6,1%). Οι επενδύσεις στις κατασκευές εκτός κατοικιών αυξήθηκαν σημαντικά (+17,6%), ενώ

αντίθετα οι επενδυτικές δαπάνες που κατευθύνθηκαν στην κατασκευή κατοικιών παρέμειναν ιδιαίτερα αρνητικές (-15,5%), καθώς η ισορροπία στην αγορά ακινήτων δεν έχει ακόμη αποκατασταθεί (βλ. Πίνακα IV.3). Από την εξέλιξη των επενδύσεων στη διάρκεια του έτους εκτιμάται ότι στην άρση της επενδυτικής απραξίας και στην ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος της οικονομίας συμβάλλει αποφασιστικά η σταδιακή αποκατάσταση του επιχειρηματικού κλίματος, όπως επίσης και η πρόοδος τόσο στο θεσμικό επίπεδο⁵ όσο και στο επίπεδο των ιδιωτικοποιήσεων.⁶

Καθοριστική θεωρείται η βελτίωση των προοπτικών της οικονομίας και η περαιτέρω αποκατάσταση του οικονομικού κλίματος προκειμένου οι επιχειρήσεις να οδηγηθούν σε στέρεες επενδυτικές αποφάσεις και να αναζητήσουν αξιόπιστες λύσεις χρηματοδότησης. Η συνολική επενδυτική ζήτηση της οικονομίας, το ποσοστό της οποίας στο σύνολο του ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 12 περίπου ποσοστιαίες μονάδες από την αρχή της κρίσης, εκτιμάται ότι θα κλείσει με θετικό πρόσημο το 2016 και αναμένεται να αυξηθεί στη διάρκεια του 2017. Οι παράγοντες που αναμένεται να συμβάλουν στη θετική εξέλιξη των ιδιωτικών κυρίως επενδύσεων συνδέονται με τα εξής:

- Τις ευρύτερες προοπτικές της οικονομίας και τη σταθεροποίηση και περαιτέρω βελτίωση του οικονομικού κλίματος, προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι που ανέστειλαν την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων τα προηγούμενα χρόνια.
- Την ταχεία υλοποίηση των πρωτοβουλιών του αρμόδιου υπουργείου για την αξιοποίηση των νέων καθεστώτων αναπτυξιακών κινή-

5 Ψηφίστηκε από τη Βουλή ο ν. 4399/16, που εξοργχρονίζει το θεσμικό πλαίσιο κινήτρων και επιδοτήσεων για την προσέλκυση επενδύσεων, και στη συνέχεια δρομολογήθηκε η ενεργοποίηση των τεσσάρων νέων καθεστώτων. Σύμφωνα με τη Γενική Γραμματεία Στρατηγικών και Ιδιωτικών Επενδύσεων, αναμένεται να υποβληθούν σε αυτά περισσότερα από 500 επενδυτικά σχέδια.

6 Ολοκληρώθηκαν οι ιδιωτικοποιήσεις του ΟΛΠ, των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, του παλαιού αεροδρομίου του Ελληνικού και του Αστέρια Βουλαγαμένης, ενώ σημειώθηκε πρόοδος σε κάποιες άλλες, όπως του ΟΣΕ και του ΑΔΜΗΕ.

τρων που προβλέπει ο ν. 4399/16, καθώς και την εκκαθάριση εκκρεμοτήτων από προηγούμενα καθεστώτα.

- Την αξιοποίηση της ευρωπαϊκής χρηματοδότησης για διαρθρωτικές δράσεις, το σύνολο της οποίας αναμένεται να φθάσει τα 3 δισεκ. ευρώ τόσο για το 2016 όσο και για το 2017.
- Το ρυθμό υλοποίησης των ιδιωτικοποιήσεων, καθώς για το 2017 προβλέπονται έσοδα της τάξεως των 2,2 δισεκ. ευρώ, σύμφωνα με τη Συμπληρωματική Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης του Ιουνίου 2016.
- Τις συνθήκες χρηματοδότησης, η βελτίωση των οποίων αναμένεται να μειώσει σταδιακά το υψηλό κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων σε σχέση με αυτές της Ευρώπης και να καταστήσει αποδοτικότερα τα εξωστρεφή επενδυτικά σχέδια.

Ο **εξωτερικός τομέας της οικονομίας** το εννεάμηνο Ιαν.-Σεπτ. 2016 χαρακτηρίστηκε από την επίδραση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, που επηρέασαν κυρίως τον τομέα των

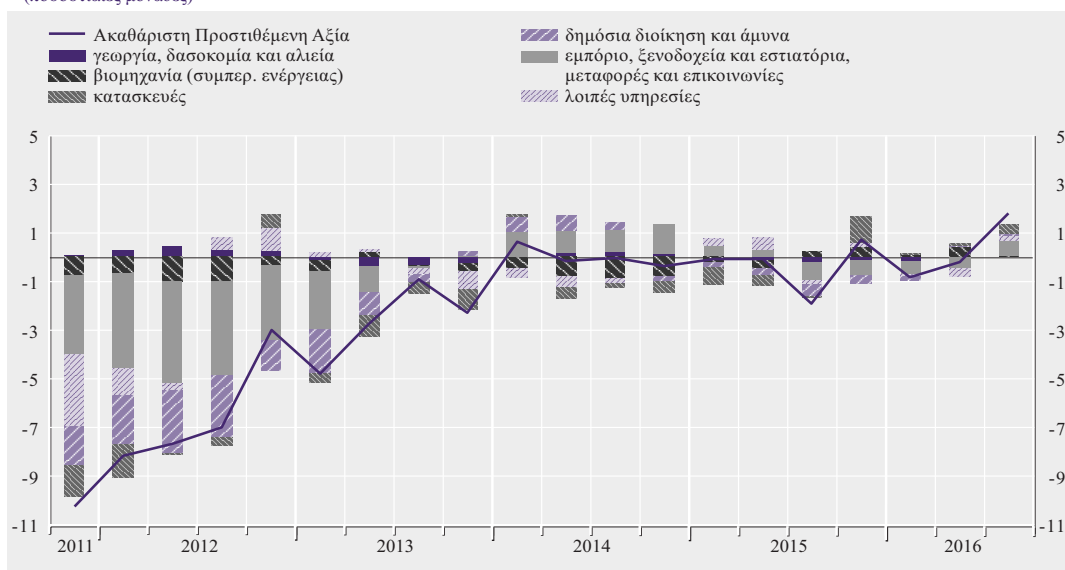
υπηρεσιών μέσω της επίπτωσής τους στα έσοδα και έξοδα από τη ναυτιλία το α' εξαμηνιο του έτους. Από την άλλη πλευρά, οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν περισσότερο από όσο η εξωτερική ζήτηση για τα ελληνικά αγαθά, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας την περίοδο 2009-2016, δείχνοντας αύξηση των μεριδίων των ελληνικών εξαγωγών στην παγκόσμια αγορά (βλ. Διάγραμμα IV.8). Επιπλέον, οι εξελίξεις στις εξαγωγές (και παρά την αρνητική επίπτωση από την εξέλιξη των εξαγωγών υπηρεσιών λόγω των κεφαλαιακών περιορισμών) δείχνουν σταθεροποίηση της αναδιάρθρωσης της οικονομίας προς ένα πιο εξωστρεφές πρότυπο, καθώς οι εξαγωγές αποτελούν σε ονομαστικούς όρους το 31,9% του ΑΕΠ για το υπό ανάλυση εννεάμηνο από 19% το 2009.

Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιαν.-Σεπτ. 2016, η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** σημείωσε αύξηση κατά 0,3% σε σταθερές τιμές έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2015, καθώς η υποχώρηση των υπηρεσιών

Διάγραμμα IV.9 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2011-2016)

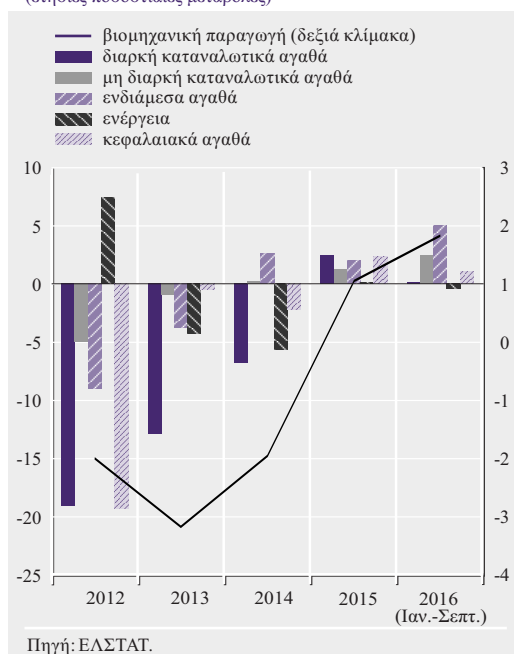
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές 2010)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 εννεάμηνο
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-1,5 (0,0)	9,0 (0,3)	-6,2 (-0,3)	3,5 (0,1)	-2,2 (-0,1)	-1,0 (0,0)
Δευτερογενής τομέας	-10,8 (-1,7)	-6,8 (-1,0)	-4,9 (-0,8)	-6,5 (-1,0)	0,0 (0,0)	2,5 (0,3)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-4,7 (-0,5)	-6,3 (-0,7)	-1,2 (-0,1)	-6,0 (-0,7)	0,2 (0,0)	1,6 (0,2)
Κατασκευές	-26,1 (-1,2)	-8,4 (-0,3)	-17,3 (-0,6)	-8,3 (-0,3)	-0,6 (0,0)	6,8 (0,2)
Τριτογενής τομέας	-9,2 (-7,5)	-7,2 (-5,8)	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,1)	-0,4 (-0,3)	-0,2 (-0,2)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-12,1 (-3,0)	-15,7 (-3,8)	-4,1 (-0,9)	4,7 (1,0)	-0,7 (-0,2)	-0,6 (-0,1)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-18,9 (-0,7)	-11,5 (-0,4)	5,5 (0,2)	-10,5 (-0,4)	-1,3 (0,0)	1,2 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-14,1 (-0,7)	-5,0 (-0,2)	0,9 (0,0)	-4,6 (-0,2)	0,9 (0,0)	-2,2 (-0,1)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-7,1 (-1,2)	5,4 (0,9)	1,0 (0,2)	3,1 (0,6)	1,2 (0,3)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-10,7 (-0,6)	-8,4 (-0,4)	-12,6 (-0,7)	-3,3 (-0,2)	1,8 (0,1)	-2,7 (-0,1)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-3,5 (-0,8)	-9,1 (-2,1)	-3,3 (-0,7)	1,5 (0,3)	-1,5 (-0,3)	0,0 (0,0)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-14,1 (-0,5)	3,4 (0,1)	1,3 (0,0)	-3,1 (-0,1)	-3,5 (-0,1)	2,5 (0,1)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-9,1	-6,5	-2,7	0,0	-0,3	0,3

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Νοέμβριος 2016, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Διάγραμμα IV.10 Βιομηχανική παραγωγή

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



και της πρωτογενούς παραγωγής υπεραντισταθμίστηκε από τη θετική επίδοση του δευτερογενούς τομέα (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.9).

Η προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) σημείωσε άνοδο, ιδιαίτερα το β' τρίμηνο του έτους. Η βιομηχανική δραστηριότητα το εννεάμηνο Ιαν.-Σεπτ. ήταν αυξημένη σε όρους όγκου κατά 1,8%, παρά το γεγονός ότι τόσο η παραγωγή των ορυχείων όσο και η παραγωγή του ηλεκτρισμού έχουν αρνητικό πρόσημο, ενώ ο κλάδος της μεταποίησης παρουσίασε αύξηση του όγκου παραγωγής του κατά 4,5% το ίδιο διάστημα (βλ. Πίνακα IV.5 και Διάγραμμα IV.10). Στο κέντρο των εξελίξεων βρίσκεται ο δυναμισμός ορισμένων μεταποιητικών κλάδων όπως των παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα, των τροφίμων, των χημικών προϊόντων, των βασικών μετάλλων και των μη μεταλλικών ορυκτών, η παραγωγή των οποίων βρίσκεται πλέον σε επίπεδα πάνω από εκείνα

του έτους βάσης του σχετικού δείκτη (2010) και συνδέεται όλο και περισσότερο με εξαγωγική δραστηριότητα. Συνακόλουθα, ο κλάδος της βιομηχανίας χαρακτηρίστηκε από αισθητή βελτίωση των προσδοκιών στη διάρκεια του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.11) και περαιτέρω αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, όπως καταγράφεται στις σχετικές έρευνες του IOBE.⁷ Επίσης, η εξέλιξη του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου κατέγραψε σταθεροποιητικές τάσεις (βλ. Πίνακα IV.5 και Διάγραμμα IV.12).

Η εξέλιξη του προϊόντος του **κατασκευαστικού τομέα** στο εννεάμηνο εμφάνισε άνοδο

(+6,8%), ενώ ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές παρέμεινε αμετάβλητος την ίδια περίοδο (βλ. Πίνακες IV.3 και IV.4). Οι προσδοκίες πάντως των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου παραμένουν ιδιαίτερα αρνητικές, ενώ ταυτόχρονα ο όγκος των οικοδομικών αδειών σημειώνει πτώση (Ιαν.-Αύγ.: -8,4%, βλ. Πίνακα IV.3).

Η υποχώρηση της προστιθέμενης αξίας του **τομέα των υπηρεσιών** με ετήσιο ρυθμό 0,2% το εννεάμηνο του 2016 συνέβαλε αρνητικά κατά

7 Ο σχετικός δείκτης προσδοκιών του IOBE σημείωσε άνοδο κατά 11,8% στο διάστημα Ιαν.-Νοεμ. 2016 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015, ενώ και ο βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού ανήλθε στο 67,1 για την ίδια περίοδο, έναντι 65,3 στο σύνολο του 2015.

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία (2010-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (διαθέσιμη περίοδος)
1. Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (γενικός)	-5,9	-5,7	-2,0	-3,2	-1,9	1,0	1,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Μεταποίηση	-5,1	-9,1	-3,5	-1,1	1,8	1,8	4,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ορυχεία-λατομεία	-6,5	-2,0	-0,9	-11,5	-0,3	-6,5	-18,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ηλεκτρισμός	-9,2	4,0	1,8	-6,9	-13,6	0,5	-1,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βασικές ομάδες αγαθών				
Ενέργεια	-4,9	-1,8	7,4	-4,2	-5,6	0,1	-0,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ενδιάμεσα αγαθά	-0,9	-9,5	-8,9	-3,8	2,6	2,0	4,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Κεφαλαιακά αγαθά	-22,1	-13,5	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	1,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	-13,4	-15,8	-19,0	-12,8	-6,8	2,4	0,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά	-7,2	-5,3	-5,0	-0,9	0,3	1,3	2,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
2. Δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία²	7,0	6,2	2,8	-5,9	-1,1	-10,1	-7,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εγχώρια αγορά	-0,7	-0,1	-6,2	-9,9	-0,9	-9,4	-5,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εξωτερική αγορά	29,2	20,4	19,6	-0,1	-1,3	-11,1	-10,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
3. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία	5,1	1,4	0,4	13,7	7,7	-13,4	11,8 (Ιαν.-Νοέμ.)
4. Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία	68,5	67,6	64,4	65,9	68,2	65,3	67,1 (Ιαν.-Νοέμ.)
5. Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI)³	43,8	43,6	41,2	46,0	49,9	45,4	48,3 (Νοέμ.)

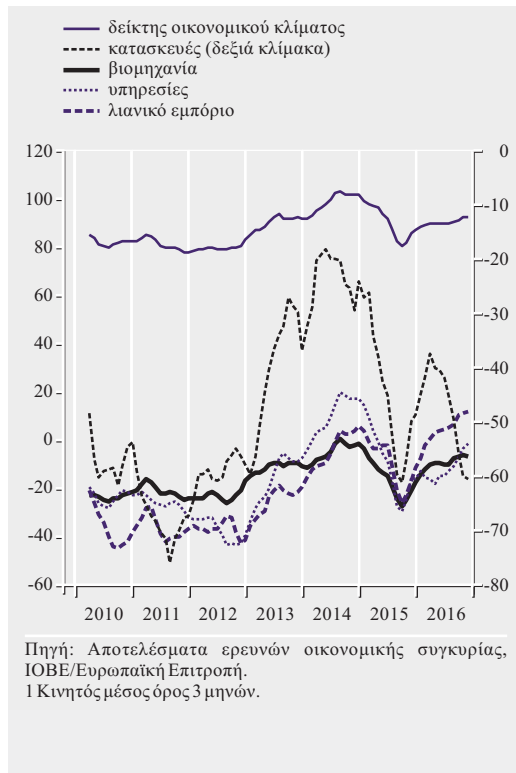
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, δείκτες κύκλου εργασιών και νέων παραγγελιών στη βιομηχανία), IOBE (επιχειρηματικές προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού) και Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών (PMI).

1 Εκτός του βαθμού χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία και του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI), στους οποίους γίνεται αναφορά σε επίπεδα δεικτών.

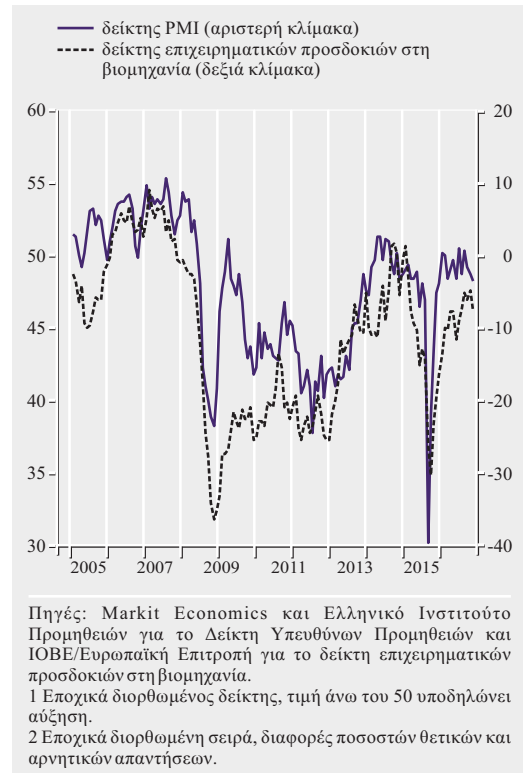
2 Αφορά τις πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών των βιομηχανικών επιχειρήσεων σε όρους αξίας.

3 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει άνοδο.

Διάγραμμα IV.11 Δείκτης οικονομικού κλίματος¹ και δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών¹ σε επιμέρους κλάδους (Μάρτιος 2010-Νοέμβριος 2016)



Διάγραμμα IV.12 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία² (Ιανουάριος 2005-Νοέμβριος 2016)



0,2 της ποσοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο. Ανοδικά κινήθηκαν οι κλάδοι διαχείρισης ακίνητης περιουσίας (με μερίδιο 18,8% στην ακαθάριστη προστιθέμενη αξία κατά μέσο όρο την περίοδο 2010-2015), ενημέρωσης-επικοινωνίας (με μερίδιο 3,3%), τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας (με μερίδιο 4,1%), ενώ υποχώρησαν οι κλάδοι του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων, των μεταφορών-επικοινωνιών (μερίδιο 23,4%), των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων (μερίδιο 5,1%) και των χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (μερίδιο 4,5%). Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών σε τρέχουσες τιμές (βλ. Πίνακα IV.6), τα οποία καταγράφουν άνοδο σε ορισμένες υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, όπως οι αεροπο-

ρικές μεταφορές, οι υπηρεσίες αποθήκευσης και οι υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες, ή αυτές που συναρτώνται με την ιδιωτική κατανάλωση, όπως η εμπορία αυτοκινήτων-μοτοσικλετών. Όσον αφορά τις δραστηριότητες που σχετίζονται άμεσα με τον τουρισμό (καταλύματα και δραστηριότητες υπηρεσιών εστίασης), κατά τη διάρκεια της κρίσης παρατηρείται αύξηση του μεριδίου τους τόσο στην προστιθέμενη αξία (από 4,6% το 2009 σε 6,0% το 2015) όσο και στην απασχόληση (από 6,7% το 2009 σε 7,5% το 2014).

Κατά το 2016 ο **ελληνικός τουρισμός** αντιμετώπισε μια σειρά από ιδιαίτερες προκλήσεις μετά τα ρεκόρ αφίξεων και εσόδων που σημειώθηκαν το 2015 (αύξηση κατά 7,6% και 5,5% σε ονομαστικούς όρους αντίστοιχα). Τους πρώτους εννέα μήνες του 2016 οι αφίξεις τουριστών σημείωσαν αύξηση κατά 3,5%,

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

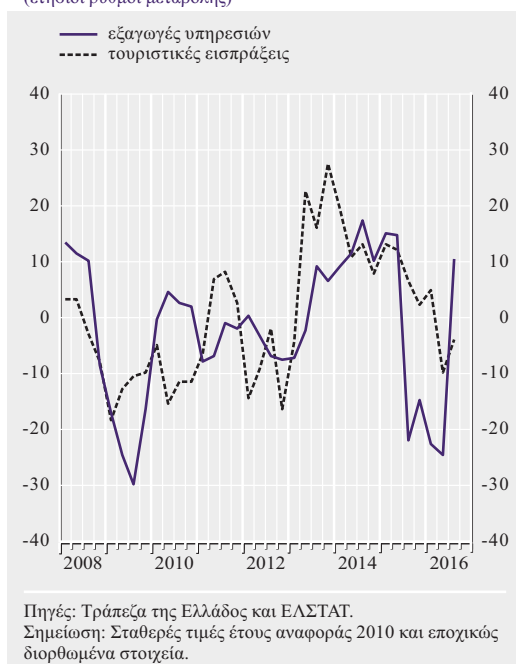
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και IOBE (προσδοκίες).
¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

ενώ οι ταξιδιωτικές εισπράξεις σε σταθερές τιμές (εξαιρουμένων των εισπράξεων από κρουαζιέρες) μειώθηκαν κατά 5,2% (βλ. Διάγραμμα IV.13). Πέρα από την αργή ανάπτυξη στην Ευρώπη, από όπου προέρχονται οι περισσότεροι επισκέπτες, η προσφυγική κρίση σε συνδυασμό με τις γεωπολιτικές εξελίξεις στην περιοχή μας και τους αυξημένους φόβους για την τρομοκρατία αποθάρρυναν τη μεγαλύτερη έλευση επισκεπτών. Κατά το

εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, λόγω και των συνεπειών της προσφυγικής κρίσης, η ταξιδιωτική κίνηση μέσω οδικών σταθμών μειώθηκε κατά 5,4%, ενώ μέχρι σήμερα οι αεροπορικές αφίξεις στα νησιά του Ανατολικού Αιγαίου εμφανίζονται ιδιαίτερα μειωμένες. Επίσης, η μείωση των αφίξεων από τη Γαλλία (κατά 11,6% το εννεάμηνο) λόγω των τρομοκρατικών επιθέσεων στη Γαλλία αποτέλεσε έναν επιπλέον αρνητικό παράγοντα. Ο

Διάγραμμα IV.13 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2016)

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής)



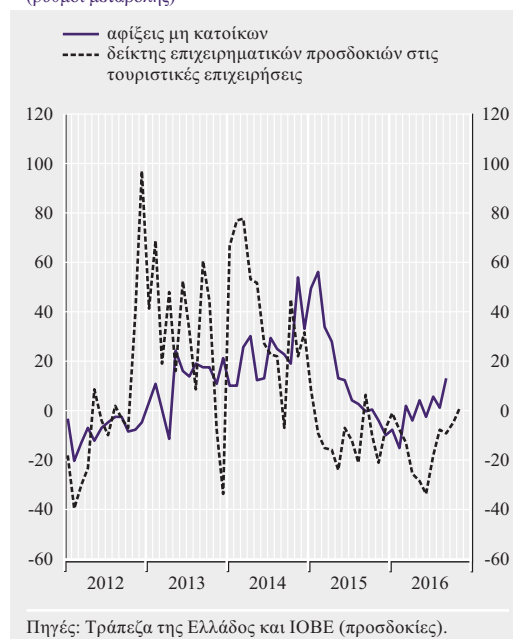
τουριστικός κλάδος αντιμετώπισε τις εξωτερικές προκλήσεις εντείνοντας τις προσπάθειες προσέλκυσης επισκεπτών. Σε κάποιο βαθμό όμως αυτό επιτεύχθηκε με την προσφορά ιδιαίτερα ανταγωνιστικών τιμών, στοιχείο που τελικά επέδρασε αρνητικά στο σύνολο των ταξιδιωτικών εισπράξεων. Θετική εξέλιξη πάντως είναι ότι ανακόπηκε η καθοδική τάση του μέσου χρόνου παραμονής στη χώρα μας, ενώ και οι συνολικές αφίξεις κατέγραψαν άνοδο (βλ. Διάγραμμα IV.14).

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Από την έναρξη της τρέχουσας κρίσης, καταγράφεται σταθερά επιδείνωση τόσο στις εμπορικές αξίες και τα μισθώματα όσο και στα επίπεδα ζήτησης οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων. Οι πιέσεις στις εμπορικές αξίες και τα μισθώματα των οικιστικών και των επαγγελματικών ακινήτων συνεχίστηκαν και τους πρώτους εννέα μήνες του

Διάγραμμα IV.14 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2012-Νοέμβριος 2016)

(ρυθμοί μεταβολής)

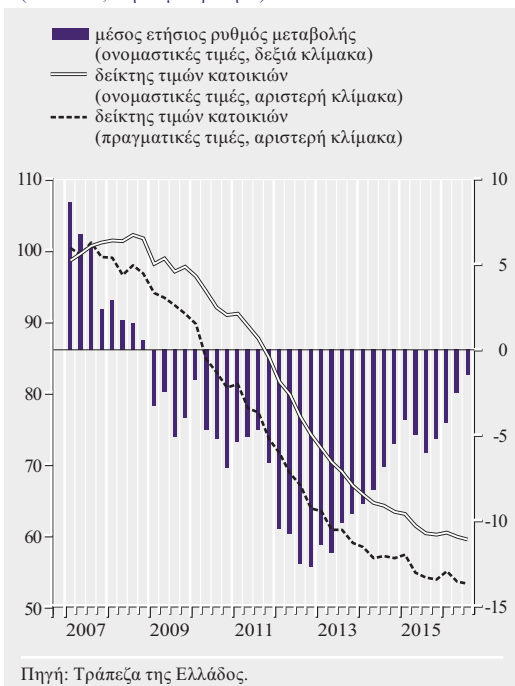


2016, αν και με μικρότερη ένταση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.

Στην αγορά των κατοικιών, η μείωση των τιμών συνεχίστηκε και το 2016, με πιο συγκρατημένους ρυθμούς. Ενδεικτικά, με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, εκτιμάται ότι το γ' τρίμηνο του 2016 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν κατά μέσο όρο μειωμένες κατά 1,5% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2015, έναντι μείωσης 6,0% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2015 (για το σύνολο του 2015 οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,1% – βλ. Διάγραμμα IV.15). Σωρευτικά από το 2008 (μέσα επίπεδα) έως το γ' τρίμηνο του 2016 οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 41,7%, ενώ η υποχώρηση των τιμών εξακολουθεί να είναι εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας (Αθήνα: -43,8% και Θεσσαλονίκη: -45,6%), καθώς και στα παλαιότερα και μεγαλύτερου εμβαδού ακίνητα στις σχετικά ακριβότερες περιοχές της χώρας.

Διάγραμμα IV.15 Δείκτης τιμών κατοικιών

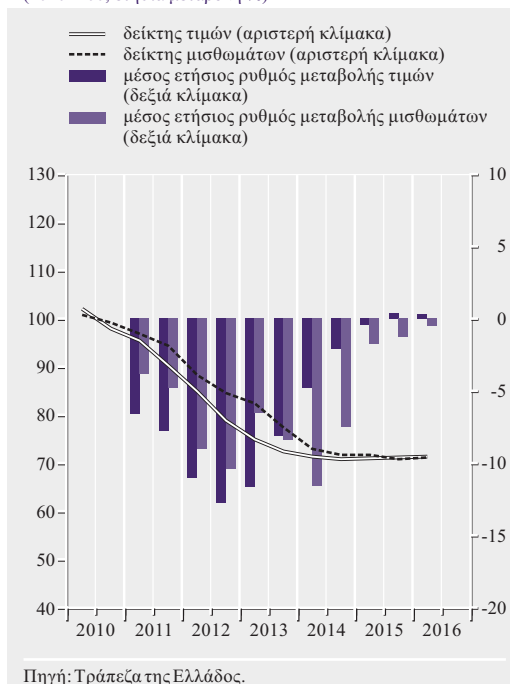
(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, η τάση σταθεροποίησης των ονομαστικών τιμών γραφείων υψηλών προδιαγραφών που καταγράφηκε κατά το 2015 (-0,1%) συνεχίστηκε και κατά το α' εξάμηνο του 2016, με οριακή αύξηση των τιμών κατά 0,2% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2015 (βλ. Διάγραμμα IV.16). Ωστόσο, μικρές μειώσεις καταγράφονται ακόμη στην ευρύτερη περιοχή της Αθήνας (-0,5%). Οι ονομαστικές τιμές των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών, οι οποίες κατά το 2015 εξακολούθησαν να εμφανίζουν σημαντικούς ρυθμούς μείωσης, της τάξεως του 3,5% για το σύνολο της χώρας, το α' εξάμηνο του 2016 παρουσιάζουν τάσεις σταθεροποίησης, με το ρυθμό μείωσης να διαμορφώνεται πλέον στο 0,8% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2015 (βλ. Διάγραμμα IV.17). Τέλος, αναφορικά με τα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων, κατά το α' εξάμηνο του 2016 καταγράφηκαν τάσεις σταθεροποίησης σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο, με ρυθμούς μεταβολής 0,7% και -0,3% αντίστοιχα.

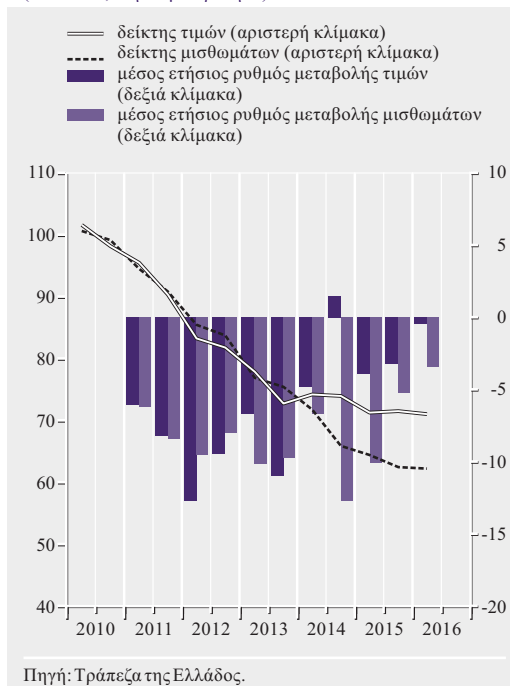
Διάγραμμα IV.16 Δείκτες γραφείων

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



Διάγραμμα IV.17 Δείκτες καταστημάτων

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



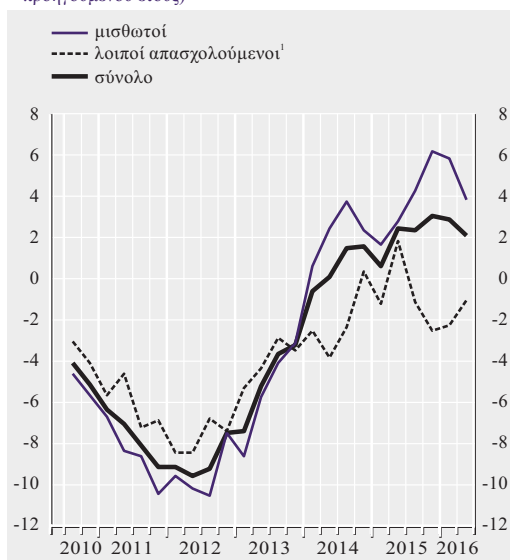
Όσον αφορά τις προσδοκίες για την αγορά ακινήτων, οι ελαφρά πτωτικές, αλλά και σταθεροποιητικές σε ορισμένες περιπτώσεις, τάσεις στις τιμές εκτιμάται ότι θα συνεχιστούν και τα επόμενα τρίμηνα. Παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός υποχώρησης των τιμών αναμένεται τελικά να επηρεαστεί και από το νέο πλαίσιο διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η ελληνική αγορά ακινήτων παρουσιάζει μια σειρά από χαρακτηριστικά τα οποία μπορούν υπό προϋποθέσεις να αναστρέψουν ενδεχόμενες αρνητικές προσδοκίες. Οι υψηλές αποδόσεις, των επαγγελματιών κυρίως ακινήτων, σε συνδυασμό με τις χαμηλές τιμές που έχουν διαμορφωθεί σε όλο το φάσμα κατηγοριών ακινήτων, αλλά και με πρόσθετους παράγοντες όπως η δυναμική του τουρισμού και η ανάπτυξη των υποδομών, θα μπορούσαν να αναδείξουν τα ακίνητα ως δυναμική επενδυτική επιλογή. Ωστόσο, οι παγιωμένες αγκυλώσεις της γραφειοκρατίας και η πολυπλοκότητα των διαδικασιών, η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα στην οικονομία αλλά και η συνεχής περαιτέρω φορολογική επιβάρυνση στα ακίνητα, είτε αυτή αφορά το εισόδημα είτε το κεφάλαιο είτε τις άμεσες ή έμμεσες επενδύσεις, αναστέλλουν το επενδυτικό ενδιαφέρον, με άμεσο αντίκτυπο στην αγορά και στο σύνολο της οικονομίας. Η ανάκαμψη της ελληνικής αγοράς ακινήτων προϋποθέτει επομένως, εκτός από την οριστική σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος, και διαρθρωτικές ενέργειες – πρωτίστως στον τομέα της φορολόγησης – ώστε να αναδειχθούν και να γίνουν πραγματικά ελκυστικές οι επενδυτικές ευκαιρίες που προσφέρει η χώρα.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Οι ευνοϊκές εξελίξεις στην αγορά εργασίας που ξεκίνησαν το 2014 συνεχίστηκαν το 2015 και το α' εξάμηνο του 2016. Η απασχόληση συνέχισε να αυξάνεται (2,5% το α' εξάμηνο του 2016, έναντι αύξησης 1,5% το αντίστοιχο διάστημα του 2015). Ο αριθμός των ανέργων το α' εξάμηνο του 2016 συνέχισε να μειώνεται και υποχώρησε με ετήσιο ρυθμό 5,9%, παρου-

Διάγραμμα IV.18 Απασχόληση (2010-2016)

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.
 1 Λοιποί απασχολούμενοι=αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες)+αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό+βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

σιάζοντας ωστόσο επιβράδυνση έναντι του ετήσιου ρυθμού μεταβολής που είχε παρατηρηθεί το α' εξάμηνο του 2015 εξαιτίας της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και της εφαρμογής νέων δημοσιονομικών μέτρων. Το μέσο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 24% το α' εξάμηνο του 2016, 1,6 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα το 2015, παραμένοντας πάντως το υψηλότερο στην ΕΕ-28. Το ποσοστό ανεργίας τον Αύγουστο του 2016 υποχώρησε σε 23,4% (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) από 24,6% τον Αύγουστο του 2015.

Η αύξηση της απασχόλησης σε ετήσια βάση κατά το α' εξάμηνο του 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, οφείλεται στη σημαντική αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης** σε ετήσια βάση για τρίτη συνεχή χρονιά (1,5% το α' εξάμηνο του 2014, 2,2% το α' εξάμηνο του 2015 και 4,8% το α' εξάμηνο του 2016) και των αυτοαπασχολουμένων με προσωπικό (13,5% το α' εξάμηνο του 2016, έναντι αύξησης 7,8%

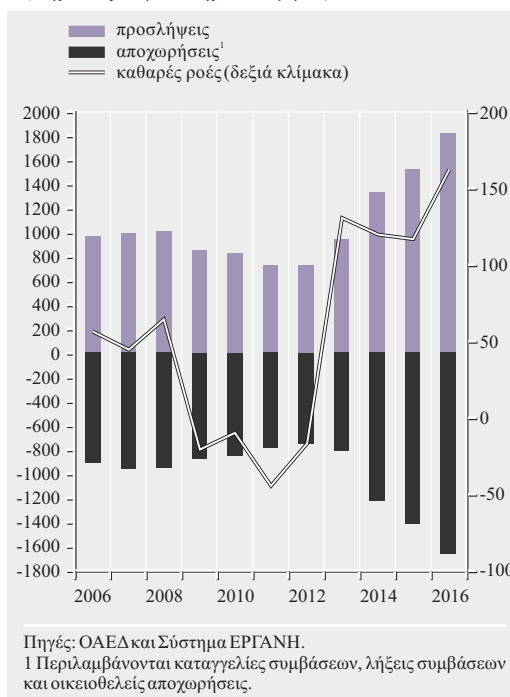
το α' εξάμηνο του 2015).⁸ Αντίθετα, σημαντική ετήσια μείωση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολουμένων, ιδιαίτερα των αυτοαπασχολουμένων χωρίς προσωπικό (-4,1%), που αντιπροσωπεύουν το 22,9% του συνόλου των απασχολουμένων, και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση (-10,7%), που αποτελούν το 3,9% του συνόλου των απασχολουμένων (βλ. Διάγραμμα IV.18).

Όσον αφορά την εξέλιξη της απασχόλησης σε κλαδικό επίπεδο, οι υπηρεσίες τουρισμού παρουσίασαν σημαντική αύξηση της απασχόλησης σε ετήσια βάση για τρίτη συνεχή χρονιά, αν και σημειώθηκε αποκλιμάκωση του ρυθμού αύξησης έναντι του προηγούμενου έτους (7,3%, από 10,7% το α' εξάμηνο του 2015). Αξιοσημείωτη είναι η αύξηση της απασχόλησης στη δημόσια διοίκηση (9,5%, έναντι -5,8% το α' εξάμηνο του 2015). Σημαντική είναι επίσης η ανάκαμψη της απασχόλησης σε ετήσια βάση για δεύτερη χρονιά στη μεταποίηση (4,5% το α' εξάμηνο του 2016), όπου απασχολείται το 9,4% του συνόλου των εργαζομένων, και στις μεταφορές (7,2%), αλλά αναιμική είναι η αύξηση της απασχόλησης στο εμπόριο (0,5%, έναντι 4,3% το α' εξάμηνο του 2015), όπου απασχολείται το 17,9% του συνόλου των εργαζομένων. Αντίθετα, υποχώρησε η απασχόληση στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (-1,6%), ενώ συνεχίστηκε η υποχώρηση της απασχόλησης στον πρωτογενή τομέα, με αποτέλεσμα το μεριδίό του στη συνολική απασχόληση να περιοριστεί (12,5%, έναντι 13,3% το α' εξάμηνο του 2015). Τέλος, η συμβολή του δευτερογενούς τομέα στη συνολική απασχόληση αυξήθηκε στο 15,3%, καθώς η αύξηση του μεριδίου συμμετοχής της μεταποίησης συνοδεύθηκε από αντίστοιχη αύξηση των μεριδίων των κλάδων των κατασκευών, των ορυχείων και της παροχής ηλεκτρικής ενέργειας.

Τους πρώτους δέκα μήνες του 2016 υπήρξε σημαντική αύξηση των νέων θέσεων εργασίας, όπως αποτυπώνεται από το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ), με τη δημιουργία 162.795 νέων θέσεων, πολλές από

Διάγραμμα IV.19 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2006-2016)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία δεκαμήνου)



τις οποίες αφορούσαν υπηρεσίες σχετικές με τον τουρισμό (εστίαση και καταλύματα). Σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015 δημιουργήθηκαν 46.247 περισσότερες νέες θέσεις. Χαρακτηριστικό είναι ότι τόσο οι προσλήψεις όσο και οι αποχωρήσεις ήταν υψηλότερες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015, εξέλιξη που φανερώνει ότι η κινητικότητα στην αγορά εργασίας έχει βελτιωθεί, με θετική επίδραση στην απασχόληση (βλ. Διάγραμμα IV.19).

Κατά το α' εξάμηνο του 2016 συνεχίστηκε η αύξηση της χρήσης περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης στην αγορά εργασίας. Το ποσοστό μερικής απασχόλησης το α' εξάμηνο του 2016 παρέμεινε στο 9,8% του συνόλου των απασχολουμένων για δεύτερη χρονιά, ως συνέπεια αφενός της άρσης των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας, η οποία

⁸ Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΙΚΑ, το Μάρτιο του 2016 ο αριθμός των επιχειρήσεων αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 2,8%.

επέτρεψε τη χρήση περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης, και αφετέρου της δυσκολίας εύρεσης εργασίας πλήρους απασχόλησης (στοιχεία ΕΕΔ). Τα στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ επιβεβαιώνουν τα ανωτέρω συμπεράσματα, καθώς το 54,2% των νέων προσλήψεων το δεκάμηνο του 2016 αφορούσε προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης, ποσοστό ελαφρά μειωμένο σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2015 (55,3%).

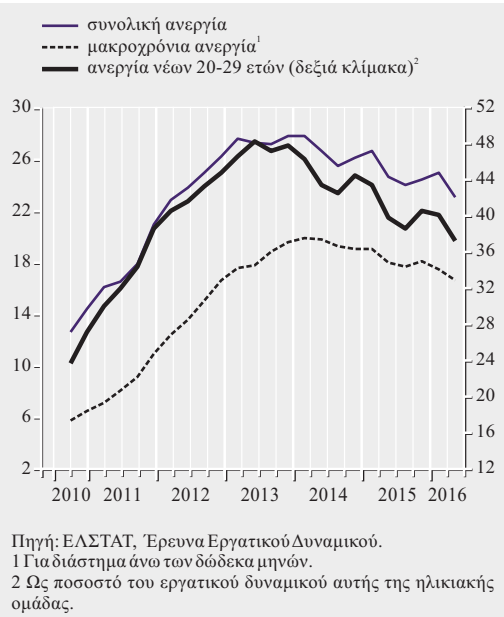
Ως συνέπεια των ανωτέρω, το ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών συνέχισε να αυξάνεται (51,7% το α' εξάμηνο του 2016, έναντι 50,1% και 49% το αντίστοιχο διάστημα του 2015 και του 2014), παραμένει όμως σημαντικά χαμηλότερο του μέσου ποσοστού απασχόλησης στην ΕΕ-28 την ίδια περίοδο (66,2%).

Οι εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης παρουσίασαν βελτίωση το ενδεκάμηνο του 2016 σε όλους τους υπό εξέταση κλάδους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Ωστόσο, με εξαίρεση το λιανικό εμπόριο, οι εκτιμήσεις στους υπόλοιπους κλάδους, αν και λιγότερο απαισιόδοξες, εξακολουθούν να κινούνται σε αρνητικό έδαφος, αποτυπώνοντας μια συγκρατημένη επιφυλακτικότητα των επιχειρήσεων ως προς τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.⁹

Σε πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αναλύθηκε η διαμόρφωση των μισθών και των τιμών σε επίπεδο επιχείρησης κατά τη διάρκεια της περιόδου 2010-2013 (Wage Dynamics Network (WDN) survey).¹⁰ Η έρευνα αναγνωρίζει την πρόοδο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και τη συνεισφορά τους στην ευκολία των επιχειρήσεων να αναπροσαρμόζουν τους μισθούς (υπαρχόντων εργαζομένων και νεοπροσληφθέντων) και τις συνθήκες απασχόλησης (απολύσεις, ώρες εργασίας). Η Ελλάδα βρίσκεται στην πρώτη θέση από όλες τις χώρες του δείγματος ως προς τη βελτίωση της ευκο-

Διάγραμμα IV.20 Ποσοστά ανεργίας (β' τρίμ. 2010-β' τρίμ. 2016)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



λίας για αναπροσαρμογή μισθών και συνθηκών απασχόλησης μεταξύ 2010 και 2013.¹¹

Το ποσοστό ανεργίας των νέων 20-29 ετών συνέχισε να υποχωρεί και μειώθηκε σε ετήσια βάση από 41,6% το α' εξάμηνο του 2015 σε 38,7% το α' εξάμηνο του 2016, παραμένοντας όμως το υψηλότερο στην ΕΕ-28 (βλ. Διάγραμμα IV.20). Τα προγράμματα απασχόλησης, οι νομοθετικές αλλαγές της περιόδου 2012-2014 που επέτρεψαν την πρόσληψη των νέων (κάτω των 25 ετών) με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς και η κλαδική σύνθεση της απασχόλησης που ενισχύει την απασχόληση των νέων σε τουριστικές υπηρεσίες και

⁹ Αντίστοιχη εικόνα της αγοράς εργασίας αποτυπώνεται στις κενές θέσεις εργασίας, οι οποίες μειώθηκαν σε ετήσια βάση το α' εξάμηνο του 2016. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, οι κενές θέσεις εργασίας στο σύνολο της οικονομίας, πλην του πρωτογενούς τομέα και των δραστηριοτήτων των νοικοκυριών, το α' εξάμηνο του 2016 μειώθηκαν σε ετήσια βάση κατά 6,6%, έναντι μείωσης κατά 5,3% την αντίστοιχη περίοδο το 2015.

¹⁰ European Central Bank, *Economic Bulletin*, 5, Αύγουστος 2016, σελ. 53-75.

¹¹ Σύμφωνα με τη μελέτη, στην Ελλάδα το 71% των επιχειρήσεων αντιμετώπισε αρνητική επίδραση στη ζήτηση και το 66% των επιχειρήσεων είχε ισχυρή αρνητική επίδραση στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση.

στο εμπόριο συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων.¹² Πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ¹³ επισημαίνει ότι το ποσοστό των νέων εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης (άτομα εκτός απασχόλησης, εκπαίδευσης ή κατάρτισης – NEET) στην Ελλάδα παραμένει υψηλό.¹⁴

Η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας συνοδεύθηκε από μεγαλύτερη υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας των ανδρών έναντι του ποσοστού ανεργίας των γυναικών. Επίσης, μειώθηκε το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 17,1% το α' εξάμηνο του 2016 (18,5% το ίδιο διάστημα το 2015), με την πλειοψηφία των ανέργων να είναι γυναίκες.

