

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2017 - 2018



ΙΟΥΛΙΟΣ
2018



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 2017 - 2018



ΙΟΥΛΙΟΣ
2018



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο που ολοκληρώθηκε με επιτυχία η τέταρτη και τελευταία αξιολόγηση του προγράμματος. Στις 20 Αυγούστου 2018 ολοκληρώνεται τυπικά το τρίτο πρόγραμμα προσαρμογής.

Η βιώσιμη επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων θα είναι η ύστατη και καθοριστική ένδειξη ότι η οικονομία έχει υπερβεί την κρίση. Σε αντίθετη περίπτωση, οι αναπτυξιακές προοπτικές υπονομεύονται και δημιουργούνται σοβαρά προβλήματα. Η πρόσφατη πολιτική κρίση στην Ιταλία και η συνακόλουθη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατέδειξε ότι η ελληνική οικονομία είναι ακόμη ευάλωτη, καθώς μια απότομη αύξηση του κόστους δανεισμού μπορεί να εκτροχιάσει τόσο την αναπτυξιακή πορεία της χώρας όσο και τις δαπάνες εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Συνεπώς, για να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των αγορών, πρέπει να συνεχιστεί η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα όσον αφορά τη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης και την αναβάθμιση των ανεξάρτητων θεσμών.

Η απόφαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου 2018 αναμένεται ότι θα έχει σημαντική συμβολή και στους δύο τομείς: στην ομαλή έξοδο στις αγορές και στη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, και τούτο διότι:

Πρώτον, προβλέπει ενισχυμένη εποπτεία με όρους αιρεσιμότητας, που θα αποτρέψει τον εκτροχιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής και την εγκατάλειψη των μεταρρυθμίσεων. Οι ευρωπαϊκοί Θεσμοί, μαζί με το ΔΝΤ, θα αξιολογούν ανά τρίμηνο τις εξελίξεις στο δημοσιονομικό τομέα και στις μεταρρυθμίσεις και θα υποβάλλουν σχετική έκθεση στο Eurogroup και στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Η έκθεση θα δημοσιοποιείται και θα αξιολογείται στην πράξη από την αντίδραση των αγορών, η οποία θα είναι αδρός δείκτης της καθυστέρησης ή της προόδου που θα επισημαίνουν οι εκθέσεις των Θεσμών. Εξάλλου, με βάση

αυτές τις περιοδικές αξιολογήσεις θα εφαρμόζονται και μέτρα τα οποία τελούν υπό αιρεσιμότητα όπως οι επιστροφές των κερδών των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος από τα ελληνικά ομόλογα.

Δεύτερον, εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα, γεγονός που θα επηρεάσει θετικά τις αγορές και θα ενδυναμώσει την εμπιστοσύνη στο μέλλον της ελληνικής οικονομίας. Για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα, αποτελεί κλειδί η συνέχιση της δημοσιονομικής και μεταρρυθμιστικής προσπάθειας για μια μακρά χρονική περίοδο, καθώς και η δέσμευση του Eurogroup να εξετάσει περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης του χρέους στη μακροπρόθεσμη περίοδο εάν υπάρξουν απρόβλεπτες δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις. Όπως αναλύεται στο σχετικό Πλαίσιο V.1 της παρούσας έκθεσης, μια αύξηση των επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης, σε συνδυασμό με μια χαλάρωση της δημοσιονομικής προσπάθειας κατά 0,7% του ΑΕΠ ετησίως, σε σχέση με το βασικό σενάριο, οδηγεί σε αύξηση των χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου πέραν των ορίων που προβλέπονται για τη βιωσιμότητα του χρέους μετά το 2032. Στην απόφαση του Eurogroup προβλέπονται πρωτογενή πλεονάσματα 3,5% του ΑΕΠ μέχρι το 2022 και 2,2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο από το 2023 μέχρι το 2060. Ουδμία χώρα στον κόσμο, με πιθανή εξαίρεση τις πετρελαιοπαραγωγούς χώρες, έχει επιτύχει τόσο υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα και για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα. Επομένως, αυτή η υπόθεση αποτελεί και τη μεγαλύτερη επισφάλεια στην ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους μακροπρόθεσμα. Υπενθυμίζει επίσης ότι λάθη της οικονομικής πολιτικής είτε στο αιώτερο είτε στο εγγύτερο παρελθόν, τα οποία εκτόξευσαν το δημόσιο χρέος, επιβαρύνουν τις μελλοντικές γενεές με τόσο υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα.

Ειδικότερα, η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, πέραν των μεσοπρόθεσμων θετικών επιδράσεων, θα μπορούσε να έχει και άμεσα οφέλη, καθώς παρέχει στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τη διακριτική ευχέρεια να

εξετάσει τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για την αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Επίσης, να αποδεχθεί τη συμμετοχή τους στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (στην κανονική περίοδο και στην περίοδο επανεπένδυσης) με βάση το επιχείρημα ότι, στην ουσία, οι προϋποθέσεις για τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver), δηλαδή ενισχυμένη εποπτεία και αιρεσιμότητα, έχουν συμπεριληφθεί στην απόφαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου. Αν συμβεί αυτό, θα μπορούσαν να εξασφαλιστούν ορισμένα από τα θετικά αποτελέσματα που εκτιμά η Τράπεζα της Ελλάδος ότι θα μπορούσαν να προκύψουν από τη θέσπιση προληπτικής γραμμής στήριξης, κυρίως σε όρους χαμηλότερου κόστους χρηματοδότησης της οικονομίας. Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε προτείνει τη θέσπιση προληπτικής γραμμής στήριξης προκειμένου να διατηρηθεί η “παρέκκλιση” (waiver) και να μπορούν να ενταχθούν τα ελληνικά κρατικά ομόλογα στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ. Με αυτό τον τρόπο θα μειωνόταν το κόστος δανεισμού του Δημοσίου και των τραπεζών και θα μετακυλιόνταν τα οφέλη στην πραγματική οικονομία. Επίσης θα είχε αποφευχθεί η δημιουργία ενός τόσο υψηλού ταμειακού αποθέματος ασφαλείας, το οποίο επιβάρυνε σημαντικά το δημόσιο χρέος αλλά και το κόστος χρηματοδότησης του Δημοσίου.

Η οικονομική δραστηριότητα επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2017, με το ΑΕΠ να καταγράφει άνοδο κατά 1,4%. Βασικούς πυλώνες της μεγέθυνσης της οικονομίας αποτέλεσαν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι επενδύσεις.

Η ανοδική πορεία της οικονομίας συνεχίστηκε για πέμπτο συνεχόμενο τρίμηνο. Συγκεκριμένα, το α' τρίμηνο του 2018 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,8% σε σχέση με το δ' τρίμηνο του 2017, ενώ σε σύγκριση με το α' τρίμηνο του 2017 παρουσίασε αύξηση κατά 2,3%, η οποία είναι η μεγαλύτερη ετήσια

αύξηση από το 2008. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αποδίδεται κυρίως στην ιδιαίτερα θετική πορεία των εξαγωγών. Λαμβάνοντας υπόψη τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία και με βάση την πορεία πρόδρομων δεικτών οικονομικής δραστηριότητας και εμπιστοσύνης, όπως ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση και ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος, εκτιμάται ότι η ανάκαμψη θα συνεχιστεί με ταχύτερο ρυθμό το 2018.

Όσον αφορά τα δημόσια οικονομικά, η καλύτερη του αναμενομένου επίδοση των δημοσιονομικών μεγεθών το 2017, για τρίτο συνεχόμενο έτος, ενίσχυσε την αξιοπιστία της χώρας όσον αφορά τη δυνατότητα τήρησης των δεσμεύσεών της. Ωστόσο, το γεγονός ότι η υπερπρόδοση αυτή στηρίχθηκε κατά κύριο λόγο στη μεγαλύτερη του αναμενομένου φορολογική επιβάρυνση και στην περικοπή επενδυτικών δαπανών είχε αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα.