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. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης του ΟΑΕΔ μπορούν να συμβάλουν προς αυτήν την κατεύθυνση με τον κατάλληλο σχεδιασμό και στόχευση και την ορθή αξιοποίηση των διαθέσιμων, κυρίως ευρωπαϊκών, πόρων.

Σημειώνεται ότι βάσει της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης (ν. 4339/2015) και της Συμπληρωματικής Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης (Supplemental Memorandum of Understanding, 16.6.2016), στο πλαίσιο της εφαρμογής “διαρθρωτικών πολιτικών για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της ανάπτυξης” που αφορούν την “αγορά εργασίας και το ανθρώπινο κεφάλαιο”, οι ελληνικές αρχές έχουν δεσμευθεί να ακολουθήσουν τις βέλτιστες πρακτικές της ΕΕ όσον αφορά το θεσμικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας και να ενισχύσουν τον εποικοδομητικό διάλογο μεταξύ των κοινωνικών εταίρων. Επίσης, μεταξύ άλλων υπάρχει η πρόβλεψη για την καταπολέμηση της αδήλωτης και ατελώς δηλωμένης εργασίας.

Για την πρώτη δράση, όπως προβλεπόταν, προηγήθηκε μία έκθεση από επιτροπή ανε-

ξάρτητων εμπειρογνομόνων με σκοπό την επανεξέταση ορισμένων πλαισίων για την αγορά εργασίας, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που αφορούν τις ομαδικές απολύσεις, τη συνδικαλιστική δράση και τις συλλογικές διαπραγματεύσεις.¹⁵ Η επιτροπή ολοκλήρωσε το έργο της και παρέδωσε τις συστάσεις της στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2016.^{16,17}

Για τη δεύτερη δράση, η Διεθνής Οργάνωση Εργασίας (ΔΟΕ), σε συνεργασία με την ελλη-

¹² Σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, η μεγαλύτερη μεταβλητότητα εμφανίζεται στους νέους (15-24 ετών), όπου καταγράφηκαν σημαντικές προσλήψεις τον Ιούνιο και Ιούλιο και αντίστοιχες αποχωρήσεις τον Αύγουστο και Σεπτέμβριο.

¹³ OECD, *Society at a glance*, 2016.

¹⁴ Στην έκθεση, μεταξύ άλλων, επισημαίνεται ότι από την αρχή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης οι εργαζόμενοι ηλικίας 15-29 ετών επλήγησαν από την ύφεση και την αύξηση της ανεργίας αναλογικά περισσότερο σε σχέση με τις άλλες ηλικιακές ομάδες και ιδιαίτερα οι νέοι της Ισπανίας, της Ιρλανδίας και της Ελλάδος. Επίσης, σημειώνεται ότι οι παρατεταμένες περιόδους που οι νέοι βρίσκονται εκτός της αγοράς εργασίας και της απασχόλησης έχουν μακροχρόνια αρνητικές επιδράσεις στις μελλοντικές προοπτικές απασχόλησης και τις αποδοχές τους. Ως συνέπεια, οι πολιτικές για την ενσωμάτωση και παραμονή των νέων στην αγορά εργασίας αποτελούν βασική προτεραιότητα των κυβερνήσεων.

¹⁵ Επίσης προβλέπεται ότι: α) οποιαδήποτε αλλαγή στο νομοθετικό πλαίσιο των πολιτικών για την αγορά εργασίας θα γίνει μόνο εφόσον προηγηθεί συνεννόηση και συμφωνία με τους θεσμούς, β) καμία αλλαγή στο ισχύον νομοθετικό πλαίσιο των συλλογικών διαπραγματεύσεων δεν θα γίνει πριν από την ολοκλήρωση της αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένου του άρθρου 103 του νόμου 4172/2013, που ορίζει τη διαδικασία καθορισμού του κατώτατου μισθού και του κατώτατου ημερομισθίου στον ιδιωτικό τομέα, γ) οι αλλαγές στις πολιτικές για την αγορά εργασίας δεν θα σημαίνουν την επιστροφή στις ρυθμίσεις του παρελθόντος οι οποίες δεν είναι συμβατές με τους στόχους της προώθησης της βιώσιμης και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξης.

¹⁶ Αναφορικά με τις ομαδικές απολύσεις, η επιτροπή εμπειρογνομόνων ενθαρρύνει τον ειλικρινή διάλογο μεταξύ εργοδότην και εργαζομένων, την ύπαρξη ενός κοινωνικού σχεδίου για το μετριασμό των δυσμενών επιπτώσεων, τη δυνατότητα επανεκπαίδευσης και τη δυνατότητα μερικής απασχόλησης με τη χορήγηση επιδόματος για τις ώρες που χάθηκαν μέχρι το πέρας της κρίσης. Όσον αφορά το σύστημα της εκ των προτέρων διοικητικής έγκρισης, τα περισσότερα μέλη της επιτροπής επιφυλάσονται αναμένοντας την απόφαση του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου. Σε σχέση με τις αργίες και τις ανταπεργίες, η επιτροπή δεν βλέπει ανάγκη αλλαγών στο υπάρχον καθεστώς, παρ' όλα αυτά αναγνωρίζει στο νομοθέτη τη δυνατότητα να προχωρήσει σε βελτιωτικές κινήσεις. Σχετικά με τον κατώτατο μισθό, η επιτροπή συμφωνεί με την ύπαρξη ενός κατώτατου νόμιμου μισθού με ισχύ έναντι πάντων λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες, αν και υπάρχει διαφωνία για τον τρόπο καθορισμού του. Για τον υποκατώτατο μισθό των νέων, η πλειοψηφία προτείνει να αντικατασταθεί από ένα υποκατώτατο μισθό βάσει εμπειρίας για μέγιστη περίοδο δύο ετών, ενώ τρία μέλη προτείνουν τη διατήρηση του υπάρχοντος καθεστώτος με βάση τα ηλικιακά όρια. Οι αντιπροσωπευτικές συλλογικές συμβάσεις (δηλαδή αυτές που καλύπτουν άνω του 50% των εργαζομένων) μπορούν να επεκταθούν από το κράτος σε κλαδικό ή επαγγελματικό επίπεδο μετά από αίτημα ενός εκ των μερών, αλλά υπάρχει διαφωνία ως προς την αρχή της ευνοϊκότερης ρύθμισης. Τέλος, υπάρχουν προτάσεις για τη μετενέργεια, τη διαμεσολάβηση, τα επιδόματα προϋπηρεσίας, τη διά βίου μάθηση και τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του ΟΑΕΔ.

¹⁷ Recommendations Expert Group for the Review of Greek Labour Market Institutions, Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, 2016.

νική κυβέρνηση και τους κοινωνικούς εταίρους, ετοίμασαν Διαγνωστική Έκθεση για την αδήλωτη εργασία στην Ελλάδα, η οποία εγκρίθηκε από την ελληνική κυβέρνηση και τους κοινωνικούς εταίρους σε τριμερή συνάντηση επικύρωσης τον Ιούλιο του 2016.¹⁸ Η Έκθεση προβαίνει σε επισκόπηση της υπάρχουσας κατάστασης και προτείνει μέτρα τόσο οριζόντιας πολιτικής όσο και επιμέρους δράσεις συγκεκριμένων υπουργείων για την αντιμετώπιση του προβλήματος. Τα μέτρα οριζόντιας πολιτικής περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων την υλοποίηση μίας ολιστικής ολοκληρωμένης στρατηγικής, την περαιτέρω χρήση της τεχνολογίας για τον έλεγχο και τις ηλεκτρονικές πληρωμές, τη χρήση κουπονιών σε τομείς όπου η αδήλωτη εργασία είναι διαδεδομένη, τη βελτίωση της στόχευσης των ελέγχων και της εκπαίδευσης των ελεγκτών, αλλαγές στις συμβάσεις δημόσιων προμηθειών, περαιτέρω ευαισθητοποίηση της κοινής γνώμης και, τέλος, την επανέναρξη των συλλογικών συμβάσεων εργασίας. Με βάση αυτή την Έκθεση, στις 26 Οκτωβρίου επικυρώθηκε σε τριμερές επίπεδο ο Οδικός Χάρτης Καταπολέμησης της Αδήλωτης Εργασίας, που θα έχει τριετή διάρκεια.¹⁹ Οι βασικές του αρχές στηρίζονται στις προτάσεις της Διαγνωστικής Έκθεσης και περιλαμβάνουν τη δημιουργία ενός θεσμικού φορέα που θα έχει την ευθύνη για την εφαρμογή της ολιστικής ολοκληρωμένης στρατηγικής προσέγγισης, τη διενέργεια ερευνών για την έκταση και τη φύση της αδήλωτης εργασίας, την υπογραφή Μνημονίου Συνεννόησης για την ανταλλαγή δεδομένων ανάμεσα στο Υπουργείο Εργασίας, το Υπουργείο Οικονομικών και τη Γενική Γραμματεία Δημοσίων Εσόδων, την ενιαία είσπραξη φόρων και ασφαλιστικών εισφορών, την κατάρτιση των ελεγκτών, την υιοθέτηση νέου συστήματος

κυρώσεων και προστίμων, το νέο πλαίσιο για τα δημόσια έργα με υπεργολάβους από “λευκή λίστα” του Σώματος Επιθεώρησης Εργασίας (Σ.ΕΠ.Ε.), την επέκταση των ηλεκτρονικών πληρωμών, την επέκταση των συλλογικών συμβάσεων εργασίας, την καταπολέμηση της ψευδοαυτοαπασχόλησης, καθώς και εκστρατείες ευαισθητοποίησης της κοινής γνώμης.

Η τάση αποκλιμάκωσης της ανεργίας, που συνεχίστηκε και το 2016, αναμένεται να συνεχιστεί και το 2017, υποβοηθούμενη από την επιστροφή της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τη σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης μπορούν να συμβάλουν στην επίτευξη του στόχου μείωσης της ανεργίας, ιδιαίτερα σε κοινωνικές ομάδες που αντιμετωπίζουν το πιο σοβαρό πρόβλημα. Οι σχεδιαζόμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που προβλέπονται στη δεύτερη αξιολόγηση αναμένεται να δημιουργήσουν ένα πιο θετικό κλίμα στην αγορά εργασίας και να ενισχύσουν την απασχόληση. Η συνεπής εφαρμογή του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία θα ενισχύσει τη νόμιμη εργασία, με θετικές συνέπειες στις εισφορές προς τα ασφαλιστικά ταμεία, ενώ θα διασφαλίσει και τον υγιή ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων. Παρ’ όλα αυτά, τα επίμονα υψηλά επίπεδα μακροχρόνιας ανεργίας και ανεργίας των νέων και των γυναικών παραμένουν σημαντικότερες προκλήσεις που χρήζουν άμεσης και αποτελεσματικής αντιμετώπισης.

¹⁸ “Diagnostic report on undeclared work in Greece”, International Labour Office, Αύγουστος 2016.

¹⁹ “Οδικός χάρτης για την αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας. Ένα 3ετές σχέδιο για την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας”, Οκτώβριος 2016.

Ειδικό θέμα IV.1

Η ΑΚΟΥΣΙΑ ΜΕΡΙΚΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2016

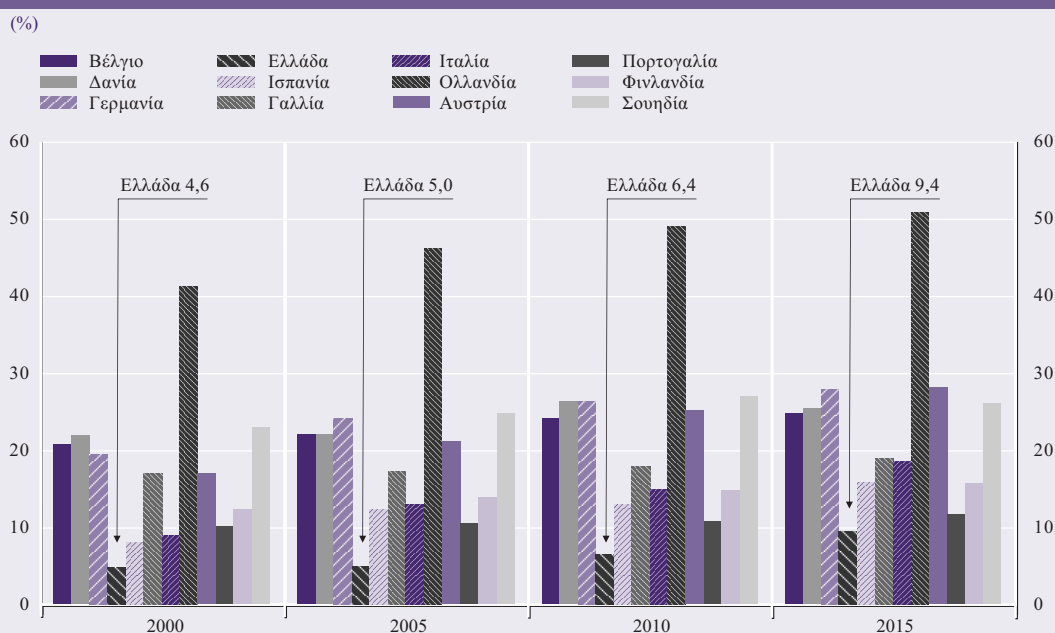
I ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), η μερική απασχόληση ως ποσοστό της συνολικής απασχόλησης διπλασιάστηκε την τελευταία δεκαετία (2015: 9,4%

2010: 6,4% 2000: 4,6%). Ο ενισχυμένος ρόλος της μερικής απασχόλησης στην Ελλάδα επιβεβαιώνεται και από τα πρόσφατα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ του Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, σύμφωνα με τα οποία η πλειονότητα (54,2%) των νέων προσλήψεων της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 αφορούσε ευέλικτες μορφές εργασίας (μερική και εκ περιτροπής απασχόληση). Ωστόσο, η Ελλάδα εξακολουθεί να καταγράφει ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά μερικής απασχόλησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση (βλ. Διάγραμμα Α).

Το μεγαλύτερο μέρος της μερικής απασχόλησης στην Ελλάδα τα τελευταία έτη χαρακτηρίζεται ως ακούσια (involuntary), καθώς σύμφωνα με την ΕΕΔ η πλειοψηφία των εργαζομένων απασχολείται μερικώς λόγω αδυναμίας εύρεσης πλήρους απασχόλησης. Ειδικότερα, το ποσοστό της ακούσιας μερικής απασχόλησης στο σύνολο της μερικής απασχόλησης αυξήθηκε από περίπου 46% το 2000 σε 71,6% το 2015 και είναι το υψηλότερο στην ΕΕ (βλ. Διάγραμμα Β). Στην ευρωζώνη (των 19 χωρών) μόνο το 30% της μερικής απασχόλησης χαρακτηρίζεται ως ακούσια για το 2015 (2000: 19%). Μεταξύ των επιμέρους χωρών, υψηλό ποσοστό ακούσιας μερικής απασχόλησης για το 2015 παρατηρείται επίσης στην Ιταλία (64,3%) και στην Ισπανία (62,6%).

Διάγραμμα Α Η μερική απασχόληση ως ποσοστό της συνολικής απασχόλησης (ηλικίες 15-74)

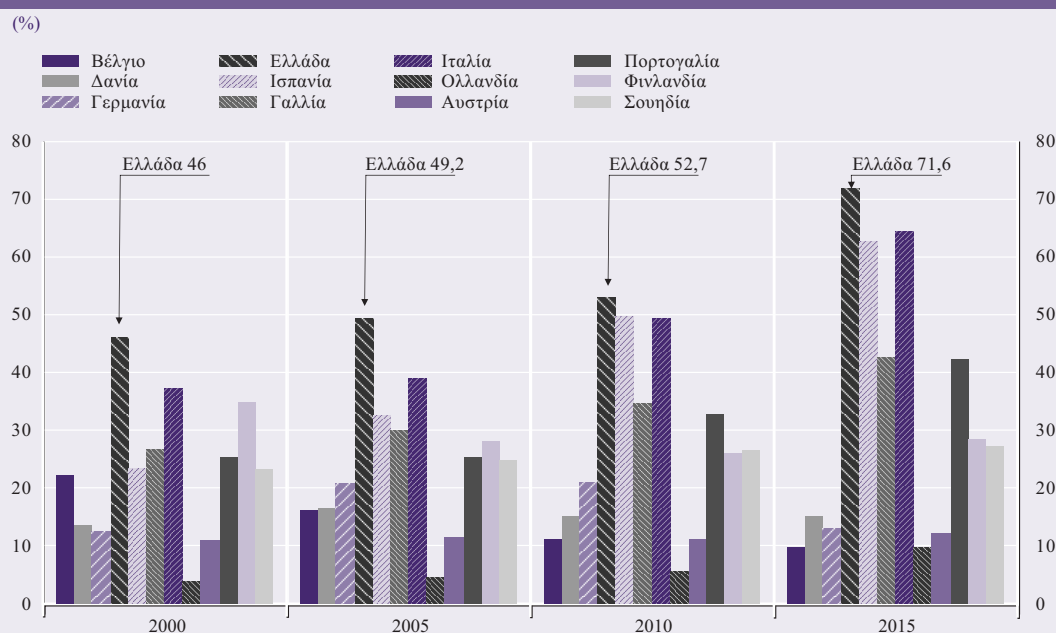


Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat.

Αξίζει να επισημανθεί ότι η πρόσφατη άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών και διεθνών οργανισμών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην έκθεσή της για τις φθινοπωρινές προβλέψεις του 2016 επισημαίνει τη σημαντική άνοδο της ακούσιας μερικής απασχόλησης στην ευρωζώνη από το 2007 και έπειτα, την οποία αποδίδει πρωτίστως σε διαρθρωτικούς λόγους, όπως η κλαδική μετατόπιση της απασχόλησης προς τις υπηρεσίες, όπου υπάρχει μεγαλύτερη ευχέρεια για μερική απασχόληση, και δευτερευόντως στην

αύξηση της οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας στην ευρωζώνη.¹ Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η αυξημένη αβεβαιότητα ωθεί τις επιχειρήσεις να προσφέρουν ορισμένου χρόνου (temporary) συμβόλαια στους νεοπροσλαμβανόμενους, διατηρώντας κατ' αυτόν τον τρόπο την ευελιξία προσαρμογής του συνολικού αριθμού των εργαζομένων τους στη μεταβολή του κύκλου εργασιών τους.

Διάγραμμα Β Η ακούσια μερική απασχόληση ως ποσοστό της μερικής απασχόλησης (ηλικίες 15-74)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat.

Σύμφωνα με διάφορες αναλύσεις, μεταξύ των οποίων και της Federal Reserve, η ακούσια μερική απασχόληση από το 2010 και έπειτα παραμένει σε επίπεδο κατά 30-40% υψηλότερο σε σύγκριση με παλαιότερες περιόδους οικονομικής ανάκαμψης στις ΗΠΑ (βλ. Yellen 2014, Cajner et al. 2014, Valletta and van der List 2015, Borowczyk-Martins and Lalé 2016).² Η διαπίστωση αυτή προβληματίζει τους ερευνητές, καθώς η άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης ενδεχομένως οφείλεται σε μακροχρόνιους διαρθρωτικούς και όχι μόνο σε κυκλικούς ή προσωρινούς παράγοντες, γεγονός που μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αξιοποίηση των διαθέσιμων ανθρώπινων πόρων, στην ευημερία, στην εισοδηματική ανισότητα και στα δημόσια οικονομικά.

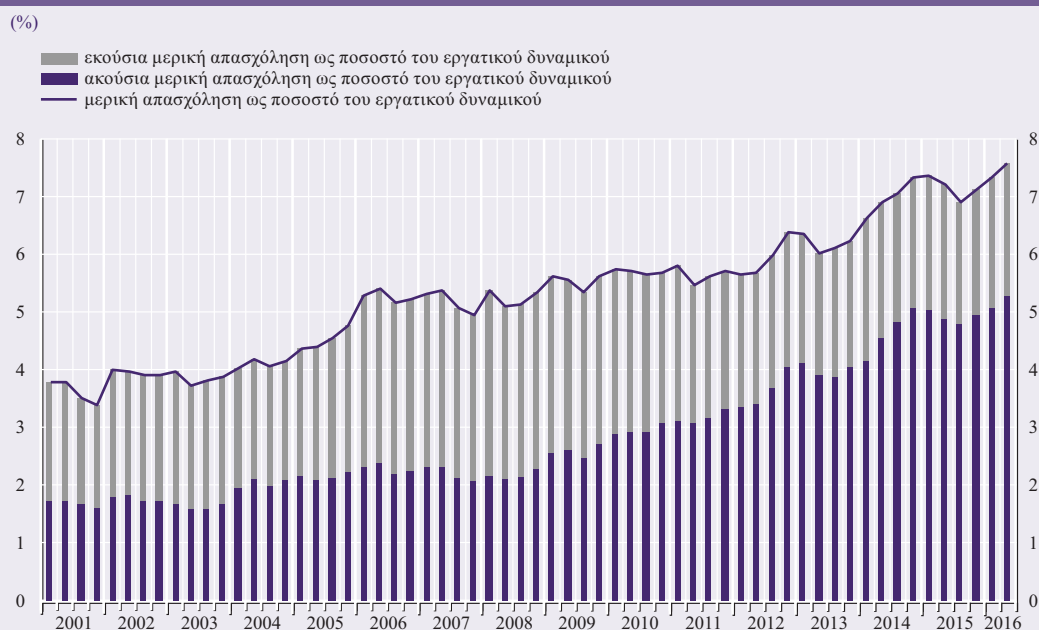
Στην Ελλάδα, σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΕΔ, από το 2009 και έπειτα λόγω της οικονομικής κρίσης το ποσοστό ανεργίας (ιδιαίτερα της μακροχρόνιας ανεργίας) αυξήθηκε ραγδαία και συνοδεύθηκε αφενός από υποχώρηση του ποσοστού πλήρους απασχόλησης (ως προς το συνολικό εργατικό δυναμικό) και αφετέρου από αύξηση του ποσοστού μερικής απασχόλησης. Το ποσοστό μερικής απασχόλησης, από 3,6% του εργατικού δυναμικού στις αρχές του 2001, αυξήθηκε σε

¹ Βλ. European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2016*, σελ. 39-40.

² Yellen, J.L. (2014), "Labor market dynamics and monetary policy", Remarks given at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 22. Cajner T., D. Mawhirter, C. Nekarda and R. Ratner (2014), "Why is involuntary part-time work elevated?", *FEDS Notes*, Valletta, R. and C. van der List (2015), "Involuntary part-time work: Here to stay?", *FRBSF Economic Letters*, No. 19. Borowczyk-Martins, D. and E. Lalé (2016), "How bad is involuntary part-time work?", IZA Discussion Paper No. 9775.

5,6% στα τέλη του 2009 και σε 7,3% στις αρχές του 2016. Η εν λόγω άνοδος αποδίδεται τα τελευταία έτη στην ακούσια μερική απασχόληση, η οποία από 1,7% του εργατικού δυναμικού το 2001 αυξήθηκε σε 2,7% στα τέλη του 2009 και σε 5,1% στις αρχές του 2016 (βλ. Διάγραμμα Γ).³

Διάγραμμα Γ Ακούσια και εκούσια μερική απασχόληση



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΡΙΚΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΑΝΑ ΗΛΙΚΙΑ ΚΑΙ ΦΥΛΟ

Η μερική απασχόληση παρατηρείται συχνότερα στις γυναίκες σε σύγκριση με τους άνδρες. Ειδικότερα, το β' τρίμηνο του 2016 η μερική απασχόληση ανερχόταν σε 9,8% του εργατικού δυναμικού στις γυναίκες και σε 5,8% στους άνδρες. Ωστόσο, ανοδική τάση του ποσοστού μερικής απασχόλησης παρατηρείται και στα δύο φύλα από τις αρχές του 2001. Το μεγαλύτερο μέρος της μερικής απασχόλησης χαρακτηρίζεται ως ακούσια, η οποία στα μέσα του 2016 ανερχόταν στο 6,5% του εργατικού δυναμικού των γυναικών και στο 4,2% του εργατικού δυναμικού των ανδρών. Δηλαδή το β' τρίμηνο του 2016 το 74% των ανδρών και το 67% των γυναικών με μερική απασχόληση θα επέλεγαν πλήρη απασχόληση αν είχαν δυνατότητα επιλογής (α' τρίμηνο 2001: 52% και 43% αντίστοιχα).

Η μερική απασχόληση κυριαρχεί στις ηλικιακές κατηγορίες 15-19 ετών και 65 και άνω τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες. Σε αυτές τις περιπτώσεις η μερική απασχόληση είναι κατά κανόνα εκούσια και πιθανότατα συνδέεται είτε με την απόκτηση εργασιακής εμπειρίας (για την ηλικιακή ομάδα 15-19 ετών) είτε με την προσπάθεια ενίσχυσης του οικογενειακού εισοδήματος.

Ωστόσο, κατά την υπό επισκόπηση περίοδο παρατηρείται ανοδική τάση της μερικής απασχόλησης στις υπόλοιπες ηλικιακές ομάδες. Ειδικότερα, από την έναρξη της οικονομικής κρίσης και έπειτα

³ Η εκούσια (ή κατ' επιλογή) μερική απασχόληση από 1,9% του εργατικού δυναμικού το 2001 αυξήθηκε σε 2,9% το 2009, για να υποχωρήσει σε 2,2% του εργατικού δυναμικού στις αρχές του 2016.

παρατηρείται ανοδική τάση πρωτίστως στις ηλικιακές ομάδες 20-24, 25-29 και δευτερευόντως στις ηλικιακές κατηγορίες 30-44 και 45-64 ετών.

Το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης της μερικής απασχόλησης ερμηνεύεται από την άνοδο της ακούσιας μερικής απασχόλησης.⁴ Λαμβάνοντας υπόψη ότι το β' τρίμηνο του 2016 οι ηλικιακές κατηγορίες 30-44, 45-64 και 25-29 ετών αποτελούσαν αντίστοιχα το 43,3%, το 39% και το 10,8% του συνολικού εργατικού δυναμικού, προκύπτει το συμπέρασμα ότι ακόμη και μια μικρή άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης σε αυτές τις τρεις κατηγορίες θα επηρέαζε σημαντικά την εξέλιξη της συνολικής ακούσιας μερικής απασχόλησης.⁵

Εξετάζοντας τη συμβολή των δύο φύλων και των επιμέρους ηλικιακών ομάδων στη μεταβολή της ακούσιας μερικής απασχόλησης ως ποσοστού του συνολικού εργατικού δυναμικού, προκύπτουν τα ακόλουθα συμπεράσματα (βλ. Διάγραμμα Δ):

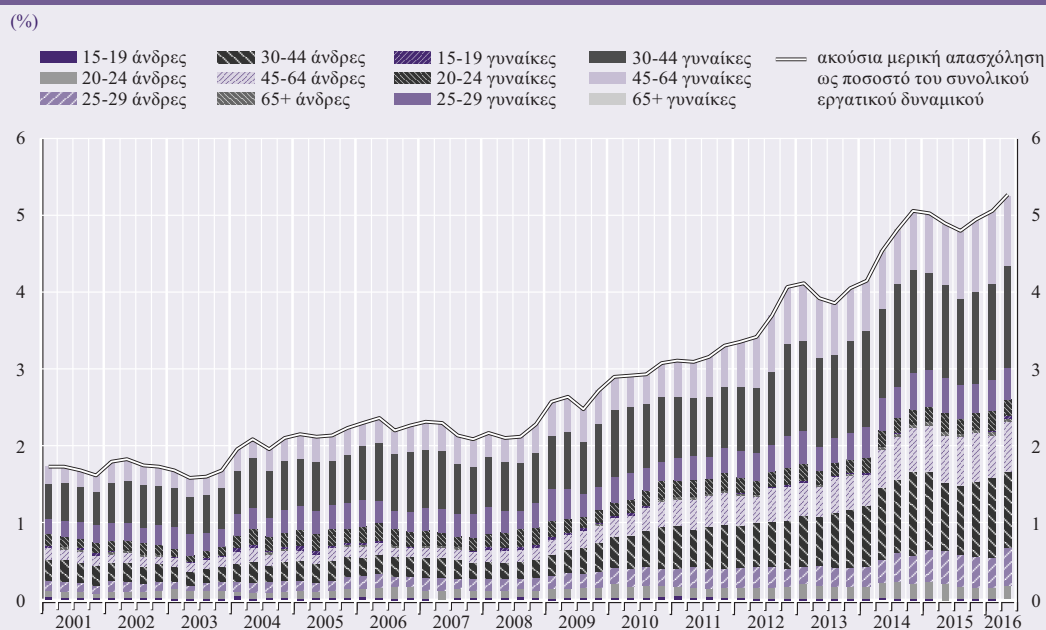
- Η άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης που παρατηρείται την περίοδο 2001-2016 οφείλεται πρωτίστως στους άνδρες και στις γυναίκες ηλικίας 25-64 ετών (δηλαδή στις πλέον παραγωγικές ηλικίες).

4 Πιο αναλυτικά, η ακούσια μερική απασχόληση αυξήθηκε από τις αρχές του 2001 έως τα μέσα του 2016 στις ηλικίες:

- 25-29 ετών από 1,6% και 3,3% στους άνδρες και στις γυναίκες αντίστοιχα σε 8,1% και 8,4% αντίστοιχα.
- 20-24 ετών από 1,8% και 3,3% στους άνδρες και στις γυναίκες αντίστοιχα σε 6,9% και 10,1% αντίστοιχα.
- 30-44 ετών από 1,1% και 2,6% στους άνδρες και στις γυναίκες αντίστοιχα σε 4,3% και 6,6% αντίστοιχα.
- 45-64 ετών από 0,7% και 2,1% στους άνδρες και στις γυναίκες αντίστοιχα σε 2,9% και 5,5% αντίστοιχα.

5 Οι ηλικιακές κατηγορίες 20-24, 65+ και 15-19 ετών αποτελούσαν αντίστοιχα το 4,8%, 1,5% και 0,6% του συνολικού εργατικού δυναμικού (το β' τρίμηνο του 2016).

Διάγραμμα Δ Ακούσια μερική απασχόληση ως ποσοστό του συνολικού εργατικού δυναμικού (συμβολή ανά ηλικία και φύλο)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

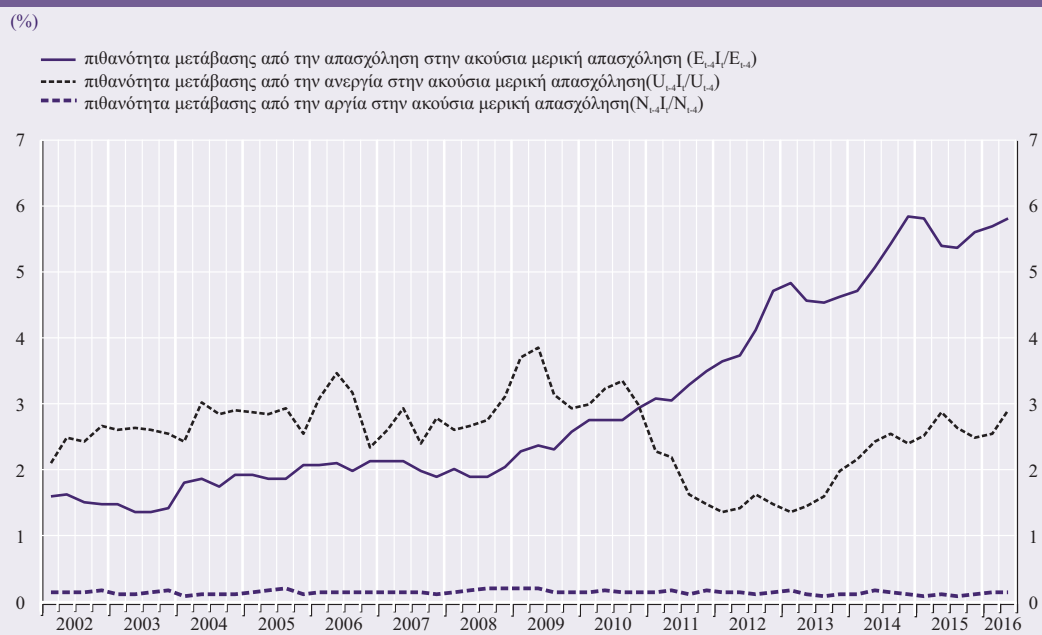
- Συνολικά, η ακούσια μερική απασχόληση σε αυτές τις ηλικιακές ομάδες, από 1,4% (0,9% γυναίκες και 0,5% άνδρες) του συνολικού εργατικού δυναμικού στις αρχές του 2001, ανήλθε σε 4,7% (2,6% γυναίκες και 2,1% άνδρες) στις αρχές του 2016.
- Δηλαδή η αύξηση της ακούσιας απασχόλησης σε αυτές τις ηλικιακές ομάδες ερμηνεύει σχεδόν το σύνολο (97%) της αύξησης της συνολικής ακούσιας μερικής απασχόλησης κατά την εν λόγω περίοδο (από 1,7% το 2001 σε περίπου 5,1% το 2016).⁶

3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΚΟΥΣΙΑΣ ΜΕΡΙΚΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ

Προκειμένου να διερευνηθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της ακούσιας μερικής απασχόλησης στην Ελλάδα, αξιοποιούνται στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ για την περίοδο α' τρίμηνο 2001-β' τρίμηνο 2016. Δηλαδή χρησιμοποιούνται συγκεντρωτικά στοιχεία από τα ερωτηματολόγια της ΕΕΔ, τα οποία αφορούν την τρέχουσα και την προ έτους κατάσταση απασχόλησης των συμμετεχόντων στην έρευνα. Η τρέχουσα κατάσταση απασχόλησης διακρίνεται στις ακόλουθες κατηγορίες: πλήρης απασχόληση (F), εκούσια μερική απασχόληση (V), ακούσια μερική απασχόληση (I), ανεργία (U) και μη οικονομικά ενεργός πληθυσμός ή πληθυσμός σε αργία (N). Η προ έτους κατάσταση απασχόλησης διακρίνεται στις ακόλουθες κατηγορίες: απασχολούμενοι (E), άνεργοι (U), μη οικονομικά ενεργός πληθυσμός (N), ενώ δεν υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση για την πλήρη και μερική (εκούσια ή ακούσια) απασχόληση.

6 Η εξέλιξη της εκούσιας μερικής απασχόλησης ερμηνεύεται κυρίως από τη συμβολή των γυναικών στο εργατικό δυναμικό, ιδιαίτερα στις ηλικιακές ομάδες 30-44 και 45-64 ετών. Η ηθελμένη μερική απασχόληση αυξήθηκε τη δεκαετία του 2000 εξαιτίας της συμβολής των εν λόγω ηλικιακών ομάδων. Από την έναρξη της κρίσης και έπειτα άρχισε να υποχωρεί, εξαιτίας της διάθεσης των γυναικών ηλικίας 30-64 να αποκτήσουν πλήρη απασχόληση και να συνδράμουν σε μεγαλύτερο βαθμό στο οικογενειακό εισόδημα. Μικρή αλλά θετική ήταν η συμβολή της εκούσιας μερικής απασχόλησης των ανδρών ηλικίας 30-44 και 45-64 ετών.

Διάγραμμα Ε Πιθανότητα μετάβασης από την απασχόληση, την ανεργία και την αργία την περίοδο t-4 στην ακούσια μερική απασχόληση την περίοδο t



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

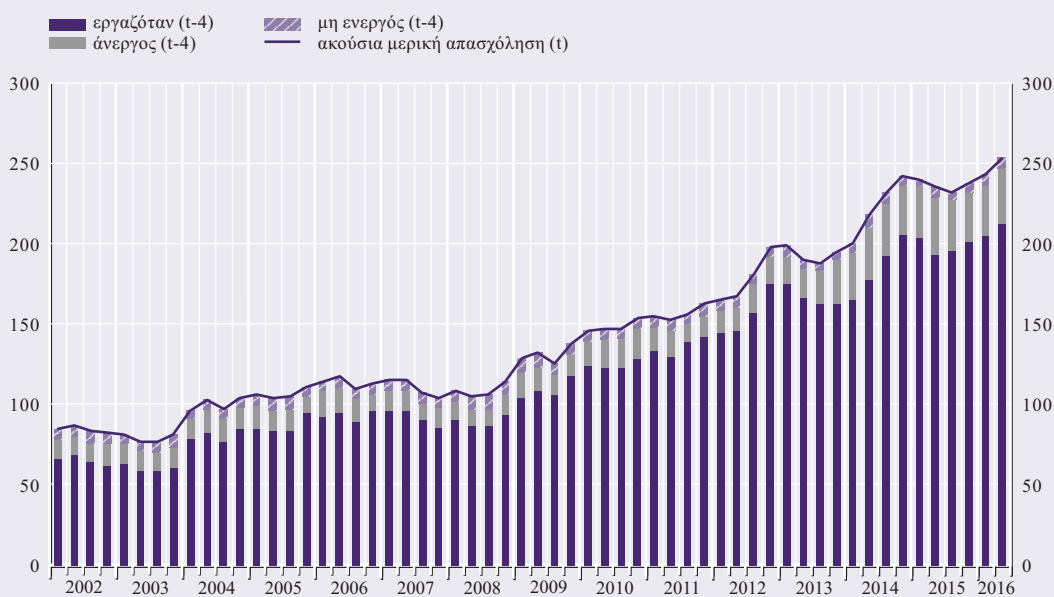
Εν συνεχεία, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία, υπολογίζονται οι ροές από την απασχόληση, την ανεργία και την αργία προς την ακούσια μερική απασχόληση. Ακολούθως είναι δυνατόν να εκτιμηθεί σε τι οφείλεται η αύξηση της ακούσιας μερικής απασχόλησης. Ωστόσο, δεν είναι δυνατόν να υπολογιστούν οι ροές από την ακούσια μερική απασχόληση προς άλλες καταστάσεις απασχόλησης. Συνεπώς, η μετάβαση από την κατάσταση ανεργίας την περίοδο $t-4$ (U_{t-4}) στην κατάσταση ακούσιας μερικής απασχόλησης την περίοδο t (I_t) υποδηλώνεται ως $U_{t-4}I_t$. Διαιρώντας το μέγεθος αυτό με τον αριθμό των ανέργων την περίοδο $t-4$ (U_{t-4}) (δηλαδή $U_{t-4}I_t/U_{t-4}$) προκύπτει η πιθανότητα μετάβασης από την ανεργία στην ακούσια μερική απασχόληση. Αντίστοιχα υπολογίζονται οι υπόλοιπες ροές/πιθανότητες (π.χ. από την απασχόληση στην ακούσια μερική απασχόληση $E_{t-4}I_t/E_{t-4}$, από την αργία σε ακούσια μερική απασχόληση $N_{t-4}I_t/N_{t-4}$ κ.λπ.).⁷

Η πιθανότητα μετάβασης από την απασχόληση στην ακούσια μερική απασχόληση αυξήθηκε σημαντικά την περίοδο της κρίσης (βλ. Διάγραμμα Ε). Συγκεκριμένα, από 1,9% κατά μέσο όρο την περίοδο 2002-2009, ενισχύθηκε σταδιακά από το 2010 και έπειτα και ανήλθε σε 5,8% το πρώτο εξάμηνο του 2016. Η πιθανότητα μετάβασης από την ανεργία σε κατάσταση ακούσιας μερικής απασχόλησης διατηρήθηκε κατά μέσο όρο στο 2,9% την περίοδο 2002-2010. Έπειτα υποχώρησε έως τις αρχές του 2014 (μέσος όρος 2011-αρχές 2014: 1,7%), για να επανέλθει την πρόσφατη περίοδο στα προ του 2011 επίπεδα (β' τρίμηνο 2016: 2,9%). Η πιθανότητα μετάβασης από την αργία σε κατάσταση ακούσιας μερικής απασχόλησης παρέμεινε σταθερή σε πολύ χαμηλά επίπεδα καθ' όλη την υπό επισκόπηση περίοδο.

7 Για τη μεθοδολογία υπολογισμού των σχετικών ροών/πιθανοτήτων, βλ. Tagkalakis, A. (2016), "Unemployment dynamics and the Beveridge curve in Greece", *IZA Journal of European Labor Studies*, 5:13.

Διάγραμμα ΣΤ Ακούσια μερική απασχόληση την περίοδο t και κατάσταση απασχόλησης την περίοδο $t-4$

(χιλιάδες άτομα)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Επίσης, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα ΣΤ, η αύξηση του αριθμού των εργαζομένων σε κατάσταση ακούσιας μερικής απασχόλησης από το 2009-2010 και έπειτα αποδίδεται κατά κύριο λόγο σε αυτούς που απάντησαν στην ΕΕΔ ότι εργάζονταν προ ενός έτους. Ωστόσο, από το 2014 και έπειτα παρατηρείται αυξημένη συμμετοχή και αυτών που δήλωναν άνεργοι προ ενός έτους.

Συνεπώς, η αύξηση της ακούσιας μερικής απασχόλησης την περίοδο της κρίσης αποδίδεται κατά κύριο λόγο σε αυξημένες ροές από τους ήδη απασχολούμενους, υποδηλώνοντας τη μετατροπή συμβάσεων πλήρους σε μερικής απασχόλησης. Ταυτόχρονα, κατά την πρόσφατη περίοδο (από το 2014 και έπειτα), κατά τη διάρκεια της οποίας καταγράφεται μείωση στο ποσοστό ανεργίας, παρατηρούνται αυξημένες ροές από την ανεργία προς την ακούσια μερική απασχόληση.

4 ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΟΔΟ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΚΟΥΣΙΑΣ ΜΕΡΙΚΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ

Ο σημαντικότερος προσδιοριστικός παράγοντας της συνεχιζόμενης ανόδου του ποσοστού ακούσιας μερικής απασχόλησης είναι πιθανότατα η οικονομική κρίση. Οι εργοδότες μετατρέπουν συμβόλαια πλήρους απασχόλησης σε συμβόλαια μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης προκειμένου να περιορίσουν το κόστος εργασίας και να ανταποκριθούν στη μείωση της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών και στους περιορισμούς χρηματοδότησης. Η πρακτική αυτή συμβάλλει στο να διαφυλαχθούν οι θέσεις εργασίας και να περιοριστεί η αύξηση της ανεργίας, στο μέτρο που οι εργαζόμενοι μέσω της μερικής απασχόλησης προστατεύονται από τον κίνδυνο της ανεργίας και διατηρούν τη δυνατότητα να επανέλθουν σε καθεστώς πλήρους απασχόλησης όταν βελτιωθούν η κατάσταση της επιχείρησης και οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες.

Δεν θα πρέπει να παραβλέπεται ωστόσο ότι η εν λόγω πρακτική οδηγεί στην πτώση των αποδοχών των εργαζομένων και ενδεχομένως στην εισοδηματική αστάθεια των νοικοκυριών, επηρεάζοντας βεβαίως επί τα χείρω την καταναλωτική τους συμπεριφορά και το βαθμό ανταπόκρισής τους στις υφιστάμενες δανειακές τους υποχρεώσεις. Επίσης, η αύξηση της ακούσιας μερικής απασχόλησης μπορεί να συνδέεται με παραβατική συμπεριφορά και εισφοροδιαφυγή εκ μέρους των εργοδοτών – δηλαδή νόμιμη απασχόληση των εργαζομένων για ορισμένες μόνο ώρες και άτυπη εφαρμογή απασχόλησης πλήρους ωραρίου. Δυστυχώς, δεν είναι δυνατόν να μετρηθεί η έκταση αυτού του φαινομένου, το οποίο δεν αποκλείεται να είναι σημαντικό. Στο βαθμό που η άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης αποδίδεται στην οικονομική κρίση και συνεπώς είναι κυκλικό φαινόμενο, τότε θα αντιστραφεί (και οι αρνητικές της επιπτώσεις θα υποχωρήσουν) με τη βελτίωση των οικονομικών συνθηκών.

Σε κάθε περίπτωση, η άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αντανάκλα πόρους εργασίας που βρίσκονται σε αργία (idle labour resources), καθώς, όπως και στην περίπτωση της ανεργίας, υπάρχει περιορισμός στην επιθυμητή προσφορά εργασίας. Σε αυτή την περίπτωση, το ποσοστό ακούσιας μερικής απασχόλησης από κοινού με το ποσοστό ανεργίας θα πρέπει να ληφθούν υπόψη προκειμένου να εκτιμηθεί η κυκλική θέση της οικονομίας και της αγοράς εργασίας (labour market slack), καθώς και η ταχύτητα επιστροφής στο δυναμικό προϊόν, δηλαδή σε μη πληθωριστική ισορροπία πλήρους απασχόλησης (non-inflationary full employment). Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2016) αναφέρει ότι η κυκλική θέση της αγοράς εργασίας (labour market slack) στην ευρωζώνη είναι σημαντικά υψηλότερη από ό,τι υποδηλώνει το ποσοστό ανεργίας.⁸

⁸ Βλ. European Commission, *European Economy Forecast, Autumn 2016*, Box I.4, σελ. 64.

Συνεπώς, στην περίπτωση οικονομικής ανάκαμψης με περιορισμένη δημιουργία θέσεων εργασίας (job creation), η κυκλική θέση της αγοράς εργασίας και κατ' επέκταση της οικονομίας μπορεί να απεικονιστεί αρτιότερα από την ακούσια μερική απασχόληση και τις ροές από και προς την πλήρη απασχόληση παρά αποκλειστικά και μόνο από τις περιορισμένες ροές μεταξύ ανεργίας και πλήρους απασχόλησης. Κάτι τέτοιο θα ήταν χρήσιμο και για την άσκηση της κατάλληλης νομισματικής και γενικότερα αντικυκλικής οικονομικής πολιτικής (βλ. Blanchflower and Levin 2015).⁹ Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να ανταποκριθούν σε ενδεχόμενη αύξηση της ζήτησης αυξάνοντας τις συνολικές ώρες εργασίας (δηλαδή μετατρέποντας συμβάσεις μερικής σε πλήρους απασχόλησης) χωρίς να αυξηθεί η απασχόληση ή να υποχωρήσει η ανεργία (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2016), γεγονός που θα είχε περιορισμένες επιπτώσεις στο ρυθμό μεταβολής των μέσων ωριαίων αποδοχών.¹⁰

Ωστόσο, η παρατηρούμενη αύξηση της ακούσιας μερικής απασχόλησης δύναται, σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό, να αποτελεί όχι αποκλειστικά κυκλικό φαινόμενο, αλλά προϊόν διαρθρωτικών μεταβολών στην αγορά εργασίας, με αποτέλεσμα να μην αναμένεται να υποχωρήσει με τη βελτίωση των οικονομικών συνθηκών. Είναι γεγονός ότι οι νομοθετικές αλλαγές της περιόδου 2010-2014 διευκόλυναν τις ευέλικτες μορφές εργασίας και την αύξηση της μερικής απασχόλησης. Παράλληλα, η σχετική άνθηση του τουρισμού την περίοδο 2013-2015 συνέβαλε στην αύξηση του μεριδίου της μερικής απασχόλησης. Δηλαδή το νέο νομοθετικό πλαίσιο, σε συνδυασμό με τη σταθεροποίηση της οικονομίας από το 2014 και έπειτα και την αξιοσημείωτη άνοδο του τουρισμού, έδωσε τη δυνατότητα απορρόφησης σημαντικού αριθμού ανέργων σε θέσεις μερικής απασχόλησης, ενώ διευκόλυνε και τη μετατροπή συμβολαίων πλήρους σε συμβόλαια μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης.