Θετικές καταγράφονται οι εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα: οι τραπεζικές καταθέσεις του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα αυξάνονται. Από τον Ιούνιο του 2015, οπότε εισήχθησαν οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, οι συνολικές καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες έχουν αυξηθεί κατά 14,6 δισεκ. ευρώ (ή κατά περίπου 9%). Οι τραπεζικές πιστώσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν σταθεροποίηση. Επίσης, οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες άντλησαν, για πρώτη φορά μετά το 2014, κεφάλαια ύψους 2.250 εκατ. ευρώ από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με την έκδοση καλυμμένων ομολογίων. Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων έχουν χαλαρώσει και η εξάρτηση των τραπεζών από την έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος έχει μειωθεί σημαντικά, με το ανώτατο όριο χρηματοδότησης μέσω του μηχανισμού έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) να ανέρχεται σήμερα σε 10,9 δισεκ. ευρώ από 90 δισεκ. ευρώ τον Ιούλιο του 2015. Παρ' όλα αυτά, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παραμένουν περιοριστικές και τα επιτόκια των τρα-

πεζικών δανείων είναι υψηλά. Επίσης, το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει η σημαντικότερη πρόκληση για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκαν σημαντικά και η καμπύλη αποδόσεων έχει εξομαλυνθεί σε μεγάλο βαθμό. Ωστόσο, τα κρατικά ομόλογα εξακολουθούν να υπολείπονται κατά πέντε βαθμίδες από την επενδυτική διαβάθμιση, ενώ και οι πρόσφατες αναταράξεις στις διεθνείς αγορές εξαιτίας της πολιτικής αβεβαιότητας στην Ιταλία άσκησαν ανοδική επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 2,0% και 2,3% για τα έτη 2018 και 2019 αντιστοίχως. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στις εξαγωγές, αλλά και στην ελαφρά άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η απασχόληση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται λόγω της επιστροφής της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, με αποτέλεσμα να προβλέπεται ότι το ποσοστό ανεργίας το 2018 θα υποχωρήσει κάτω από 20%.

Η ανοδική πορεία του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή θα συνεχιστεί και το 2018, αν και με ελαφρώς χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2017, λόγω εξάντλησης των επιδράσεων βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία.

Τέλος, σύμφωνα με τα έως τώρα διαθέσιμα δεδομένα, για το 2018 αναμένεται να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος του προγράμματός.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιβάλλονται από σημαντικές αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγγώριο περιβάλλον,

καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων και υπερβολική φορολόγηση ενδέχεται να οδηγήσουν σε επιβράδυνση της ανάκαμψης της οικονομίας. Οι κίνδυνοι που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται κυρίως με την αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς, με τις γεωπολιτικές εξελίξεις, αλλά και με την αύξηση της αποστροφής κινδύνου των επενδυτών λόγω αναταράξεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Τέλος, ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα.

Το 2017 περιορίστηκαν οι ζημιές των ελληνικών τραπεζών, ενώ το α' τρίμηνο του 2018 οι τράπεζες επανήλθαν σε κερδοφορία, η οποία όμως παραμένει αδύναμη. Η κεφαλαιακή επάρκεια διατηρείται σε υψηλό επίπεδο, οι πηγές χρηματοδότησης των τραπεζών έχουν διαφοροποιηθεί, ενώ η υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) συνεχίζεται σε συμμόρφωση με τους τεθέντες στόχους.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας παραμένουν σε υψηλά επίπεδα (15,8% και 16,4% αντίστοιχα το Μάρτιο του 2018). Τους πρώτους μήνες του 2018 διεξήχθη, στο πλαίσιο της πανευρωπαϊκής άσκησης ακραίων καταστάσεων σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, η σχετική άσκηση για τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Σκοπός της άσκησης ήταν να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα των τραπεζών σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές για την τριετία 2018-2020, με σημείο αναφοράς τα μεγέθη της 31ης Δεκεμβρίου 2017 αναμορφωμένα για την επίπτωση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9/IFRS 9).

Συνολικά, κατά μέσο όρο, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών στο δυσμενές σενάριο υποχωρεί κατά 9 ποσοστιαίες μονάδες, που αντιστοιχούν σε μείωση των ιδίων κεφαλαίων του τραπεζικού συστήματος κατά 15,5 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι η φιλοσοφία της άσκησης δεν ήταν τέτοια ώστε να τίθεται συγκεκριμένο ποσοτικό κριτήριο βάσει του οποίου θα αξιολογείτο αν οι τράπεζες πέτυχαν ή απέτυχαν στην άσκηση. Τουναντίον, τα αποτελέσματα ανά τράπεζα θα συνεκτιμηθούν από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό στο πλαίσιο της διαδικασίας εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης, βάσει της οποίας ο επόπτης ενδέχεται να ζητήσει από κάποια τράπεζα να τηρεί πρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα ή/και να θέσει ποιοτικές απαιτήσεις (αναφερόμενες συχνά ως “απαιτήσεις του Πυλώνα ΙΙ”). Ωστόσο, δεν προέκυψε κεφαλαιακό έλλειμμα ως αποτέλεσμα της άσκησης.

Οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο με την κυριότερη πρόκληση την οποία αντιμετωπίζουν, δηλαδή τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ), καθώς μείωσαν το απόθεμα αυτών των στοιχείων κατά περίπου 10% στη διάρκεια του 2017. Τα ΜΕΑ ανήλθαν στο τέλος του 2017 σε 94,4 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά περίπου 11 δισεκ. ευρώ έναντι του τέλους του 2016 (οι τράπεζες ξεπέρασαν κατά περίπου 1,6 δισεκ. ευρώ τους στόχους που είχαν θέσει για τη μείωση των ΜΕΑ). Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ κατά τη διάρκεια του 2017 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές (6,5 δισεκ. ευρώ) και πωλήσεις (3,6 δισεκ. ευρώ) μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Σύμφωνα με στοιχεία Μαρτίου 2018, το ύψος των ΜΕΑ μειώθηκε κατά 2,1% συγκριτικά με το τέλος του Δεκεμβρίου του 2017, φθάνοντας τα 92,4 δισεκ. ευρώ ή το 48,5% των συνολικών ανοιγμάτων. Η μείωση των ΜΕΑ κατά το α' τρίμηνο του 2018 οφείλεται κατά κύριο λόγο στις διαγραφές, που ανήλθαν σε 1,7 δισεκ. ευρώ. Η μείωση των ΜΕΑ που προήλθε από εισπράξεις, ρευστοποιήσεις και πωλήσεις ήταν ελαφρώς μειωμένη σε σύγκριση με το

προηγούμενο τρίμηνο. Στο μέλλον αναμένονται καλύτερες επιδόσεις, καθώς οι τράπεζες έχουν ήδη ανακοινώσει, και σε ορισμένες περιπτώσεις πραγματοποιήσει, πωλήσεις δανείων.

Η κάλυψη από προβλέψεις σε επίπεδο συστήματος έχει αυξηθεί σημαντικά, σε 49,0% το Μάρτιο του 2018 από 46,2% το Δεκέμβριο του 2017, ενώ, αν συμπεριληφθεί στις προβλέψεις και η αξία των εξασφαλίσεων (με ανώτατη αξία το υπόλοιπο του δανείου προ προβλέψεων απομείωσης), η κάλυψη των ΜΕΑ που επιτυγχάνεται ξεπερνά το 100%. Η αύξηση στην κάλυψη από προβλέψεις οφείλεται κυρίως στην αναγνώριση νέων υψηλών προβλέψεων, λόγω της εφαρμογής του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9).

Οι τράπεζες υπέβαλαν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2017 αναθεωρημένους στόχους για τη μείωση των ΜΕΑ. Ο στόχος για το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τέλος του 2019 τίθεται σε 64,6 δισεκ. ευρώ (από 66,4 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά). Η βελτίωση αυτή εκτιμάται ότι θα προέλθει από την επίσπευση πώλησης δανείων, κυρίως στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο και σε μικρότερο βαθμό στο καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο, καθώς επίσης και μέσω αύξησης των διαγραφών, κυρίως στο χαρτοφυλάκιο λιανικής. Παρά την αναμενομένη μείωση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 35,2% στο τέλος του 2019 (από 33,9% που ήταν ο αρχικός στόχος), εξαιτίας της αναθεώρησης προς τα κάτω των εκτιμήσεων για το ρυθμό πιστωτικής επέκτασης από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και της διενέργειας αυξημένων διαγραφών και πωλήσεων δανείων. Αυτό υποδηλώνει την ανάγκη για υπέρβαση της υφιστάμενης στοχοθεσίας για τη μείωση των ΜΕΑ και για επιτάχυνση των προσπαθειών βελτίωσης της ποιότητας στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών.