Κατά συνέπεια, η τάση αύξησης του ποσοστού της ακούσιας μερικής απασχόλησης στο εργατικό δυναμικό ενδέχεται να μην ανακοπεί ή ακόμη και να συνεχιστεί και μετά τη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης και τη μείωση της ανεργίας. Μια τέτοια εξέλιξη είναι δυνατόν να καταστήσει συγκρίσιμη την ακούσια μερική απασχόληση με την κατάσταση ανεργίας, καθώς η βελτίωση της οικονομίας δεν θα αύξανε την πιθανότητα μετάβασης των εργαζομένων σε καθεστώς πλήρους απασχόλησης και συνεπώς δεν θα συνέβαλλε στην υποχώρηση της υποαπασχόλησης και στην καλύτερη δυνατή αξιοποίηση των διαθέσιμων ανθρώπινων πόρων.

Όπως εκτιμάται με βάση τα στοιχεία της ΕΕΔ για το β' τρίμηνο του 2016, το άθροισμα των ποσοστών ανεργίας και ακούσιας μερικής απασχόλησης, ("ο συνολικός δείκτης υποαπασχόλησης (underemployment) του εργατικού δυναμικού") διαμορφώθηκε σε 28,4% του εργατικού δυναμικού, έναντι ποσοστού ανεργίας 23,1%, και παρουσιάζει βραδύτερη αποκλιμάκωση έναντι του ποσοστού ανεργίας (από τις υψηλές τιμές της περιόδου α' τρίμηνο 2013-α' τρίμηνο 2014) εξαιτίας της ταχείας ανόδου του ποσοστού ακούσιας μερικής απασχόλησης (βλ. Διάγραμμα Ζ).

Παράλληλα, στην περίπτωση που η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και κατ' επέκταση η μείωση της ανεργίας οφείλεται σε αυξανόμενο βαθμό στην άνοδο της ακούσιας μερικής απασχόλησης, τότε η οικονομική ανάκαμψη και η αυξημένη ζήτηση θα μπορούσε να συνδυαστεί με συγκράτηση της ανόδου των μέσων αποδοχών ανά εργαζόμενο.

⁹ Blanchflower, D.G. and A.T. Levin (2015), "Labor market slack and monetary policy", NBER Working Paper 21094.

¹⁰ Θα υπάρχει όμως αυξητική επίπτωση στις αποδοχές κατά άτομο (όχι όμως κατά απασχολούμενο σε ισοδύναμο πλήρους απασχόλησης – full-time equivalent employee).

Διάγραμμα Ζ Δείκτης υποαπασχόλησης εργατικού δυναμικού



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

5 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΔ, την περίοδο 2001-2016 καταγράφεται αύξηση της μερικής απασχόλησης, η οποία από τα τέλη του 2009 αποδίδεται κυρίως στην ενίσχυση της ακούσιας μερικής απασχόλησης. Ειδικότερα, παρατηρείται το φαινόμενο ολοένα περισσότεροι εργαζόμενοι να απασχολούνται μερικώς ή εκ περιτροπής παρά τη θέλησή τους. Η μεγαλύτερη άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης καταγράφεται στις πιο παραγωγικές ηλικίες (25-64 ετών) τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες.

Από τα αποτελέσματα της ανάλυσης συμπεραίνεται ότι η αύξηση της ακούσιας μερικής απασχόλησης την περίοδο της κρίσης αποδίδεται κυρίως σε αυξημένες ροές από τους ήδη απασχολούμενους, δηλαδή από εργαζομένους οι οποίοι ακουσίως μετατρέπονται από πλήρους σε μερικής απασχόλησης. Η άνοδος αυτή την ίδια περίοδο (ιδιαίτερα από το 2014 και έπειτα, οπότε και υποχωρεί το ποσοστό ανεργίας) ενισχύθηκε από αυξημένες ροές από την ανεργία προς την ακούσια μερική απασχόληση.

Η αύξηση της ακούσιας μερικής απασχόλησης, στο βαθμό που αντανακλά ένα κυκλικό φαινόμενο (και δεν οφείλεται σε παραβατικές συμπεριφορές), προστατεύει τους εργαζομένους από την ανεργία και συμβάλλει στον περιορισμό του κόστους εργασίας, βοηθώντας έτσι την επιβίωση των επιχειρήσεων. Παράλληλα, δίνει τη δυνατότητα στους εργαζομένους να επανέλθουν σε καθεστώς πλήρους απασχόλησης με την άνθηση της οικονομίας.

Ωστόσο, στο βαθμό που η άνοδος της ακούσιας μερικής απασχόλησης αποδίδεται σε διαρθρωτικές μεταβολές μόνιμου χαρακτήρα, εκτιμάται ότι συμβάλλει αρνητικά στο εισόδημα από εργασία και στην ευημερία των εργαζομένων και διευρύνει τις εισοδηματικές ανισότητες στην οικο-

νομία, με αναπόφευκτες δυσμενείς μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στην ανάπτυξη (βλ. Ostry, Berg and Tsangarides 2014, Cigano 2014).¹¹

Επιπλέον, η διατήρηση της ανοδικής τάσης του ποσοστού ακούσιας μερικής απασχόλησης και μετά την ανάκαμψη της οικονομίας δύναται να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο μεσομακροπρόθεσμο δυναμικό προϊόν της οικονομίας. Αυτό οφείλεται στο ότι (λειτουργώντας με όμοιο τρόπο όπως η μακροχρόνια ανεργία) θα καταστήσει μόνιμη την υποαπασχόληση σημαντικού τμήματος των διαθέσιμων ανθρωπίνων πόρων.

Επιπρόσθετα, η διατήρηση της ανοδικής τάσης του ποσοστού ακούσιας μερικής απασχόλησης επιδρά δυσμενώς στα δημόσια οικονομικά και στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Αφενός περιορίζει τα δημόσια έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές και αφετέρου οδηγεί στην ανάγκη εισοδηματικής ενίσχυσης και φοροαπαλλαγών, καθώς και σε αύξηση των δαπανών για παροχές κοινωνικής ασφάλισης και υγείας προκειμένου να υποστηριχθούν οι εισοδηματικές ομάδες και οι μελλοντικοί συνταξιούχοι που δεν θα μπορούν να συμπληρώσουν επαρκή αριθμό ενσήμων μέσω της μερικής απασχόλησης.

Εν κατακλείδι, η καθιέρωση ευέλικτων μορφών εργασίας που διευκολύνουν τη μερική απασχόληση κρίνεται ότι δύναται να συμβάλει στην ανάκαμψη της οικονομίας και στον περιορισμό της ανεργίας μέσω της μετατροπής συμβάσεων πλήρους σε μερικής απασχόλησης και μέσω των αυξημένων ροών από την ανεργία ή την αργία προς την κάλυψη νέων θέσεων μερικής απασχόλησης. Ωστόσο, η παγίωση της αυξητικής τάσης της υποαπασχόλησης και η αδυναμία αυτών που το επιθυμούν να βρουν πλήρη απασχόληση προβλέπεται μεσομακροπρόθεσμα να έχει αρνητικές επιπτώσεις τόσο στην οικονομία όσο και στα δημόσια οικονομικά.

11 Ostry, J.D., A. Berg and C.G. Tsangarides (2014), "Redistribution, Inequality and Growth", IMF Staff Discussion Note 02. Cigano, F. (2014), "Trends in income inequality and its impact on economic growth", OECD, Social, Employment and Migration Working Paper 163.

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

4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

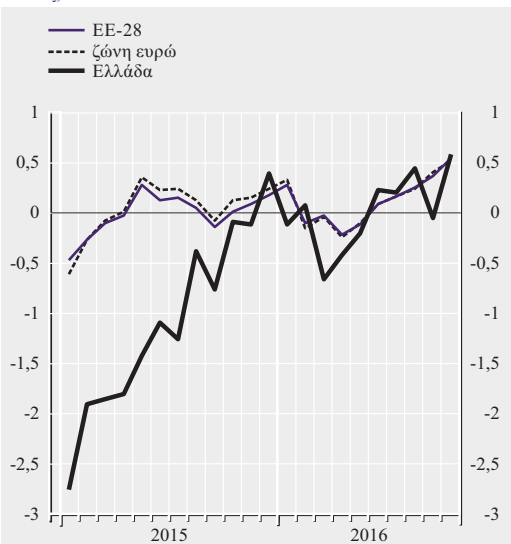
Ο **εναρμονισμένος πληθωρισμός** παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2016. Το Δεκέμβριο του 2015, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατέγραψε για πρώτη φορά θετικό ετήσιο ρυθμό (0,4%), μετά από παραμονή σε αρνητικό έδαφος επί 33 συνεχόμενων μήνες (βλ. Διάγραμμα IV.21). Προς αυτή την κατεύθυνση, σημαντική ώθηση είχε δοθεί από τις περυσινές αυξήσεις στην έμμεση φορολογία με τη μετάταξη σημαντικού αριθμού (κυρίως επεξεργασμένων) τροφίμων και διαφόρων υπηρεσιών από το μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) στον τότε κανονικό

συντελεστή (23%). Η επίδραση από τις περυσινές φορολογικές επιβαρύνσεις διήρκεσε πέραν του τελευταίου πενταμήνου του 2015 και καθ' όλο το πρώτο επτάμηνο του 2016, αλλά δεν κατόρθωσε να διατηρήσει τον εναρμονισμένο πληθωρισμό σε θετικό έδαφος, λόγω της συνεχιζόμενης αποπληθωριστικής επίδρασης που επέφερε η διαρκής υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου (βλ. Διάγραμμα IV.22).

Νέες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία έλαβαν χώρα τον Ιούνιο του 2016. Ο κανονικός συντελεστής αυξήθηκε από το 23% στο 24% και συμπαρέσυρε προς τα άνω τις τιμές όλων των ειδών που υπάγονταν στον κανονικό συντελεστή. Ιδιαίτερα βεβαρημένοι υπήρξαν οι μήνες Ιούνιος και Ιούλιος του 2016, λόγω των νέων αυξήσεων στην έμμεση φορολογία.

Διάγραμμα IV.21 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

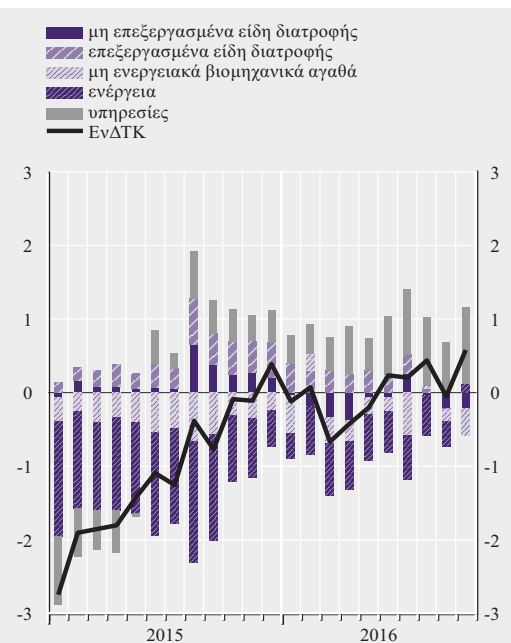
(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.22 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (2015-2016)

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

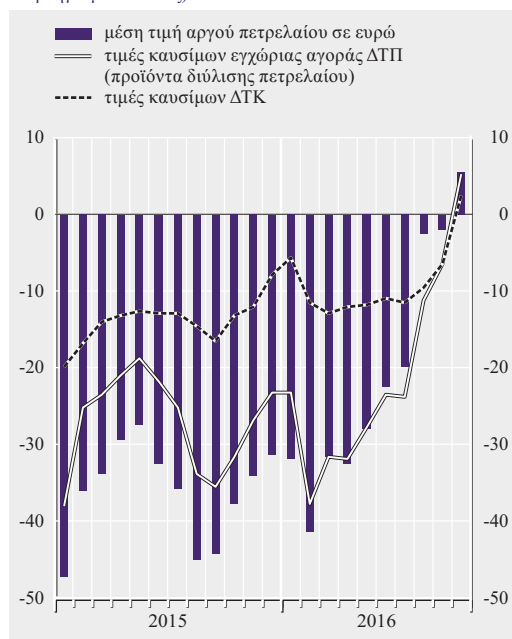


Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Έτσι, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, ωθούμενος από διαδοχικές επιβαρύνσεις κυρίως στο σκέλος της έμμεσης φορολογίας που αφορά τον ΦΠΑ, διαμορφώθηκε σε 0,2% τον Ιούνιο και τον Ιούλιο και 0,4% τον Αύγουστο, πριν υποχωρήσει ξανά σε αρνητικό έδαφος το Σεπτέμβριο (-0,1%). Η αύξηση του Ειδικού Φόρου Κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο πετρέλαιο θέρμανσης τον Οκτώβριο σε συνδυασμό με την ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου (βλ. Διάγραμμα IV.23) επανέφεραν τον εναρμονισμένο πληθωρισμό σε θετικό έδαφος, όπου και αναμένεται να παραμείνει καθ' όλο το δ' τρίμηνο του 2016. Είναι πλέον ορατό το ενδεχόμενο ο εναρμονισμένος πληθωρισμός να καταγράψει οριακά θετικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών το 2016, αντικατοπτρίζοντας την πληθωριστική επίδραση των πολλαπλών αυξήσεων των έμμεσων φόρων, αλλά και τη σταδιακή ανάκαμψη των διεθνών τιμών του πετρελαίου.

Διάγραμμα IV.23 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2015-Οκτώβριος 2016)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ και στοιχείων της ΕΚΤ για τις τιμές του αργού πετρελαίου (UK Brent).

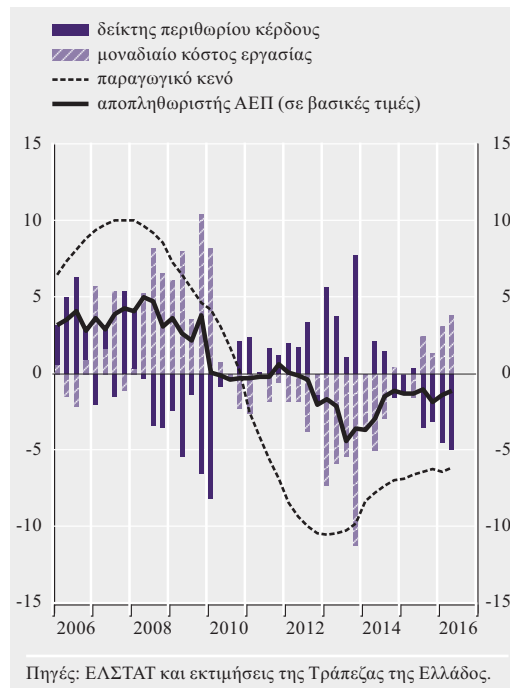
Διάγραμμα IV.24 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή και παραγωγικό κενό



Η διατήρηση του εναρμονισμένου πληθωρισμού σε αρνητικό έδαφος κατά την περίοδο 2013-2015, αλλά και σε ένα σημαντικό μέρος του 2016, αντανάκλα τη χαμηλή ζήτηση, όπως καταγράφεται και από το αρνητικό παραγωγικό κενό (βλ. Διάγραμμα IV.24). Ως αποτέλεσμα, οι αποπληθωριστικές πιέσεις συνεχίζουν να υφίστανται, φαίνεται όμως να αντισταθμίζονται από τις συνεχείς αυξήσεις στην έμμεση φορολογία και από τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Με αυτά τα δεδομένα, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός το 2017 αναμένεται να σταθεροποιηθεί σε θετικό έδαφος και να καταγράψει υψηλούς ρυθμούς, ιδιαίτερα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους. Σ' αυτό θα συμβάλουν οι νέες αυξήσεις των ΕΦΚ (στα καύσιμα αυτοκινήτων, στον καπνό, στον καφέ και στη σταθερή τηλεφωνία, από τον Ιανουάριο του 2017), καθώς επίσης και η αναμενόμενη ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου.

Όσον αφορά τον **εγχώριο πληθωρισμό, όπως μετρείται από τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ**, παρατηρούνται τα εξής: Η χαμηλή ζήτηση είναι ο κυριότερος λόγος για τον οποίο ο πληθωρισμός βρίσκεται σε αρνητικά επίπεδα. Μέχρι

Διάγραμμα IV.25 Καθοριστικοί παράγοντες του εγχώριου πληθωρισμού



και το τέλος του 2014, το μοναδιαίο κόστος εργασίας ακολούθησε πτωτική πορεία λόγω της ύφεσης αλλά και των σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, ενώ τα περιθώρια κέρδους παρέμειναν θετικά. Το τελευταίο μπορεί να ερμηνευθεί από: (α) την ύπαρξη στρεβλώσεων στην αγορά προϊόντων και (β) το γεγονός ότι, λόγω της ύφεσης, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι αυτές που παραμένουν στην αγορά. Από το γ' τρίμηνο του 2015 παρατηρείται ότι το περιθώριο κέρδους μειώνεται, ενώ το μοναδιαίο κόστος εργασίας αυξάνεται. Η αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας αντανάκλα τη μείωση της παραγωγικότητας. Η συμπίεση του περιθωρίου κέρδους ενδεχομένως εξηγείται από την προσπάθεια των επιχειρήσεων να μην αυξήσουν τις τιμές, ούτως ώστε να διατηρήσουν το μερίδιο αγοράς τους (βλ. Διάγραμμα IV.25).

4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία των ετήσιων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ

για ολόκληρο το 2015, το **σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας** μειώθηκε πέρυσι, παρότι την αύξηση της μισθωτής απασχόλησης, με αποτέλεσμα να μειωθούν κατά 2,9% οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό (έναντι μείωσης κατά 2,1% το 2014 – βλ. Πίνακα IV.7). Τα αναθεωρημένα στοιχεία συνεπάγονται μικρή μείωση της παραγωγικότητας της εργασίας και αισθητή υποχώρηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας το 2015.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα, μη εποχικώς διορθωμένα, τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 4,1%, αντανακλώντας κυρίως την αξιολογή άνοδο της μισθωτής απασχόλησης κατά 2,9% και των αμοιβών ανά μισθωτό κατά 1,2%. Τα διαθέσιμα στοιχεία υποδηλώνουν ότι η αύξηση των συνολικών αμοιβών το 2016 αντανακλά κυρίως τις εξελίξεις στον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας.

Εξάλλου, σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,8% και οι δαπάνες

του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) για συντάξεις μειώθηκαν κατά 0,5%, με αποτέλεσμα το άθροισμα των δύο μεγεθών να αυξηθεί κατά 0,4%. Για ολόκληρο το 2016, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2017 περιλαμβάνεται η εκτίμηση ότι η δαπάνη του ΤΠ για αποδοχές και συντάξεις θα μειωθεί κατά 1,5%.

Στον επιχειρηματικό τομέα, σύμφωνα με το πληροφορικό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 υπογράφηκαν 289 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, από τις οποίες οι περισσότερες προέβλεπαν ότι παραμένουν αμετάβλητες οι ήδη συμφωνημένες αποδοχές.

Για το 2017 αναμένεται ότι στο σύνολο της οικονομίας οι **αμοιβές των εργαζομένων** θα αυξηθούν ταχύτερα από ό,τι το 2016, αντανακλώντας την ανάκαμψη της οικονομίας. Εκτιμάται ότι περισσότερο από τα 2/3 της αύξησης αυτής θα οφείλονται στην περαιτέρω άνοδο της μισθωτής απασχόλησης, ενώ σχεδόν το 1/3 θα προκύψει από ήπια βελτίωση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό. Καθώς ταυτόχρονα αναμένεται μικρή αύξηση της παραγωγικότητας, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα εμφανίσει μεν αύξηση, αλλά αυτή θα είναι συγκρατημένη.

Πίνακας IV.7 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2014-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2014	2015	2016 (εκτίμ.)	2017 (πρόβλ.)
Ελλάδα				
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-2,3	-2,2	2,7	5,1
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-2,1	-2,9	-0,7	1,4
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	0,3	-0,7	-1,9	0,5
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-2,4	-2,2	1,2	0,9
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-0,6	-1,8
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	-3,3	-2,5

Πηγή: Για το 2014 και το 2015, ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 14.10-18.11.2016. Για το 2016 και το 2017, εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

4.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η επιδείνωση που παρουσίασαν οι εισηγμένες στο ΧΑ επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα το 2015 συνεχίστηκε και το α' εξάμηνο του 2016. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 157 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,²⁰ ο κύκλος εργασιών μειώθηκε κατά 2,6% και τα μικτά κέρδη κατά 4,5% το α' εξάμηνο του 2016 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Παρά τη συρρίκνωση των χρηματοοικονομικών εξόδων, η αύξηση των εξόδων διοίκησης-διάθεσης οδήγησε στη μείωση των καθαρών κερδών προ φόρων κατά 20,2% σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2015. Ως εκ τούτου, το περιθώριο καθαρού κέρδους περιορίστηκε στο 3,9% από 4,8% το 2015, ενώ και η αποδοτικότητα ιδίων και συνολικών κεφαλαίων μειώθηκε (από 2,3% και 1,0% το 2015 σε 1,8% και 0,8% αντίστοιχα). Η δανειακή επιβάρυνση παρέμεινε σταθερή σε σχέση με το 2014, ένδειξη της έλλειψης ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές επιχειρήσεις. Σε κλαδικό επίπεδο, οι περισσότεροι κλάδοι της βιομηχανίας παρουσίασαν αύξηση πωλήσεων, με εξαίρεση τη μεταλλουργία, όπου οι πωλήσεις και τα καθαρά κέρδη σημείωσαν μείωση κατά 23,4% και 83,1% αντίστοιχα. Αντίθετα, το λιανικό εμπόριο κατόρθωσε να αυξήσει τόσο τις πωλήσεις (κατά 2,2%) όσο και τα καθαρά κέρδη (κατά 28,0%).

Αντίστοιχη εικόνα δείχνουν και οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ. Πιο αναλυτικά, το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών για το α' εξάμηνο του 2016 μειώθηκε κατά 12,1% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015, κυρίως λόγω της αύξησης του εισοδήματος από εξαρτημένη εργασία κατά 7,4%.

4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά από εξαετή πορεία ανάκαμψης, το 2016 εμφάνισε ενδείξεις υποχώρησης,

Διάγραμμα IV.26 Εξέλιξη διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος: δείκτες σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΣΣΙ) (2007-2016)

(2000=100, τριμηνιαία στοιχεία)



τόσο σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας όσο και σε διαρθρωτικούς όρους.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας εκτιμάται ότι ελαφρώς επιδεινώνεται το 2016, τόσο λόγω των εξελίξεων στην ισοτιμία του ευρώ όσο και λόγω των εγχώριων εξελίξεων στους μισθούς και τις τιμές. Η ανατίμηση του ευρώ υπήρξε ο κυριότερος παράγοντας ανάσχεσης της προηγηθείσας τάσης βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας.

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 ενι-

²⁰ Στις 157 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιτήρια.

Πίνακας IV.8 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)¹

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				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 ²		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ²	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,5	128,8	3,9	109,2	1,0	118,4	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,4	126,7	-1,6	112,6	3,1	120,9	2,2
2011	112,7	0,5	118,8	0,3	123,9	-2,2	113,1	0,4	118,4	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	116,2	-6,2	111,3	-1,6	113,5	-4,1
2013	112,7	1,9	113,8	-0,7	107,5	-7,5	108,7	-2,3	103,8	-8,5
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	104,2	-3,1	106,7	-1,8	100,4	-3,3
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	100,5	-3,5	105,5	-1,2	100,5	0,2
2016**	111,8	1,3	107,5	0,7	102,7	2,1	105,3	-0,1	102,2	1,7

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτιμήσεις και προβλέψεις.

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

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

σχύθηκε κατά 1,3%, έναντι πτώσης της κατά 2,7% το 2015 (σε μέσα επίπεδα έτους). Η άνοδος της σταθμισμένης ισοτιμίας αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας, ενώ η ισοτιμία του έναντι του δολαρίου υπήρξε σχεδόν αμετάβλητη.

Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, σε μέσα επίπεδα έτους, αυξήθηκε κατά 2,1% το 2016 (έναντι μείωσης κατά 3,5% το 2015), καθώς η ταχύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με

εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων προστέθηκε στην αρνητική επίδραση από την ανατίμηση του ευρώ. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή επίσης αυξήθηκε έναντι του 2015, καθώς η διαφορά του πληθωρισμού παρέμεινε αρνητική για την Ελλάδα αλλά μικρότερη σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, αντισταθμίζοντας εν μέρει την αρνητική εξέλιξη της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Πίνακα IV.8).

Με βάση αυτούς τους δείκτες, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας που είχε υπο-

στεί η ελληνική οικονομία σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους εντός και εκτός της ζώνης του ευρώ την περίοδο 2000-2009 ανακτήθηκε πλήρως ως προς το κόστος εργασίας και σημαντικά ως προς το επίπεδο τιμών. Η συνολική βελτίωση που σημείωσε η Ελλάδα στη διεθνή ανταγωνιστικότητα ως προς το κόστος εργασίας από το 2009 έως το 2015 ήταν 22,4% σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (23,8% σύμφωνα με τους εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας της ΕΚΤ). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά αφενός την επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας που πραγματοποιήθηκαν κατά το εν λόγω διάστημα και αφετέρου τη συμπίεση των αποδοχών ως αποτέλεσμα της διατήρησης συνθηκών υπερπροσφοράς στην αγορά εργασίας εξαιτίας της πολυετούς ύφεσης και του εξαιρετικά υψηλού ποσοστού ανεργίας. Η συνολική βελτίωση που σημείωσε η Ελλάδα στη διεθνή ανταγωνιστικότητα από το 2009 έως το 2015 ως προς το δείκτη τιμών καταναλωτή ήταν 10,3% σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (12,1% σύμφωνα με την ΕΚΤ).

Σαφή επιδείνωση της **διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος** κατά τη διάρκεια του 2016 δείχνουν και τα πρόσφατα τριμηνιαία στοιχεία των εναρμονισμένων δεικτών ανταγωνιστικότητας της ΕΚΤ. Ο δείκτης ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας το β' τρίμηνο του 2016 ήταν αυξημένος κατά 4,1% έναντι του ίδιου τριμήνου πέρυσι. Ο αντίστοιχος δείκτης ανταγωνιστικότητας με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή το γ' τρίμηνο του 2016 ήταν αυξημένος κατά 0,5% έναντι του ίδιου τριμήνου πέρυσι (βλ. Διάγραμμα IV.26). Η επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας το 2016 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, η οποία το γ' τρίμηνο του 2016 έφθασε το 1,2% έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους.

Μακροπρόθεσμα, η σοβαρή βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους

εργασίας, η οποία καταγράφηκε μετά το 2009 στην Ελλάδα, θα συνεχίσει να ευνοεί την εξωστρέφεια και την επίδοση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίες τις δύο δεκαετίες προ του ευρώ βρίσκονταν κατά μέσο όρο στο 16,4% του ΑΕΠ, αυξήθηκαν σταδιακά μετά την κρίση, από 23,4% του ΑΕΠ το 2008 σε 31,9% του ΑΕΠ το 2015.

Η **διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα** της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα πλήθος άλλων παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πλην των τιμών, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, παρουσιάζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και οπισθοχώρησης σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας.

Σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας του επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας, η Ελλάδα έπεσε κατά τρεις θέσεις και βρέθηκε στην 61η θέση μεταξύ 190 κρατών. Σύμφωνα με το “δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας” του World Economic Forum, η Ελλάδα έπεσε πέντε θέσεις το 2016, στην 86η μεταξύ 138 κρατών, ενώ σύμφωνα με τον πίνακα επιδόσεων παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του IMD, η Ελλάδα έπεσε κατά έξι θέσεις και το 2016 βρέθηκε στην 56η θέση μεταξύ 61 κρατών.

Σύμφωνα με τις εκθέσεις αυτές, και παρότι την πρόοδο που έχει σημειωθεί τα προηγούμενα έτη, η Ελλάδα συνεχίζει να κατατάσσεται στη χαμηλότερη θέση τόσο μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ-28 όσο και μεταξύ όλων των προηγμένων οικονομιών. Σημαντικότερα εμπόδια για τη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων εξακολουθούν να θεωρούνται η πρόσβαση στη χρηματοδότηση και η αναποτελεσματική γραφειοκρατία. Δύο άλλα εμπόδια στο επιχειρείν αναδεικνύονται όμως πλέον ως σοβαρότερα όλων: η πολιτική αστάθεια και οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές. Οι φορολογικοί συντελεστές μάλιστα επισημαίνονται ως

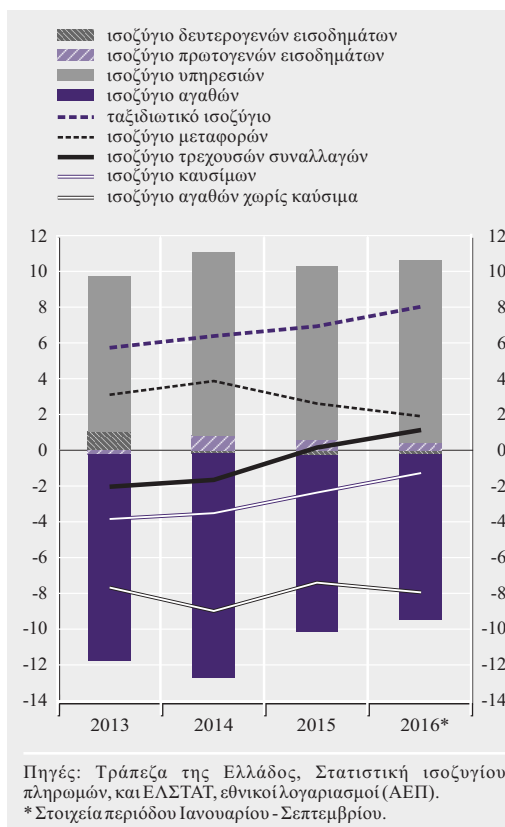
σοβαρότερο εμπόδιο από ό,τι η περιπλοκότητα και η διαρκής μεταβολή του φορολογικού πλαισίου, για πρώτη φορά το 2016.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, **το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ)** εμφάνισε πλεόνασμα ύψους 1,4 δισεκ. ευρώ, κατά 456 εκατ. ευρώ μικρότερο από εκείνο του ίδιου διαστήματος του 2015 (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό παράρτημα). Ο περιορισμός του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, οφειλόμενος στην πτώση των εισπράξεων από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών κυρίως και δευτερευόντως ταξιδιωτικές, είχε αρνητική επίδραση στο ΙΤΣ, η οποία δεν αντισταθμίστηκε πλήρως από τη βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών. Ως αποτέλεσμα, σημειώθηκε σημαντική πτώση του πλεονάσματος του συνολικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών σε σύγκριση με το 2015, η οποία καλύφθηκε σε μεγάλο βαθμό από τη βελτίωση των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων (βλ. Διάγραμμα IV.27).

Το ΙΤΣ αναμένεται σχεδόν ισοσκελισμένο στο τέλος του έτους, με τη βελτίωση να προέρχεται από το ισοζύγιο αγαθών και τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Το εξωτερικό περιβάλλον είναι λιγότερο ευνοϊκό για τις ελληνικές εξαγωγές από ό,τι πριν ένα χρόνο, λόγω της επιβράδυνσης της μεγέθυνσης των προηγμένων οικονομιών (κυρίως της ζώνης του ευρώ) και του παγκόσμιου εμπορίου. Σημειώνεται όμως ότι οι ειδικότερες συνθήκες που αφορούν τη ζήτηση αγαθών είναι ευνοϊκές για τα ελληνικά προϊόντα και τα οφέλη από την πτώση των τιμών του πετρελαίου διατηρούνται ακόμη και αναμένεται να ασκήσουν θετική επίδραση στο ισοζύγιο αγαθών. Επιπλέον, αν και το 2016 παρατηρείται υποχώρηση στη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας, η σημαντική βελτίωση που σημειώθηκε τα προηγούμενα χρόνια εξακολουθεί να έχει θετική επίδραση στον

Διάγραμμα IV.27 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ



εξωστρεφή προσανατολισμό της. Παράλληλα, οι εξελίξεις στον τουριστικό κλάδο θα εξαρτηθούν από τη σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας, τη θετική εξέλιξη των γεωπολιτικών προβλημάτων στο χώρο της ΝΑ Μεσογείου και την επιτυχή διαχείριση της προσφυγικής κρίσης, αν και δεν αναμένεται οι σχετικές εισπράξεις να φθάσουν τα επίπεδα του προηγούμενου έτους. Τέλος, αρνητική επίδραση στις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές ασκούν η επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου κάτω του μέσου όρου (4%) της περιόδου 2012-2014 και η αβεβαιότητα η οποία επικρατεί σχετικά με την αλλαγή του φορολογικού καθεστώτος του ναυτιλιακού κλάδου.

Γενικά, η ενίσχυση της εξαγωγικής δραστηριότητας εξακολουθεί να παρεμποδίζεται από

τους περιορισμούς στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και την αυξημένη φορολογική επιβάρυνσή τους. Η αναμενόμενη αύξηση των επενδύσεων θα επιτρέψει τη βελτίωση του εξαγόμενου προϊόντος, την εδραίωση της θέσης των ελληνικών επιχειρήσεων στις ξένες αγορές και τη διείσδυση σε νέες. Τέλος, η αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης για την προοπτική ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλει στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων, οι οποίες μπορούν να ενισχύσουν ακόμη περισσότερο την εξαγωγική επίδοση της ελληνικής οικονομίας.

Η βελτίωση του **ισοζυγίου αγαθών** τους πρώτους εννέα μήνες του 2016 αντανακλά κατά κύριο λόγο τη βελτίωση του ισοζυγίου των καυσίμων (βλ. Ειδικό θέμα IV.2) και τη μείωση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων. Η πτώση των τιμών του πετρελαίου συνεχίζει να έχει θετική επίδραση στο ισοζύγιο αγαθών, καθώς η αξία των εισαγωγών καυσίμων μειώνεται ταχύτερα από ό,τι η αξία των αντίστοιχων εξαγωγών. Η υποχώρηση των συναλλαγών που αφορούν αγορές και πωλήσεις πλοίων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη διεξαγωγή τους εκτός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος (λόγω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων). Επισημαίνεται ότι τα στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ δείχνουν ότι η αξία των εισαχθέντων πλοίων (η οποία καταγράφεται με διαφορετική μέθοδο από εκείνη που χρησιμοποιεί η Τράπεζα της Ελλάδος) είναι υπερδιπλάσια σε σχέση με το εννεάμηνο του 2015.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασε αύξηση ιδιαίτερα το γ' τρίμηνο του 2016, ως αποτέλεσμα της άνοδου της αξίας των εισαγωγών σε σύγκριση με εκείνες της ίδιας περιόδου του 2015, οι οποίες είχαν μειωθεί σημαντικά μετά την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Οι εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές όμως αυξήθηκαν κατά 7,6%, κυρίως λόγω άνοδου του όγκου των εξαγωγών καυσίμων κατά 16%,

ενώ οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα παρουσίασαν άνοδο κατά 3,0%. Πάντως, οι εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές αυξάνονται με ρυθμό παραπλήσιο εκείνου που παρατηρείται στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.28). Ειδικότερα, αξιόλογες επιδόσεις παρατηρήθηκαν στις εξαγωγές των κλάδων των τροφίμων, καπνού, χημικών (περιλαμβανομένων και των φαρμακευτικών προϊόντων), μη μεταλλικών ορυκτών, μεταλλικών προϊόντων και μηχανολογικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού. Παράλληλα, το ποσοστό των εξαγωγών προς τις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ γενικότερα έχει αυξηθεί σε σχέση με το 2015.

Οι εισαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές έμειναν στάσιμες, καθώς η πτώση του όγκου των εισαγωγών καυσίμων αντιστάθμισε μερικώς την άνοδο των εισαγωγών χωρίς καύσιμα. Η αύξηση των εισαγωγών εκτός καυσίμων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις εισαγωγές κεφαλαιακών αγαθών και μεταφορικού εξοπλισμού, που συνδέονται με αυξημένη επενδυτική δραστηριότητα.

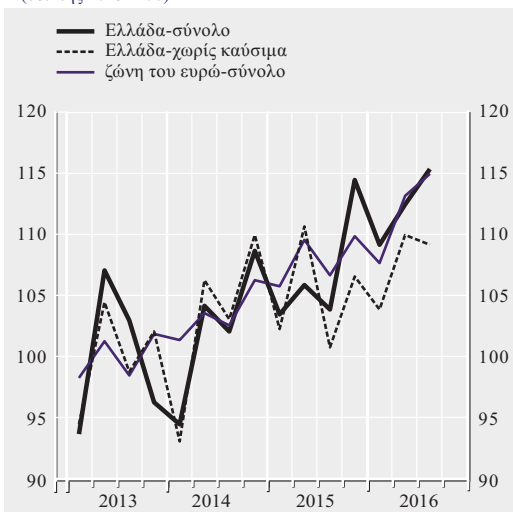
Ο περιορισμός του πλεονάσματος του **ισοζυγίου υπηρεσιών** την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 οφείλεται κυρίως στη μείωση των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών (κυρίως θαλάσσιων) αλλά και των καθαρών ταξιδιωτικών εισπράξεων (βλ. Διάγραμμα IV.29). Η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου των λοιπών υπηρεσιών αντιστάθμισε σε μικρό βαθμό τις ανωτέρω εξελίξεις.

Οι **ταξιδιωτικές εισπράξεις**, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, σημείωσαν μείωση κατά 5,5%, παρά την άνοδο των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών κατά 3,5%.²¹ Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μείωση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι, κατά 9,3%, ως αποτέλεσμα εν μέρει της προσφοράς ιδιαίτερα ανταγωνιστικών

²¹ Για την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016, σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία του ΣΕΤΕ, οι αεροπορικές αφίξεις παρουσίαζαν αύξηση 8,3%.

Διάγραμμα IV.28 Εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές (α' τρίμ. 2013-γ' τρίμ. 2016)

(δείκτης 2013=100)

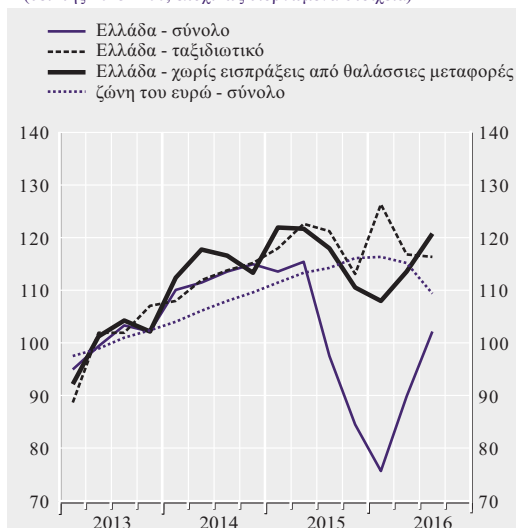


Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος και της Eurostat.

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

Διάγραμμα IV.29 Εξαγωγές υπηρεσιών σε σταθερές τιμές (α' τρίμ. 2013-γ' τρίμ. 2016)

(δείκτης 2013=100, εποχικά διορθωμένα στοιχεία)



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

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

τιμών με στόχο την προσέλκυση περισσότερων επισκεπτών, αλλά και στην άφιξη λιγότερων επισκεπτών υψηλού εισοδήματος. Η σύνθεση των χωρών προέλευσης αλλάζει, καθώς οι αφίξεις, κυρίως από παραδοσιακές αγορές (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία κ.λπ.), πλησιάζουν τα όρια κορεσμού. Επισημαίνεται ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο ο ελληνικός τουρισμός αντιμετώπισε μια σειρά από ιδιαίτερες προκλήσεις, όπως το δυσμενές περιβάλλον στη ΝΑ Μεσόγειο λόγω της γεωπολιτικής αστάθειας, το προσφυγικό/μεταναστευτικό, τη διεθνή τρομοκρατία και τα αποτελέσματα του δημοψηφίσματος της 23ης Ιουνίου στο Ην. Βασίλειο, οι οποίες είχαν αρνητική επίδραση στην έλευση επισκεπτών (κυρίως Βρετανών). Ειδικότερα, το α' εξάμηνο του 2016 οι οδικές αφίξεις μειώθηκαν κατά 15% ως συνέπεια της προσφυγικής κρίσης. Όμως, ο ελληνικός τουρισμός διατήρησε τη δυναμική του όσον αφορά τις συνολικές αφίξεις. Την ίδια περίοδο σημειώθηκε αύξηση των εισπράξεων από υπηρεσίες που συνδέονται με την κρουαζιέρα κατά 16%,

λόγω ανόδου τόσο του αριθμού των συνολικών επισκεπτών κρουαζιέρας όσο και των συνολικών διανυκτερεύσεων εκτός κρουαζιερόπλοιων.

Η μείωση των καθαρών εισπράξεων από **υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών** κατά 34% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015 ήταν αποτέλεσμα τόσο της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (παρά τη μερική άρση των περιορισμών αυτών για τις ναυτιλιακές εταιρίες) όσο και της μείωσης των ναύλων. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, ο δείκτης ClarkSea Index σημείωσε μείωση 37,4%, καθώς τόσο οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων όσο και οι ναύλοι ξηρού φορτίου μειώθηκαν κατά 40,3% και 25,7% αντίστοιχα.

Το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** παρουσίασαν σημαντική βελτίωση συνολικά και αντιστάθμισαν περισσότε-

τερο από το ήμισυ της συρρίκνωσης του πλεονάσματος του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων εμφάνισε πλεόνασμα 504 εκατ. ευρώ, έναντι 174 εκατ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2015, κυρίως λόγω αυξημένων καθαρών εισπράξεων στα λοιπά πρωτογενή εισοδήματα (κυρίως εισροές από την ΕΕ) και μειωμένων καθαρών πληρωμών στο εισόδημα από εργασία. Η τελευταία αυτή εξέλιξη οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη διενέργεια των σχετικών πληρωμών από τις ναυτιλιακές εταιρίες εκτός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος (λόγω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων). Την ίδια περίοδο το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων εμφάνισε έλλειμμα 310 εκατ. ευρώ, έναντι 553 εκατ. ευρώ το 2015, κυρίως λόγω μειωμένων καθαρών πληρωμών της γενικής κυβέρνησης (εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ μείον πληρωμές στον κοινοτικό προϋπολογισμό). Τέλος, το **ισοζύγιο κεφαλαίων** εμφάνισε πλεόνασμα αυξημένο σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2015. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 οι συνολικές εισροές από την ΕΕ ανήλθαν σε 3,6 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1,3 δισεκ. ευρώ προήλθαν από τα διαρθρωτικά ταμεία και 2,3 δισεκ. ευρώ από επιδοτήσεις για τους αγρότες στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής.

Το **ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών** στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 εμφάνισε θετικό πρόσημο, καθώς η αύξηση των απαιτήσεων στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου υπεραντιστάθμισε την καθαρή μείωση που παρατηρήθηκε στις λοιπές επενδύσεις. Στην κατηγορία των **άμεσων επενδύσεων**, οι απαιτήσεις των κατοίκων από άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό σημείωσαν πτώση κατά 809 εκατ. ευρώ, ενώ οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, αυξήθηκαν κατά 1,8 δισεκ. ευρώ.²² Η άνοδος των ξένων άμεσων επενδύσεων στο μέλλον θα εξαρτηθεί από την αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης και το βαθμό αισιοδοξίας για την προοπτική ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, την πρόοδο των ιδιωτικοποιήσεων καθώς και των διαρθρωτικών αλλαγών που είναι αναγκαίες για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.

22 Οι σημαντικότερες συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν τους τελευταίους μήνες του εννεαμήνου και αφορούν: α) την εισροή 280 εκατ. ευρώ από την εξαγορά του ΟΛΠ από την COSCO Group (Χονγκ Κονγκ), β) την εισροή 90 εκατ. ευρώ από την πώληση στην ERGO International (Γερμανία) του 100% της συμμετοχής της Τράπεζας Πειραιώς στην ΑΤΕ Ασφαλιστική και γ) την εισροή 325 εκατ. ευρώ από την πώληση από την τράπεζα Eurobank του 80% της συμμετοχής της στην Eurolife ERB Insurance Group A.E. Συμμετοχών στην Costa Luxembourg Sarl (Λουξεμβούργο), εταιρία που ελέγχεται από κοινού από τη Fairfax Financial Holdings Limited και την OMERS Administration Corporation.

Ειδικό θέμα IV.2

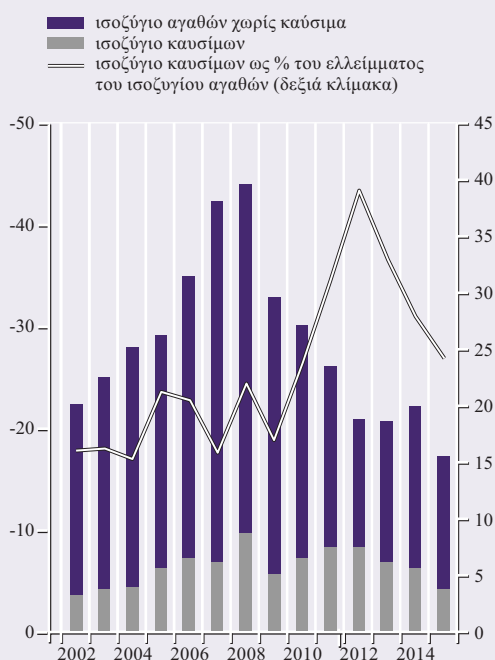
Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΚΑΥΣΙΜΩΝ ΓΙΑ ΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων μετά το 2012,¹ ως συνέπεια της πτώσης των τιμών του αργού πετρελαίου στη διεθνή αγορά σε συνδυασμό με την υποτίμηση του ευρώ, είχε θετική επίδραση, συμβάλλοντας σε μεγάλο βαθμό στη μείωση του εμπορικού ελλείμματος ως συνόλου και στην εξισορρόπηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ). Η τάση αυτή συνεχίστηκε το 2016, παρά την επιβράδυνση της μείωσης των τιμών του πετρελαίου και την ανατίμηση του ευρώ, καθώς οι σχετικά χαμηλές τιμές των πετρελαιοειδών συνέβαλαν στην ενίσχυση της εξαγωγικής δραστηριότητας του κλάδου.

1 Ο όρος “καύσιμα” σε όλο το κείμενο περιλαμβάνει εκτός από τα πετρελαιοειδή (αργό πετρέλαιο και προϊόντα διύλισης) και άλλα ορυκτά καύσιμα και λιπαντικά, φυσικό αέριο και ηλεκτρική ενέργεια. Τα πετρελαιοειδή όμως αντιπροσωπεύουν πάνω από το 90% της αξίας των εισαγωγών και εξαγωγών.

Διάγραμμα Α Ισοζύγιο καυσίμων ως ποσοστό του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών

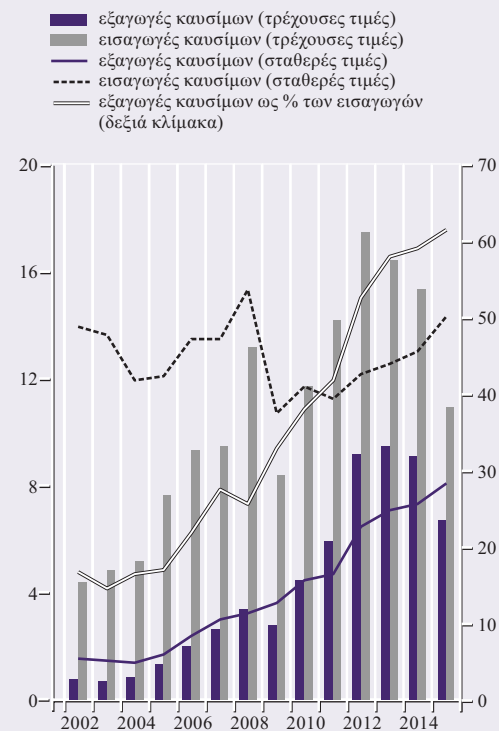
(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική Ισοζυγίου Πληρωμών.

Διάγραμμα Β Εξαγωγές και εισαγωγές καυσίμων

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική Ισοζυγίου Πληρωμών.

Το ισοζύγιο καυσίμων αντιπροσωπεύει σημαντικό ποσοστό του συνολικού εμπορικού ελλείμματος και είναι παραδοσιακά ελλειμματικό, δεδομένης της εξάρτησης της ελληνικής οικονομίας από τις εισαγωγές καυσίμων. Σημειώνεται ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων δεν ακολούθησε τη συρρίκνωση του συνολικού εμπορικού ελλείμματος η οποία πραγματοποιήθηκε μετά το 2009, με αποτέλεσμα να παραμένει επιβαρυντικός παράγοντας για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μέχρι το 2012 (βλ. Διαγράμματα Α και Β).

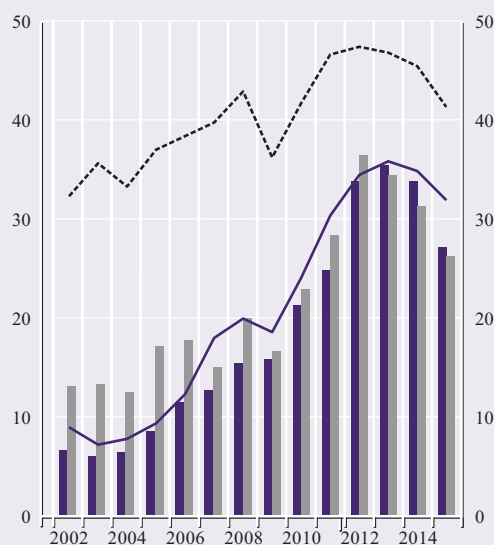
Ο κλάδος των καυσίμων είναι σχετικά ανοικτός κλάδος της ελληνικής οικονομίας, δεδομένου ότι η λειτουργία του βασίζεται σε εισαγόμενη πρώτη ύλη. Την τελευταία δεκαετία όμως η εξωστρέφεια του κλάδου έχει ενισχυθεί, καθώς οι εξαγωγές καυσίμων έχουν αυξηθεί αφενός ως ποσοστό του παραγόμενου προϊόντος του κλάδου και αφετέρου ως ποσοστό των συνολικών εξαγωγών της χώρας (βλ. Διάγραμμα Γ).² Σημειώνεται ότι οι εισαγωγές καυσίμων σε ποσοστό πάνω από 90% αφορούν εισαγωγές αργού πετρελαίου, ενώ οι εξαγωγές αποτελούνται κυρίως – σε ποσοστό πάνω από 95% – από ορυκτέλαια και άλλα προϊόντα διύλισης.

² Οι εξαγωγές καυσίμων ως ποσοστό της ακαθάριστης αξίας της παραγωγής έφθασαν από 9% το 2002 στο 20% το 2008 και στο υψηλότερο ποσοστό του 35% το 2014, ενώ ως ποσοστό των συνολικών ελληνικών εξαγωγών έφθασαν από 7% το 2002 στο 15% το 2008 και στο υψηλότερο ποσοστό του 34% το 2014.

Διάγραμμα Γ Εξαγωγική επίδοση και εισαγωγική διείσδυση στον κλάδο των καυσίμων

(δισεκ. ευρώ)

- εξαγωγές καυσίμων ως % των συνολικών εξαγωγών αγαθών
- εισαγωγές καυσίμων ως % των συνολικών εισαγωγών αγαθών
- εξαγωγική επίδοση (εξαγωγές ως % της παραγωγής)
- - - εισαγωγική διείσδυση (εισαγωγές ως % της φαινόμενης κατανάλωσης¹)



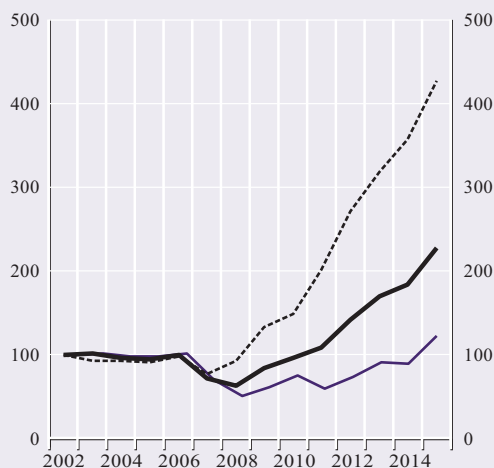
Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική Ισοζυγίου Πληρωμών, και ΕΛΣΤΑΤ (παραγωγή).
1 Ακαθάριστη αξία παραγωγής+εισαγωγές-εξαγωγές.

Η ύφεση και η συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης έφεραν τις ελληνικές επιχειρήσεις διύλισης αντιμέτωπες με τον κίνδυνο χαμηλής αξιοποίησης της παραγωγικής τους δυναμικότητας και τις έστρεψε στις αγορές του εξωτερικού, κυρίως εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, με αποτέλεσμα την επέκταση των μεριδίων αγοράς τους, τα οποία υπερδιπλασιάστηκαν (βλ. Διαγράμματα Δ και Ε). Ο κλάδος έχει βέβαια υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο, αλλά τα τελευταία χρόνια το ποσοστό κάλυψης των εισαγωγών από τις εξαγωγές έχει αυξηθεί σημαντικά, φθάνοντας το 60% το 2015, καθώς οι εξαγωγές, σε σταθερές τιμές, αυξάνονται ταχύτερα από τις αντίστοιχες εισαγωγές (βλ. Διάγραμμα Β).

Διάγραμμα Δ Μεριδία αγοράς καυσίμων¹

(δείκτης: 2002=100)

- ΕΕ
- - - εκτός ΕΕ
- σύνολο αγοράς

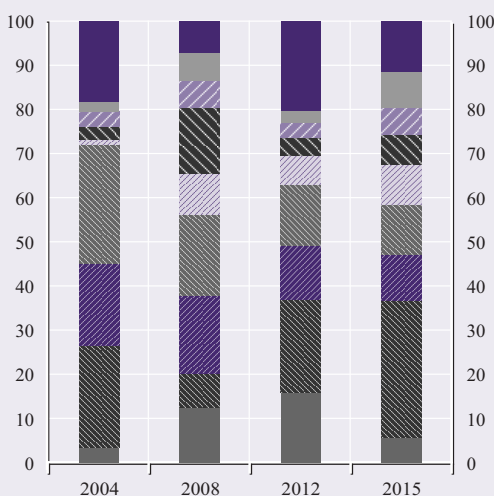


Πηγή: UN Comtrade, στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών.
1 Ποσοστό των εισαγωγών καυσίμων από την Ελλάδα στο σύνολο των εισαγωγών καυσίμων από όλο τον κόσμο.

Διάγραμμα Ε Κατανομή ελληνικών εξαγωγών καυσίμων κατά προορισμό

(ποσοστά %)

- Τουρκία
- Ιταλία
- Κύπρος
- ζώνη του ευρώ
- λοιπές ευρωπαϊκές χώρες
- λοιπές ανεπτυγμένες οικονομίες
- Νοτιοανατολική Ευρώπη
- Μέση Ανατολή και Βόρειος Αφρική
- λοιπές χώρες



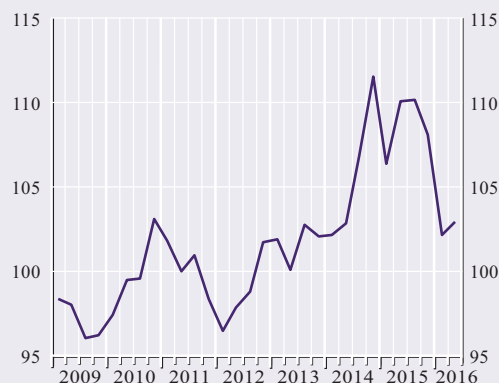
Πηγή: Eurostat, στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών.

Παράλληλα, τα τελευταία χρόνια μετά το 2012, η πτώση των τιμών του πετρελαίου και η υποτίμηση του ευρώ είχαν θετική επίδραση στους όρους εμπορίου του κλάδου (βλ. Διάγραμμα ΣΤ) και επομένως στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων, ενισχύοντας την εξωστρέφειά τους.

Τελικά, ο κλάδος των καυσίμων, πέρα από τη στρατηγική σημασία του για την ενεργειακή επάρκεια της χώρας και τις διασυνδέσεις του με άλλους τομείς της εγχώριας οικονομίας, έχει αξιόλογη θέση στον τομέα των εξωτερικών συναλλαγών. Κατά συνέπεια η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας και η ενίσχυση της εξωστρέφειας του κλάδου αποτελούν σημαντικές πολιτικές ενδυνάμωσής του, συμβάλλοντας στην αναπτυξιακή πορεία της χώρας.

Διάγραμμα ΣΤ Όροι εμπορίου στον κλάδο των πετρελαιοειδών¹

(δείκτης: 2000=100)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

¹ Λόγος του δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές πετρελαιοειδών προς το δείκτη τιμών εισαγομένων του κλάδου.

6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση των εθνικών λογαριασμών, καθώς και των βραχυχρόνιων δεικτών δραστηριότητας και κλίματος που εκτείνονται στο γ' τρίμηνο του 2016. Επίσης ενσωματώνουν όλα τα διευκρινισμένα μέτρα που προβλέπονται στη συμφωνία χρηματοδότησης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) και στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2017. Συμπεριλαμβάνουν επίσης υποθέσεις για τις εξελίξεις των μισθών και ενσωματώνουν τις επιπτώσεις διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη μεταβολή της οικονομικής δραστηριότητας. Για την εξέλιξη εξωγενών μεγεθών που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθετεί τις προβλέψεις της ΕΚΤ για το σύνολο της ευρωζώνης. Οι προβλέψεις αυτές αφορούν τη μεταβολή βασικών μεγεθών τα οποία καθορίζονται από το διεθνές περιβάλλον, όπως η παγκόσμια ανάπτυξη, η εξέλιξη της δραστηριότητας στην ευρωζώνη, η εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης για τις ελληνικές εξαγωγές, η εξέλιξη των τιμών των

βασικών ανταγωνιστριών χωρών, καθώς και οι εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών των παγκόσμιων νομισμάτων, των τιμών του πετρελαίου και μιας σειράς χρηματοπιστωτικών μεγεθών (επιτοκίων, αποδόσεων ομολόγων κ.λπ.).

Για τη διενέργεια και την ακριβή ποσοτικοποίηση των προβλέψεων χρησιμοποιείται μια σειρά από υποδείγματα και οικονομετρικά εργαλεία που διαφοροποιούνται με βάση την προβλεπτική τους ικανότητα σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες. Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία δείχνουν ανάκαμψη της δραστηριότητας που ξεκινά από το β' τρίμηνο του 2016 και συνεχίζεται στα έτη 2017, 2018 και 2019. Η ανάκαμψη για την εν λόγω περίοδο βασίζεται σε ήπιους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ ανά τρίμηνο, της τάξεως του 0,7% κατά μέσο όρο για την περίοδο από το δ' τρίμηνο του 2016 έως το δ' τρίμηνο του 2019. Κατά συνέπεια, το ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί οριακά κατά 0,1% το 2016. Στη συνέχεια, η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε δυναμική τροχιά ανάπτυξης, με το ΑΕΠ να αυξάνεται κατά 2,5% το 2017 και 3% το 2018 και 2019 (βλ. Πίνακα IV.9 και Διάγραμμα IV.30).

Πίνακας IV.9 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	-0,2	0,1	2,5	3,0	3,0
Ιδιωτική κατανάλωση	-0,2	-0,8	1,3	1,7	1,7
Δημόσια κατανάλωση	0,0	1,8	1,1	0,0	1,9
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-0,3	2,3	10,2	12,2	9,3
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	3,4	-4,3	3,2	4,2	4,3
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,3	-3,5	2,8	3,1	3,5
Αποθέματα	-1,0	0,2	0,1	0,0	0,0
ΕνΔΤΚ	-1,1	0,1	1,1	1,0	1,2
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,2	0,6	0,6	0,8	1,1
Απασχόληση	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	24,9	23,5	22,0	20,5	19,0
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	0,1	0,5	0,7	0,3	0,2

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Το βασικό σενάριο προβλέψεων ενσωματώνει τις θετικές επιδράσεις της ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης το α' εξάμηνο του 2016. Επίσης ενσωματώνει την υπόθεση της έγκαιρης ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης, που αναμένεται να έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις στη ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και, κατά συνέπεια, στη δανειοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων, στη μείωση της αβεβαιότητας και στη βελτίωση των προσδοκιών των οικονομικών δρώντων, με σημαντικές συνέπειες στην εξέλιξη βασικών συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης (στην κατανάλωση, στις επενδύσεις αλλά και στις εξαγωγές). Βασίζεται επίσης στις υποθέσεις ότι θα συνεχιστεί η επεκτατική νομισματική πολιτική (μέσω των μη συμβατικών μέτρων) από την ΕΚΤ και θα υπάρξει πρόοδος στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τις ιδιωτικοποιήσεις σύμφωνα με το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής.

Για το 2016, η **ιδιωτική κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα μειωθεί ελαφρά. Καθοριστικό παράγοντα της εξέλιξης της κατανάλωσης αποτελεί το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, το οποίο εκτιμάται ότι θα σταθεροποιηθεί, υποβοηθούμενο από την αύξηση των συνο-

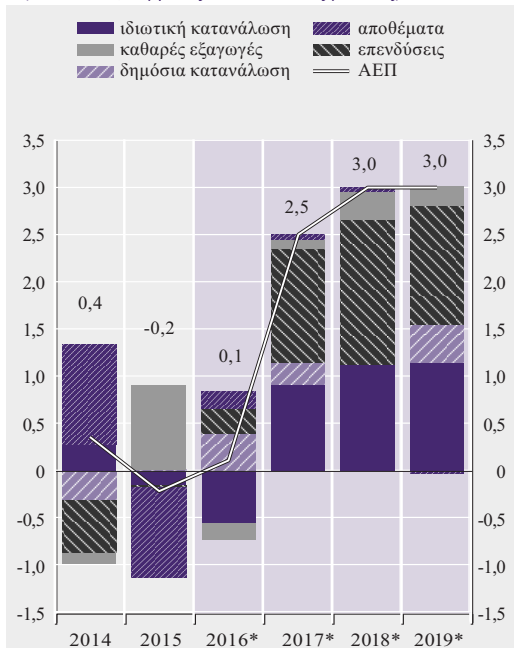
λικών αμοιβών των μισθωτών (που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην άνοδο της απασχόλησης). Η συμβολή των **επενδύσεων** για το 2016 αναμένεται θετική, λόγω της αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων η οποία αντισταθμίζει τη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες και των δημόσιων επενδύσεων. Η αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων αντανακλά τη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και την έναρξη συγχρηματοδοτούμενων προγραμμάτων από ευρωπαϊκούς πόρους.

Η μείωση των **εξαγωγών** που αναμένεται για το 2016 αντανακλά πρωτίστως την πώση των εσόδων από τη ναυτιλία, λόγω της επιβολής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, και δευτερευόντως τη μείωση των τουριστικών εσόδων. Αντιθέτως, οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν τη θετική πορεία της περιόδου 2014-2015, που ακολουθεί την εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης ελληνικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.8). Οι **εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών** εκτιμάται ότι θα μειωθούν, ακολουθώντας τις εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση.

Το 2017, το 2018 και το 2019 η ανάπτυξη βασίζεται κυρίως στην ανάκαμψη των βασικών

Διάγραμμα IV.30 Ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και συμβολές

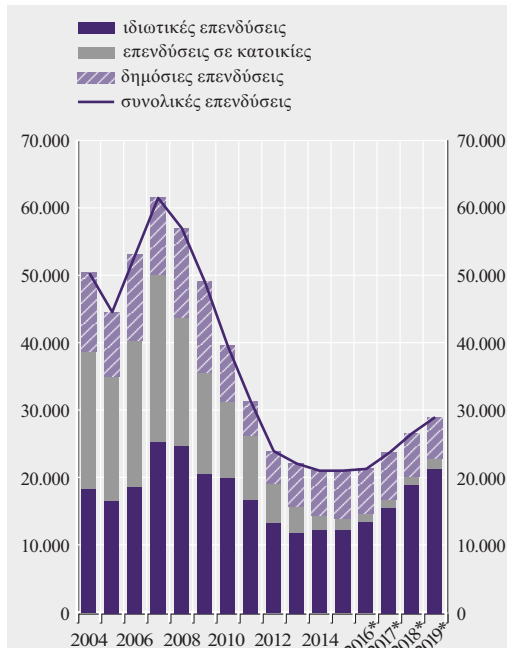
(ποσοστά %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.
*Πρόβλεψη.

Διάγραμμα IV.31 Εξελίξεις στις πραγματικές επενδύσεις

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.
*Πρόβλεψη.

συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης – της κατανάλωσης και κυρίως των επενδύσεων (βλ. Διάγραμμα IV.31). Αναμένεται αποκατάσταση θετικών ρυθμών μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης, ως αποτέλεσμα της αύξησης του εισοδήματος – λόγω και της αύξησης της απασχόλησης, της βελτίωσης των πιστωτικών συνθηκών και της αύξησης της εμπιστοσύνης.

Η ανάκαμψη των επενδύσεων θα στηριχθεί στην ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων εκτός κατοικιών. Υποθέτουμε ότι η σταδιακή χαλάρωση των κεφαλαιακών περιορισμών και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης (και αργότερα η ενδεχόμενη συμμετοχή στην πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ) θα έχουν θετικό αντίκτυπο στον εγχώριο δανεισμό προς τον ιδιωτικό τομέα (ο οποίος εκτιμάται ότι αυξάνεται ήδη από το 2016). Ο αυξημένος δανεισμός και η χρηματοδότηση από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ευρω-

παϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD) θα δώσουν περαιτέρω ώθηση στις ιδιωτικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, εκτός κατοικιών.²³

Η **απασχόληση** αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται το 2016 με παρόμοιο ρυθμό όπως το 2015, παρά το χαμηλό επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας. Οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση, και ιδιαίτερα για τη μισθωτή απασχόληση, υποστηρίζονται από τη θετική πορεία της μεταποίησης και του τουριστικού κλάδου, που αντανακλάται στις θετικές προσδοκίες για την απασχόληση από επιχειρήσεις υπηρεσιών και εμπορίου, τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας από το β' εξάμηνο του 2016, το χαμηλό μισθολογικό κόστος και την απουσία πιέσεων για μισθολογικές αυξήσεις, την ευελιξία που

²³ Εντούτοις, τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα συνεχίσουν να έχουν περιορισμούς στην ικανότητα χορήγησης δανείων έως ότου διευθετηθούν τα υφιστάμενα θέματα των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Πίνακας IV.10 Εκτιμήσεις και προβλέψεις διεθνών οργανισμών για το ΑΕΠ της Ελλάδος

Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές	Ημερομηνία δημοσίευσης	2015	2016	2017
ΟΟΣΑ	Νοέμβριος 2016	-0,3	0,0	1,3
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Νοέμβριος 2016	-0,2	-0,3	2,7
Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	Οκτώβριος 2016	-0,2	0,1	2,8
Consensus Economics	Νοέμβριος 2016	-0,2	-0,5	1,1

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

παρέχει το θεσμικό πλαίσιο στις μορφές απασχόλησης και τα συνεχιζόμενα προγράμματα απασχόλησης του ΟΑΕΔ. Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω το 2016, αν και παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο. Η σταδιακή αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας θα συνεχιστεί την περίοδο 2017-2019 μέσω της αύξησης της απασχόλησης που θα συνδέεται με την αναμενόμενη επιστροφή στην ανάπτυξη.

Όσον αφορά τις εξελίξεις των **τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ)**, προβλέπεται ότι η ανοδική πορεία των τιμών θα συνεχιστεί καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης με σχετικά ήπιους ρυθμούς. Η αναμενόμενη οριακή αύξηση των τιμών το 2016 και η σαφώς εντονότερη το 2017 αντανακλούν αφενός την ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και αφετέρου την επιβάρυνση από τις πολλαπλές αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Εξαιρετικής της ενέργειας, η μεταβολή του ΕνΔΤΚ αναμένεται να είναι θετική, αλλά να κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα του γενικού δείκτη καθ' όλη την περίοδο 2016-2019.

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ελληνική οικονομία διαφέρουν από τις

προβλέψεις άλλων οργανισμών (βλ. Πίνακα IV.10). Αυτό οφείλεται εν μέρει σε διαφορές στο χρόνο διεξαγωγής των προβλέψεων, με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος να ενσωματώνουν πιο πρόσφατη πληροφόρηση για το ΑΕΠ και τους βραχυχρόνιους δείκτες δραστηριότητας.

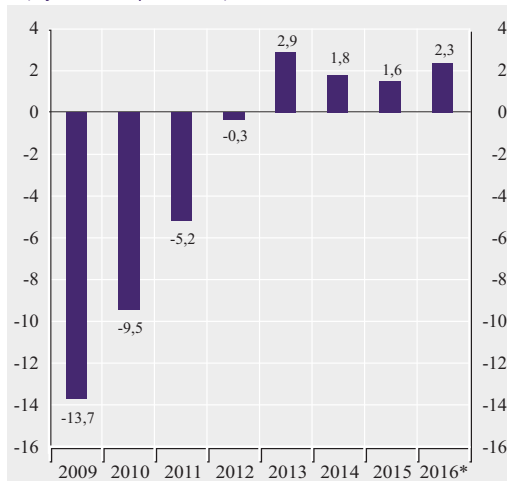
Οι **κίνδυνοι** που περιβάλλουν το βασικό σενάριο προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ισορροπημένοι. Η πιο θετική του αναμενόμενου έκβαση σχετίζεται με την πιο θετική από το αναμενόμενο επίδραση της μείωσης των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου στην επιχειρηματική δραστηριότητα, την ταχύτερη αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών και την ταχύτερη βελτίωση της ρευστότητας σε σχέση με ό,τι αναμένεται. Μια λιγότερο θετική έκβαση σχετίζεται με τις επιπτώσεις της υψηλής φορολογίας, με καθυστερήσεις στο πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων και στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Σχετίζεται επίσης με εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον, όπως με την άνοδο του ευρωσκεπτικισμού, την έξαρση του προστατευτισμού διεθνώς, το ενδεχόμενο επιβράδυνσης του παγκόσμιου εμπορίου και τυχόν επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης.

Υ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του προγράμματος χρηματοδότησης μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) το Μάιο του 2016 επικύρωσε την έντονη προσπάθεια θεσμοθέτησης των προαπαιτούμενων δημοσιονομικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που συντελέστηκε κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους και διασφάλισε την ομαλή χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου μέσω της αποδέσμευσης μέρους της δεύτερης δόσης του προγράμματος. Παράλληλα, βελτίωσε τις συνθήκες ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας μέσω της αποπληρωμής μέρους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης. Η συνέχιση της προσπάθειας εφαρμογής του προγράμματος επικυρώθηκε εκ νέου τον Οκτώβριο του 2016 και οδήγησε στην εκταμίευση του υπολοίπου της δεύτερης δόσης, ενισχύοντας επιπλέον την προσπάθεια εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης προς όφελος της πραγματικής οικονομίας. Εντούτοις, το δημοσιονομικό μίγμα που εφαρμόζεται αποτελείται ως επί το πλείστον από παρεμβάσεις στο σκέλος των φορολογικών εσόδων που επιβαρύνουν την οικονομική δραστηριότητα και δυσχεραίνουν την επάνοδό της σε θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Επιπλέον, το μέγεθος του πρωτογενούς πλεονάσματος που προβλέπει το πρόγραμμα, ύψους 3,5% του ΑΕΠ για το 2018 και μετέπειτα, κρίνεται μη ρεαλιστικό βάσει των διεθνών ιστορικών δεδομένων. Η μείωσή του σε 2,0% του ΑΕΠ, σε συνδυασμό με την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για πιο αποτελεσματική δημόσια διοίκηση και βελτιωμένο φοροεισπρακτικό μηχανισμό, θα μπορούσε να οδηγήσει σε σταδιακή μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης χωρίς αρνητικές επιπτώσεις στη δημοσιονομική προσαρμογή και με θετική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Μεταξύ άλλων, η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η ενίσχυση των ηλεκτρονικών πληρωμών είναι δυνατόν να συμβάλουν καθοριστικά προς αυτήν την κατεύθυνση.

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.

Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ¹

Το 2015, ως μεταβατικό έτος από το δεύτερο στο τρίτο πρόγραμμα χρηματοδότησης, χαρακτηρίστηκε από έντονες πολιτικοοικονομικές αναταράξεις, που αποτυπώθηκαν στην επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης. Παράλληλα, το διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα, το οποίο εκτός από τους τόκους απομονώνει και τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου καθώς και των έκτακτων παραγόντων, μειώθηκε για δεύτερο συνεχές έτος (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), η γενική κυβέρνηση (ΓΚ) για το 2015 παρουσίασε έλλειμμα ύψους 7,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος ύψους 3,6% του ΑΕΠ το 2014, επιδεινωμένο κατά 0,3% του ΑΕΠ σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση τον Απρίλιο

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 24.11.2016.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2012	2013	2014	2015
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	-8,8	-13,2	-3,6	-7,5
– Κεντρική κυβέρνηση	-8,4	-15,4	-4,3	-7,5
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	-0,5	2,3	0,7	-0,1
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-6,0	-2,4	-3,7	-3,5
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-0,9	1,6	0,3	0,1
Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού				
Δημοσιονομικά στοιχεία²	-8,2	-3,0	-2,1	-2,0
Ταμειακά στοιχεία³	-5,6⁴	-7,1⁵	-2,4⁶	-1,9⁷

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

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

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

4 Δεν περιλαμβάνονται δεδουλευμένοι τόκοι ύψους 4.751 εκατ. ευρώ για τα ομόλογα που συμμετείχαν στο PSI, καθώς και τόκοι ύψους 519 εκατ. ευρώ λόγω της επαναγοράς χρέους, που καταβλήθηκαν με τη μορφή βραχυπρόθεσμων τίτλων του ΕFSF.

5 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2,0 δισεκ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 6.155 εκατ. ευρώ που αφορούν στην αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

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

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

του 2016, λόγω κυρίως μεθοδολογικών αλλαγών στην ταξινόμηση κάποιων ειδικών συναλλαγών, καθώς και της επίδρασης της αναθεώρησης του ΑΕΠ. Η επιδείνωση έναντι του 2014 οφείλεται στην επίπτωση της καθαρής κρατικής στήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ύψους 4,1% του ΑΕΠ στο αποτέλεσμα του 2015, καθώς, εάν γίνει η σχετική διόρθωση, το αποτέλεσμα του 2015 (-3,5% του ΑΕΠ) εμφανίζεται βελτιωμένο έναντι του 2014 (-3,7% του ΑΕΠ) (βλ. Πίνακα V.1).

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2015 σύμφωνα με το πρόγραμμα² διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,25% του ΑΕΠ και, παρότι επιδεινώθηκε κατά 0,5% του ΑΕΠ έναντι της πρώτης κοινοποίησης (Απρίλιος 2016), υπερέβη το στόχο του προγράμματος για έλλειμμα 0,25% του ΑΕΠ. Στην επίτευξη του στόχου συνετέλεσαν τα δημοσιονομικά μέτρα που εφαρμόστηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2015 στο πλαίσιο του νέου προγράμματος, ενώ

η υπέρβασή του οφείλεται στην καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, στη μεγαλύτερη συγκράτηση των δαπανών, στην ταξινόμηση φορέων εντός της γενικής κυβέρνησης, καθώς και σε ορισμένους έκτακτους παράγοντες που σχετίζονται μεταξύ άλλων με αυξημένα έσοδα από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Το πρώτο εξάμηνο του 2016 χαρακτηρίστηκε από έντονες διαπραγματεύσεις με τους εταίρους στο πλαίσιο της πρώτης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος, που καθυστέρησαν την ολοκλήρωσή της. Όπως συνέβη και το αντίστοιχο διάστημα του 2015, η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του προγράμματος πάγωσε και οι υποχρεώσεις πληρωμών αντιμετωπίστηκαν μέσω αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανει-

² Για το 2015 στο πρωτογενές αποτέλεσμα με βάση το πρόγραμμα δεν υπολογίζεται, μεταξύ άλλων, η επίπτωση της στήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της τάξεως του 4,1% του ΑΕΠ.

σμού διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης, ενώ ταυτόχρονα παρατηρήθηκαν αναβολές πληρωμών προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης, οι οποίες οδήγησαν σε αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου με αρνητικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών στην ελληνική οικονομία.

Η αρνητική συγκυρία αποκλιμακώθηκε με την επίτευξη συμφωνίας όσον αφορά τη φορολογική και ασφαλιστική μεταρρύθμιση, η οποία οδήγησε σε θετική αξιολόγηση της εφαρμογής του προγράμματος το Μάιο του 2016, γεγονός που επέδρασε ευνοϊκά στο κλίμα εμπιστοσύνης και στις προοπτικές ανάκαμψης της οικονομίας. Η θετική αξιολόγηση συνοδεύθηκε από την έγκριση της δεύτερης δόσης του προγράμματος ύψους 10,3 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων εκταμιεύθηκαν τον Ιούνιο τα 7,5 δισεκ. ευρώ. Από αυτά, τα 1,8 δισεκ. ευρώ αφορούσαν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και διοχετεύθηκαν τους επόμενους μήνες στην πραγματική οικονομία. Η εκταμίευση του υπολοίπου της δεύτερης δόσης (2,8 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1,7 δισεκ. ευρώ αφορούσαν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών) συνδέθηκε εν μέρει με την υλοποίηση προαπαιτούμενων δράσεων, κυρίως στους τομείς της ενέργειας και των αποκρατικοποιήσεων, καθώς και με την πορεία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων του Δημοσίου, και εγκρίθηκε τον Οκτώβριο του 2016 μετά τη διαπίστωση της σχετικής προόδου. Συγκεκριμένα, στον τομέα των αποκρατικοποιήσεων σημαντική δράση αποτέλεσε ο ορισμός των μελών του εποπτικού συμβουλίου του νέου Ταμείου Αποκρατικοποιήσεων (Ελληνική Εταιρία Συμμετοχών και Περιουσίας Α.Ε.) και η μεταφορά φορέων σε αυτό. Επιμέρους δράσεις που αφορούσαν το δημοσιονομικό τομέα σχετιζόνταν με την πλήρη εναρμόνιση των ασφαλιστικών εισφορών και τη λειτουργία της νέας Ανεξάρτητης Αρχής Εσόδων.

Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος επηρέασε

θετικά τη δημοσιονομική διαχείριση καθώς και την πραγματική οικονομία. Ένα άμεσο όφελος ήταν η τόνωση της ρευστότητας του Δημοσίου μέσω της εκταμίευσης της δεύτερης δόσης που διευκόλυνε την ταμειακή διαχείριση του Κράτους. Επιπλέον, η διοχέτευση ρευστότητας προς την πραγματική οικονομία μέσω της μείωσης του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι ενίσχυσε την οικονομική δραστηριότητα.

Παράλληλα, η προσήλωση στις μεταρρυθμίσεις του προγράμματος και η επίτευξη των επιμέρους στόχων του συνέβαλαν στη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος απέναντι στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Ειδικότερα, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου περιορίστηκε στο 7,4% (8.11.2016) από 9,1% στις αρχές Μαΐου (2.5.2016), καταγράφοντας τη χαμηλότερη τιμή από τα μέσα Οκτωβρίου του 2014.

Αμέσως μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης ξεκίνησε η δεύτερη, με στόχο να ολοκληρωθεί έως το τέλος του έτους. Οι προαπαιτούμενες δράσεις αφορούν ως επί το πλείστον τους τομείς της αγοράς εργασίας, της ενέργειας και των αποκρατικοποιήσεων, ενώ όσον αφορά το δημοσιονομικό τομέα σχετίζονται μεταξύ άλλων με τη δημοσίευση του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2017-2020, την παρουσίαση μεσοπρόθεσμων δράσεων για την έγκαιρη πληρωμή των προμηθευτών του Δημοσίου, την ολοκλήρωση των αλλαγών στα ειδικά μισθολόγια και τη νομοθέτηση μόνιμου πλαισίου κινητικότητας των δημοσίων υπαλλήλων.

Η αποφυγή καθυστερήσεων όσον αφορά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης είναι καίριας σημασίας προκειμένου να διαφυλαχθούν τα οφέλη της έως τώρα μεταρρυθμιστικής και δημοσιονομικής προσπάθειας και να συνεχιστεί απρόσκοπτα η πορεία της οικονομίας προς την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης. Επιπλέον, η έγκαιρη ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης θα ανοίξει το δρόμο για να ξεκινήσει η συζήτηση σχετικά με τη

βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η λήψη μέτρων προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι ανάγκες για την εξυπηρέτησή του θα παραμένουν σε διατηρήσιμο επίπεδο, στο πλαίσιο και των σχετικών ανακοινώσεων του Συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης (Eurogroup) στις 9 και 24 Μαΐου 2016,³ αναμένεται να ενισχύσει περαιτέρω την εμπιστοσύνη των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και να συμβάλει στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων, τροφοδοτώντας την οικονομική μεγέθυνση. Παράλληλα, για τους ίδιους λόγους και προς την ίδια κατεύθυνση είναι δυνατόν να συμβάλει και η ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), που τελεί υπό την προϋπόθεση της απαρέγκλιτης εφαρμογής του προγράμματος και της ολοκλήρωσης της ανάληψης της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους από την ΕΚΤ.

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις αποτυπώνονται στα φορολογικά έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ), τα οποία παρουσίασαν υστέρηση έναντι του στόχου τους το πρώτο τετράμηνο του έτους και αισθητή βελτίωση έκτοτε. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016, τα έσοδα του ΤΠ εμφάνισαν αξιοσημείωτη αύξηση έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, αλλά και σημαντική υπέρβαση του στόχου τους λόγω της καλύτερης απόδοσης των εσόδων της άμεσης αλλά κυρίως της έμμεσης φορολογίας. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε, εκτός από τα νέα μέτρα, και η διευρυμένη χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών εξαιτίας της επιβολής περιορισμών στην ανάληψη μετρητών τον Ιούλιο του 2015.

Ενδεικτικά, καθ' όλη τη διάρκεια του 2016 οι εισπράξεις από ΦΠΑ σημείωσαν έντονα αυξητική πορεία⁴ παρά τη συνεχιζόμενη συρρίκνωση της φορολογικής βάσης κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα και πριν από την αύξηση του βασικού συντελεστή στο 24% τον Ιούνιο, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί και στη θετική επίδραση από την αυξημένη χρήση πιστωτικών και χρεωστικών καρτών (βλ. Ειδικό θέμα

V.1). Αντίστοιχα υψηλούς θετικούς ρυθμούς μεταβολής κατέγραψαν τα έσοδα παρελθόντων οικονομικών ετών,⁵ εξέλιξη που οφείλεται, πέραν των νέων ρυθμίσεων για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο, και στην εντατικοποίηση των ελέγχων.⁶

Η διευρυμένη χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών δημιουργεί μια συγκυρία εξαιρετικά ευνοϊκή για την περαιτέρω εντατικοποίηση των προσπαθειών με στόχο τη βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και την αντιμετώπιση της παραοικονομίας που παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Η διαφορά των πραγματικών εισπράξεων ΦΠΑ από το ποσό που θα μπορούσε δυνητικά να εισπράττεται (VAT gap) ανήλθε το 2014 για την Ελλάδα στο 28% των δυνητικών εσόδων ΦΠΑ, έναντι περίπου 14% στην ΕΕ,⁷ αποτελώντας την πέμπτη χειρότερη επίδοση και υποδηλώνοντας σημαντικά περιθώρια βελτίωσης. Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί η σημαντική βελτίωση που καταγράφηκε έναντι του 2013 (34%), ακριβώς λόγω της αυξημένης φορολογικής συμμόρφωσης (+8,3%).

Δεδομένης της καλής πορείας των φορολογικών εσόδων, τόσο σε ταμειακή βάση (στοιχεία δεκαμήνου) όσο και σε εθνικολογιστική βάση (στοιχεία πρώτου εξαμήνου), η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα το 2016 θα υπερβεί το στόχο του προγράμματος. Για το 2017 το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, αν και εκτιμάται επιτεύξιμο, υπόκειται σε επισφάλειες, που σχετίζονται με τις μακροοικονομικές εξελίξεις, τη διατήρηση της καλής πορείας των εσόδων και τη συγκράτηση των μη παραγωγικών δαπανών. Οι επισφάλειες αυτές θα μπορούσαν να αναχαιτιστούν μέσω της προώθησης δράσεων

3 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Ιούλιος 2016, Ειδικό θέμα V.1, σελ. 133.

4 Στο δεκάμηνο, οι εισπράξεις από τον ΦΠΑ αυξήθηκαν κατά 11,5% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015.

5 Στο δεκάμηνο, οι εισπράξεις από παρελθόντα οικονομικά έτη συνολικά (άμεσοι και έμμεσοι φόροι) κατέγραψαν αύξηση κατά 10,5% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2015.

6 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο εννεάμηνο η εισπραξιμότητα έναντι παλαιού ληξιπρόθεσμου χρέους ήταν αυξημένη κατά 47% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015.

7 European Commission, *Study and Reports on the VAT Gap in the EU-28 Member States: 2016 Final Report*.

σχετικών 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 και δ) την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Κράτους. Αντίστοιχη είναι και η πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής⁸ για επίτευξη των στόχων του προγράμματος και στα δύο έτη.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2017, προβλέπεται η υπέρβαση των δημοσιονομικών στόχων του προγράμματος για τα έτη 2016 και 2017. Συγκεκριμένα, προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 1,1% του ΑΕΠ το 2016 και 2,0% του ΑΕΠ το 2017, έναντι στόχων 0,5% του ΑΕΠ και 1,75% του ΑΕΠ αντιστοίχως, με τη συμβολή ήδη ψηφισμένων μέτρων ύψους 4.012 εκατ. ευρώ ή 2,2% του ΑΕΠ σε σωρευτική βάση. Ειδικότερα, για το 2017 η απόδοση των μέτρων υπολογίζεται σε 2.601 εκατ. ευρώ ή 1,4% του ΑΕΠ. Σε αυτά συμπεριλαμβάνονται φορολογικά μέτρα που δεν έχουν εφαρμοστεί έως τώρα αλλά θα αρχίσουν να εφαρμόζονται από τον Ιανουάριο του 2017, τα οποία αφορούν μεταξύ άλλων: την επέκταση του κανονικού καθεστώτος του ΦΠΑ σε όλα τα νησιά του Αιγαίου, την αύξηση της φορολογίας στα εταιρικά αυτοκίνητα, την αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο υγραέριο, στην αμόλυβδη βενζίνη και στο πετρέλαιο κίνησης, τη μείωση του ΕΦΚ στο φυσικό αέριο για οικιακή και βιομηχανική χρήση, την επιβολή τέλους συνδρομητών σταθερής τηλεφωνίας, την αύξηση του φόρου κατανάλωσης στον καπνό και την επιβολή ΕΦΚ στα ηλεκτρονικά τσιγάρα και τον καφέ,

καθώς και την αύξηση του φόρου μερισμάτων από 10% σε 15%.

Εντούτοις, το δημοσιονομικό μίγμα δεν είναι βιώσιμο, καθώς η προσαρμογή στηρίζεται ως επί το πλείστον σε μέτρα από την πλευρά των εσόδων, με αρνητικές συνέπειες στην οικονομική ανάκαμψη, ενώ ταυτόχρονα αυξάνεται ο λόγος της έμμεσης προς την άμεση φορολογία, γεγονός που συνεπάγεται μεγαλύτερη οικονομική ανισότητα. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού, η σωρευτική απόδοση των μέτρων που στοχεύουν στην αύξηση των εσόδων του κρατικού προϋπολογισμού αντιστοιχεί σε 3.051 εκατ. ευρώ ή 1,7% του ΑΕΠ και αντιπροσωπεύει το 76% της συνολικής απόδοσης για το 2016 και το 2017. Ένα τέτοιο μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής επιβραδύνει την ανάκαμψη της οικονομίας, καθώς αφαιρεί πόρους από την πραγματική οικονομία δυσχεραίνοντας τις ιδιωτικές επενδύσεις. Αντίθετα, η δημοσιονομική προσαρμογή, όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος,⁹ είναι καλό να στηρίζεται σε περικοπή μη παραγωγικών δαπανών, αποτελεσματική διαχείριση της δημόσιας περιουσίας και ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, και ιδιαιτέρως του φοροεισπρακτικού μηχανισμού μέσω και της αξιοποίησης της τεχνολογικής προόδου. Η ενίσχυση των εσόδων μέσω της αύξησης του μεριδίου των ηλεκτρονικών συναλλαγών, όπως προαναφέρθηκε, αποτελεί απτό παράδειγμα του οφέλους που μπορεί να προκύψει από τέτοιου είδους παρεμβάσεις.

8 Βλ. European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2016*.

9 Βλ. ενδεικτικά Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010*, Απρίλιος 2011, σελ. 123, και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015*, Φεβρουάριος 2016, σελ. 146.

Ειδικό θέμα V.1

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΑΡΤΩΝ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΤΑ ΕΣΟΔΑ ΦΠΑ

Η σημαντική αύξηση στη χρήση καρτών πληρωμής μετά την επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών τον Ιούλιο του 2015 εκτιμάται ότι επιδρά θετικά στην πορεία των εσόδων από ΦΠΑ, βελτιώνοντας την εισπραξιμότητά του. Αντιθέτως, οι πρόσφατες αυξήσεις των συντελεστών εκτι-

μάται ότι ασκούν αρνητική επίδραση στα έσοδα ΦΠΑ. Προκρίνονται η χορήγηση κινήτρων για περαιτέρω διεύρυνση της χρήσης του πλαστικού χρήματος και η επαναφορά των φορολογικών συντελεστών ΦΠΑ σε χαμηλότερα επίπεδα.

Εισαγωγή

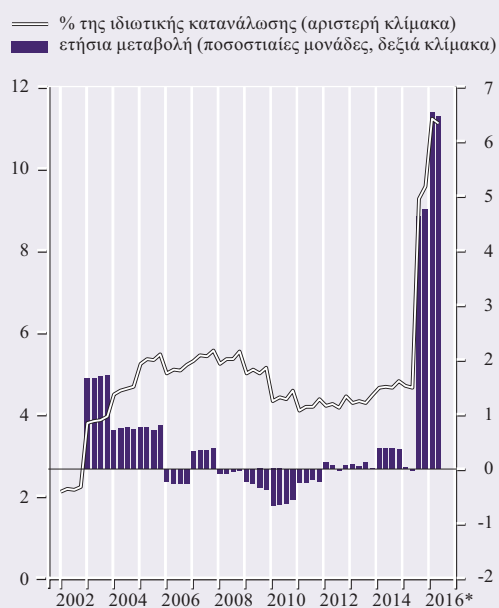
Η επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών τον Ιούλιο του 2015 συνοδεύθηκε από ραγδαία αύξηση στη χρήση πιστωτικών και χρεωστικών καρτών. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015 το μερίδιο της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης που πραγματοποιήθηκε μέσω πλαστικού χρήματος διπλασιάστηκε σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2014 και ανήλθε σε 9,4%, την υψηλότερη τιμή που είχε καταγραφεί ιστορικά. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η αμέσως προηγούμενη υψηλότερη τιμή ήταν 5,4% το 2007. Η αυξανόμενη χρήση πλαστικού χρήματος συνεχίστηκε και το 2016 και ανήλθε κατά το πρώτο εξάμηνο στο 11,1% της ιδιωτικής κατανάλωσης (βλ. Διάγραμμα Α).

Παράλληλα, από το γ' τρίμηνο του 2015 και έπειτα παρατηρείται μια αποσύνδεση των εσόδων ΦΠΑ¹ τόσο από την εξέλιξη της φορολογικής βάσης² όσο και από τη διαμόρφωση των φορολογικών συντελεστών. Κατά το δ' τρίμηνο του 2015 και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2016 τα έσοδα ΦΠΑ αυξήθηκαν θεαματικά σε ετήσια βάση κατά 8,5%, 18,0% και 15,9% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα Β). Η παρατηρούμενη αύξηση των εσόδων ΦΠΑ βρίσκεται σε έντονη αντίθεση με την ετήσια συρρίκνωση της φορολογικής βάσης στις αντίστοιχες περιόδους κατά 0,5%, 2,5% και 0,8% (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ η σύνθεση της φορολογικής βάσης – όπως αυτή αποτυπώνεται από το μερίδιο των διαρκών αγαθών στην κατανάλωση των νοικοκυριών – παρέμεινε ουσιαστικά αμε-

¹ Εθνικολογιστικά στοιχεία (ESA 2010), τρέχουσες τιμές χωρίς εποχική διόρθωση.

² Ως φορολογική βάση του ΦΠΑ λογίζεται το άθροισμα της ιδιωτικής κατανάλωσης και της ενδιάμεσης κατανάλωσης της γενικής κυβέρνησης. Εθνικολογιστικά στοιχεία (ESA 2010), τρέχουσες τιμές χωρίς εποχική διόρθωση.

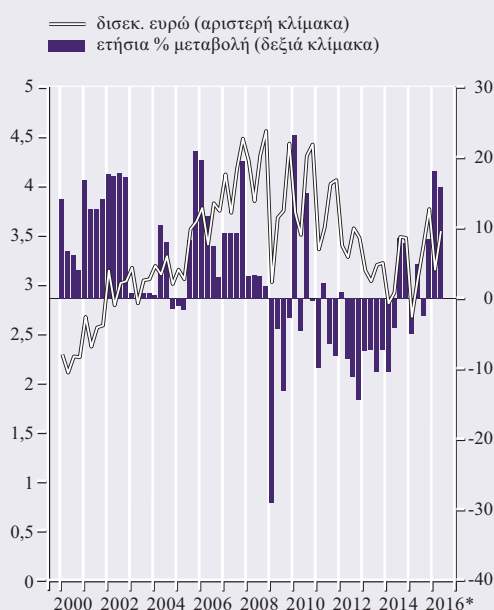
Διάγραμμα Α Πληρωμές μέσω καρτών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Η τελευταία παρατήρηση αφορά το β' τρίμηνο του 2016.

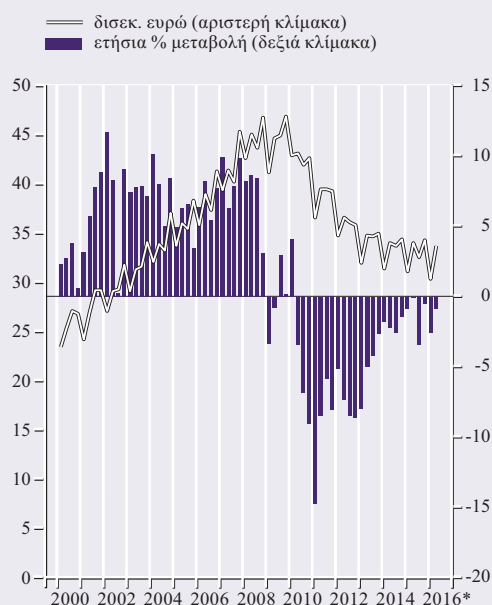
Διάγραμμα Β Έσοδα ΦΠΑ



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

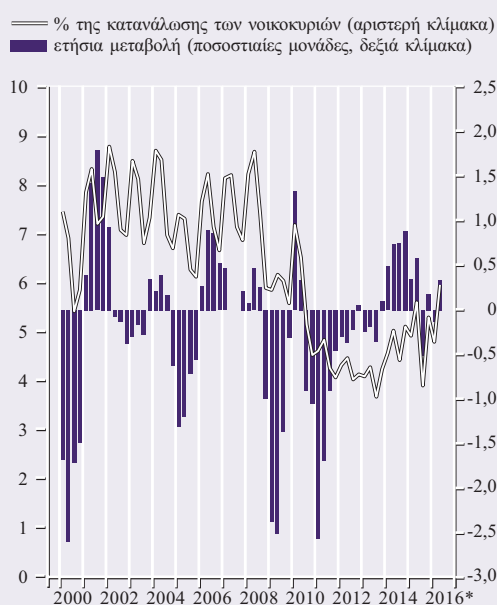
* Η τελευταία παρατήρηση αφορά το β' τρίμηνο του 2016.

Διάγραμμα Γ Φορολογική βάση



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.
* Η τελευταία παρατήρηση αφορά το β' τρίμηνο του 2016.

Διάγραμμα Δ Μεριδίο διαρκών αγαθών



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.
* Η τελευταία παρατήρηση αφορά το β' τρίμηνο του 2016.

τάβλητη σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα Δ). Οι παραπάνω σημαντικές αυξήσεις στα έσοδα ΦΠΑ σημειώθηκαν ενώ ο βασικός συντελεστής ΦΠΑ παρέμενε αμετάβλητος μέχρι τον Ιούνιο του 2016, ο δε μεσοσταθμικός συντελεστής εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά περίπου 1 ποσοστιαία μονάδα, ως αποτέλεσμα της κατάργησης μιας σειράς εξαιρέσεων από το βασικό συντελεστή.

Συνεπώς, η έντονα αυξητική πορεία των εσόδων ΦΠΑ από το τέλος του 2015 υποδηλώνει τη θετική επίδραση παραγόντων άλλων από τη φορολογική βάση και τους φορολογικούς συντελεστές. Στο βαθμό που η φοροδιαφυγή και η παραοικονομία εννοούνται από τη χρήση μετρητών, η επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών και η επακόλουθη αύξηση της χρήσης πιστωτικών και χρεωστικών καρτών ενδέχεται να έχουν περιορίσει το περιθώριο της φοροδιαφυγής, βελτιώνοντας την εισπραξιμότητα του ΦΠΑ. Η υπόθεση αυτή συνάδει με την αρνητική συσχέτιση που έχει παρατηρηθεί μεταξύ της παραοικονομίας και της κατά κεφαλήν χρήσης ηλεκτρονικών πληρωμών.³

Εμπειρική διερεύνηση

Η εμπειρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ πλαστικού χρήματος και εσόδων ΦΠΑ με τη χρήση υποδειγμάτων σταθερών παραμέτρων (VAR, VECM) καταδεικνύει ότι μια αύξηση στο μερίδιο της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης που πραγματοποιείται μέσω πλαστικού χρήματος κατά 1 ποσοστιαία μονάδα οδηγεί σε αύξηση των εσόδων ΦΠΑ κατά περίπου 1% το πρώτο έτος, η οποία μακροπρόθεσμα μπορεί να ανέλθει έως περίπου 6%.⁴ Επιπλέον, εκτιμάται μακροπρόθεσμα βελ-

³ Βλ. Alpha Bank, *Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων*, 14.10.2016, και Schneider, F. (2013), "The Shadow Economy in Europe".

⁴ Η ταυτοποίηση (identification) των κλυδωνισμών βασίζεται στην υπόθεση ότι το μερίδιο της καταναλωτικής δαπάνης που πραγματοποιείται μέσω καρτών καθορίζεται από εξωγενείς παράγοντες, όπως οι περιορισμοί στην ανάληψη μετρητών και η τεχνολογική διείσδυση των τερματικών POS.



τίωση της εισπραξιμότητας⁵ κατά περίπου 0,4%-1,7%. Με βάση τις παραπάνω εκτιμήσεις, η αύξηση της χρήσης πλαστικού χρήματος που παρατηρήθηκε το γ' τρίμηνο του 2015 δικαιολογεί αύξηση των εσόδων ΦΠΑ κατά περίπου 0,6-0,9 δισεκ. ευρώ έως και το β' τρίμηνο του 2016.

Επιπρόσθετα, με τη χρήση υποδειγμάτων χρονικά μεταβαλλόμενων παραμέτρων (TVP)⁶ εκτιμάται ότι η αύξηση της χρήσης καρτών πληρωμής επιδρά αυξητικά στην ελαστικότητα των εσόδων ΦΠΑ ως προς τη φορολογική βάση. Συνεπώς, η αυξημένη χρήση πλαστικού χρήματος τείνει να ενισχύει τη θετική επίδραση στα έσοδα ΦΠΑ από την προσδοκώμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Η χρήση πλαστικού χρήματος τείνει επίσης να αυξάνει και την ελαστικότητα των εσόδων ως προς τους φορολογικούς συντελεστές, η οποία όμως εκτιμάται ότι παραμένει αρνητική. Η εκτίμηση αυτή καταδεικνύει ότι τόσο ο βασικός όσο και ο μεσοσταθμικός συντελεστής ΦΠΑ έχουν περιέλθει στο φθίνον τμήμα της καμπύλης Laffer⁷ και συνεπώς η επαφρορά τους σε χαμηλότερα επίπεδα θα ασκούσε θετική επίδραση στα φορολογικά έσοδα.

Συμπεράσματα

Προκειμένου να διασφαλιστεί η διατήρηση, αλλά και η περαιτέρω διεύρυνση, της χρήσης πλαστικού χρήματος και μετά την άρση των περιορισμών στην ανάληψη μετρητών, κρίνεται σκόπιμη η θέσπιση ισχυρών κινήτρων. Αντλώντας παραδείγματα από διεθνείς βέλτιστες πρακτικές, αυτά τα κίνητρα μπορούν να περιλαμβάνουν φορολογικές ελαφρύνσεις και κληρώσεις επάθλων και να συνοδεύονται από διοικητικά μέτρα, όπως είναι η υποχρέωση αποδοχής καρτών πληρωμής. Η θέσπιση μιας σειράς μέτρων προς αυτή την κατεύθυνση στη Νότιο Κορέα οδήγησε την περίοδο 1999-2010 σε τετραπλασιασμό του μεριδίου των καρτών πληρωμής στην ιδιωτική κατανάλωση σε πάνω από 65%, με παράλληλη επιτάχυνση των φορολογικών εισπράξεων.⁸

Στο πλαίσιο αυτό, ιδιαίτερη έμφαση οφείλεται να δοθεί στη στοχευμένη θέσπιση φοροοπαλλαγών για τη χρήση πλαστικού χρήματος ως μέσου συναλλαγών σε επαγγελματικούς κλάδους με υψηλή συχνότητα απόκρυψης εισοδημάτων.⁹ Η εκτιμώμενη θετική επίδραση από την πρόσφατη αύξηση στη χρήση πλαστικού χρήματος καταδεικνύει ότι, υπό την προϋπόθεση αποτελεσματικής στόχευσης, τα φορολογικά κίνητρα θα μπορούσαν να καταστούν αυτοχρηματοδοτούμενα. Κυρίως όμως η διεύρυνση της χρήσης πλαστικού χρήματος, στο βαθμό που περιορίζει το περιθώριο απόκρυψης συναλλαγών, μπορεί να αποτελέσει όχημα για τη δικαιότερη κατανομή του φορολογικού βάρους, προς όφελος των συνεπών φορολογουμένων.

5 Υπολογίζεται ως ο λόγος των εσόδων ΦΠΑ προς τα δυνητικά φορολογικά έσοδα, τα οποία υπολογίζονται ως το γινόμενο της φορολογικής βάσης επί του συντελεστή ΦΠΑ.

6 Τα έσοδα ΦΠΑ υπολογίζονται ως συνάρτηση της φορολογικής βάσης και του φορολογικού συντελεστή, όπου οι παράμετροι υπολογίζονται ως συναρτήσεις του μεριδίου των διαρκών αγαθών στην κατανάλωση των νοικοκυριών και του μεριδίου των πληρωμών μέσω καρτών. Η μεθοδολογία ακολουθεί τους Hall, S.G., G. Hondroyiannis, A. Kenjegaliev, P.A.V.B. Swamy and G.S. Tavlav (2013), "Is the relationship between prices and exchange rates homogeneous?", *Journal of International Money and Finance*, 37, 411-438.

7 Η καμπύλη Laffer περιγράφει τη σχέση μεταξύ φορολογικών εσόδων και φορολογικού συντελεστή. Τα φορολογικά έσοδα αυξάνονται όσο ο φορολογικός συντελεστής υπολείπεται της βέλτιστης τιμής και φθίνουν όταν ο φορολογικός συντελεστής υπερβαίνει τη βέλτιστη τιμή.

8 Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (2015), "Τα ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής και η φοροδιαφυγή", Επιστημονικές IOBE: Τα δεδομένα της οικονομίας, 3.9.2015, και Jeon, B.M. (2013), "Fight against Underground Economy: Credit card and cash receipt income deduction policy", Korea Institute of Public Finance.

9 Βλ. Artavanis, N., A. Morse and M. Tsoutsoura (2016), "Measuring Income Tax Evasion using Bank Credit: Evidence from Greece", *Quarterly Journal of Economics*, 131(2).

Πέραν της καθολικής υιοθέτησης των ηλεκτρονικών συναλλαγών, η προώθηση ενός ολοκληρωμένου σχεδίου για τη φορολογική συμμόρφωση αποτελεί προτεραιότητα. Επι-

μέρους δράσεις που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν περιλαμβάνουν επέκταση της ηλεκτρονικής τιμολόγησης (μεταξύ των επιχειρήσεων, μεταξύ του Δημοσίου και των προ-

μηθευτών, αλλά και θέσπιση κινήτρων για ηλεκτρονικές συναλλαγές για τους ιδιώτες), διασύνδεση των ταμειακών μηχανών και των λοιπών φορολογικών μηχανισμών των επιχειρήσεων με τις πληροφοριακές υποδομές της φορολογικής διοίκησης, διενέργεια αποτελεσματικών ελέγχων και εντατικοποίησή τους, αυστηροποίηση των προστίμων σε περιπτώσεις φοροδιαφυγής, κατάρτιση του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, καθώς και δημιουργία σταθερού, απλοποιημένου και ανταποδοτικού φορολογικού συστήματος.

Το επόμενο διάστημα είναι κρίσιμο για την επιτυχή ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης των προαπαιτούμενων δράσεων, η ψήφιση του ΜΠΔΣ 2017-2020 θα αποτελέσει σημαντικό βήμα χάραξης της δημοσιονομικής πολιτικής και γενικότερα της οικονομικής πολιτικής για τα επόμενα έτη, καθώς ορίζει τους δημοσιονομικούς στόχους και περιγράφει το μακροοικονομικό πλαίσιο και τη δημοσιονομική πορεία προς την επίτευξή τους. Σύμφωνα με το τρίτο πρόγραμμα, οι δημοσιονομικοί στόχοι είναι σαφώς ορισμένοι για τα έτη 2018 και μετέπειτα και αφορούν επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 3,5% του ΑΕΠ κατ' έτος. Εντούτοις, ο στόχος αυτός κρίνεται πολύ υψηλός για να είναι διατηρήσιμος σε βάθος χρόνου. Ιστορικά προκύπτει ότι ελάχιστες χώρες έχουν κατορθώσει να παρουσιάσουν πρωτογενή πλεονάσματα τέτοιου ύψους επί σειρά ετών. Η μείωση του δημοσιονομικού στόχου σε πρωτογενές πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ αποτελεί περισσότερο ρεαλιστική προσέγγιση της απαραίτητης δημοσιονομικής προσαρμογής χωρίς να θέτει σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.¹⁰ Η μείωση αυτή, σε συνδυασμό με την προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που προαναφέρθηκαν, είναι δυνατόν να δημιουργήσει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για τη σταδιακή μείωση της φορολογίας και την περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και των επενδύσεων, που θα οδηγήσουν σε διατηρήσιμη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2016)

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

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καταγράφοντας πλεόνασμα 0,4% του ΑΕΠ έναντι ελλείμματος 1,4% του ΑΕΠ πέρυσι. Αντίστοιχα, το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,0% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2015.

Η βελτίωση οφείλεται στην αύξηση των εσόδων της γενικής κυβέρνησης. Συνολικά τα έσοδα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασαν αύξηση στο εννεάμηνο (10,6%), που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους, από ασφαλιστικές εισφορές, καθώς και από μεταβιβάσεις. Αύξηση παρουσίασαν και οι πρωτογενείς δαπάνες (5,2%), που οφείλεται στην αύξηση όλων των κύριων κατηγοριών δαπανών, ιδίως των δαπανών για αγορά αγαθών και υπηρεσιών, για κοινωνικές παροχές (συγκεκριμένα για παροχές ασθένειας, ενώ οι δαπάνες για συντάξεις παρουσίασαν μείωση), καθώς και για μεταβιβάσεις.

Όσον αφορά τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων), μετά την αύξηση που παρουσίασαν το πρώτο εξάμηνο του 2016, το απόθεμά τους άρχισε να μειώνεται από τον Ιούλιο του 2016 στο πλαίσιο της εκταμίευσης της δεύτερης δόσης του νέου προγράμματος, μέρος της οποίας προορίστηκε για το σκοπό αυτό.

Συνολικά έως το τέλος Σεπτεμβρίου διοχτεύθηκαν προς την πραγματική οικονομία 1.874,3 εκατ. ευρώ (εκ των οποίων 1.767 εκατ.

¹⁰ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Ιούλιος 2016, Ειδικό θέμα V.1, σελ. 133.

ευρώ στους προμηθευτές της ΓΚ και 107,3 εκατ. ευρώ για εκκρεμείς επιστροφές φόρων).

Το απόθεμα των ληξιπρόθεσμων οφειλών (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων) μειώθηκε την περίοδο αυτή κατά 1.027 εκατ. ευρώ. Συγκεκριμένα, στο τέλος Σεπτεμβρίου 2016 περιορίστηκε σε 6,2 δισεκ. ευρώ από 7,2 δισεκ. ευρώ στο τέλος Ιουνίου 2016, ενώ στο υπόλοιπο του έτους αναμένεται περαιτέρω μείωσή του.

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2017 γίνεται αναφορά στη συνέχιση της προσπάθειας εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης με στόχο τη σημαντική μείωσή τους εντός του 2017, υπό την προϋπόθεση της ομαλής χρηματοδότησης στο πλαίσιο του νέου προγράμματος.

Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε σημαντικά βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, καθώς και έναντι του στόχου περιόδου.¹¹ Συγκεκριμένα, στο δεκάμηνο το αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε πλεόνασμα 0,8% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ, από 2,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2015, βελτιωμένο έναντι του στόχου περιόδου για πρωτογενές πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ.

Η βελτίωση του αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στην αύξηση των εσόδων του ΚΠ, ενώ και οι δαπάνες του ΚΠ παρουσίασαν αύξηση. Η υπέρβαση του αποτελέσματος έναντι του στόχου περιόδου αποδίδεται τόσο στη σημαντική υπέρβαση των εσόδων του ΤΠ όσο και στη μεγάλη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ καθώς και των δαπανών επενδύσεων. Αντίθετα, τα έσοδα δημόσιων επενδύσεων υστέρησαν του στόχου περιόδου.

Πιο αναλυτικά, τα προ επιστροφών φόρων έσοδα του ΤΠ παρουσίασαν αξιοσημείωτη αύξηση (κατά 9,5%) έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου και κατέγραψαν υπέρβαση κατά 825 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου. Όσον αφορά τα φορολογικά έσοδα, αυτά παρουσίασαν αύξηση κατά 10,6% και υπέρβαση ύψους 623 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου. Ειδικότερα, στους άμεσους φόρους καταγράφεται αύξηση της τάξεως του 11,3% και υπέρβαση κατά 406 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου, κυρίως λόγω των εισπράξεων από τη φορολογία εισοδήματος. Συγκεκριμένα, αύξηση κατέγραψε ο φόρος εισοδήματος από τα φυσικά αλλά κυρίως από τα νομικά πρόσωπα, λόγω των αυξημένων συντελεστών για τις Α.Ε. Στους φόρους περιουσίας οι εισπράξεις από τον ΕΝΦΙΑ κινήθηκαν ιδιαιτέρως ικανοποιητικά. Οι έμμεσοι φόροι κατέγραψαν επίσης σημαντική αύξηση κατά 10,0% και υπέρβαση έναντι του στόχου περιόδου κατά 217 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω αυξημένων εισπράξεων από τον ΦΠΑ (+11,5%), εξέλιξη που συνδέεται με την αύξηση των συντελεστών και τον περιορισμό της άτυπης οικονομίας λόγω της διευρυνμένης χρήσης ηλεκτρονικού χρήματος. Ιδιαίτερως ικανοποιητική είναι και η πορεία των εσόδων παρελθόντων οικονομικών ετών, τόσο στους άμεσους όσο και στους έμμεσους φόρους, λόγω των τρεχουσών ρυθμίσεων αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο. Τέλος, τα μη φορολογικά και τα μη τακτικά έσοδα κατέγραψαν αύξηση κατά 0,5%, λόγω αυξημένων απολήψεων από την ΕΕ, αυξημένου μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος και έκτακτων μη προϋπολογισθέντων εσόδων, και υπέρβαση σε σχέση με το στόχο περιόδου κατά 208 εκατ. ευρώ.

Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ την υπό εξέταση περίοδο κατέγραψαν αύξηση κατά 4,2% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015, αλλά και συγκράτηση της τάξεως των 726 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου, η οποία εντοπίζεται κυρίως στην κατηγορία των

¹¹ Βλ. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2016, ΓΑΚ.

Πίνακας V.2. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή		Ετήσια στοιχεία		Ποσοστιαία μεταβολή	
	2014	2015	2015/14	2016*/15	2015	2016	2016/15	
	(1)	(2)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8=7:6)	
I. Έσοδα	41.319	39.755	-3,8	7,7	51.421	52.352	1,8	
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	37.807	36.661	-3,0	9,3	46.589	47.976	3,0	
- Έσοδα που επιστροφών φόρων	40.382	38.724	-4,1	9,5	49.257	51.140	3,8	
- Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίου	269	213	-75		254	123		
- Επιστροφές φόρων	2.844	2.277	-2,86	4,8	2.922	3.287	12,5	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	3.513	3.095	-2,734	-11,7	4.832	4.376	-9,4	
- Ίδια έσοδα	56	279	200		932	180		
- Έσοδα από ΕΕ	3.457	2.816	-2,534		3.900	4.196		
II. Δαπάνες	43.768	40.548	-7,4	2,3	54.951	55.970	1,9	
(Προϋπολογισμός δημοσίων ΚΠ)	38.664	35.222	-8,9	3,1	49.151	50.370	2,5	
1. Τακτικός προϋπολογισμός ¹	39.652	37.727	-4,9	2,1	48.545	49.220	1,4	
- Τόκοι	5.102	5.325	4,4	-2,5	5.800	5.600	-3,4	
- Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	33.825	31.452	-7,0	4,2	41.298	42.473	2,8	
- Εξοφλητικά προγράμματα	137	118	148		565	586		
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων <i>ex tunc statim</i>	545	701	321		703	505		
εντός γενικής κυβέρνησης	411	669	295		655	364		
εκτός γενικής κυβέρνησης	134	32	26		48	141		
- Προμήθεια εκταμιευτής δανείων ΕFSF	42	131	60		178	55		
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	4.118	2.821	-2,990	6,0	6.406	6.750	5,4	
III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-2.448	-793	1.312		-3.530	-3.617		
% του ΑΕΠ	-1,4	-0,5	0,8		-2,0	-2,1		
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-1.845	-1.066	1.568		-1.956	-1.244		
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-605	274	-256		-1.574	-2.374		
IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ	2.654	4.532	6.502		2.270	1.983		
% του ΑΕΠ	1,5	2,6	3,7		1,3	1,1		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

* Προσοφικά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

λειτουργικών και λοιπών δαπανών και δευτερευόντως στους αποδιδόμενους πόρους.

Τέλος, στον Προϋπολογισμό Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) τα έσοδα κινήθηκαν σύμφωνα με το στόχο περιόδου, ενώ οι δαπάνες, παρότι αυξήθηκαν έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, κατέγραψαν σημαντική συγκράτηση (κατά 860 εκατ. ευρώ) έναντι του στόχου περιόδου, η οποία αναμένεται να εξαλειφθεί τους επόμενους μήνες.

Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο δεκάμηνο του 2016 παρέμεινε σταθερό σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.3). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επιδείνωση (κατά 0,2% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,4% του ΑΕΠ,

έναντι πλεονάσματος 2,6% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Βελτίωση παρουσίασε το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΤΠ (κατά 0,3% του ΑΕΠ), λόγω αύξησης των εσόδων που αντιστάθμισε την αύξηση των πρωτογενών δαπανών. Αντίθετα, επιδείνωση παρουσίασαν το αποτέλεσμα του ΠΔΕ (κατά 0,3% του ΑΕΠ), λόγω μειωμένων εσόδων και αυξημένων δαπανών για επενδύσεις, καθώς και η μεταβολή λοιπών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος (κατά 0,2% του ΑΕΠ).

Όσον αφορά τα έσοδα του ΤΠ, στο δεκάμηνο παρουσιάζουν αύξηση σε σχέση με το 2015 λόγω της είσπραξης δύο δόσεων του ΕΝΦΙΑ έναντι μίας την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καθώς και λόγω της αύξησης των φορολογικών συντελεστών. Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ στο δεκάμηνο παρουσιάζουν αύξηση σε σχέση με πέρυσι, λόγω κυρίως της εξόφλησης ληξιπρόθεσμων οφειλών προς προ-

Πίνακας V.3 Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση^{1,2}

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2014	2015*	2015	2016*
Κρατικός προϋπολογισμός	-4.209	-3.359	-954	-908
% του ΑΕΠ	-2,4	-1,9	-0,5	-0,5
– Τακτικός προϋπολογισμός ³	-2.343 ⁴	-1.788 ⁵	-1.229 ⁶	-689 ⁷
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-1.866	-1.571	275	-219

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Προσωρινά στοιχεία.

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

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

3 Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 518 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 480 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 1.310 εκατ. ευρώ που προέρχονται από αποπληρωμή προνομioύχων μετοχών και δ) 443 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 62 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 51 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΟΣ ΑΕ, ΕΑΒ ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 1.152 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 451 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

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

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 236 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 350 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 555,6 εκατ. ευρώ που προέρχονται από το ΤΧΣ και δ) 222,6 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 1 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 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.

μηθευτές του Δημοσίου. Επίσης, η εκτέλεση του ΠΔΕ παρουσιάζει μικρότερη καθυστέρηση σε σχέση με πέρυσι, καθώς στο δεκάμηνο παρατηρείται καθυστέρηση 22,3%, έναντι 26,7% πέρυσι.

3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2015 μειώθηκε σε 311.673 εκατ. ευρώ ή 177,4% του ΑΕΠ, από 319.729 εκατ. ευρώ ή 179,7% του ΑΕΠ το 2014. Η μείωση αυτή οφείλεται στην επιστροφή των ομολόγων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ύψους 10,9 δισεκ. ευρώ ή περίπου 6,2% του ΑΕΠ¹² από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας που δεν είχαν χρησιμοποιηθεί για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Επίσης, στην εξέλιξη του χρέους περιλαμβάνεται δανεισμός ύψους 5,4 δισεκ. ευρώ, που αφορά το κόστος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών το 2015.

Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2017 εκτιμά ότι το δημόσιο χρέος θα διαμορφωθεί σε 180,3% του ΑΕΠ το 2016¹³ και θα περιοριστεί σε 176,5% του ΑΕΠ το 2017 χάρη στο προβλεπόμενο μεγαλύτερο πρωτογενές πλεόνασμα, καθώς και στην εκτιμώμενη ανάκαμψη του ΑΕΠ. Εντούτοις, το επίπεδο του χρέους προβλέπεται να αυξηθεί το 2017 σε 319.200 εκατ. ευρώ από 315.400 εκατ. ευρώ το 2016, λόγω επιπλέον δανεισμού για την πληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης ύψους 4.500 εκατ. ευρώ.

Κατά τη διάρκεια του 2016 η αναχρηματοδότηση του χρέους καλύφθηκε μέσω σύναψης συμφωνιών *terpos* κυρίως με τους φορείς της γενικής κυβέρνησης, μέσω μηνιαίων εκδόσεων εντόκων γραμματίων διάρκειας 13 και 26 εβδομάδων, καθώς και μέσω χρηματοδότησης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας στο πλαίσιο του προγράμματος.

Μελλοντικά, καθοριστικό ρόλο για την ομαλή αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους αναμένεται να έχουν τα βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα μέτρα για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους στο πλαίσιο και των ανακοινώσεων του Eurogroup το Μάιο του 2016.

Όπως έχει τονιστεί και σε προηγούμενη έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος,¹⁴ η άμεση λήψη των σχετικών μέτρων θα μπορούσε να έχει επωφελέστερα αποτελέσματα από ό,τι η μεταγενέστερη εφαρμογή τους. Παράλληλα, η μείωση του στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα σε 2,0% του ΑΕΠ, σε συνδυασμό με περισσότερες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και ιδιωτικοποιήσεις, θα διασφάλιζε τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

¹² Το ποσό αυτό αφορά τίτλους EFSF οι οποίοι περιλαμβάνονταν στο ποσό των 48 δισεκ. ευρώ που είχε προβλεφθεί για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και οι οποίοι τελικά δεν χρησιμοποιήθηκαν.

¹³ Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του 2016, το χρέος της ΓΚ το 2016 ανήλθε στο τέλος Ιουνίου 2016 σε 315.292 εκατ. ευρώ ή 180,3% του ΑΕΠ.

¹⁴ Βλ. και υποσημείωση 3.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Το 2016 υιοθετήθηκαν πολλές μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου και άρχισαν να ακολουθούνται πρακτικές που θα βοηθήσουν αποφασιστικά στο άμεσο μέλλον στην αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στους ισολογισμούς των τραπεζών. Αν και ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων έπαυσε πλέον να αυξάνεται, μέχρι στιγμής το μέγεθος του προβλήματος δεν έχει επιτρέψει σημαντική ενίσχυση της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας με ικανή χρηματοδότηση. Αυτό συμβαίνει παρά το γεγονός ότι μετά την ανακεφαλαιοποίηση του 2015 οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων έχουν διαμορφωθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα. Εκτός της κεφαλαιακής επάρκειας, βελτίωση παρουσίασε και η ρευστότητα των τραπεζών, καθώς επανακατατέθηκαν προοδευτικά ολοένα μεγαλύτερες ποσότητες αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων, σημειώθηκε σε συνεχή βάση επαναπατρισμός κεφαλαίων που είχαν διαφύγει στο εξωτερικό και διευρύνθηκε η διασυννοριακή πρόσβαση των εγχώριων τραπεζών στη διεθνή αγορά χρήματος. Τέλος, βελτίωση κατέγραψε και η εμπιστοσύνη προς τις οικονομικές προοπτικές της χώρας, όπως διαφαίνεται μεταξύ άλλων από την αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου αλλά και των εταιρικών ομολόγων ελληνικών επιχειρήσεων στη διεθνή αγορά, ενώ οι τιμές των μετοχών βιομηχανικών επιχειρήσεων, ιδίως των κερδοφόρων, ανέκαμψαν μερικώς.

Μέχρι στιγμής το 2016, οι τραπεζικές καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, των νοικοκυριών και, από τους λοιπούς τομείς που διακρατούν χρήμα στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, των κατοίκων εξωτερικού κατέγραψαν σωρευτική καθαρή εισροή. Με βάση τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής, ιδιαίτερος έντονη ήταν η άνοδος των καταθέσεων μίας ημέρας. Επίσης, ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας έγινε προοδευτικά λιγότερο αρνητικός. Καταγράφηκαν ανακαταθέσεις τραπεζογραμματίων στις τράπεζες σημαντικού ύψους και επιστροφή κεφα-

λαίων από το εξωτερικό με ταχείς ρυθμούς σε σύγκριση με παρελθούσες περιόδους ηρεμίας. Οι νομισματικές αυτές εξελίξεις μεταξύ άλλων αντανακλούν και τις επιπτώσεις του πλαισίου περιορισμών που επιβλήθηκε στις τράπεζες στα μέσα του 2015. Ο συγκριτικά έντονος επαναπατρισμός κεφαλαίων υποβοηθήθηκε από το γεγονός ότι το εν λόγω πλαίσιο επέτρεπε την επανεπένδυση τέτοιων ροών στο εξωτερικό, ενώ η σχετική προτίμηση για καταθέσεις μίας ημέρας συνδέεται με την απαγόρευση των πρόωρων εξοφλήσεων καταθέσεων προθεσμίας για μεγάλο μέρος της υπό επισκόπηση περιόδου. Τέλος, η εντονότερη αύξηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε σύγκριση με τα νοικοκυριά υποδηλώνει ότι, δεδομένου του τυπικού μεγέθους των ταμειακών τους ροών, οι περιορισμοί αποδείχθηκαν σχετικά περισσότερο δεσμευτικοί για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Υπό το φως αυτών των εξελίξεων, οι τράπεζες μπόρεσαν να μειώσουν και άλλο τα επιτόκια καταθέσεων. Υποχώρηση κατέγραψαν και τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης, ωστόσο το περιθώριο διαμεσολάβησης συνέχισε να ακολουθεί ανοδική πορεία, καθώς η ελάφρυνση του φόρτου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που βαρύνει τους τραπεζικούς ισολογισμούς διανύει ακόμη τα αρχικά της στάδια. Πάντως, σε πραγματικούς όρους όλα τα τραπεζικά επιτόκια μειώθηκαν.

Τα καθαρά έσοδα των τραπεζών υπερέβησαν κατά το α' εξάμηνο του 2016, για πρώτη φορά μετά από καιρό, το σχηματισμό προβλέψεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Ειδικότερα, καταγράφηκε μείωση των εξόδων των τραπεζών για τόκους, ως συνέπεια της υποχώρησης του επιτοκίου καταθέσεων και του περιορισμού της προσφυγής σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ), καθώς και άνοδος των καθαρών εσόδων από προμήθειες λόγω της διάδοσης των πληρωμών με κάρτες αλλά και της μείωσης των δαπανών για τη χρήση των εγγυήσεων του Ελληνικού Δημοσίου (στο πλαίσιο του ν. 3723/2008). Οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο μειώθηκαν σημαντικά σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2015, αλλά

διατηρήθηκαν σε ικανό ύψος, ώστε το ποσοστό κάλυψης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από συσσωρευμένες προβλέψεις να παραμείνει κοντά στο 50%. Παράλληλα, ενισχύθηκε ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας στο 18%, κυρίως λόγω της μείωσης των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του ενεργητικού.

Όσον αφορά τις πιστωτικές εξελίξεις, περιορίστηκε, σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σύγκριση με ό,τι είχε καταγραφεί τα προηγούμενα έτη κατά τη διάρκεια της ελληνικής κρίσης, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της επιχειρηματικής, όπως επίσης και της καταναλωτικής, πίστης. Αυτή η εξέλιξη, ωστόσο, μάλλον αντανακλά μεταβολές στην έκταση των αποπληρωμών, προς τις τράπεζες, πιστώσεων που είχαν χορηγηθεί κατά το παρελθόν. Αντιθέτως, ορισμένοι δείκτες εκταμιεύσεων νέας τραπεζικής χρηματοδότησης υποδηλώνουν προοδευτικό περιορισμό της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών κατά το 2016. Οι παράγοντες οι οποίοι διαμόρφωσαν την καθαρή ροή της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά τα δύο τελευταία έτη αναλύονται οικονομετρικά στο Ειδικό θέμα VI.1.

Οι διακυμάνσεις της εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών στις προοπτικές της χώρας, με επίκεντρο την πρώτη αξιολόγηση του τρίτου προγράμματος, απεικονίστηκαν στις μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, αν και ο σχετικός όγκος συναλλαγών ήταν μειωμένος σε σύγκριση με το παρελθόν. Σε σχέση με το 2015, οι αποδόσεις και η διαφορά τους έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά χαμηλότερες κατά το 2016. Μάλιστα, κατά διαστήματα (όπως προς το τέλος της υπό επισκόπηση περιόδου) εξομαλύνθηκε και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών τίτλων, μεταστρεφόμενη από αρνητικές σε θετικές τιμές. Όσον αφορά τα εταιρικά ομόλογα ελληνικών επιχειρήσεων τα οποία είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις διεθνείς αγορές, σημειώθηκε αποκλιμάκωση των αποδόσεων και πραγματοποιήθηκαν νέες εκδόσεις – και εδώ

όμως ο όγκος συναλλαγών περιορίστηκε, όπως εξάλλου και στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Εκεί συνεχίστηκε η διαφοροποίηση της τάσης των τιμών μεταξύ τραπεζικών μετοχών, οι οποίες παρουσίασαν αδυναμία, ιδίως κατά το β' εξάμηνο, επηρεαζόμενες από τις δυσμενείς για πολλές τράπεζες διεθνώς εξελίξεις, και των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων που εδώ και αρκετούς μήνες φαίνεται να ανακάμπτουν.

Οι βασικές επιδράσεις που θα διαμορφώσουν τις νομισματικές και τις πιστωτικές εξελίξεις στη χώρα μας στο μέλλον συνδέονται αφενός με την αναμενόμενη οικονομική ανάκαμψη και αφετέρου με την πιθανή εξέλιξη της εμπιστοσύνης. Αμφότερες οι επιδράσεις είναι αλληλένδετες με την πρόοδο που θα μπορέσει να επιτύχει η κυβέρνηση όσον αφορά την εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Αν η εξέλιξη της εμπιστοσύνης και της οικονομικής δραστηριότητας είναι ευνοϊκή, τότε η επιστροφή καταθέσεων θα επιταχυνθεί, το πλέγμα περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα θα καταστεί δυνατόν να χαλαρώσει και άλλο, μέχρι πλήρους κατάργησης, και το γενικό επίπεδο επιτοκίων στην ελληνική οικονομία θα υποχωρήσει περαιτέρω. Είναι πιθανόν επίσης ότι η πρόσβαση των εγχώριων τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρημάτων και κεφαλαίων θα διευρυνθεί, ενώ η έκδοση χρεογράφων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό θα αυξηθεί. Εάν, ωστόσο, μεταβληθεί η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, το κόστος άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών είναι πιθανόν να αναστρέψει πορεία και να αρχίσει να αυξάνεται. Πάντως, η προσδοκώμενη ένταξη των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος θα βελτιώσει τη ρευστότητα των τίτλων και θα οδηγήσει σε σημαντική περαιτέρω αποκλιμάκωση των αποδόσεών τους, η οποία αφ' εαυτής θα ασκήσει κάποια καθοδική πίεση τόσο στο κόστος χρηματοδότησης των εγχώριων τραπεζών όσο και στο κόστος τραπεζικού δανεισμού για την πραγματική οικονομία.

Ο βασικός παράγοντας ο οποίος θα βαρύνει σχετικά με το κατά πόσον θα αναζωογονηθεί η πιστοδοτική δραστηριότητα των ελληνικών τραπεζών είναι η αποτελεσματικότητα όσον αφορά την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Ο λόγος μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων των εγχώριων τραπεζών σταθεροποιήθηκε στο 45,1% κατά το α' εξάμηνο του 2016. Ιδιαίτερος υψηλά είναι τα ποσοστά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων μεταξύ των χρηματοδοτήσεων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους επαγγελματίες και μάλιστα στους επιμέρους κλάδους της εστίασης, της κλωστοϋφαντουργίας, της βιομηχανίας χάρτου και ξύλου, όπως και στους κλάδους των κατασκευών και του εμπορίου. Η συμβολή των στρατηγικών κακοπληρωτών στην παραπάνω εικόνα της γενικευμένης καθυστέρησης εξοφλήσεων εξετάζεται στο Ειδικό θέμα VI.2.

Διαπιστώνεται ότι έχει σημειωθεί πρόοδος στην αντιμετώπιση αυτής της κρισιμότερης πρόκλησης για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Ειδικότερα, οι τράπεζες προχώρησαν στη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2016 στη ρύθμιση 100 χιλιάδων μη εξυπηρετούμενων δανείων, επιλέγοντας μάλιστα στις περισσότερες των περιπτώσεων ρυθμίσεις με μακροπρόθεσμη προοπτική. Εξάλλου, θεσπίστηκε υποχρέωση των τραπεζών να ακολουθούν επιχειρησιακούς στόχους σχετικούς με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους και μάλιστα μέσω της εφαρμογής μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων, οριστικών διευθετήσεων, διαγραφών απαιτήσεων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων και πώλησης δανείων. Το περιεχόμενο και η σκοπιμότητα αυτών των στόχων περιγράφονται αναλυτικά στο Ειδικό θέμα VI.3. Εξάλλου, νομοθετήθηκαν μέτρα που αφορούν την επιτάχυνση των εν γένει διαδικασιών στα δικαστήρια, την απλοποίηση των διαδικασιών εξυγίανσης και ειδικής εκκαθάρισης επιχειρήσεων, την προστασία των εύλωτων δανειοληπτών παράλληλα με μέτρα κατά των στρατηγικών κακοπληρωτών και, τέλος, τη δυνατότητα ανάθεσης, από τις τράπεζες, της διαχείρισης ή και μεταβίβασης μη

εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους σε ειδικές γι' αυτό το σκοπό εταιρίες, οι οποίες αδειοδοτούνται βάσει αυστηρών κριτηρίων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

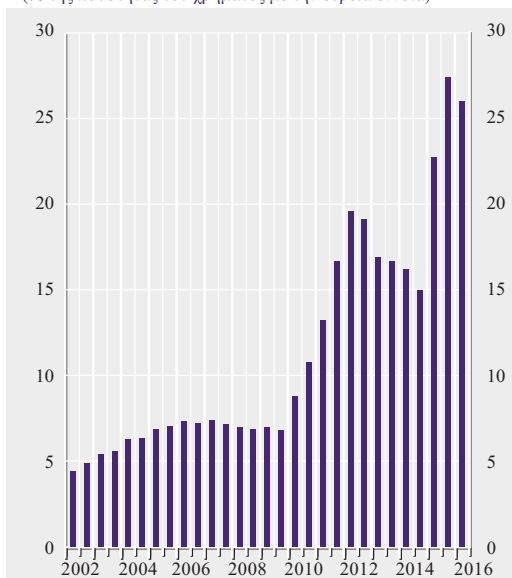
I Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Όπως είναι γνωστό, στα μέσα του 2015 επιβλήθηκαν περιορισμοί στις τράπεζες, οι οποίοι περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, όρια στις αναλήψεις μετρητών, ελέγχους όσον αφορά τις διεθνείς πληρωμές και απαγορεύσεις στις διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Επίσης συνομολογήθηκε νέα συμφωνία μεταξύ Ελλάδος και διεθνών πιστωτών, η οποία προέβλεπε συνέχιση της χρηματοδοτικής στήριξης προς τη χώρα και ειδικότερα ενίσχυση, κατ' αρχάς με πόρους από τους διεθνείς πιστωτές, της κεφαλαιακής βάσης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε σε βαθμιαία αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης και συνεπώς σε τόνωση της ζήτησης των οικονομικών μονάδων για διακράτηση τραπεζικών καταθέσεων εγχωρίως.

Η περίοδος που ακολούθησε χαρακτηρίστηκε από συστηματικές καθαρές εισροές τραπεζογραμματίων στο πιστωτικό σύστημα. Η επανακατάθεση αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων είχε ως συνέπεια η εκτιμώμενη εγχώρια νομισματική κυκλοφορία, εκτός του τραπεζικού συστήματος να υποχωρήσει ως ποσοστό της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια από 28% (η υψηλότερη τιμή που έχει καταγραφεί ποτέ για αυτό το ποσοστό) τον Ιούλιο του 2015 σε 26% την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 (βλ. Διάγραμμα VI.1). Σημειώνεται ότι το εν λόγω ποσοστό μεταβάλλεται αντιστρόφως ανάλογα προς το βαθμό της εμπιστοσύνης που έχουν οι οικονομικοί φορείς έναντι των προοπτικών για παραμονή της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ και έναντι της φερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος. Το ποσοστό αυτό αποτελεί ικανοποιητικό δείκτη όσον αφορά την "προτίμηση για ρευστότητα" (δηλ. για τη διακράτηση τραπεζογραμματίων), καθώς δεν επηρεάζεται από μεταβο-

Διάγραμμα VI.1 Εκτιμήσεις για τη νομισματική κυκλοφορία

(% της ποσότητας του χρήματος με την ευρεία έννοια)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Για τα έτη 2002-2015 οι τιμές αφορούν το α' και β' εξάμηνο κάθε έτους, ενώ για το 2016 αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου.

λές στην κλίμακα του τραπεζικού συστήματος, σε αντίθεση με το απόλυτο μέγεθος των εισροών και εκροών τραπεζογραμματίων.

Η περίοδος μετά την επιβολή των περιορισμών και τη νέα συμφωνία χαρακτηρίστηκε επίσης από επαναπατρισμό, στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, κεφαλαίων τα οποία είχαν τοποθετηθεί κυρίως σε τίτλους εκδοθέντες στο εξωτερικό. Σημαντικό ήταν και το ύψος των κεφαλαίων που επαναπατρίστηκαν από καταθέσεις εκτός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ώστε συνολικά η επιστροφή κεφαλαίων που είχαν, κατά το παρελθόν, τοποθετηθεί στο εξωτερικό από τα εγχώρια νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να φθάσει τα 4,3 δισεκ. ευρώ στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016.

Σημειώνεται ότι το μέσο μηνιαίο ύψος των καθαρών εισροών τραπεζογραμματίων (467 εκατ. ευρώ) την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2016 ήταν κατά 17% χαμηλότερο από αυτό που είχε καταγραφεί σε προγενέστερη

περίοδο¹ σχετικής ηρεμίας κατά τη διάρκεια της ελληνικής κρίσης χωρίς συνεχείς και εκτεταμένες εκροές, αλλά το μέσο μηνιαίο ύψος των επιστρεφόντων από το εξωτερικό κεφαλαίων (480 εκατ. ευρώ το πιο πρόσφατο χρονοδιάστημα για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, δηλ. το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016), εκ μέρους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών που κατοικούν στη χώρα, ήταν πολύ (2 φορές) υψηλότερο από ό,τι είχε παρατηρηθεί κατά το παρελθόν. Το γεγονός ότι η επιστροφή κεφαλαίων από το εξωτερικό κατά την πιο πρόσφατη περίοδο ήταν εντονότερη από ό,τι είχε καταγραφεί στη διάρκεια προγενέστερης περιόδου σχετικής ηρεμίας, πιθανόν αντανακλά, εκτός από το μεγάλο μέγεθος της προηγηθείσας κατά το α' εξάμηνο του 2015 διασυννοριακής φυγής κεφαλαίων, την ευεργετική επίδραση της εξασφάλισης από την κείμενη νομοθεσία, ήδη από τα μέσα του 2015, του δικαιώματος επανεπένδυσης στο εξωτερικό στο ακέραιο των κεφαλαίων που επαναπατρίζονται. Τουναντίον, η αντίστοιχη δυνατότητα ανάληψης τραπεζογραμματίων από τραπεζικούς λογαριασμούς χωρίς περιορισμούς χορηγήθηκε μόλις τον Ιούλιο του 2016 και αφορά αποκλειστικώς νεοκατατιθέμενα τραπεζογραμματία. Μέχρι εκείνη τη στιγμή, το εβδομαδιαίο όριο στις αναλήψεις μετρητών δημιουργούσε κάποια διστακτικότητα σε σχέση με την επιστροφή στο τραπεζικό σύστημα τραπεζογραμματίων τα οποία είχαν αποθησαυριστεί.

Οι εισροές τραπεζογραμματίων και ο επαναπατρισμός κεφαλαίων υποστήριξαν την άνοδο του υπολοίπου των τραπεζικών καταθέσεων μεταξύ Ιανουαρίου και Οκτωβρίου 2016. Οι δωδεκάμηνοι ρυθμοί μεταβολής των καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα τόσο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων όσο και των νοικοκυριών παρουσίασαν επιτάχυνση στη διάρκεια του 2016 (βλ. Διάγραμμα VI.2). Μάλιστα ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων έφθασε την υψηλότερη θετική τιμή που

¹ Δηλαδή την περίοδο από το γ' τρίμηνο του 2012 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2014.

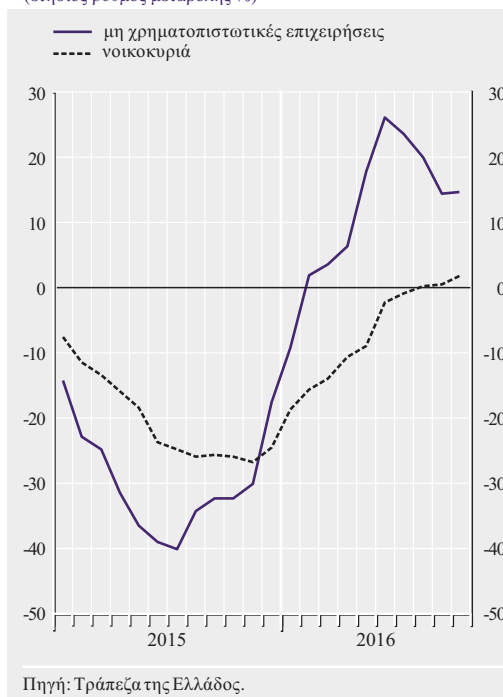
έχει καταγραφεί στα χρόνια της ελληνικής κρίσης (Ιούνιος 2016: 26%). Αντιθέτως, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων των νοικοκυριών διατηρήθηκε οριακά πάνω από το μηδέν μόλις επί δύο μήνες. Πάντως, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του συνόλου των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα μεταστράφηκε, κατά τη διάρκεια του 2016, σε θετικές από αρνητικές τιμές.

Οι παραπάνω εξελίξεις υποδηλώνουν ότι τα όρια στις εβδομαδιαίες αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς όπως και στα εμβάσματα προς το εξωτερικό αποτέλεσαν, δεδομένου του τυπικού ύψους των ταμειακών ροών, δεσμευτικότερο περιορισμό για τις επιχειρήσεις παρά για τα νοικοκυριά. Οι τραπεζικοί λογαριασμοί των επιχειρήσεων πιστώθηκαν απευθείας με την αξία των προϊόντων που πώλησαν στα νοικοκυριά στο μέτρο που ο διακανονισμός έγινε με τη χρήση καρτών, η οποία έχει αυξηθεί σημαντικά σε σύγκριση με το παρελθόν. Τα ποσά αυτά δεν είναι πλέον δυνατόν να εμβαστούν σε δεύτερη φάση στο εξωτερικό από τις επιχειρήσεις, άρα μεταφράζονται σε αύξηση των εγχώριων καταθέσεών τους. Στο μέτρο που τα νοικοκυριά κατέβαλαν το αντίτιμο των προϊόντων με μετρητά, οι επιχειρήσεις είχαν ακόμη την επιλογή να αποθησαυρίσουν τα εισπραττόμενα τραπεζογραμμάτια κρατώντας τα εκτός τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, τα αποθέματα αυτά έχουν πιθανόν αυξηθεί υπερβολικά τα χρόνια της κρίσης και υπάρχουν φυσικά όρια στο μέγεθός τους. Όσο μεγαλύτερο είναι το απόθεμα τραπεζογραμμάτων που διατηρείται εκτός τραπεζικού συστήματος, τόσο μεγαλύτερο το πρόβλημα της αποθήκευσης και τόσο μεγαλύτερη η ζημία από καταστροφή ή κλοπή.

Στη διαφοροποίηση της έκτασης της καταγραφείσας αναλογικής μεταβολής των καταθέσεων μεταξύ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών συνέβαλε επίσης το γεγονός ότι η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν λιγότερο αρνητική από ό,τι

Διάγραμμα VI.2 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών (Ιανουάριος 2015-Οκτώβριος 2016)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



προς τα νοικοκυριά. Υπενθυμίζεται ότι η χορήγηση δανείων εκ μέρους των τραπεζών συνεπάγεται ταυτόχρονη άνοδο της καταθετικής τους βάσης, καθώς το προϊόν του δανείου κατά κανόνα πιστώνεται στους καταθετικούς λογαριασμούς που τηρούν στις δανειστικές τράπεζες οι δανειολήπτες.

Όσον αφορά τους επιμέρους τύπους καταθέσεων, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων μίας ημέρας διατηρήθηκε θετικός και μάλιστα περί τα μέσα του έτους έφθασε τη μέγιστη τιμή (27%) η οποία έχει καταγραφεί από την ημερομηνία που η Ελλάδα υιοθέτησε το ευρώ (βλ. Διάγραμμα VI.3). Από την άλλη πλευρά, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παρέμεινε τους περισσότερους μήνες αρνητικός.

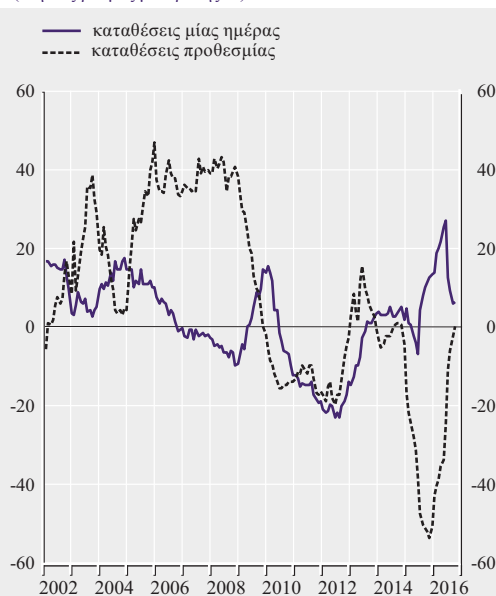
Φαίνεται ότι ακόμη και μετά τα μέσα του 2015 οι καταθέσεις προθεσμίας σε μεγάλη έκταση

δεν ανανεώνονταν καθώς έληγαν. Αυτό δικαιολογεί εν μέρει τις σημαντικές, σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια της ελληνικής κρίσης, αυξήσεις που κατέγραψαν οι καταθέσεις μίας ημέρας, καθώς δεν ήταν βεβαίως δυνατή πλέον η ανάληψη των ληγουσών καταθέσεων προθεσμίας με τη μορφή τραπεζογραμματίων ή η μεταφορά τους με εμβάσματα στο εξωτερικό. Αντιθέτως, τα ποσά σε λήγουσες καταθέσεις προθεσμίας μεταφέρονταν αυτομάτως σε πίστωση καταθέσεων μίας ημέρας. Η απροθυμία κυρίως των νοικοκυριών να δεσμεύουν ποσά σε καταθέσεις προθεσμίας πήγαζε πιθανόν από το γεγονός ότι, αρχικά, το πλέγμα των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα περιλάμβανε απαγόρευση της πρόωρης λήξης των καταθέσεων αυτών. Η αφαίρεση της δυνατότητας πρόωρης λήξης (την οποία κατά κανόνα διέθεταν οι καταθέτες σε ανεπίσημη βάση στο παρελθόν) περιορίσε, μετά τα μέσα του 2015, την ελκυστικότητα των καταθέσεων προθεσμίας. Παράλληλα, η διαφορά επιτοκίου υπέρ των καταθέσεων προθεσμίας έναντι των καταθέσεων μίας ημέρας (που περιλαμβάνουν κυρίως τις καταθέσεις ταμειυτηρίου και τις καταθέσεις όψεως των επιχειρήσεων) συρρικνώθηκε. Με την πλήρη κατάργηση της απαγόρευσης της πρόωρης λήξης το Μάρτιο του 2016, δεδομένης επίσης της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης η οποία είχε επιτευχθεί ενδιάμεσα και ως συνέπεια της προσφοράς, εκ μέρους των τραπεζών, ελκυστικότερων όρων για το άνοιγμα από το κοινό λογαριασμών καταθέσεων προθεσμίας, προς το τέλος της υπό επισκόπηση περιόδου καταγράφηκε σημαντική συγκράτηση του δωδεκάμηνου ρυθμού μείωσης των καταθέσεων προθεσμίας.

Μελλοντικά, με την προσδοκώμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και δεδομένου ότι η πολυετής πτωτική πορεία των ονομαστικών επιτοκίων καταθέσεων φαίνεται να έχει ανακοπεί πλέον, η σταδιακή άνοδος του υπολοίπου των τραπεζικών καταθέσεων, τουλάχιστον των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, αναμένεται να εξακολουθήσει. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη θα ενισχυθεί στο μέτρο που η εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής θα προ-

Διάγραμμα VI.3 Καταθέσεις προθεσμίας και μίας ημέρας¹ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών (Ιανουάριος 2002-Οκτώβριος 2016)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Οι καταθέσεις μίας ημέρας περιλαμβάνουν τις καταθέσεις όψεως επιχειρήσεων, τους τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις ταμειυτηρίου των νοικοκυριών.

χωρεί και θα αποδίδει καρπούς, γεγονός που θα ενδυναμώνει την οικονομική δραστηριότητα μεσοπρόθεσμα αλλά και που, από μόνο του, θα συντελεί σε ενίσχυση της οικονομικής εμπιστοσύνης με ευεργετικά αποτελέσματα για την εξέλιξη των καταθέσεων. Εξάλλου, η εμπιστοσύνη όσον αφορά ειδικότερα τη φερεγγυότητα των ελληνικών τραπεζών, η οποία επηρεάζει απευθείας τη ζήτηση καταθέσεων, πρόσφατα θωρακίστηκε μέσω της ανακεφαλαιοποίησης στα τέλη του 2015.

Η αύξηση της πιστωτικής επέκτασης, η οποία αναμένεται υπό τις προϋποθέσεις που αναλύονται παρακάτω (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου), θα αντικριστεί στον ισολογισμό των τραπεζών κατ' ανάγκη από άνοδο της καταθετικής τους βάσης. Η περαιτέρω προοδευτική χαλάρωση των περιορισμών που έχουν επιβληθεί στο τραπεζικό σύστημα θα υποβοηθήσει την επιστροφή καταθέσεων. Βεβαίως, η πρόσφατη νομοθέτηση απειορρι-

στης δυνατότητας μελλοντικής ανάληψης των νεοκατατιθέμενων τραπεζογραμματίων έχει ήδη εξασφαλίσει εξάλειψη, κατά μεγάλο μέρος, των τυχόν αρνητικών επιδράσεων των περιορισμών όσον αφορά την εξέλιξη των καταθέσεων. Εξάλλου, καθ' όλο το χρονικό διάστημα που μεσολάβησε από τα μέσα του 2015, διαδόθηκαν σημαντικά οι πληρωμές με κάρτες για το διακανονισμό συναλλαγών. Και αυτή η εξέλιξη περιορίσε το σχετικό πλεονέκτημα των μετρητών ως συναλλακτικού μέσου, αντισταθμίζοντας έτσι, σε κάποια έκταση, τις τυχόν αρνητικές αρχικές συνέπειες για τη ζήτηση τραπεζικών καταθέσεων εξαιτίας της επιβολής των περιορισμών.

2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

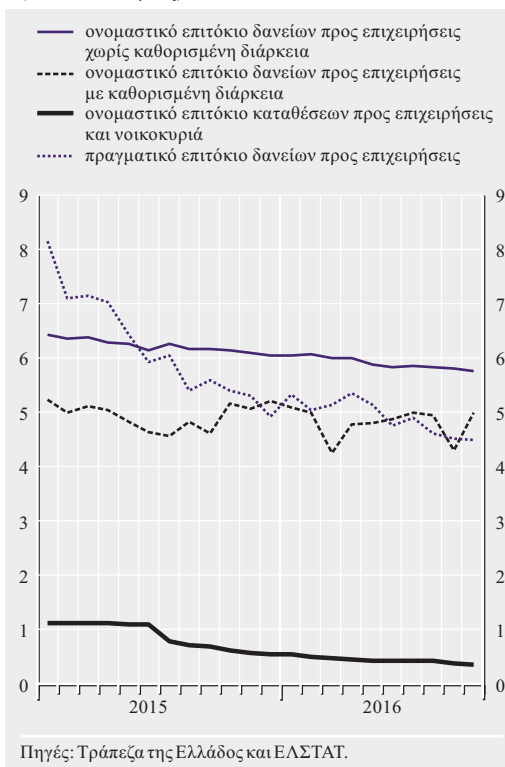
Η συγκράτηση των εκροών καταθέσεων επέτρεψε στις τράπεζες να συνεχίσουν κατά το 2016 να μειώνουν σημαντικά τα επιτόκια που προσφέρουν για καταθέσεις προθεσμίας (βλ. Διάγραμμα VI.4). Από τη σκοπιά των αποταμιευτών, σε πραγματικούς όρους² το επιτόκιο καταθέσεων έχει μεν μειωθεί κατά τα τελευταία έτη, ωστόσο παραμένει σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι πριν από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης.

Τα επιτόκια τραπεζικής πίστης για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνέχισαν, για πέμπτο έτος κατά σειρά, να ακολουθούν καθοδική τάση (βλ. Διάγραμμα VI.4). Αντιθέτως, το επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης προς νοικοκυριά (σταθμίζοντας το κόστος τόσο των στεγαστικών δανείων όσο και της καταναλωτικής πίστης) ακολούθησε ήπια ανοδική τάση.

Σε πραγματικούς όρους τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού (όσον αφορά όλες τις κατηγορίες πιστώσεων) ακολουθούν καθοδική πορεία κατά τα τελευταία έτη (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η εξέλιξη αυτή υποβοηθείται από την πρόσφατη σχετική ενδυνάμωση του εγχώριου πληθωρισμού. Επισημαίνεται ότι η αποκλιμάκωση των δανειακών επιτοκίων σε πραγματικούς όρους βελτιώνει τη δυναμική του ιδιωτικού χρέους και συνεπώς καθιστά ευκο-

Διάγραμμα VI.4 Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων και καταθέσεων (Ιανουάριος 2015-Οκτώβριος 2016)

(ποσοστά % ετησίως)



λότερη την ομαλή εξυπηρέτησή του, ενώ γενικότερα επιδρά επεκτατικά στη συνολική δαπάνη, καθώς πολλές συνιστώσες της (επενδύσεις, δαπάνες για διαρκή καταναλωτικά αγαθά) μεταβάλλονται κατ' αρχήν αντιστρόφως προς τις μεταβολές του πραγματικού χρηματοδοτικού κόστους στην οικονομία, αν και η σχέση αυτή είναι δυνατόν να μην εξακολουθήσει να ισχύει υπό συνθήκες έντονου ποσοτικού περιορισμού των τραπεζικών πιστώσεων (credit rationing). Με την ενίσχυση

² Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα προκύπτει όταν από το ονομαστικό επιτόκιο που καταγράφεται το μήνα αυτό αφαιρεθεί ο δωδεκάμησος ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος επικρατεί τον ίδιο μήνα. Δεδομένου ότι ο ρυθμός πληθωρισμού ήταν πολλούς μήνες αρνητικός, ο υπολογισμός αυτός ισοδυναμεί με ελαύσηση του ονομαστικού επιτοκίου κατά το απόλυτο μέγεθος του ρυθμού αποπληθωρισμού. Ο υπολογισμός αυτός είναι πιθανόν να υπερεκτιμά το μακροπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο το οποίο θα έπρεπε, σύμφωνα με τη θεωρία, να τεκμαίρεται με βάση τις μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, δεδομένου ότι η διατήρηση του πληθωρισμού σε αρνητικά επίπεδα είναι προσωρινό φαινόμενο. Ωστόσο, δεν υπάρχει δημοσιευμένη σειρά για το μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού στη χώρα μας.

των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου επιτυγχάνεται και σταδιακή αύξηση της συνολικής προσφοράς στην οικονομία.

Το περιθώριο διαμεσολάβησης των τραπεζών, όπως προσεγγίζεται από τη διαφορά μεταξύ σταθμικού επιτοκίου νέας τραπεζικής χρηματοδότησης και σταθμικού επιτοκίου νέων καταθέσεων ή από το λόγο καθαρών εσόδων από τόκους προς το ύψος του ενεργητικού των τραπεζών, ακολουθεί, από καιρό, ανοδική τάση. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται πρωτίστως στη διατήρηση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών σε πολύ υψηλά επίπεδα, ενδέχεται ωστόσο κατά δεύτερο λόγο να είναι συνέπεια του γεγονότος ότι ο αριθμός των ανεξάρτητων πιστωτικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια τραπεζική αγορά έχει περιοριστεί στο πλαίσιο της αναδιάταξης και εξυγίανσης του τραπεζικού συστήματος κατά τα προηγούμενα έτη.

Η αναμενόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας θα συμβάλει σε περιορισμό των επισφαλειών και συνεπώς σε συρρίκνωση του περιθωρίου τραπεζικής διαμεσολάβησης. Το κόστος άντλησης πόρων εκ μέρους των τραπεζών, κατ' αρχάς απευθείας από την κεντρική τράπεζα, θα διατηρηθεί χαμηλό, δεδομένων των κατευθύνσεων που έχει ανακοινώσει το Ευρωσύστημα όσον αφορά την πιθανή μελλοντική εξέλιξη των βασικών επιτοκίων (βλ. Κεφάλαιο III). Βεβαίως, δεν είναι δυνατόν να αποκλειστεί εκ προοιμίου το ενδεχόμενο οι κατευθύνσεις αυτές να μεταβληθούν τελικά αυστηροποιούμενες, εξέλιξη που θα μεταφραζόταν σε αύξηση του κόστους άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών. Εξάλλου, με την εδραίωση, όπως αναμένεται, κλίματος εμπιστοσύνης στη χώρα μας θα διευρυνθούν οι δυνατότητες προσέλκυσης εκ μέρους των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων, κεφαλαίων από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές με ευνοϊκούς όρους. Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης θα εξασφαλίσει επίσης την αποτροπή των έντονων εκροών καταθέσεων που είχαν παρατηρηθεί κατά περιόδους στο παρελθόν και θα υποβοηθήσει τη συνέχιση

της επιστροφής καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, δημιουργώντας έτσι κατάλληλες συνθήκες για τη διατήρηση των επιτοκίων καταθέσεων στα παρόντα πολύ χαμηλά επίπεδα. Δεδομένου ότι, καθώς θα προχωρεί η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών (με βάση όσα εκτίθενται στο Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου), το περιθώριο διαμεσολάβησης θα συρρικνώνεται, είναι εύλογο να αναμένεται υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών σε ονομαστικούς όρους (όπως ήδη καταγράφεται σε πραγματικούς όρους).

3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

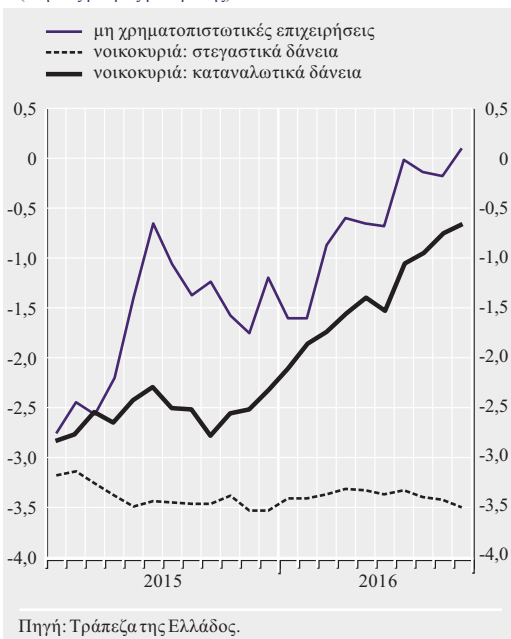
Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιορίστηκε σταδιακά κατά τη διάρκεια των πρώτων δέκα μηνών του 2016 και έφθασε τις χαμηλότερες τιμές της τελευταίας πενταετίας (βλ. Διάγραμμα VI.5). Μάλιστα τον Οκτώβριο του 2016 ο εν λόγω ρυθμός μεταβολής υπερέβη το μηδέν. Παρόμοια ήταν η εξέλιξη του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά για τη χρηματοδότηση καταναλωτικών δαπανών – ο ρυθμός αυτός έχει επιστρέψει στα επίπεδα που καταγράφονταν αμέσως μετά την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης. Αντιθέτως, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των στεγαστικών δανείων παρέμεινε κατ' ουσίαν σταθερός για τέταρτο κατά σειρά έτος (βλ. Διάγραμμα VI.5).

Εκ πρώτης όψεως, ο περιορισμός των ρυθμών μείωσης της επιχειρηματικής και της καταναλωτικής πίστης είναι συνεπής με βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Πολλοί παράγοντες συνέβαλαν στη διάρκεια του 2016 σε αυτή την εξέλιξη (βλ. Ειδικό θέμα VI.1). Από την άλλη πλευρά, οι μηνιαίες ακαθάριστες ροές³ τραπεζικών δανείων με προκαθορισμένη λήξη (τα οποία

3 Δηλ. η ροή των νέων πιστώσεων που εκταμιεύουν οι τράπεζες ανά μήνα χωρίς να αφαιρείται η αντίρροπη ροή αποπληρωμών από τους δανειολήπτες χρεών προς τις τράπεζες που έχουν συναφθεί κατά το παρελθόν.

Διάγραμμα VI.5 Τραπεζική χρηματοδότηση προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά (Ιανουάριος 2015-Οκτώβριος 2016)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος της τραπεζικής χρηματοδότησης) έβαιναν μειούμενες στη διάρκεια του 2016.

Περαιτέρω, ο λόγος της υφιστάμενης τραπεζικής χρηματοδότησης (συμπεριλαμβανομένων και των πιστώσεων χωρίς προκαθορισμένη λήξη) προς το ΑΕΠ, τόσο αναφορικά με τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και με τα νοικοκυριά, μειώθηκε τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2016 σε σύγκριση με το τελευταίο τρίμηνο του 2015 (από 50,9% σε 49,6% για τις επιχειρήσεις και από 54,0% σε 52,5% για τα νοικοκυριά αντίστοιχα). Οι εξελίξεις αυτές είναι μάλλον ενδεικτικές κάποιας πρόσφατης εξασθένησης της πιστοδοτικής δραστηριότητας των εγχώριων τραπεζών. Εντούτοις, η υφιστάμενη τραπεζική χρηματοδότηση προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών έβαινε αυξανόμενη ως ποσοστό του ενεργητικού του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στη διάρκεια του 2016 και διαμορφώθηκε σε 49,0% τον Οκτώβριο του 2016, έναντι 48,4% κατά μέσο όρο το 2015. Όσον

αφορά την υφιστάμενη τραπεζική χρηματοδότηση προς το σύνολο του ιδιωτικού τομέα της ελληνικής οικονομίας, δηλ. συμπεριλαμβανομένων και των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα εκτός τραπεζών, το αντίστοιχο ποσοστό διαμορφώθηκε σε 54,4%, έναντι 53,6% αντίστοιχα.

Βασικός παράγοντας που επιδρά ανασχετικά στη χορήγηση νέων πιστώσεων, και μάλιστα προς χρηματοοικονομικά υγιείς δανειολήπτες για τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών σχεδίων με ευνοϊκές προοπτικές, είναι το απόθεμα προβληματικών στοιχείων ενεργητικού στους ισολογισμούς των τραπεζών. Κατά συνέπεια, η μελλοντική εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα εξαρτάται από τρεις βασικούς παράγοντες. Κατά πρώτον, ιδιαίτερη σημασία για την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών τραπεζών θα έχει η συστηματική εφαρμογή των διαφόρων μέτρων αντιμετώπισης του προβλήματος των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση, όπως περιγράφεται στο Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου. Κατά δεύτερον, από την πρόοδο με την τήρηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Η πρόοδος, η οποία στην παρούσα συγκυρία αφορά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, είναι απαραίτητη για τη στήριξη της εμπιστοσύνης των οικονομικών φορέων. Και τέλος κατά τρίτον, από τις μακροοικονομικές εξελίξεις, οι οποίες επίσης ασκούν επίδραση στην εμπιστοσύνη, διαμορφώνουν τη ζήτηση πιστώσεων, βαρύνουν στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου στην οικονομία και αμβλύνουν το πρόβλημα των επισφαλειών, ενώ επηρεάζουν και τη ρευστότητα των τραπεζών. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις θα είναι τόσο ευνοϊκότερες όσο εντατικότερη θα αποβεί η εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο του προαναφερθέντος προγράμματος. Εάν, ωστόσο, δεν σημειωθεί επαρκής πρόοδος ως προς την επίλυση του προβλήματος των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση, ακόμη και αν η οικονομική ανάκαμψη που αναμένεται αποδειχθεί ισχυρή και με μεγάλη διάρκεια, η αναζωογόνηση της πιστωτικής επέκτασης θα παραμείνει διστακτική και βραδεία.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΙΕΤΙΑ

Στο παρόν Ειδικό θέμα αναλύονται οι πιο σημαντικοί παράγοντες που επηρέασαν την εξέλιξη του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα και προς τα νοικοκυριά από το α' τρίμηνο του 2015 μέχρι και το β' τρίμηνο του 2016. Η διερεύνηση αυτή διεξάγεται με τη χρήση δύο διαφορετικών οικονομετρικών υποδειγμάτων, ενός για κάθε επιμέρους τομέα.¹

Η μακροχρόνια επίδραση των παραγόντων προσφοράς και ζήτησης που επηρεάζουν τις πιστώσεις είναι γνωστή. Η σχέση ζήτησης δανείων προς τις επιχειρήσεις εκτιμάται ότι περιλαμβάνει το εισόδημα και τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού. Στην περίπτωση των δανείων προς τα νοικοκυριά, η σχέση ζήτησης δανείων εκτιμάται ότι περιλαμβάνει, πλέον των μεταβλητών αυτών, και το δείκτη τιμών κατοικιών, ο οποίος αναμένεται να επηρεάζει θετικά τα τραπεζικά δάνεια. Στην αντίστοιχη σχέση προσφοράς, τα δύο υποδείγματα ενσωματώνουν τη θετική επίδραση της άντλησης χρηματοδοτικών πόρων εκ μέρους των τραπεζών από το Ευρωσύστημα (ή το μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης ELA της Τράπεζας της Ελλάδος) και από τους λοιπούς τομείς της οικονομίας. Επίσης περιλαμβάνουν το περιθώριο του τραπεζικού επιτοκίου δανείων-καταθέσεων, το οποίο προσεγγίζει την απόδοση για τις τράπεζες από την παροχή πιστώσεων και επομένως αναμένεται να έχει θετική επίδραση στην προσφορά δανείων. Αντίθετα, η επίδραση στην επέκταση των πιστώσεων από τη διαφορά μεταξύ εγχώριων και ξένων επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού, η οποία αντικατοπτρίζει τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο στην ελληνική οικονομία, αναμένεται να είναι αρνητική.

Βραχυπρόθεσμα, όπως π.χ. στην παρούσα ανάλυση που αφορά την τελευταία διετία, οι αλληλεπιδράσεις των μεταβλητών αυτών επηρεάζουν τη δυναμική της χρηματοδότησης, η οποία χαρακτηρίζεται από διαφορετικής έκτασης, ενδεχομένως και κατεύθυνσης, μεταβολές στα δάνεια σε σύγκριση με εκείνες που υπαγορεύει η μακροχρόνια ισορροπία τους.

Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο α' τρίμηνο 2015-β' τρίμηνο 2016 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής στα **επιχειρηματικά δάνεια**, σε πραγματικούς όρους, ήταν κατά μέσο όρο 0,4%, ενώ σε ονομαστικούς όρους -1,0% (στοιχεία ΕΚΤ, με εποχική διόρθωση). Αξίζει να σημειωθεί ότι από το α' τρίμηνο του 2015, για πρώτη φορά μετά το τέλος του 2009, ο πραγματικός ρυθμός μεταβολής των επιχειρηματικών δανείων μεταστράφηκε σε θετικό (βλ. Διάγραμμα Α).

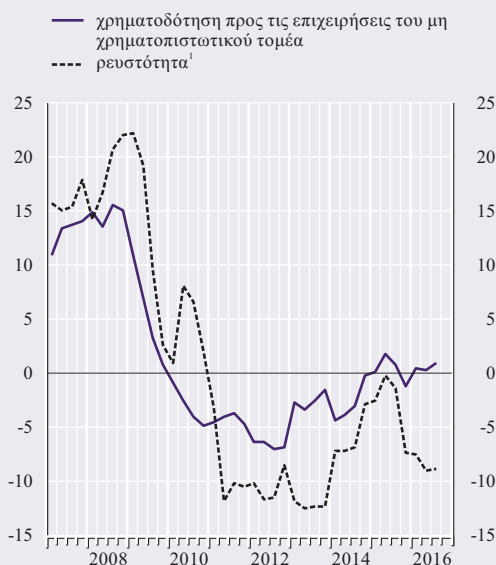
Αρνητική, κατά μέσο όρο, ήταν η συμβολή που είχε η **εξέλιξη του πραγματικού ΑΕΠ** στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους. Η συμβολή αυτή υπολογίζεται σε -0,3 της ποσοστιαίας μονάδας για όλη την υπό εξέταση περίοδο, στη διάρκεια της οποίας το μέσο πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε σε ετήσια βάση κατά 0,5%.² Αναλυτικότερα, το α' εξάμηνο του 2015 η συμβολή του πραγματικού ΑΕΠ στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους (α' εξάμηνο 2015, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους: +0,9%) εκτιμάται ότι ήταν θετική, περίπου 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας, καθότι το ΑΕΠ είχε καταγράψει θετικούς ρυθμούς μεταβολής, ενώ το β' εξάμηνο του 2015 η συμβολή αυτή έγινε αρνητική, -0,5 της ποσοστιαίας μονάδας, με την επιστροφή

1 Ειδικότερα, έχουν εκτιμηθεί δύο αυτοπαλίνδρομα διανυσματικά υποδείγματα με διόρθωση σφάλματος (VECM) με τη μέθοδο Johansen, στο καθένα από τα οποία ταυτοποιούνται μια μακροχρόνια χαμπύλη προσφοράς και μια μακροχρόνια χαμπύλη ζήτησης πιστώσεων. Τα υποδείγματα ενσωματώνουν χρονικά μεταβαλλόμενους συντελεστές στις δύο μακροχρόνιες σχέσεις προσφοράς και ζήτησης.

2 Σημειώνεται ότι οι υπολογισμοί βασίζονται σε στοιχεία για το ΑΕΠ που έχουν δημοσιευθεί έως τις 24.11.2016.

Διάγραμμα Α Χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ και ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, σε πραγματικούς όρους)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ (για το δείκτη τιμών καταναλωτή).

¹ Χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα/ΕΛΑ, καταθέσεις, διατραπεζικά δάνεια από το εξωτερικό και έκδοση ομολόγων.

της μεταβολής του ΑΕΠ σε αρνητικούς ρυθμούς (β' εξάμηνο 2015, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους: -0,2%). Το α' εξάμηνο του 2016 η συμβολή αυτή διευρύνθηκε σε -1,0 ποσοστιαία μονάδα (α' εξάμηνο 2016, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους: +0,4%). Σύμφωνα με ασκήσεις προσομοίωσης που έγιναν με τη χρήση του εν λόγω οικονομετρικού υποδείγματος, μια μείωση του εισοδήματος βραχυπρόθεσμα οδηγεί σε μείωση των τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις μέσω αύξησης των τραπεζικών επιτοκίων (εύλογα, ο πιστωτικός κίνδυνος εκτιμάται από τις τράπεζες υψηλότερος σε περιόδους ύφεσης) και μέσω μείωσης του ύψους της ρευστότητας την οποία μπορούν να αντλήσουν οι τράπεζες, καθώς οι αγορές εκτιμούν ότι παρουσιάζουν αυξημένο κίνδυνο ως οφειλέτες.

Αρνητική επίσης συμβολή στο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις είχε κατά την επισκοπούμενη περίοδο και η **μεταβολή της “ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος”**, δηλαδή η μεταβολή του συνολικού ύψους των ρευστών διαθεσίμων τα οποία έχει αντλήσει (προς αναδανεισμό) το ελληνικό τραπεζικό σύστημα από την κεντρική τράπεζα, μέσω συγγεντρωσης καταθέσεων, διατραπεζικού δανεισμού από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού και έκδοσης τραπεζικών ομολόγων. Η συμβολή αυτή εκτιμάται ότι ήταν μεγαλύτερη από εκείνη του ΑΕΠ, καθώς η ετήσια ποσοστιαία μείωση της “ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος” σε πραγματικούς όρους κατά μέσο όρο το διάστημα α' τρίμηνο 2015-β' τρίμηνο 2016³ ήταν πολύ μεγαλύτερη από εκείνη του ΑΕΠ (-4,0%, ΑΕΠ: -0,5%) και, βραχυπρόθεσμα, η απόκριση της μεταβλητής των αποπληθωρισμένων δανείων σε μεταβολές στη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος παρουσιάζει εν γένει την ίδια ελαστικότητα με εκείνη ως προς το ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Α). Ειδικότερα, σύμφωνα με ασκήσεις προσομοίωσης που έγιναν με τη βοήθεια του υποδείγματος, βραχυχρόνια, μια μείωση κατά 1% του επιπέδου της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, σε πραγματικούς όρους, σε ορίζοντα 1 έτους οδηγεί σε μείωση του αποθέματος των επιχειρηματικών δανείων, σε πραγματικούς όρους, κατά 0,6%.

Αντίθετα, η μείωση των πραγματικών επιτοκίων κατά την εν λόγω περίοδο άσκησε αυξητική επίδραση στην πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις, η οποία φαίνεται ότι ήταν σημαντική. Κατά την περίοδο από το α' τρίμηνο του 2015 μέχρι και το β' τρίμηνο του 2016, τα πραγματικά μεσοσταθμικά επιτόκια επιχειρηματικών δανείων κατέγραψαν μείωση κατά 136 μονάδες βάσης (δηλ. περίπου 20% σε σχέση με το επίπεδό τους το δ' τρίμηνο του 2014 και έφθασαν σε 5,88%) (βλ. Διάγραμμα Β). Ενδεικτικά, σύμφωνα με τις ασκήσεις προσομοίωσης με τη βοήθεια του υπο-

³ Ενδεικτικά, το διάστημα Δεκεμβρίου 2014-Ιουνίου 2016 η ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ονομαστικούς όρους μειώθηκε σωρευτικά κατά 38,3 δισεκ. ευρώ, δηλαδή κατά 12%, έναντι του επιπέδου της το Δεκέμβριο του 2014. Η εν λόγω μείωση προήλθε κυρίως από το γεγονός ότι οι απώλειες καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα που καταγράφηκαν το α' εξάμηνο του 2015 καλύφθηκαν μόνο εν μέρει από την αυξημένη χρηματοδότηση των τραπεζών από το Ευρωσύστημα/ΕΛΑ.

Διάγραμμα Β Επιτόκια τραπεζικών δανείων και διαφορά τραπεζικού επιτοκίου Ελλάδος-Γερμανίας



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ (για το δείκτη τιμών καταναλωτή) και ΕΚΤ (για τα επιτόκια της Γερμανίας).

1 "Λοιπά" δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (πλην αλληλόχρεων λογαριασμών και υπερανάληψων από λογαριασμούς όψεως) μέχρι 1 εκατ. ευρώ, με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως 1 έτος.

κούς όρους, μαζί με λοιπούς θετικούς παράγοντες οι οποίοι δεν είναι εύκολα μετρήσιμοι (και προσεγγίζονται στο υπόδειγμα από τη "γραμμή τάσης"), αντιστάθμισαν κατά μέσο όρο την αρνητική συμβολή του ΑΕΠ και της ρευστότητας των τραπεζών. Σημειώνεται ότι οι θετικές επιδράσεις της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών το Δεκέμβριο του 2015 στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων έχουν προσμετρηθεί έμμεσα, μέσω των ως άνω μεταβλητών προσφοράς. Ειδικότερα, η αρνητική μεταβολή της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος (και επομένως οι επιπτώσεις της στη δυναμική των δανείων) θα ήταν εντονότερη εάν δεν είχε ολοκληρωθεί η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών.⁴ Παράλληλα, το κόστος άντλησης χρηματοδοτικών πόρων και κατ' ακολουθία το επιτόκιο των δανείων που χορηγούν οι τράπεζες ενδέχεται να ήταν υψηλότερα χωρίς την εν λόγω ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών. Επισημαίνεται ωστόσο ότι το υπόδειγμα, σε αντίθεση με προηγούμενες περιόδους, τείνει να υπερεκτιμά την ετήσια μεταβολή των δανείων, δηλ. προβλέπει λιγότερο αρνητικούς (ή και θετικούς) ετήσιους ρυθμούς μεταβολής από ό,τι καταγράφηκαν στην πραγματικότητα, μετά το β' τρίμηνο του 2015. Η απόκλιση αυτή ενδέχεται να οφείλεται στους περιορισμούς που επιβλήθηκαν στο τραπεζικό σύστημα μετά τον Ιούνιο του 2015, οι οποίοι φαίνεται ότι έχουν αρνητική επίδραση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

4 Στο βαθμό που υπάρχει δηλαδή συμπληρωματικότητα μεταξύ μετοχικών κεφαλαίων και ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος. Δηλαδή η ενίσχυση της φερεγγυότητας των τραπεζών με την ανακεφαλαιοποίηση υποβοήθησε τη συγκέντρωση καταθέσεων και ενθάρρυνε το διατραπεζικό δανεισμό. Όσον αφορά την εμπειρική βιβλιογραφία, μεταβλητές που σχετίζονται με την τραπεζική προσφορά πιστώσεων, όπως εκείνη της κεφαλαιακής θέσης των τραπεζών, έχουν χρησιμοποιηθεί εναλλακτικά με μεταβλητές που μπορεί να αφορούν π.χ. είτε τη ρευστότητά τους είτε το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού τους (βλ. π.χ. Hülsewig, O. (2003), "Bank behavior, interest rate targeting and monetary policy transmission", *Würzburg Economic Papers*, no 43).

δείγματος, βραχυχρόνια, μια μείωση κατά 10% του επιπέδου των επιτοκίων σε ορίζοντα 1 έτους θα επέφερε αύξηση του αποθέματος των επιχειρηματικών δανείων, σε πραγματικούς όρους, κατά 0,7%.

Περίπου την ίδια βραχυχρόνια ελαστικότητα, στις ασκήσεις αυτές του υποδείγματος, παρουσιάζει και η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου δανείων προς επιχειρήσεις στην Ελλάδα με το αντίστοιχο επιτόκιο στη Γερμανία. Η διαφορά αυτή, που αντιπροσωπεύει τον πιστωτικό κίνδυνο στην ελληνική οικονομία, μειώθηκε την επισκοπούμενη περίοδο συνολικά κατά περίπου 5% (λιγότερο δηλαδή από ό,τι υποχώρησαν τα πραγματικά επιτόκια χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα) σε σχέση με το επίπεδο στο οποίο βρισκόταν το δ' τρίμηνο του 2014 (βλ. Διάγραμμα Β). Η συμβολή του περιορισμού της διαφοράς αυτής στο ρυθμό μεταβολής των δανείων εκτιμάται ότι ήταν επίσης θετική, χαμηλότερη από εκείνη των δανειακών επιτοκίων.

Συνολικά, η θετική συμβολή της αποκλιμάκωσης των πραγματικών επιτοκίων και του ασφαλιστρού πιστωτικού κινδύνου στο ρυθμό άνόδου της επιχειρηματικής πίστης σε πραγματι-

Όσον αφορά τα **νοικοκυριά**, το διάστημα α' τρίμηνο 2015-β' τρίμηνο 2016 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης ήταν κατά μέσο όρο -1,6% σε πραγματικούς όρους και -2,9% σε ονομαστικούς. Η **συμβολή της μέσης μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ** σε ετήσια βάση, κατά την περίοδο που εξετάζεται, στη μεταβολή της τραπεζικής πίστης, αποπληθωρισμένης, προς τα νοικοκυριά ήταν **θετική** (μέση ετήσια μεταβολή ΑΕΠ α' τρίμηνο 2015-β' τρίμηνο 2016: -0,5%). Σύμφωνα με ασκήσεις προσομοίωσης με τη χρήση του υποδείγματος για τις πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, βραχυχρόνια, μια **μείωση κατά 1% του ΑΕΠ, ceteris paribus**, σε ορίζοντα 1 έτους προκαλεί **άνοδο** του αποθέματος των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, σε πραγματικούς όρους, κατά τουλάχιστον 1%.⁵ Σύμφωνα με το υπόδειγμα, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, μετά την αρχική **άνοδο** της παροχής πιστώσεων, η συνολική επίδραση στη μεταβολή των δανείων από την υποχώρηση του εισοδήματος γίνεται αρνητική. Είναι πιθανόν στην τρέχουσα συγκυρία η μείωση του εισοδήματος των νοικοκυριών βραχυπρόθεσμα να δημιουργεί την ανάγκη να συνεχίζουν να καλύπτουν τις δαπάνες τους με δανεισμό, π.χ. με αυξημένη χρήση πιστωτικών καρτών. Ενδέχεται επίσης ορισμένα νοικοκυριά να αναβάλλουν την αποπληρωμή υφιστάμενων δανείων τους (π.χ. στεγαστικών) – πρακτική η οποία επίσης έχει ως συνέπεια θετικό επηρεασμό του υπολοίπου του δανεισμού τους. Είναι πιθανόν εξάλλου σε κάποιες περιπτώσεις οι τράπεζες να προχώρησαν σε αναδιάρθρωση δανείων με χαμηλότερα επιτόκια. Στο συμπέρασμα αυτό συντείνει η υποθετική αρνητική απόκριση της μεταβλητής των επιτοκίων στη μείωση του ΑΕΠ στις ίδιες ασκήσεις προσομοίωσης. Τέλος, όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, δεν αποκλείεται κάποιοι δανειολήπτες να διαπραγματεύθηκαν με τις τράπεζες μειώσεις της απαιτούμενης συμμετοχής τους στη δαπάνη για την αγορά κατοικίας, δηλαδή **άνοδο** του ορίου που θέτουν οι τράπεζες για το λόγο του δανείου προς την αξία του υπέγγυου ακινήτου.

Η εξέλιξη του δείκτη τιμών κατοικιών εκτιμάται ότι είχε την πιο σημαντική συμβολή στη συρρίκνωση του αποπληθωρισμένου αποθέματος τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά κατά το υπό εξέταση διάστημα. Η μείωση του λόγου του δείκτη τιμών κατοικιών προς το δείκτη τιμών καταναλωτή κατά 4% το β' τρίμηνο του 2016 σε σύγκριση με το το δ' τρίμηνο του 2014 είχε αρνητική συμβολή στο ρυθμό μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, η οποία υπολογίζεται σε -2,9 ποσοστιαίες μονάδες για όλη την περίοδο (βλ. Διάγραμμα Γ). Μακροχρόνια, σύμφωνα με τα αποτελέσματα εκτίμησης της σχέσης ζήτησης για δάνεια εκ μέρους των νοικοκυριών στο υπόδειγμα, η ελαστικότητα των δανείων ως προς τις τιμές των κατοικιών εκτιμάται θετική, κατά σχεδόν 50% υψηλότερη σε σύγκριση με την ελαστικότητά τους ως προς το εισόδημα. Η μεταβλητή αυτή καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την αξία του πλούτου των νοικοκυριών, η οποία, εκτός από την κατανάλωση, επηρεάζει και τη δυνατότητα και διάθεση των νοικοκυριών να αναλάβουν νέες δανειακές υποχρεώσεις. Επίσης, οι τιμές των κατοικιών συσχετίζονται με την αξία των εξασφαλίσεων τις οποίες συνήθως ζητούν οι τράπεζες (π.χ. για καταναλωτικά δάνεια) από τα νοικοκυριά, ιδιότητα που τις συνδέει με τη ζήτηση αλλά και με την προσφορά δανείων. Έτσι, σύμφωνα με τις ασκήσεις προσομοίωσης με τη χρήση του υποδείγματος, μια μείωση του δείκτη τιμών κατοικιών, εκτός από τη μετάβαση μέσω της ζήτησης προς ένα χαμηλότερο μακροχρόνια ύψος δανεισμού, βραχυπρόθεσμα συσχετίζεται μεταξύ άλλων με μείωση του ΑΕΠ και αύξηση των επιτοκίων και του περιθωρίου επιτοκίου που αντανακλά τον πιστωτικό κίνδυνο, παράγοντες οι οποίοι επιδρούν αρνητικά στο ύψος του αποθέματος των δανείων.

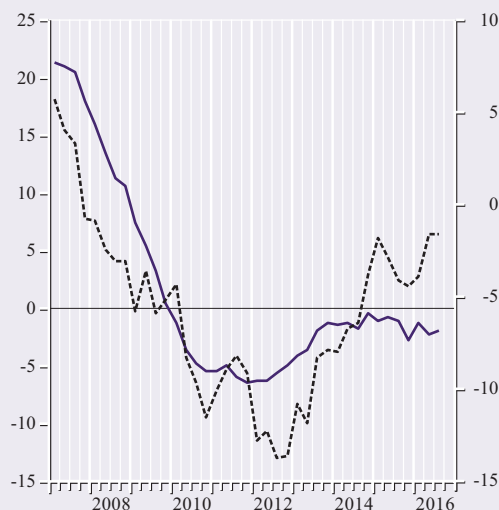
Παράλληλα, η πτώση των πραγματικών επιτοκίων πιστώσεων προς τα νοικοκυριά συνέβαλε στο μετριασμό του μέσου ετήσιου ρυθμού της πιστωτικής συρρίκνωσης σε πραγματικούς όρους κατά την επισκοπούμενη περίοδο. Τα πραγματικά επιτόκια δανείων προς νοικοκυριά κατέγραψαν μεί-

5 Υπολογίζεται ότι στο βαθμό που η μείωση αυτή στο ΑΕΠ δεν είναι παροδική αλλά παρατείνεται για αρκετά τρίμηνα, η **άνοδος** στο αποπληθωρισμένο απόθεμα των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά θα μπορούσε να φθάσει και 3%, ένα έτος μετά.

Διάγραμμα Γ Χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά και δείκτης τιμών κατοικιών

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, σε πραγματικούς όρους)

— χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά (αριστερή κλίμακα)
- - - δείκτης τιμών κατοικιών (δεξιά κλίμακα)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ (για το δείκτη τιμών καταναλωτή).

ωση κατά 109 μονάδες βάσης το διάστημα α' τρίμηνο 2015-β' τρίμηνο 2016, περίπου 16% του επιπέδου στο οποίο βρίσκονταν το δ' τρίμηνο του 2014 (βλ. Διάγραμμα Β). Στις σχετικές ασκήσεις προσομοίωσης με τη χρήση του υποδείγματος, μια μείωση του επιτοκίου κατά 10% συμβάλλει σε αύξηση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, σε πραγματικούς όρους, κατά 0,2% σε ένα έτος (η οποία διευρύνεται σε 0,7% στο επόμενο έτος).

Όσον αφορά άλλους παράγοντες που εξηγούν την εξέλιξη του αποπληθωρισμένου ρυθμού μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, όπως η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου, σύμφωνα με το υπόδειγμα εκτιμάται ότι στην παρούσα συγκυρία δεν έχουν σημαντική ελαστικότητα και επίδραση στη βραχυχρόνια δυναμική των δανείων.

Συνοψίζοντας, η καθοριστική αρνητική επίδραση στο ρυθμό μεταβολής της τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά την επισκοπούμενη περίοδο από τη συνεχιζόμενη πτώση στις τιμές των κατοικιών αντισταθμίστηκε μερικώς από θετικές συμβολές στο ρυθμό αυτό, που συνδέονται με την πτώση των επιτοκίων δανεισμού και τη μείωση του ΑΕΠ. Σημειώνεται τέλος ότι το υπόδειγμα τείνει να υπερεκτιμά την ετήσια μεταβολή των δανείων καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, δηλαδή προβλέπει λιγότερο αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής από ό,τι καταγράφηκαν ιστορικά την εν λόγω περίοδο. Αυτή η απόκλιση του υποδείγματος ενδέχεται να αντανακλά την αρνητική επίδραση των περιορισμών οι οποίοι επιβλήθηκαν στο τραπεζικό σύστημα μετά τον Ιούνιο του 2015 στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα.

Συνοψίζοντας, η καθοριστική αρνητική επί-

4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

4.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

4.1.1 Αγορές ομολόγων

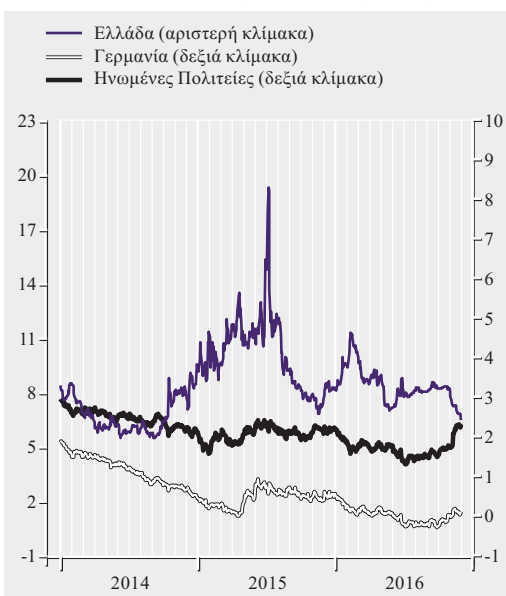
Κατά τη διάρκεια του 2016, η διαμόρφωση των προσδοκιών για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής των κυριότερων κεντρικών τραπεζών και ιδίως της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο και οι ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση ορισμένων τραπεζών της ζώνης

του ευρώ αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες που επηρέασαν σημαντικά τις τοποθετήσεις των επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε ομόλογα και μετοχές στις διεθνείς αγορές. Μετά την αύξηση του στόχου των επιτοκίων της Fed, το Δεκέμβριο του 2015, οι συνεδριάσεις της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) της Fed συγκέντρωναν το ενδιαφέρον των επενδυτών καθ' όλη τη διάρκεια του 2016.

Αν και οι πιθανότητες για αύξηση των επιτοκίων από τη Fed μέσα στο 2016 παρέμειναν καθ' όλη τη διάρκεια του έτους πολύ

Διάγραμμα VI.6 Αποδόσεις κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Thomson Reuters.
Σημείωση: Την περίοδο 29.6.2015-31.7.2015 δεν λειτουργούσε η ΗΔΑΤ λόγω των οριζόμενων στην "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015. Πηγή των στοιχείων για το διάστημα αυτό είναι η Thomson Reuters και τα στοιχεία αφορούν σε συναλλαγές εκτός Ελλάδος.

υψηλές, η απόδοση του δεκαετούς ομοσπονδιακού ομολόγου των ΗΠΑ υποχώρησε από την αρχή του έτους και μέχρι την ημερομηνία των εκλογών στις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VI.6). Από τα πρακτικά των συνεδριάσεων της FOMC διαφαίνεται ότι η πτώση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων εκλαμβάνεται ως ενδεικτική της έντονης ροπής των επενδυτών προς αποφυγή κινδύνων. Έτσι, αν και τα μακροοικονομικά μεγέθη στις ΗΠΑ έδειχναν επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας, η FOMC, μέχρι και τη συνάντηση του Νοεμβρίου, διατήρησε αμετάβλητο το στόχο των βασικών επιτοκίων, λόγω της ανησυχίας για τις ενδεχόμενες επιπτώσεις που θα είχε μία απόφαση για αύξηση των επιτοκίων στο επενδυτικό κλίμα και στις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου στην αμερικανική οικονομία. Μετά τις εκλογές παρατηρήθηκε αύξηση των αποδόσεων του δεκαετούς ομολόγου.

Ταυτόχρονα, στη ζώνη του ευρώ οι αποδόσεις τόσο των κρατικών όσο και των εταιρικών ομολόγων υποδηλώνουν διαφοροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών σε σχέση με την οικονομία των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, οι συγκριτικά ασθενέστεροι ρυθμοί αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με γεγονότα που κατά περιόδους ενέτειναν τη ροπή προς αποφυγή κινδύνων, όπως το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο και οι ανησυχίες σχετικά με την ευρωστία μεγάλων τραπεζών σε μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ, όπως η Ιταλία και η Γερμανία, οδήγησαν σε διεύρυνση των αποδόσεων των ομολόγων (κρατικών και εταιρικών) μεταξύ αφενός ομολόγων εκδοτών με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση και αφετέρου εκείνων που θεωρούνται ασφαλή. Βέβαια, επισημαίνεται ότι η διεύρυνση ήταν παροδική, καθώς οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου στη ζώνη του ευρώ βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η εκδοτική δραστηριότητα μέσα στο 2016 βρίσκεται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, λόγω και της επίδρασης του προγράμματος αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα.

4.1.2 Αγορές μετοχών

Η βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα οδήγησε σε θετικές αποδόσεις στις αγορές μετοχών στις ΗΠΑ και, από το β' τρίμηνο του 2016 και ύστερα, σε πτώση της μεταβλητότητας. Η αύξηση της μεταβλητότητας λόγω του αποτελέσματος του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν παροδική, με αποτέλεσμα η αύξηση των τιμών των μετοχών να οδηγήσει, στο τέλος Νοεμβρίου, σε θετική απόδοση (7,6%) το δείκτη S&P 500, σε σχέση με την αρχή του έτους.

Από την άλλη πλευρά, οι εξελίξεις στις αγορές μετοχών στη ζώνη του ευρώ επηρεάστηκαν συγκριτικά περισσότερο από την κατά περιόδους αυξημένη μεταβλητότητα και τις επιδόσεις του τραπεζικού κλάδου. Έτσι, τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις (στις 30.11, Stoxx Europe 600: -6,5%

από την αρχή του έτους), ενώ σημαντικότερες ήταν οι απώλειες στις τιμές των μετοχών των ευρωπαϊκών τραπεζών (στις 30.11, EuroStoxx banks: -17,9%).

4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η πρόοδος όσον αφορά την πρώτη αξιολόγηση του ελληνικού προγράμματος διαμόρφωσε σε μεγάλο βαθμό τις μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ), οι οποίες, μετά την εκταμίευση της πρώτης υποδότησης τον Ιούνιο του 2016, ακολούθησαν εν μέρει την πτωτική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων των υπόλοιπων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, τα γεγονότα που οδήγησαν σε αποφυγή κινδύνων και αυξημένη μεταβλητότητα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές επέδρασαν σχετικά περισσότερο στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Συνολικά λοιπόν επιβεβαιώνεται ότι οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων διαμορφώνονται από ιδιοσυγκρατικούς και συστημικούς παράγοντες, ακόμη και την τρέχουσα περίοδο, κατά την οποία η χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας εξασφαλίζεται από τις συμφωνίες επίσημου δανεισμού.

Η παρατήρηση αυτή πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στις αναλύσεις για τις επιπτώσεις στις αποδόσεις, και κατ' επέκταση στο κόστος δανεισμού στην ελληνική οικονομία, από ενδεχόμενη μελλοντική συμμετοχή των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Βέβαια, εφόσον εκπληρωθούν τα κριτήρια για τη συμμετοχή,⁴ με βασικό εκείνο της ανάλυσης της βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους, και δεδομένων των όρων υπό τους οποίους διενεργούνται οι πράξεις του προγράμματος,⁵ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά των ελληνικών κρατικών τίτλων και οι αποδόσεις θα αποκλιμακωθούν. Τούτων δοθέντων, εφόσον ληφθούν υπόψη το ύψος των ΟΕΔ στο ήδη υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο της ΕΚΤ και η αξία των ΟΕΔ που θα γίνουν σταδιακά επιλέξιμα για να ενταχθούν στο πρόγραμμα, στον

προβλέψιμο χρονικό ορίζοντα υλοποίησης και υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις του προγράμματος, εκτιμάται ότι το ύψος των αγορών ΟΕΔ θα ανέλθει σωρευτικά σε 3-4 δισεκ. ευρώ. Προκειμένου να εκτιμηθεί το μέγεθος της ενδεχόμενης βελτίωσης στην αποτίμηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι συνθήκες που θα επικρατούν στο διεθνές νομισματικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον την περίοδο κατά την οποία αναμένεται η συμμετοχή των ελληνικών ομολόγων. Δεδομένου ότι αυτή η χρονική στιγμή συναρτάται και με την πορεία της δεύτερης αξιολόγησης του ελληνικού προγράμματος, υπογραμμίζεται ότι επί του παρόντος οι συνθήκες στις αγορές ομολόγων διεθνώς είναι ιδιαίτερα ευνοϊκές. Κατά συνέπεια, η εκπλήρωση των προϋποθέσεων για τη διενέργεια της άσκησης βιωσιμότητας χρέους σε σύντομο χρονικό διάστημα είναι σημαντική για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας συνολικά.

Κατά τη διάρκεια του 2016, η απόδοση του τίτλου δεκαετούς διάρκειας του Ελληνικού Δημοσίου έχει μειωθεί κατά περίπου 176 μονάδες βάσης (30.11: 6,58%). Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε και στην αποκλιμάκωση της διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς και του γερμανικού ομολόγου αναφοράς στο τέλος Νοεμβρίου 2016 σε σύγκριση με την αρχή του έτους (spread στις 30.11: 6,38% και 1.1: 7,70%). Οι αποδόσεις των τίτλων βραχύτερης διάρκειας επίσης μειώθηκαν, αν και λιγότερο (η απόδοση του 3ετούς ομολόγου διαμορφώθηκε στις 30.11 σε 6,56%, έναντι 7,92% την 1.1). Συνεπώς, λόγω της μεγαλύτερης πτώσης των αποδόσεων των δεκαετών

4 Σε κάθε περίπτωση, η ενδεχόμενη συμμετοχή θα συμβεί υπό τους όρους και προϋποθέσεις του προγράμματος, δηλ. θα υπόκειται στους περιορισμούς που τίθενται για την αγορά των ομολόγων με βάση την τρέχουσα σύνθεση του συνολικού χαρτοφυλακίου της ΕΚΤ.

5 Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την Απόφαση 2015/774 της ΕΚΤ (βλ. Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, 14.5.2015), όπως ισχύει, προβλέπεται ότι το Ευρωσύστημα θα αγοράζει έως το 30% κάθε ομολογιακής έκδοσης και έως 33% του συνολικού υφιστάμενου ποσού σε ομόλογα που έχει εκδώσει ή εγγυηθεί ο δημόσιος τομέας των κρατών-μελών. Επιπλέον, σύμφωνα με την απόφαση τα όρια αυτά θα διαφέρουν για τις χώρες σε πρόγραμμα, όπως είναι η Ελλάδα. Για την εκτίμηση του ύψους των ΟΕΔ που δύναται να αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων λαμβάνεται υπόψη ότι η ΕΚΤ έχει ήδη χαρτοφυλάκιο ΟΕΔ.

ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι των ομολόγων βραχείας διάρκειας, η καμπύλη αποδόσεων είχε στο τέλος Νοεμβρίου 2016 μηδενική κλίση.

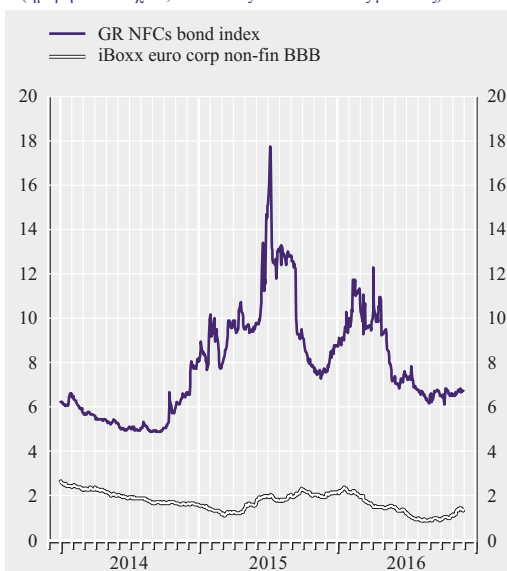
Η υποχώρηση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου δεν έχει συνοδευθεί από ανάλογη βελτίωση στη διαπραγματευσιμότητα των τίτλων, όπως φαίνεται από τους όγκους συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ περιορίστηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2016 σε 2,2 εκατ. ευρώ περίπου, έναντι 5,4 εκατ. ευρώ περίπου την ίδια περίοδο του 2015. Κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) διαμορφώθηκε σε περίπου 102 εκατ. ευρώ, οριακά υψηλότερα από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2015 (περίπου 101 εκατ. ευρώ), γεγονός ενδεικτικό της έλλειψης επενδυτικού ενδιαφέροντος, δεδομένου ότι στην αντίστοιχη περίοδο του 2015 περιλαμβάνεται και η αρχική επίδραση από την επιβολή των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση, σε τακτά χρονικά διαστήματα, εντόκων γραμματίων, με σκοπό την αναχρηματοδότηση προηγούμενων εκδόσεων που έληγαν (αξία εκδόσεων, Ιαν.-Νοέμ. 2016: 36 δισεκ. ευρώ, Ιαν.-Νοέμ. 2015: 37 δισεκ. ευρώ). Το κόστος δανεισμού μέσω των νέων εκδόσεων αυξήθηκε (μεσοσταθμικό επιτόκιο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2016: 2,8%, 2015: 2,6%).

4.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι αποτιμήσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους στο εξωτερικό, μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα βελτιώθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του 2016 (βλ. Διάγραμμα VI.7). Ομοίως, την ίδια περίοδο μειώθηκαν οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από άλλα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, ειδικά από εκείνα με διαβάθμιση στη χαμηλή βαθμίδα της επενδυτικής κατηγορίας, καθώς η ΕΚΤ περιέλαβε τα εν λόγω

Διάγραμμα VI.7 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ευρώ (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index), Thomson Reuters (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 στάθμησης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο Π. Μηγάκης, "Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ως πηγή χρηματοδότησης ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων", *Οικονομικό Δελτίο*, 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC index).

εταιρικά ομόλογα στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων. Η βελτίωση των συνθηκών δανεισμού από τις αγορές εταιρικών ομολόγων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, σε συνδυασμό με τη σταθεροποίηση του επενδυτικού κλίματος όσον αφορά την ελληνική οικονομία, οδήγησε σε πτώση των αποδόσεων των υφιστάμενων τίτλων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και κυρίως σε αποσύνδεσή τους από την απόδοση των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Επίσης, την ίδια περίοδο μεγάλες ελληνικές βιομηχανικές επιχειρήσεις εξέδωσαν νέους ομολογιακούς τίτλους, με σκοπό ως επί το πλείστον την αναχρηματοδότηση παλαιότερου τραπεζικού δανεισμού.

Συγκεκριμένα, η απόδοση του δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος (BOG GR NFC index) μειώθηκε κατά περίπου 200 μ.β. την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2016 (στις 30.11: 6,79%). Την ίδια περίοδο η απόδοση του δείκτη iBoxx για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με διαβάθμιση BBB μειώθηκε κατά 76 μ.β. (στις 30.11: 1,41%). Επίσης, την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2016 οι νέες εκδόσεις από ελληνικές επιχειρήσεις ανήλθαν σε περίπου 625 εκατ. ευρώ, με μεσοσταθμικό επιτόκιο στην έκδοση (κουπόνι) 5,6% και μεσοσταθμική διάρκεια 3,5 ετών. Οι εκδόσεις αυτές προσφέρουν ενδείξεις για περαιτέρω δραστηριοποίηση των μεγάλων εγχώριων βιομηχανικών επιχειρήσεων στην αγορά ευρωομολόγων, δεδομένου μάλιστα ότι κατά τη διάρκεια του 2017 λήγουν τίτλοι εκδοθέντες το 2013-14, ύψους 1,3 δισεκ. ευρώ, που θα πρέπει να αναχρηματοδοτηθούν.

Ταυτόχρονα, στην αρχή του δ' τριμήνου του 2016 πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων στην εγχώρια αγορά και ακολούθησε η εισαγωγή των τίτλων στη δευτερογενή αγορά προς διαπραγμάτευση. Εφόσον η αγορά αυτή καταστεί ενεργή, θα προσφέρει ένα σημαντικό εργαλείο χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων. Σημαντικές παράμετροι για την ευρωστία της αγοράς αναμένεται να είναι η παρουσία διεθνών επενδυτών, η αύξηση της ρευστότητας και η υιοθέτηση των βέλτιστων πρακτικών που ισχύουν στις αγορές ομολόγων διεθνώς.

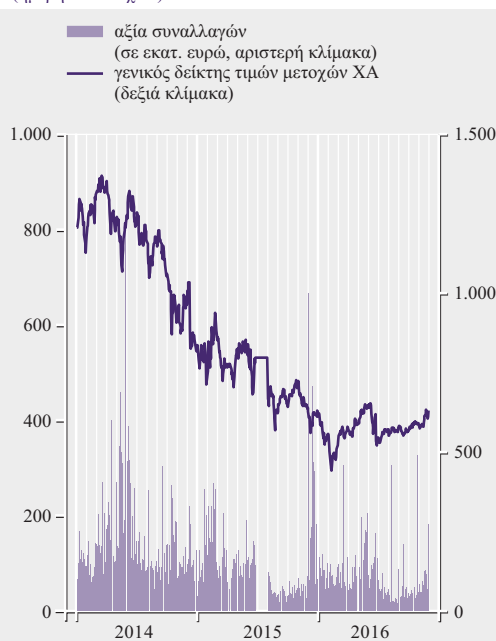
4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

4.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Βασικό χαρακτηριστικό των εξελίξεων στην εγχώρια αγορά μετοχών κατά τη διάρκεια του 2016 είναι η σημαντική υποχώρηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μείωση των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών, και άρα της μεταβλητότητας, η οποία δεν αποτελεί ένδειξη μείωσης της αβεβαιότητας ως προς τις αποτιμήσεις, αλλά

Διάγραμμα VI.8 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.
Σημείωση: Την περίοδο 29.6.2015-31.7.2015 το Χρηματιστήριο ήταν κλειστό λόγω των οριζόμενων στην "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

οφείλεται στο μικρό αριθμό των πραγματοποιούμενων πράξεων ημερησίως.

Συγκεκριμένα, την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2016 η μέση ημερησία αξία συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε σε 60,7 εκατ. ευρώ, μειωμένη κατά 19% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Πρέπει να επισημανθεί όμως ότι, ενώ η μέση ημερησία αξία συναλλαγών κατά το α' εξάμηνο του 2016 ήταν περίπου στα ίδια επίπεδα με εκείνη του 2015, κατά το β' εξάμηνο η συναλλακτική δραστηριότητα υποχώρησε κατά περίπου 50%. Κατά τη διάρκεια του έτους ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) επηρεάστηκε σε σημαντικό βαθμό από τις εξελίξεις στις ευρωπαϊκές αγορές μετοχών. Ειδικά την περίοδο που ακολούθησε το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο ΓΔΧΑ παρουσίασε τη σημαντικότερη πτώση μεταξύ των ευρωπαϊκών

χρηματιστηριακών δεικτών, γεγονός που είναι ενδεικτικό της ευαισθησίας της εγχώριας αγοράς στο διεθνές επενδυτικό κλίμα και τις συνεπαγόμενες κινήσεις των επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Στα τέλη Νοεμβρίου ωστόσο οι τιμές εμφάνισαν άνοδο καλύπτοντας τις απώλειες από τις αρχές του έτους (βλ. Διάγραμμα VI.8). Αναφορικά με τις τραπεζικές μετοχές, οι ανησυχίες των επενδυτών για την ευρωστία μεγάλων τραπεζών της ζώνης του ευρώ οδήγησαν τις ευρωπαϊκές τραπεζικές μετοχές σε μεγάλη πτώση κατά τη διάρκεια του 2016 (ενδεικτικά, την περίοδο 1.1.2016-30.11.2016, EuroStoxx banks: -17,9%). Κατ' επέκταση, και οι τιμές των μετοχών των ελληνικών τραπεζών έχουν μειωθεί αισθητά, δεδομένης και της υψηλότερης ευαισθησίας στην κατά καιρούς επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος.

4.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η παρατεταμένη υποχώρηση των τιμών των μετοχών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων έχει οδηγήσει, για τρίτο συνεχές έτος, πολλές επιχειρήσεις να αποτιμώνται σε χαμηλότερα επίπεδα από τη λογιστική τους αξία. Ειδικότερα για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε βιομηχανικούς και συγγενείς κλάδους, παρατηρείται ότι η υποχώρηση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεών τους ήταν αποτέλεσμα μάλλον της γενικότερης πτωτικής τάσης των τιμών στο Χρηματιστήριο, καθώς δεν συσχετίζεται με αντίστοιχη πτώση των αποτιμήσεων των αντίστοιχων ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Οι τραπεζικές μετοχές ωστόσο εμφάνισαν συμπεριφορά παραπλήσια εκείνης των τραπεζικών μετοχών στην Ευρώπη συνολικά.

Οι σχετικές με την κερδοφορία αποτιμήσεις (λόγος χρηματιστηριακής αξίας προς κέρδη ανά μετοχή – P/E) για το σύνολο των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων βρίσκουν συνεχώς μειούμενες τα τελευταία χρόνια και βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Όμως, αν εξαιρεθούν από τον υπολογισμό του λόγου P/E οι επιχειρήσεις με ζημιές, διαπιστώνεται ότι η μείωση του λόγου των τιμών

των μετοχών προς τα κέρδη ανά μετοχή των κερδοφόρων ελληνικών επιχειρήσεων το α' εξάμηνο του 2016 οφείλεται κατά κύριο λόγο στη σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας τους και δευτερευόντως στην πτώση των τιμών των μετοχών των κερδοφόρων επιχειρήσεων.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το α' εξάμηνο του 2016 οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες και οι όμιλοί τους εμφάνισαν οριακά κέρδη προ φόρων, μετά από μια σειρά ζημιολογών χρήσεων. Ειδικότερα, τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) των τραπεζών εμφάνισαν οριακή μείωση, αλλά εκείνα των ομίλων σημαντική αύξηση (βλ. Πίνακα VI.1), λόγω της ευνοϊκής εξέλιξης των εσόδων, καθώς το λειτουργικό κόστος αυξήθηκε οριακά. Τα λειτουργικά έσοδα επηρεάστηκαν θετικά από:

(α) τη μείωση των εξόδων για τόκους, αποτέλεσμα της σημαντικής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων προθεσμιακών καταθέσεων, της στροφής των καταθετών προς λογαριασμούς ταμειυτηρίου και της μείωσης της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος,

(β) την ενίσχυση των καθαρών εσόδων από προμήθειες κατόπιν, μεταξύ άλλων, της αυξημένης χρήσης των τερματικών αποδοχής καρτών, αλλά και της μείωσης των δαπανών για τη χρήση των εγγυήσεων του Ελληνικού Δημοσίου (στον πλαίσιο του ν. 3723/2008),

(γ) την καταγραφή κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις.⁶

Μετά από αρκετά τρίμηνα, τα καθαρά έσοδα διαμορφώθηκαν σε επίπεδο, έστω οριακά, υψηλότερο εκείνου του σχηματισμού προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Και αυτό διότι κατά τη διάρκεια του 2015 οι τράπεζες είχαν προβεί σε σχηματισμό αυξημένων προ-

⁶ Σε μεγάλο βαθμό τα εν λόγω κέρδη αντανάκλουν την πώληση της συμμετοχής των ελληνικών τραπεζών στη Visa Europe.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (2015-2016)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	Ιαν.-Ιούν. 2015	Ιαν.-Ιούν. 2016	Μεταβολή (%)	Ιαν.-Ιούν. 2015	Ιαν.-Ιούν. 2016	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	3.797	3.731	-1,7	4.340	4.650	7,1
Καθαρά έσοδα από τόκους	2.953	3.089	4,6	3.651	3.713	1,7
- Έσοδα από τόκους	4.945	4.479	-9,4	5.781	5.202	-10,0
- Έξοδα τόκων	-1.992	-1.390	-30,2	-2.130	-1.489	-30,1
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	844	642	-23,9	689	937	36,0
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	295	344	16,6	501	538	7,4
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	-77	139	-	11	210	1.809,1
- Λοιπά έσοδα	626	159	-74,6	177	189	6,8
Λειτουργικά έξοδα	-1.819	-1.831	0,7	-2.393	-2.440	2,0
Δαπάνες προσωπικού	-985	-973	-1,2	-1.290	-1.307	1,3
Διοικητικά έξοδα	-698	-722	3,4	-893	-924	3,5
Αποσβέσεις	-136	-136	0,0	-210	-209	-0,5
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)	1.978	1.900	-3,9	1.947	2.210	13,5
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-8.966	-1.699	-81,1	-9.251	-1.941	-79,0
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-227	-120	-47,1	-355	-105	-70,4
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-165	-28	-	128	-73	-
Κέρδη προ φόρων	-7.380	53	-	-7.531	91	-
Φόροι	-1.884	-24	-98,7	-1.808	42	-
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	-89	-12	-	-115	-2.957	-2.471,3
Κέρδη μετά από φόρους	-5.585	65	-	-5.838	-2.908	50,2

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

βλέψεων λόγω της επιδείνωσης του οικονομικού περιβάλλοντος αλλά και εν όψει της Συνολικής Αξιολόγησης (Comprehensive Assessment), που διενεργήθηκε κατά το β' εξάμηνο του 2015 από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (EEM) για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες και από την Τράπεζα της Ελλάδος για την Τράπεζα Αττικής. Κατά συνέπεια, τα κέρδη πριν από φόρους, συμπεριλαμβανομένων και των έκτακτων αποτελεσμάτων, εμφανίστηκαν οριακά θετικά (τράπεζες: 53 εκατ. ευρώ, τραπεζικοί όμιλοι: 91 εκατ. ευρώ). Όσον αφορά τα αποτελέσματα μετά από φόρους και διακοπτόμενες δραστηριότητες, οι τράπεζες κατέγραψαν κέρδη ύψους 65 εκατ. ευρώ, ενώ σε επίπεδο ομίλων τα αποτελέσματα που προέκυψαν από διακοπτόμενες δραστηριότητες, οι

οποίες συνδέονται κυρίως με την Τουρκία, οδήγησαν σε ζημιές ύψους περίπου 3 δισεκ. ευρώ, μειωμένες ωστόσο κατά 50% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών εμφάνισε σταθεροποιητικές τάσεις κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2016, με ενδείξεις οριακής βελτίωσης. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων στο τέλος Ιουνίου του 2016 διαμορφώθηκε σε 32,7%, οριακά χαμηλότερος από ό,τι το α' τρίμηνο του 2016.⁷ Παρόμοια συμπε-

⁷ Όσον αφορά τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, μικρή βελτίωση παρατηρήθηκε στην καταναλωτική πίστη (Ιούνιος 2016: 45,5%, Δεκέμβριος 2015: 46,4%) και οριακή αύξηση στα στεγαστικά (Ιούνιος 2016: 30,8%, Δεκέμβριος 2015: 30,6%) και επιχειρηματικά δάνεια (Ιούνιος 2016: 31,1%, Δεκέμβριος 2015: 31,0%).

ριφορά παρατηρήθηκε στα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, με τον αντίστοιχο λόγο να διατηρείται σταθερός σε 45,1%. Αξίζει ωστόσο να επισημανθεί ότι το β' τρίμηνο του έτους, για πρώτη φορά από το 2014, παρατηρήθηκε υποχώρηση, έστω και οριακή κατά 0,2%, του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, τα οποία ανέρχονται σε περίπου 108 δισεκ. ευρώ.

Αναλυτικότερα ως προς τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, το υψηλότερο ποσοστό καταγράφεται στα δάνεια προς πολύ μικρές επιχειρήσεις και επαγγελματίες (67,2%), στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (59,9%) και στα καταναλωτικά δάνεια (55,3%). Χαμηλότερο ποσοστό καταγράφεται στα στεγαστικά δάνεια (41,8%) και στα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (29,1%). Συνολικά στα δάνεια προς επιχειρήσεις το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφώνεται σε 44,7%. Χειρότερη επίδοση εμφάνισαν οι επιχειρήσεις εστίασης (79,5%), κλωστοϋφαντουργίας (75,9%) και χάρτου/ξύλου (71,7%). Σχετικά υψηλά ποσοστά εμφανίζουν οι επιχειρήσεις κατασκευών (54%) και εμπορίου (48,8%), που αντιπροσωπεύουν και μεγάλο μερίδιο στο σύνολο των επιχειρηματικών δανείων. Το χαμηλότερο ποσοστό παρατηρείται στις επιχειρήσεις ενέργειας/πετρελαιοειδών (4,5%). Όσον αφορά τη διάρθρωση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, μικρή αύξηση εμφάνισαν τα δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”),⁸ τα οποία αποτελούν περίπου το 27,5% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Δυσκολότερα ως προς τη διαχείριση είναι τα δάνεια των οποίων οι δανειακές συμβάσεις έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, τα οποία παραμένουν στο 44% περίπου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θετικές εξελίξεις το α' εξάμηνο του 2016 αποτέλεσαν η σημαντική αύξηση, κατά περίπου 100.000 χιλιάδες, του αριθμού των δανείων τα οποία ρύθμισαν οι τράπεζες, καθώς και η στροφή των τραπεζών σε λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα. Είναι

χαρακτηριστικό ότι το μερίδιο των ρυθμίσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα στο σύνολο των ρυθμίσεων αυξήθηκε κατά περίπου 7 ποσοστιαίες μονάδες και ανέρχεται πλέον σε 40,2%. Σταθερό παρέμεινε το ποσοστό των λύσεων οριστικής διευθέτησης στο 6,3%.⁹ Σταθερό επίσης στο 70% παρέμεινε και το ποσοστό των δανείων που είχαν μεν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης (“forborne exposures”), αλλά παραμένουν στην περίμετρο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Θετικό είναι το γεγονός ότι το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τις συσσωρευμένες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο παραμένει περίπου στο 50%, ενώ, αν προστεθεί στις συσσωρευμένες προβλέψεις και η αξία των εξασφαλίσεων που έχουν ληφθεί από τις τράπεζες έναντι των εν λόγω δανείων, τότε το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%. Επίσης θετική εξέλιξη αποτέλεσε και η υποχώρηση του δείκτη Texas¹⁰ κατά 15 περίπου ποσοστιαίες μονάδες σε 126%, ποσοστό ωστόσο που παραμένει υψηλό

8 Ως αβέβαιης είσπραξης χαρακτηρίζονται είτε (α) τα δάνεια που επί του παρόντος δεν εμφανίζουν καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών, εντούτοις οι τράπεζες θεωρούν ότι υπάρχουν βסיμες ενδείξεις για δυσκολίες των δανειοληπτών σχετικά με την εμπρόθεση αποπληρωμή τους, είτε (β) τα δάνεια που έχουν ρυθμιστεί πρόσφατα και γι' αυτό χρήζουν στενότερης παρακολούθησης για εύλογο χρονικό διάστημα.

9 Βραχυπρόθεσμοι τύποι ρυθμίσεων θεωρούνται όσοι έχουν διάρκεια μικρότερη των δύο ετών, καθώς αφορούν περιπτώσεις όπου οι δυσκολίες αποπληρωμής κρίνονται βράσια ως προσωρινές. Ενδεικτικά, οι βραχυπρόθεσμοι τύποι ρυθμίσεων περιλαμβάνουν κεφαλαιοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών, καταβολή μόνο τόκων κατά τη διάρκεια καθορισμένης βραχείας περιόδου, περίοδο χάριτος κ.λπ. Στις μακροπρόθεσμες ρυθμίσεις κατατάσσονται όσες ισχύουν για διάρκεια μεγαλύτερη των δύο ετών και στοχεύουν στη μείωση της τοκοχρεολυτικής δόσης ή/και της δανειακής επιβάρυνσης, λαμβάνοντας υπόψη συντηρητικές παραδοχές για τη μελλοντική ικανότητα αποπληρωμής του δανειολήπτη μέχρι τη λήξη του προγράμματος αποπληρωμής. Οι ρυθμίσεις αυτής της κατηγορίας μπορεί να περιλαμβάνουν μείωση του επιτοκίου, επιμήκυνση της διάρκειας αποπληρωμής του δανείου, διαχωρισμό οφειλής σε τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι μπορεί να αποπληρώσει και σε τμήμα το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα, μερική διαγραφή οφειλής, λειτουργική αναδιάρθρωση μιας επιχείρησης κ.λπ. Τέλος, ως λύση οριστικής διευθέτησης ορίζεται οποιαδήποτε μεταβολή του είδους της συμβατικής σχέσης μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και δανειολήπτη ή ο τερματισμός αυτής, με στόχο την οριστική τακτοποίηση της απαίτησης έναντι του δανειολήπτη, όπως π.χ. η διαγραφή οφειλής, η ρευστοποίηση με πλειστηριασμό, ο εξωδικαστικός διακανονισμός κ.λπ.

10 Ο εν λόγω δείκτης συνδέει τα προβληματικά δάνεια με τους οικονομικούς πόρους που έχει στη διάθεσή της μια τράπεζα για να απορροφήσει περαιτέρω ζημιές από προβληματικά στοιχεία ενεργητικού της και υπολογίζεται ως ο λόγος των συνολικών μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των συσσωρευμένων προβλέψεων και των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων.

και διπλάσιο του μέσου ευρωπαϊκού όρου. Σε χαμηλό επίπεδο (2,6%) παραμένει ο δείκτης εξυγίανσης (cure rate),¹¹ ο οποίος ωστόσο, σε αντίθεση με το τέλος του 2015, στο τέλος Ιουνίου του 2016 βρέθηκε σε υψηλότερο επίπεδο έναντι του δείκτη αθέτησης (default rate),¹² ο οποίος διαμορφώθηκε σε 2,4%.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, τον Ιούνιο του 2016 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1), σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 17,8% (Δεκέμβριος 2015: 16,3%) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 18% (Δεκέμβριος 2015: 16,5%). Η βελτίωση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας οφείλεται στη σημαντική μείωση του σταθμισμένου ενεργητικού κατά 10,5% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2015, ως αποτέλεσμα της πώλησης της θυγατρικής της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος στην Τουρκία, καθώς και του σχηματισμού αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο από όλες τις τράπεζες.

Όσον αφορά τις συνθήκες ρευστότητας και τις πηγές χρηματοδότησης, σημειώθηκε βελτίωση κατά τη διάρκεια του 2016.¹³

Αναφορικά με τις προκλήσεις που έχει να αντιμετωπίσει ο τραπεζικός κλάδος, η κυριότερη παραμένει η αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Είναι θετικό ότι τους τελευταίους μήνες έχουν γίνει αρκετά βήματα σε επίπεδο νομοθετικών πρωτοβουλιών, ρυθμιστικού πλαισίου και, όπως προαναφέρθηκε, ενεργειών των τραπεζών. Θετική συνεισφορά εκτιμάται ότι θα έχει και η υποχρέωση των τραπεζών να επιτυγχάνουν συγκεκριμένους επιχειρησιακούς στόχους ως προς τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων τους (π.χ. στόχος για τη μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων, για την προώθηση μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων κ.λπ.).¹⁴ Οι επιχειρησιακοί αυτοί στόχοι συμφωνήθηκαν τον Ιούνιο του 2016 μετά από διαβούλευση της Τράπεζας της Ελλάδος και της ΕΚΤ με τις τέσσερις συστημικές τράπεζες. Ενδεικτικά εκτιμάται ότι για την περίοδο Ιουνίου 2016-Δεκεμβρίου 2019 οι συστημικές τράπεζες θα μειώσουν το ποσοστό των μη εξυπη-

ρευτούμενων ανοιγμάτων κατά περίπου 38% (ή περίπου 40 δισεκ. ευρώ). Η μείωση αυτή θα επιτευχθεί μέσω μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων, επιλεκτικών διαγραφών δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων και πωλήσεων δανείων.

Εκτός από τις προσπάθειες των τραπεζών, η Πολιτεία έχει προχωρήσει στην εφαρμογή της εθνικής στρατηγικής για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, με σειρά νομοθετημάτων σχετικά με:

- την επιτάχυνση των διαδικασιών στα Ειρηνοδικεία και Πρωτοδικεία και της διαδικασίας αναγκαστικής εκτέλεσης,¹⁵ καθώς και τη βελτίωση του τρόπου κατανομής των εσόδων από αυτή,
- τη ρύθμιση οφειλών υπερχρεωμένων νοικοκυριών, ώστε να προστατεύονται οι ευάλωτοι δανειολήπτες, αλλά να μη μπορούν να επωφεληθούν από τις σχετικές διατάξεις δανειολήπτες που στρατηγικά επιλέγουν να είναι κακοπληρωτές,
- την απλοποίηση των διαδικασιών εξυγίανσης και ειδικής εκκαθάρισης επιχειρήσεων και
- τη δυνατότητα ανάθεσης από τα πιστωτικά ιδρύματα της διαχείρισης ή μεταβίβασης εξυπηρετούμενων (υπό προϋποθέσεις) και μη εξυ-

11 Ο δείκτης εξυγίανσης “cure rate” δίδεται από το κλάσμα με αριθμητή το υπόλοιπο δανείων που αναταξινομήθηκαν από την κατηγορία των μη εξυπηρετούμενων προς εκείνη των εξυπηρετούμενων κατά τη διάρκεια μιας περιόδου (δηλαδή τη ροή μη εξυπηρετούμενων προς εξυπηρετούμενα ανοίγματα) και παρονομαστή το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου.

12 Στο δείκτη αθέτησης “default rate” ο αριθμητής προκύπτει από τη διάθεση του υπολοίπου των δανείων που αναταξινομήθηκαν από την κατηγορία των εξυπηρετούμενων προς εκείνη των μη εξυπηρετούμενων κατά τη διάρκεια μιας περιόδου (δηλαδή της ροής εξυπηρετούμενων προς μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα) διά του συνόλου των εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου.

13 Για τις συνθήκες ρευστότητας, βλ. προηγηθείσες αναφορές στο παρόν κεφάλαιο.

14 Αναλυτικότερα για τους επιχειρησιακούς στόχους, βλ. Ειδικό θέμα VI.3.

15 Η αναγκαστική εκτέλεση πραγματοποιείται εις βάρος εναγομένου ο οποίος δεν συμμορφώνεται με το διατακτικό δικαστικής απόφασης. Παραδείγματα αναγκαστικής εκτέλεσης είναι η εντολή κατάσχεσης, οι διαταγές πληρωμής, η έξωση κ.λπ.

πηρετούμενων ανοιγμάτων σε εταιρίες διαχείρισης και εταιρίες απόκτησης απαιτήσεων.

Ως προς το τελευταίο, η Τράπεζα της Ελλάδος θέσπισε με τις Πράξεις Εκτελεστικής Επιτροπής 82/2016 και 95/2016 το ρυθμιστικό πλαίσιο αδειοδότησης και εποπτείας των εταιριών διαχείρισης και απόκτησης απαιτήσεων. Υπενθυμίζεται ότι οι εταιρίες που θα επιλέξουν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά αυτή θα υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες όσον αφορά την προστασία των πιστούχων (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) και θα πρέπει να συμμορφώνονται με τα προβλεπόμενα από τον Κώδικα Δεοντολογίας. Η Τράπεζα της Ελλάδος χορήγησε στις αρχές Δεκεμβρίου την πρώτη άδεια σε εταιρεία διαχείρισης, ενώ υπό αξιολόγηση βρίσκονται και οι αιτήσεις άλλων ενδιαφερόμενων εταιριών.

Οι αρχές ωστόσο έχουν εντοπίσει κάποια επιμέρους θεσμικά εμπόδια που παραμένουν και σχεδιάζουν τρόπους για την αντιμετώπισή τους. Ενδεικτικά, εξετάζεται βελτίωση του πλαισίου για την εξωδικαστική διευθέτηση

οφειλών ώστε να διασφαλίζεται ταχεία, αποτελεσματική και διαφανής λύση των χρεών προς τον ιδιωτικό αλλά και το δημόσιο τομέα. Επιπροσθέτως, μελετώνται τροποποιήσεις στη νομοθεσία για ζητήματα που σχετίζονται με τη φορολογική μεταχείριση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και των διαγραφών δανείων, τα δικαιώματα των πιστωτών έναντι των μη συνεργαζόμενων μετόχων κατά την αναδιάρθρωση προβληματικών επιχειρήσεων και τη νομική προστασία των στελεχών των τραπεζών και δημόσιων φορέων κατά την εξυγίανση επιχειρήσεων.

Με την πλήρη εφαρμογή όλων των προαναφερθέντων οι τράπεζες θα ωφεληθούν από τη βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού, της κερδοφορίας και της ρευστότητάς τους. Επιπλέον, η διευκόλυνση, μέσω κατάλληλων ρυθμίσεων, της εξυπηρέτησης του χρέους των επιχειρήσεων θα ωφελήσει την πραγματική οικονομία συμβάλλοντας θετικά στη δημιουργία νέων επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, στην προσέλκυση επενδύσεων και εν γένει την ανάπτυξη.

Ειδικό θέμα VI.2

ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΙ ΚΑΚΟΠΛΗΡΩΤΕΣ

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται συνεχής χειροτέρευση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών, με αποτέλεσμα ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα να είναι ελαφρώς χαμηλότερος εκείνου της Κύπρου και ο δεύτερος υψηλότερος στην Ευρώπη. Ενδεικτικά για τα επιχειρηματικά δάνεια, που αποτελούν και αντικείμενο του παρόντος πλαισίου, ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων εκτοξεύθηκε από επίπεδα κάτω του 10% μέχρι και το 2010 σε 31,1% στο τέλος του 2015 (βλ. το διάγραμμα). Στο τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2016, το αντίστοιχο ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων επιχειρηματικών ανοιγμάτων την ίδια περίοδο διαμορφώθηκε σε 44,7%. Αναμφισβήτητα, η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση αποτελεί το βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της διαμόρφωσης των ανωτέρω ποσοστών σε τόσο υψηλό επίπεδο.¹

Ωστόσο, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες στους οποίους μπορεί να αποδοθεί μέρος της αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ένας από αυτούς, κατά γενική ομολογία, είναι η συνειδητή επιλογή ενός δανειολήπτη να μην εξοφλήσει κάποιες από τις υποχρεώσεις του ενώ μπορεί, προκειμένου να κατευθύνει τα διαθέσιμα κεφάλαιά του σε άλλες δραστηριότητες (κατα-

¹ Ενδεικτικά για την επίπτωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στην εξέλιξη των μη εξυπηρετούμενων δανείων, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, σελ. 169-172.

νάλωση, επένδυση, αποταμίευση κ.λπ.). Ένας τέτοιος δανειολήπτης χαρακτηρίζεται ως “στρατηγικός κακοπληρωτής”, μία έννοια που εμφανίζεται όλο και πιο συχνά στη βιβλιογραφία μετά την απαρχή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αναταραχής το 2007.

Στην πλειονότητά τους οι σχετικές μελέτες² αφορούν τη στεγαστική και δευτερευόντως την καταναλωτική πίστη. Η σχετική βιβλιογραφία αυξήθηκε σημαντικά τα τελευταία χρόνια με έναυσμα την πληθώρα των περιπτώσεων, ιδίως στις ΗΠΑ, όπου οι δανειολήπτες συνειδητά επέλεξαν να μην αποπληρώνουν τα στεγαστικά τους δάνεια όταν η αξία του ακινήτου τους έπεφτε κάτω από την αξία του δανείου ή από μία σειρά δανειακών υποχρεώσεων (π.χ. δάνειο αυτοκινήτου, καταναλωτικό δάνειο) επέλεξαν συνειδητά ποιες να εξυπηρετήσουν και ποιες όχι. Σε αντίθεση με την αυξανόμενη βιβλιογραφία για τη στεγαστική πίστη, η έλλειψη δεδομένων έχει ως αποτέλεσμα να είναι ελάχιστες οι μελέτες διεθνώς που εξετάζουν τη στρατηγική επιλογή της μη εξυπηρέτησης επιχειρηματικών δανείων.³

Μια οικονομικά λογική προσέγγιση για την ταυτοποίηση των στρατηγικών κακοπληρωτών είναι ο προσδιορισμός της ικανότητας του δανειολήπτη να εξυπηρετεί τις δανειακές του υποχρεώσεις και η αντιστοίχιση της ικανότητας αυτής με την πραγματική συναλλακτική συμπεριφορά, δηλαδή την ομαλή ή μη εξυπηρέτηση των δανείων του. Προφανώς, μια επιχείρηση με ισχυρά χρηματοοικονομικά δεδομένα που δεν αποπληρώνει τα δάνειά της μπορεί με σχετική ασφάλεια να χαρακτηριστεί ως στρατηγικός κακοπληρωτής, σε αντίθεση με κάποια η οποία εμφανίζει αντικειμενική δυσκολία εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών της.

Η διερεύνηση της σχετικής συμπεριφοράς των ελληνικών επιχειρήσεων προσεγγίστηκε με τη μελέτη δείγματος περίπου 13 χιλιάδων επιχειρήσεων με υπόλοιπα δανείων ύψους άνω του 1 εκατ. ευρώ για την περίοδο 2010-2015. Για τις επιχειρήσεις αυτές εξετάστηκε κατά πόσον υπήρχε καθυστέρηση εξυπηρέτησης των δανείων τους για διάστημα μεγαλύτερο των 90 ημερών (μη εξυπηρετούμενα δάνεια) και, εφόσον υπήρχε καθυστέρηση, εξετάστηκε αν αυτή οφειλόταν σε αντικειμενική δυσκολία ή ήταν αποτέλεσμα συνειδητής επιλογής. Στις περιπτώσεις όπου φάνηκε να υπάρχει επιλογή αθέτησης, διερευνήθηκαν πιθανοί προσδιοριστικοί παράγοντες αυτής. Ως τάξη μεγέθους, το εν λόγω δείγμα επιχειρήσεων είχε στο τέλος του 2015 συνολικό υπόλοιπο δανείων περίπου 57 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 19 δισεκ. ευρώ περίπου ήταν μη εξυπηρετούμενα.

Όσον αφορά την οικονομική ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τα δάνειά της, αυτή προσεγγίστηκε από την κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων βάσει της εσωτερικής κλίμακας πιστωτικής αξιολόγησης που εφάρμοξε η κάθε τράπεζα. Για την ομογενοποίηση των δεδομένων, καθώς κάθε τράπεζα ακολουθεί τη δική της αξιολόγηση, χρησιμοποιήθηκε μια κοινή κλίμακα πιστωτικής αξιολόγησης, βάσει της οποίας διαχωρίστηκε το δείγμα σε επιχειρήσεις που είχαν υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση (μικρή πιθανότητα αθέτησης) και χαμηλή διαβάθμιση (υψηλή πιθανότητα αθέτησης). Δημιουργήθηκε και μια τρίτη κατηγοριοποίηση για τις επιχειρήσεις εκείνες που είχαν δάνεια από περισσότερες από μία τράπεζες και η μέση πιστοληπτική αξιολόγηση από όλες τις τράπεζες δεν επέτρεπε την εύκολη κατάταξή τους στις ανωτέρω δύο κατηγορίες.

2 Βλ. ενδεικτικά Elul, R. et al. (2010), “What Triggers Mortgage Default,” *American Economic Review, Papers & Proceedings*, 100, 490-494, Guiso, L. et al. (2013), “The Determinants of Attitudes Toward Strategic Default on Mortgages”, *Journal of Finance*, 68(4), 1473-1515, Mayer, C. et al. (2014), “Mortgage Modification and Strategic Behavior: Evidence from a Legal Settlement with Countrywide”, *American Economic Review*, 104(9), 2830-57.

3 Giroud, X. et al. (2012), “Snow and leverage”, *Review of Financial Studies*, 25(3), 680-710.

Οι επιχειρήσεις που ταξινομήθηκαν στην κατηγορία υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και δεν εξυπηρετούσαν τα δάνειά τους κρίθηκαν ως στρατηγικοί κακοπληρωτές, ενώ για εκείνες που ταξινομήθηκαν στην κατηγορία χαμηλής διαβάθμισης η μη αποπληρωμή κρίθηκε ότι ήταν αποτέλεσμα αντικειμενικής δυσκολίας.⁴ Για δε τις επιχειρήσεις που είχαν ταξινομηθεί στην τρίτη κατηγορία διαβάθμισης, κριτήριο διαχωρισμού σε στρατηγικούς κακοπληρωτές ή μη αποτέλεσε η συναλλακτική τους συμπεριφορά, δηλαδή το αν εξυπηρετούσαν τα δάνειά τους σε τουλάχιστον μία τράπεζα και αθετούσαν τις υποχρεώσεις τους στις υπόλοιπες.

Από τη μελέτη του δείγματος προκύπτει ότι την περίοδο 2010-2015 μία στις έξι επιχειρήσεις κατά μέσο όρο εμφανίζει χαρακτηριστικά στρατηγικού κακοπληρωτή (βλ. το διάγραμμα).

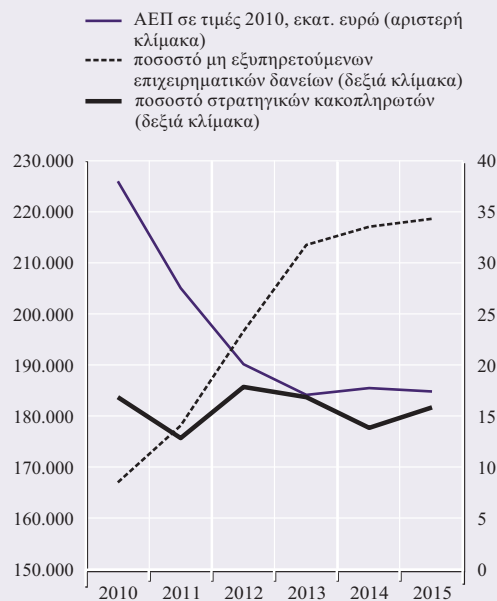
Το ποσοστό των στρατηγικών κακοπληρωτών στο σύνολο των δανειοληπτών με δάνεια σε καθυστέρηση φαίνεται να διατηρείται σχετικά σταθερό σε όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, εξέλιξη ωστόσο που οφείλεται στο γεγονός ότι η αύξηση του ποσοστού των στρατηγικών κακοπληρωτών στο σύνολο των δανειοληπτών αντισταθμίστηκε από το συνεχώς μεγαλύτερο ποσοστό των δανειοληπτών με αντικειμενική αδυναμία εξυπηρέτησης των δανείων τους, ως αποτέλεσμα των συνθηκών ύφεσης και έλλειψης ρευστότητας.

Τα ανωτέρω ευρήματα δεν διαφοροποιούνται ουσιαστικά ως προς τη γεωγραφική κατανομή, ενώ όσον αφορά την κλαδική κατανομή, χωρίς να υπάρχουν πολύ μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των κλάδων, φαίνεται ότι συγκριτικά μεγαλύτερο ποσοστό στρατηγικών κακοπληρωτών εμφανίζεται σε κλάδους που σχετίζονται με τις κατασκευές και την αγορά ακινήτων, αλλά και σε εκείνους της βιομηχανίας, των πληροφοριών και επικοινωνιών, καθώς και των διοικητικών και υποστηρικτικών υπηρεσιών.

Όσον αφορά τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα εμφάνισης συμπεριφοράς στρατηγικού κακοπληρωτή, φαίνεται ότι επιχειρήσεις με υψηλό δανεισμό ή χαμηλή αξία εξασφάλισης ή υψηλή κερδοφορία είναι πιθανότερο να εμφανιστούν ως στρατηγικοί κακοπληρωτές. Ίδια συμπεριφορά φαίνεται να έχουν και οι επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους και ηλικίας. Ενδεικτικά, φαίνεται ότι οι μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις έχουν 30% μεγαλύτερη πιθανότητα από τις μικρού ή μεγάλο μεγέθους επιχειρήσεις να γίνουν στρατηγικοί κακοπληρωτές, ενώ μεταξύ επιχειρήσεων που αθετούν τις δανειακές τους υποχρεώσεις εκείνες που εμφανίζουν υψηλή κερδοφορία εμφανίζουν κατά 62% αυξημένη πιθανότητα στρατηγικής αθέτησης των δανειών τους υποχρεώσεων.

⁴ Επισημαίνεται ότι για το διαχωρισμό των επιμέρους κατηγοριών πιστοληπτικής αξιολόγησης βάσει των οποίων ταξινομήθηκαν οι επιχειρήσεις του δείγματος, εναλλακτικά προς την αξιοποίηση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν και τα οικονομικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεων, με τα τελικά αποτελέσματα να μη διαφοροποιούνται ουσιαστικά, επιβεβαιώνοντας την ισχύ της διαδικασίας ταυτοποίησης.

ΑΕΠ, μη εξυπηρετούμενα επιχειρηματικά δάνεια και ποσοστό στρατηγικών κακοπληρωτών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Είναι γενικά παραδεκτό ότι η διατήρηση του ποσοστού μη εξυπηρετούμενων δανείων¹ σε υψηλό επίπεδο για παρατεταμένη χρονική περίοδο έχει αρνητικό αντίκτυπο τόσο στα θεμελιώδη μεγέθη και τη σταθερότητα του τραπεζικού τομέα όσο και ευρύτερα στην οικονομική δραστηριότητα και την κοινωνική συνοχή. Έτσι, η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί εύλογα βασική προτεραιότητα για την Τράπεζα της Ελλάδος αλλά και για την ΕΚΤ, καθώς αρκετές χώρες που επλήγησαν από την κρίση, όπως η Κύπρος, η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Πορτογαλία, η Σλοβενία και η Ισπανία, καταγράφουν υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του προβλήματος, πέρα από τις επιμέρους εθνικές πρωτοβουλίες (βλ. ενδεικτικά για την Ελλάδα το Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου), η ΕΚΤ έθεσε το Σεπτέμβριο του 2016 σε διαβούλευση ένα έγγραφο κατευθύνσεων προς τις τράπεζες σχετικά με τη διαχείριση και παρακολούθηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.² Οι εν λόγω οδηγίες συνδέονται με ολόκληρο τον κύκλο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και καλύπτουν θεματικές ενότητες, όπως η διαμόρφωση στρατηγικής για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, η εσωτερική οργάνωση των τραπεζών, η διαμόρφωση εναλλακτικών λύσεων ρύθμισης, η καταγραφή και παρακολούθηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο σχηματισμός προβλέψεων και η διενέργεια διαγραφών και τέλος η αποτίμηση των εξασφαλίσεων. Οι ελληνικές τράπεζες ήδη εφαρμόζουν το μεγαλύτερο μέρος αυτών των κατευθύνσεων, δεδομένου του ενισχυμένου εποπτικού πλαισίου που είχε διαμορφωθεί με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 42/2014 της Τράπεζας της Ελλάδος.³

Αναπόσπαστο μέρος της στρατηγικής για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί, σύμφωνα και με τον παραπάνω οδηγό, η χάραξη, παρακολούθηση και επίτευξη συγκεκριμένων ποσοτικών στόχων ανά χρονικό ορίζοντα, ανά χαρτοφυλάκιο και ανά τρόπο διαχείρισης (π.χ. μέσω ρύθμισης, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων, μεταβίβασης κ.λπ.). 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 και έξι με στόχευση σε συγκεκριμένες δράσεις – βλ. τον πίνακα), καθώς και βασικών δεικτών απόδοσης. Οι επιχειρησιακοί αυτοί στόχοι συμφωνήθηκαν τον Ιούνιο του 2016 μετά από διαβούλευση της Τράπεζας της Ελλάδος και της ΕΚΤ με καθεμία από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες και αφορούν την περίοδο από το γ' τρίμηνο του 2016 έως το 2019. Αντίστοιχο πλαίσιο έχει διαμορφωθεί και για τις υπόλοιπες τράπεζες του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η Τράπεζα Αττικής και οι δύο μεγαλύτερες συνεταιριστικές τράπεζες, η Παγκρήτεια και η Συνεταιριστική Τράπεζα Χανίων, έχουν συμφωνήσει με την Τράπεζα της Ελλάδος να τηρούν και τους εννέα επιχειρησιακούς στόχους, ενώ οι μικρότερες τράπεζες θα εφαρμόζουν μόνο κάποιους από αυτούς,

1 Οι επιχειρησιακοί στόχοι έχουν τεθεί μόνο για εντός ισολογισμού στοιχεία. Ο όρος “άνοιγμα” είναι ευρύτερος και περιλαμβάνει και εκτός ισολογισμού στοιχεία (Κανονισμός ΕΕ αριθ. 575/2013, άρθρο 5).

2 Βλ. σχετικά “Draft guidance to banks on non-performing loans”, https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl/npl_guidance.en.pdf.

3 Με την ΠΕΕ 42/2014 η Τράπεζα της Ελλάδος είχε ζητήσει από τις ελληνικές τράπεζες να συγκροτήσουν οργανωτικά ανεξάρτητη μονάδα διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, να κατηγοριοποιήσουν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στο χαρτοφυλάκιο τους με βάση σαφή κριτήρια και χαρακτηριστικά και να διαμορφώσουν διακριτή και καταγεγραμμένη στρατηγική διαχείρισής τους, να αναπτύξουν τύπους ρύθμισης για κάθε κατηγορία μη εξυπηρετούμενων δανείων και να προβούν στην καλύτερη αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης των δανειοληπτών, να μεριμνήσουν ώστε η υλοποίηση της διαχείρισης να υποστηρίζεται από τα κατάλληλα μηχανογραφικά συστήματα, διαδικασίες και συστήματα διοικητικής πληροφόρησης και, τέλος, να παρέχουν αυξημένη πληροφόρηση προς την Τράπεζα της Ελλάδος μέσω της υποβολής τακτικών εκθέσεων.

στο πλαίσιο της αρχής της αναλογικότητας. Η πορεία επίτευξης των επιχειρησιακών στόχων θα παρακολουθείται για όλες τις τράπεζες ανά τρίμηνο και θα αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της εποπτικής αξιολόγησης. Από το τέλος Νοεμβρίου και κάθε τρίμηνο, θα αναρτάται στην ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος έκθεση σχετικά με την πορεία επίτευξης των επιχειρησιακών στόχων για το σύνολο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το Σεπτέμβριο κάθε έτους οι τράπεζες θα υποβάλλουν εκ νέου τους επιχειρησιακούς τους στόχους με τριμηνιαία ανάλυση για το επόμενο έτος, μαζί με τα αναθεωρημένα στρατηγικά επιχειρηματικά σχέδια, και θα μπορούν να αναθεωρούν τους υπάρχοντες επιχειρησιακούς τους στόχους με κατάλληλη αιτιολόγηση.

Επιχειρησιακοί στόχοι για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια

Στόχοι αποτελεσμάτων

- 1 Υπόλοιπο (πριν από προβλέψεις) μη εξυπηρετούμενων δανείων.
- 2 Υπόλοιπο (πριν από προβλέψεις) δανείων σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών.
- 3 Ανάκτηση σε μετρητά (από εισπράξεις τόκων, προμηθειών, αποπληρωμών κεφαλαίου, διακανονισμών, ρευστοποίηση εξασφαλίσεων, πωλήσεις) μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το μέσο υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Στόχοι δράσεων

- 4 Δάνεια με μακροπρόθεσμες ρυθμίσεις προς το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων δανείων και των ρυθμισμένων με μακροπρόθεσμες ρυθμίσεις εξυπηρετούμενων δανείων.
- 5 Υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων δανείων για περίοδο άνω των 720 ημερών, τα οποία δεν έχουν καταγγεληθεί, προς το άθροισμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων για περίοδο άνω των 720 ημερών τα οποία δεν έχουν καταγγεληθεί και των καταγγελλόμενων δανείων.
- 6 Υπόλοιπο καταγγελλόμενων δανείων για τα οποία έχουν κινηθεί νομικές διαδικασίες προς το σύνολο καταγγελλόμενων δανείων.
- 7 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια βιώσιμων επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους για τις οποίες έχει διενεργηθεί ανάλυση βιωσιμότητας τους τελευταίους δώδεκα μήνες προς το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων δανείων επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους.
- 8 Υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων δανείων κοινών πιστούχων (για μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια και δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις) για τους οποίους έχει εφαρμοστεί κοινή λύση αναδιάρθρωσης από τις εμπλεκόμενες τράπεζες.
- 9 Υπόλοιπο μη εξυπηρετούμενων δανείων προς μεγάλες επιχειρήσεις για τα οποία η τράπεζα έχει αναθέσει σε εξειδικευμένο σύμβουλο την υλοποίηση σχεδίου επιχειρησιακής αναδιάρθρωσης.

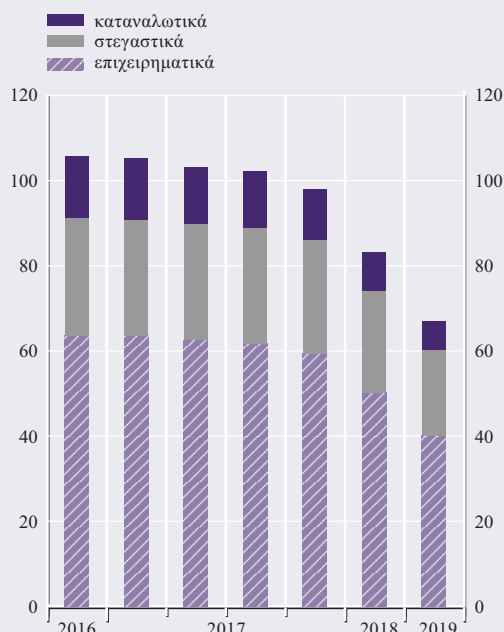
Οι στόχοι θα αναφέρονται τόσο στο συνολικό χαρτοφυλάκιο (σε ατομική βάση) όσο και ανά κατηγορία, δηλ. στεγαστικά (31% του συνολικού χαρτοφυλακίου), καταναλωτικά (11% του συνολικού χαρτοφυλακίου), επιχειρηματικά δάνεια (58% του συνολικού χαρτοφυλακίου). Για την τελευταία αυτή κατηγορία θα υπάρχει και επιμέρους ανάλυση για επιχειρήσεις πολύ μικρού μεγέθους και ελεύθερους επαγγελματίες με κύκλο εργασιών μικρότερο από 2,5 εκατ. ευρώ, μικρομεσαίες επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών άνω των 2,5 εκατ. ευρώ και κάτω των 50 εκατ. ευρώ, μεγάλες επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών άνω των 50 εκατ. ευρώ και ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Οι στόχοι αυτοί θεωρήθηκε ότι είναι οι πιο αποτελεσματικοί για την παρακολούθηση της επίδοσης των τραπεζών ως προς τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και του τρόπου που αυτή επιτυγχάνεται, με γνώμονα την παροχή βιώσιμων και ουσιαστικών λύσεων ρύθμισης στους δανειολήπτες. Συνοδεύονται δε και από μια σειρά βασικών δεικτών απόδοσης, οι οποίοι έχουν πλέον ενσωματωθεί στο νέο εποπτικό πλαίσιο αναφοράς της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 102/30.8.2016.

Σύμφωνα με τα στρατηγικά επιχειρηματικά σχέδια για τη διαχείριση μη εξυπηρετούμενων δανείων που έχουν υποβάλει οι τράπεζες και την ετήσια αναθεώρηση των επιχειρησιακών στόχων που θα γίνεται κάθε Σεπτέμβριο, οι τράπεζες έχουν δεσμευθεί για σωρευτική μείωση των μη εξυπηρε-

Εκτίμηση για την εξέλιξη του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων ανά κατηγορία (Δεκέμβριος 2016-Δεκέμβριος 2019)

(σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

σημαντικά μεγαλύτερη στο χαρτοφυλάκιο καταναλωτικών δανείων όσον αφορά την ποσοστιαία μεταβολή.

Με βάση τα ανωτέρω, εκτιμάται ότι στο τέλος του 2019 ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων⁴ προς το σύνολο των δανείων θα υποχωρήσει σε 34%, ενώ ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων με καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών προς το σύνολο δανείων σε 20%. Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι μία σημαντική προσδιοριστική παράμετρος την οποία έχουν χρησιμοποιήσει οι τράπεζες για τη διαμόρφωση των παραπάνω επιχειρησιακών στόχων είναι το εκτιμώμενο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας για τα επόμενα έτη και η επάνοδος της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

4 Αφορούν τα εντός ισολογισμού δάνεια.

5 Σύμφωνα με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια υπό ρύθμιση χαρακτηρίζονται ως αβέβαιης είσπραξης για χρονικό διάστημα ενός έτους κατ' ελάχιστον, πριν θεωρηθούν εξυπηρετούμενα.

6 Σύμφωνα με τους ορισμούς της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια περιλαμβάνονται εκτός από τα δάνεια με καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών και τα δάνεια αβέβαιης είσπραξης, ανεξαρτήτως ημερών καθυστέρησης.

τούμενων δανείων⁴ την περίοδο Ιουνίου 2016-Δεκεμβρίου 2019, ύψους περίπου 40 δισεκ. ευρώ ή κατά 38%, με το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης να δρομολογείται για τα έτη 2018 και 2019 (βλ. το διάγραμμα).

Η μείωση εκτιμάται ότι θα προέλθει κυρίως από τις επιτυχείς ρυθμίσεις δανείων⁵ (δηλαδή την αποκατάσταση της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων που βρίσκονται επί του παρόντος σε καθυστέρηση), από διαγραφές δανείων, καθώς και, σε μικρότερο βαθμό, από ρευστοποιήσεις εξασφαλίσεων και μεταβιβάσεις δανείων. Αντίθετα, αρνητική συμβολή στην περαιτέρω μείωση των υπολοίπων μη εξυπηρετούμενων δανείων εκτιμάται ότι θα έχει η συσσώρευση νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων, τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2017. Ως προς τη συμβολή των επιμέρους χαρτοφυλακίων, η μείωση των υπολοίπων μη εξυπηρετούμενων δανείων εκτιμάται ότι θα είναι μεγαλύτερη στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Όσον αφορά τα στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια, η μείωση εκτιμάται ότι θα είναι περίπου η ίδια σε απόλυτα μεγέθη, αλλά

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

22 ΙΟΥΝΙΟΥ 2016

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να άρει εκ νέου, από τις 29 Ιουνίου 2016, την εφαρμογή της ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης για τους εμπορεύσιμους τίτλους που έχει εκδώσει ή εγγυάται το Ελληνικό Δημόσιο. Έτσι, επιτρέπεται η χρήση τους ως εξασφάλισης στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, υπό τον όρο ότι πληρούν όλα τα υπόλοιπα κριτήρια επιλεξιμότητας, ενώ στην αξία των τίτλων εφαρμόζεται ειδική κλίμακα περικοπών αποτίμησης.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα εξετάσει την πιθανότητα υπαγωγής των ελληνικών κρατικών τίτλων στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα σε μεταγενέστερο στάδιο, λαμβάνοντας υπόψη την πρόοδο που έχει επιτευχθεί ως προς τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους καθώς και άλλες εκτιμήσεις σχετικές με τη διαχείριση κινδύνων.

5 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2016

Η ΕΚΤ αποφάσισε να τροποποιήσει τα κριτήρια επιλεξιμότητας των αποδεκτών εξασφαλίσεων και τα μέτρα ελέγχου κινδύνων, που εφαρμόζονται σε χρεόγραφα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας τα οποία δεν καλύπτονται από διασφαλίσεις και τα οποία εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα, εταιρίες επενδύσεων ή οντότητες στενά συνδεδεμένες μαζί τους. Τα χρεόγραφα αυτά είναι γνωστά ως τραπεζικά ομόλογα άνευ καλύμματος (Unsecured Bank Bonds – UBBs).

Η ΕΚΤ αποφάσισε να διατηρήσει επί του παρόντος την επιλεξιμότητα των ομολόγων αυτών, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζικών ομολόγων τα οποία έχουν χαμηλή εξοφλητική προτεραιότητα ως απόρροια του θεσμικού πλαισίου που διέπει τον εκδότη (statutorily subordinated UBBs) και όχι λόγω των συμβατικών όρων του χρεογράφου (contractually subordinated UBBs). Βάσει των ισχυουσών διατάξεων, τα εν λόγω χρεόγραφα δεν θα γίνονται αποδεκτά από 1 Ιανουαρίου 2017. Ως προϋπόθεση για την επιλεξιμότητα των τίτλων αυτών τίθενται πρόσθετα μέτρα για τον έλεγχο των κιν-

δύνων. Πάντως, η ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει, από 1 Ιανουαρίου 2017, το επιτρεπόμενο όριο όσον αφορά τη χρήση μη καλυμμένων τραπεζικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων από 5% σε 2,5% επί της συνολικής αξίας των εξασφαλίσεων που υποβάλλει κάθε αντισυμβαλλόμενος του Ευρωσυστήματος (η αξία λογίζεται αφού εφαρμοστούν οι περικοπές αποτίμησης). Το όριο αυτό δεν θα ισχύει σε περίπτωση που: (α) η αξία των εν λόγω στοιχείων ενεργητικού δεν υπερβαίνει τα 50 εκατ. ευρώ μετά την εφαρμογή των περικοπών αποτίμησης ή (β) αυτά τα στοιχεία ενεργητικού καλύπτονται με την εγγύηση ενός δημόσιου οργανισμού/φορέα που έχει δικαίωμα να επιβάλλει φόρους.

Η ανάγκη για αυτή την τροποποίηση των κριτηρίων επιλεξιμότητας των τραπεζικών ομολόγων προέκυψε από την εφαρμογή της Ευρωπαϊκής Οδηγίας περί ανάκαμψης και εξυγίανσης των τραπεζών και τις επερχόμενες ελάχιστες απαιτήσεις για ίδια κεφάλαια και επιλέξιμες υποχρεώσεις, καθώς και λόγω της ανάγκης να προσαρμοστούν οι συστημικές τράπεζες διεθνώς στο νέο πλαίσιο σχετικά με τη συνολική τους ικανότητα να απορροφούν ζημιές.

3 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2016

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να λάβει ορισμένα μέτρα για τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου που διέπει την αποδοχή εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε:

1. να επικαιροποιήσει, από 1 Ιανουαρίου 2017, τις περικοπές αποτίμησης που εφαρμόζονται σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα στοιχεία ενεργητικού και
2. να εισαγάγει διαβαθμισμένες περικοπές αποτίμησης για επιλέξιμες τιτλοποιημένες τραπεζικές απαιτήσεις (asset-backed securities) βάσει της Μέσης Σταθμισμένης Διάρκειας Ζωής τους (Weighted Average Life) όπως υπολογίζεται από τις αναμενόμενες ταμειακές τους ροές.

Επιπρόσθετα, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να τεθούν σε εφαρμογή εντός του β' εξαμήνου του 2017 τα εξής δύο μέτρα:

3. Εισαγωγή διαβαθμισμένων περικοπών αποτίμησης με βάση την εναπομένουσα διάρκεια και για απαιτήσεις κυμαινόμενου επιτοκίου στις οποίες επί του παρόντος εφαρμόζεται ενιαία περικοπή αποτίμησης ανεξάρτητα από τη λήξη τους,

4. Προσαρμογή των μέτρων ελέγχου κινδύνων όσον αφορά τις καλυμμένες ομολογίες οι οποίες ενσωματώνουν δυνατότητα επέκτασης της λήξης. Στόχος της προσαρμογής είναι να αναγνωριστεί ο πρόσθετος κίνδυνος που προκύπτει από τη χρήση των χρεογράφων αυτών από τον ίδιο τον εκδότη και να διασφαλιστεί η δημιουργία ενός ενιαίου θεσμικού πλαισίου για χρεόγραφα με παραπλήσιους κινδύνους.

8 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2016

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να συνεχίσει τις αγορές στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (Asset Purchase Programme – APP) μέχρι το ύψος των 80 δισεκ. ευρώ ανά μήνα που ισχύει σήμερα, έως το τέλος Μαρτίου 2017. Από τον Απρίλιο 2017, οι καθαρές αγορές τίτλων θα συνεχιστούν μέχρι το ύψος των 60 δισεκ. ευρώ μηνιαίως έως το τέλος Δεκεμβρίου 2017, ή και μεταγενέστερα αν κριθεί απαραίτητο, και σε κάθε περίπτωση έως ότου το Διοικητικό Συμβούλιο κρίνει ότι ο ρυθμός πληθωρισμού έχει επανέλθει σε επίπεδα συμβατά με το στόχο της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Επιπρόσθετα, προκειμένου να συνεχιστεί η ομαλή εφαρμογή του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να προσαρμόσει ορισμένες από τις τεχνικές παραμέτρους του: (i) διευρύνεται το σύνολο των τίτλων που θεωρούνται επιλέξιμοι για αγορά στο πλαίσιο του εν λόγω

προγράμματος ως προς την ελάχιστη εναπομένουσα διάρκειά τους, η οποία μειώνεται από δύο έτη σε ένα έτος, και (ii) επιτρέπονται πλέον, στο βαθμό που κρίνεται αναγκαίο, οι αγορές τίτλων με απόδοση στη λήξη η οποία είναι περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

Επίσης το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι, από 15 Δεκεμβρίου 2016, η ΕΚΤ και ορισμένες εθνικές κεντρικές τράπεζες (του Βελγίου, της Γερμανίας, της Ιρλανδίας, της Ισπανίας, της Γαλλίας και της Ολλανδίας) θα έχουν πλέον τη δυνατότητα να δέχονται χρηματικά διαθέσιμα ως εξασφάλιση (cash collateral) έναντι του δανεισμού προς τους αντισυμβαλλομένους των τίτλων που αποκτά το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP). Δεν απαιτείται η επανεπένδυση των χρηματικών αυτών διαθεσίμων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Ως γενικό όριο για το δανεισμό χρεογράφων που αγοράζονται μέσω του PSPP με εξασφάλιση χρηματικά διαθέσιμα ορίζονται τα 50 δισεκ. ευρώ. Προκειμένου να αποφευχθεί υπερβολική μείωση της δραστηριότητας στη διατραπεζική αγορά για καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων (repo market), η χρήση μετρητών ως εξασφάλιση θα επιβαρύνεται με το χαμηλότερο μεταξύ του επιτοκίου που ισχύει στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μείον 30 μονάδες βάσης (δηλ. επί του παρόντος -70 μονάδες βάσης) και του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά για καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων.

Τα ανωτέρω έχουν ως στόχο να υποστηριχθούν αφενός η ομαλή εφαρμογή του προγράμματος αγοράς και αφετέρου η ρευστότητα και η λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς για καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων στη ζώνη του ευρώ.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



ΠΙΝΑΚΕΣ



1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	153
2	Ισοζύγιο πληρωμών	154
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	155
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	156
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	157
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	158
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	159



Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νοπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
2012	109,8	1,5	112,5	2,2	106,5	0,5	105,0	0,3	104,9	0,1	
2013	108,8	-0,9	112,6	0,1	104,1	-2,2	103,2	-1,7	102,9	-1,9	
2014	107,4	-1,3	111,1	-1,3	102,7	-1,4	102,4	-0,7	102,0	-0,9	
2015	105,5	-1,7	108,4	-2,5	101,9	-0,7	101,9	-0,5	101,1	-0,9	
2015	I	104,7	-2,4	107,1	-3,4	101,7	-0,9	101,0	-0,7	100,2	-0,9
	II	106,3	-2,1	109,8	-2,8	101,7	-1,3	102,2	-0,9	101,7	-1,3
	III	105,3	-1,8	107,9	-2,6	102,2	-0,7	101,6	-0,5	100,5	-1,2
	IV	105,8	-0,6	108,7	-1,0	102,2	-0,1	102,8	0,3	101,9	-0,3
2016	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
2014	Ιαν.	107,4	-1,5	111,1	-0,5	102,6	-2,7	101,9	-1,4	101,3	-1,6
	Φεβρ.	105,9	-1,1	108,6	-0,2	102,6	-2,4	100,4	-0,6	99,5	-0,8
	Μάρτ.	108,4	-1,3	113,0	-0,8	102,7	-2,2	102,9	-1,0	102,7	-1,1
	Απρ.	108,9	-1,3	113,8	-1,0	102,8	-1,8	103,4	-1,3	103,3	-1,4
	Μάιος	108,1	-2,0	112,1	-2,2	103,0	-1,6	102,7	-1,7	102,4	-2,0
	Ιούν.	108,7	-1,1	113,3	-1,2	103,1	-1,0	103,4	-0,7	103,3	-0,7
	Ιούλ.	107,4	-0,7	110,8	-0,5	103,1	-0,9	102,1	-0,2	101,7	-0,2
	Αύγ.	106,1	-0,3	108,6	0,2	102,9	-1,0	101,0	0,4	100,1	0,4
	Σεπτ.	108,3	-0,8	112,8	-0,9	102,7	-0,7	103,3	-0,4	103,1	-0,5
	Οκτ.	107,3	-1,7	111,1	-2,4	102,5	-0,7	103,0	-0,8	102,8	-0,9
	Νοέμ.	106,3	-1,2	109,6	-1,6	102,2	-0,8	102,1	-0,3	101,7	-0,3
	Δεκ.	105,8	-2,6	108,9	-3,8	102,0	-0,9	102,5	-0,9	102,1	-1,1
2015	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
2016	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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,¹ 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 ²	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ²	Ταμειτηρίων	Προθεσμίας
2011	174.137	160.785	13.352	19.601	53.439	101.097
2012	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
2013	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
2014	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
2015	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
Ιαν.	168.873	156.189	12.684	17.468	52.178	99.227
Φεβρ.	164.308	152.074	12.233	17.014	50.621	96.673
Μάρτ.	165.283	152.984	12.299	16.593	49.077	99.613
Απρ.	165.877	153.382	12.495	17.230	49.317	99.330
Μάιος	157.367	145.596	11.771	16.679	48.459	92.229
Ιούν.	150.513	139.432	11.081	15.982	46.543	87.988
Ιουλ.	153.825	142.485	11.340	16.174	46.129	91.522
Αύγ.	153.328	142.182	11.146	15.490	45.545	92.292
Σεπτ.	154.246	143.322	10.924	15.949	45.154	93.143
Οκτ.	155.190	144.228	10.962	15.830	44.533	94.827
Νοέμ.	155.816	144.908	10.908	15.997	43.718	96.100
Δεκ.	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
2013	160.897	150.351	10.547	16.014	43.590	101.293
Ιαν.	163.948	153.040	10.908	15.813	43.509	104.625
Φεβρ.	163.954	153.248	10.707	16.155	43.417	104.382
Μάρτ.	162.177	152.434	9.743	16.789	43.492	101.896
Απρ.	163.300	153.474	9.826	16.979	43.298	103.023
Ιούν.	162.563	152.850	9.713	17.455	43.533	101.575
Ιουλ.	162.275	152.721	9.554	17.467	44.028	100.780
Αύγ.	162.050	152.440	9.610	17.523	44.428	100.099
Σεπτ.	161.201	151.929	9.272	18.007	44.131	99.063
Οκτ.	160.230	151.123	9.108	17.531	43.833	98.866
Νοέμ.	160.870	151.812	9.058	18.072	43.797	99.001
Δεκ.	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
2014	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
Ιαν.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
Μάρτ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
Απρ.	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
Μάιος	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
Ιούν.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
Ιουλ.	162.980	153.379	9.601	19.732	42.971	100.277
Αύγ.	164.001	154.533	9.469	19.882	43.411	100.708
Σεπτ.	164.510	154.429	10.082	20.581	43.106	100.823
Οκτ.	164.251	154.137	10.114	20.258	43.192	100.802
Νοέμ.	164.070	154.369	9.700	20.143	43.643	100.284
Δεκ.	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
2015	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
Ιαν.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
Φεβρ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
Μάιος	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
Ιούν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
Ιουλ.	120.688	114.287	6.401	18.960	46.762	54.965
Αύγ.	120.993	114.764	6.229	20.638	47.795	52.560
Σεπτ.	121.524	115.321	6.203	21.342	48.982	51.200
Οκτ.	120.935	114.732	6.202	21.090	49.546	50.299
Νοέμ.	120.757	114.262	6.495	21.916	50.233	48.608
Δεκ.	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
2016	122.083	115.960	6.124	21.853	51.161	49.069
Ιαν.	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
Ιουλ.	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματογοράς.

² Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
2011	26,18	22,88	18,97	15,75	12,97		10,72
2012				22,50	20,23	19,04	17,84
2013				10,05	10,24	9,86	9,10
2014	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
2015	15,35	12,30		9,67	9,25	8,78	8,19
2012	Ιαν.	68,08	47,04	41,84	25,91	20,10	16,91
	Φεβρ.	77,65	50,35	44,05	29,24	21,51	17,28
	Μάρτ. ¹				19,06	17,91	16,90
	Απρ.				21,48	20,18	18,63
	Μάιος				26,90	24,50	22,59
	Ιούν.				27,82	25,36	24,32
	Ιουλ.				25,82	24,58	23,39
	Αύγ.				24,34	22,73	21,10
	Σεπτ.				20,91	20,30	18,96
	Οκτ.				17,96	17,34	16,79
	Νοέμ.				17,20	15,85	15,62
	Δεκ.				13,33	12,37	12,13
2013	Ιαν.			11,10	10,66	10,28	9,51
	Φεβρ.			10,95	10,63	10,39	9,42
	Μάρτ.			11,38	11,35	10,89	9,88
	Απρ.			11,58	11,60	10,85	9,87
	Μάιος			9,07	9,48	9,03	8,42
	Ιούν.			10,07	10,19	9,59	9,06
	Ιουλ.			10,53	11,06	10,37	9,44
	Αύγ.			10,01	10,47	10,13	9,25
	Σεπτ.			10,15	10,53	10,11	9,21
	Οκτ.			8,74	9,16	9,03	8,43
	Νοέμ.			8,41	8,90	8,89	8,38
	Δεκ.			8,66	8,87	8,76	8,32
2014	Ιαν.			8,18	8,44	8,35	7,98
	Φεβρ.			7,70	7,88	7,77	7,41
	Μάρτ.			6,90	7,08	7,06	6,78
	Απρ.		4,92	6,20	6,43	6,49	6,30
	Μάιος		4,95	6,38	6,64	6,82	6,71
	Ιούν.		4,25	5,93	6,50	6,59	6,32
	Ιουλ.	3,42	4,17	6,10	6,78	6,77	6,50
	Αύγ.	3,63	4,45	6,09	6,90	6,95	6,66
	Σεπτ.	3,48	4,26	5,89	6,54	6,62	6,59
	Οκτ.	5,33	5,88	7,26	8,13	8,03	7,57
	Νοέμ.	7,04	7,16	8,10	8,84	8,70	8,09
	Δεκ.	9,25	8,55	8,42	8,92	8,58	8,08
2015	Ιαν.	12,68	10,92	9,48	9,48	8,76	8,14
	Φεβρ.	16,84	13,82	9,72	9,55	8,89	8,23
	Μάρτ.	18,11	14,62	10,52	9,85	9,01	8,35
	Απρ.	23,94	17,02	12,00	10,90	9,97	9,21
	Μάιος	21,52	15,49	10,95	9,89	9,03	8,33
	Ιούν.	25,02	17,15	11,43	10,35	9,49	8,79
	Ιουλ. ²	-	-	-	-	-	-
	Αύγ.	15,29	13,21	10,26	9,65	9,29	8,70
	Σεπτ.	11,13	9,76	8,54	8,33	8,36	7,89
	Οκτ.	9,04	8,12	7,81	7,83	7,72	7,31
	Νοέμ.	7,20	7,19	7,41	7,57	7,69	7,36
	Δεκ.	8,09	8,05	8,21	8,36	8,33	7,82
2016	Ιαν.	11,52	10,18		9,08	8,95	8,42
	Φεβρ.	12,67	13,00		10,41	9,83	8,80
	Μάρτ.	9,52	10,23		9,12	8,85	8,10
	Απρ.	11,10	10,24		9,03	8,82	8,64
	Μάιος	8,64	7,92		7,64	7,71	7,65
	Ιούν.	8,80	8,81		7,92	7,89	7,79
	Ιουλ.	9,20		8,36	7,99	7,98	7,79
	Αύγ.	8,93		8,45	8,19	8,10	7,91
	Σεπτ.	9,19		8,77	8,34	8,38	8,17
	Οκτ.	8,91		8,83	8,33	8,51	8,35

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στις 12 Μαρτίου 2012 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων ελληνικών ομολόγων μετά την ολοκλήρωση της ανταλλαγής των παλαιών ελληνικών ομολόγων στο πλαίσιο του PSI.

2 Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα καθώς η ΗΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

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 ^{1,2}		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ^{1,2}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
	Σύνολο	εξ των οποίων Απλού ταμειυτηρίου ²					
2011		0,47	0,40	4,18	0,41	3,55	2,44
2012		0,47	0,42	4,78	0,44	4,19	2,84
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2015		0,16	0,12	1,47	0,25	1,55	0,89
2012	Ιαν.	0,47	0,41	4,79	0,41	4,03	2,78
	Φεβρ.	0,47	0,41	4,86	0,46	4,08	2,83
	Μάρτ.	0,47	0,41	4,94	0,53	4,43	2,89
	Απρ.	0,47	0,41	4,96	0,47	4,37	2,92
	Μάιος	0,48	0,42	4,90	0,46	4,26	2,91
	Ιούν.	0,48	0,42	5,01	0,46	4,17	2,94
	Ιούλ.	0,47	0,42	4,82	0,40	4,29	2,86
	Αύγ.	0,47	0,42	4,56	0,40	4,04	2,72
	Σεπτ.	0,46	0,41	4,60	0,45	4,19	2,75
	Οκτ.	0,47	0,42	4,64	0,41	4,12	2,79
	Νοέμ.	0,47	0,42	4,60	0,41	4,20	2,79
	Δεκ.	0,49	0,43	4,70	0,46	4,15	2,85
2013	Ιαν.	0,48	0,42	4,59	0,47	4,23	2,81
	Φεβρ.	0,48	0,42	4,49	0,49	4,22	2,78
	Μάρτ.	0,49	0,42	4,36	0,44	3,95	2,71
	Απρ.	0,49	0,42	4,22	0,44	3,72	2,60
	Μάιος	0,49	0,42	4,06	0,44	3,70	2,51
	Ιούν.	0,41	0,33	3,89	0,49	3,24	2,40
	Ιούλ.	0,47	0,39	3,48	0,46	3,28	2,26
	Αύγ.	0,47	0,39	3,29	0,47	2,91	2,10
	Σεπτ.	0,39	0,33	3,10	0,40	2,82	1,96
	Οκτ.	0,39	0,33	2,97	0,41	2,83	1,90
	Νοέμ.	0,39	0,33	2,83	0,41	2,59	1,81
	Δεκ.	0,37	0,31	2,82	0,45	2,65	1,81
2014	Ιαν.	0,33	0,28	2,80	0,37	2,74	1,77
	Φεβρ.	0,33	0,28	2,80	0,35	2,74	1,74
	Μάρτ.	0,33	0,28	2,81	0,38	2,85	1,76
	Απρ.	0,34	0,27	2,71	0,34	2,55	1,69
	Μάιος	0,33	0,26	2,53	0,36	2,48	1,59
	Ιούν.	0,33	0,26	2,39	0,30	2,40	1,51
	Ιούλ.	0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45
	Αύγ.	0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34
	Σεπτ.	0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32
	Οκτ.	0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23
	Νοέμ.	0,22	0,16	1,88	0,25	1,86	1,19
	Δεκ.	0,21	0,15	1,82	0,26	1,85	1,15
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,30	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12
	Μάιος	0,17	0,12	1,81	0,27	1,89	1,10
	Ιούν.	0,17	0,12	1,81	0,22	1,92	1,09
	Ιούλ.	0,15	0,11	1,31	0,25	1,31	0,78
	Αύγ.	0,15	0,11	1,19	0,25	1,29	0,71
	Σεπτ.	0,15	0,11	1,18	0,22	1,30	0,69
	Οκτ.	0,15	0,11	1,06	0,21	1,19	0,62
	Νοέμ.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,13	0,58
	Δεκ.	0,15	0,11	1,02	0,19	1,14	0,56
2016	Ιαν.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,10	0,55
	Φεβρ.	0,15	0,11	0,91	0,20	0,98	0,49
	Μάρτ.	0,15	0,11	0,88	0,21	0,96	0,48
	Απρ.	0,13	0,10	0,87	0,22	0,95	0,45
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,20	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιούλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,88	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37

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.