Τα τελευταία οκτώ χρόνια η Ελλάδα έχει εφαρμόσει τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, που έχουν εξαλείψει πλήρως τα δίδυμα ελλείμματα στη γενική κυβέρνηση και στο εξωτερικό ισοζύγιο και παράλληλα πέτυχαν σημαντική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και αύξηση της εξωστρέφειας. Παρά την έως τώρα πρόοδο, υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις για την ελληνική οικονομία, που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, όπως το υψηλό δημόσιο χρέος, το μεγάλο απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η υψηλή ανεργία, η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και η κατάρρευση των επενδύσεων. Η αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων θα καθορίσει τις μελλοντικές αναπτυξιακές προοπτικές. Προς το σκοπό αυτό, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να επικεντρωθεί στα εξής:

- **Υιοθέτηση ενός μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι φιλικότερο προς την ανάπτυξη.** Η υπερβολική εξάρτηση της δημοσιονομικής προσαρμογής από τους υψηλούς φορολογικούς συντελεστές συνιστά αντικίνητρο τόσο για την εργασία όσο και για τις επενδύσεις, ενώ παράλληλα ενθαρρύνει τη στροφή των δραστηριοτήτων προς την παραοικονομία και παρέχει κίνητρα για φοροδιαφυγή.
- **Βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.** Κάτι τέτοιο προϋποθέτει άνοιγμα των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, των κλειστών επαγγελματιών και των δικτύων μεταφοράς ενέργειας. Επιπλέον, κρίνεται απαραίτητη η ενίσχυση του “τριγώνου της γνώσης”, δηλαδή της εκπαίδευσης, της έρευνας και της καινοτομίας, με την υιοθέτηση πολιτικών και μεταρρυθμίσεων που ενθαρρύνουν την έρευνα, διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και ενισχύουν την επιχειρηματικότητα. Παράλληλα, είναι αναγκαία η βελτίωση της ποιότητας και η διασφάλιση της ανεξαρτησίας των θεσμών, καθώς αυτό αποτελεί καθοριστικό παράγοντα ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών και συμβάλλει στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.
- **Δραστικό περιορισμό του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων,** με υπέρβαση της υφιστάμενης στοχοθεσίας για τη μείωση των ΜΕΑ. Η πολιτεία, οι τράπεζες και οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να αξιολογήσουν προσεκτικά το σχέδιο οδηγιών για την ίδρυση Εθνικών Εταιριών Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων (Asset Management Companies – AMC) που δημοσίευσε πρόσφατα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον τρόπο με τον οποίο αυτό θα συμβάλει στο δραστικό περιορισμό των ΜΕΑ.
- **Επιθετική πολιτική προσέλκυσης στρατηγικών ξένων άμεσων επενδύσεων.** Για να προσελκύσει η χώρα ξένες άμεσες επενδύσεις, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην άρση σημαντικών αντικινήτρων, όπως η γραφειοκρατία, η ασάφεια και αστάθεια του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου, το μη προβλέψιμο φορολογικό σύστημα, η ελλιπής προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, οι καθυστερήσεις στη δικαστική επίλυση των διαφορών, καθώς και οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων.
- **Αντιμετώπιση των κοινωνικών και οικονομικών συνεπειών της υψηλής ανεργίας.** Υποστήριξη των μακροχρόνια ανέργων χρησιμοποιώντας προγράμματα απασχόλησης και κατάρτισης και στοχευμένες κοινωνικές μεταβιβάσεις.

Μετά από αρκετά χρόνια ύφεσης και στασιμότητας, το 2017 η οικονομία επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος βελτίωσε την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και ενίσχυσε την εμπιστοσύνη, οδήγησε σταδιακά σε επιστροφή καταθέσεων, χαλάρωση των κεφαλαιακών περιορισμών, μείωση της εξάρτησης των τραπεζών από την έκτακτη χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα και υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Η ανθεκτικότητα των τραπεζών επιβεβαιώθηκε από τα αποτελέσματα της πρόσφατης άσκησης προσομοίωσης ακραίων

καταστάσεων. Η οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το α' τρίμηνο του 2018, εξαιτίας κυρίως της ανόδου των εξαγωγών. Συνολικά για το 2018 αναμένεται επιτάχυνση της ανάπτυξης, καθώς και επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων.

Με βάση τις παραπάνω εξελίξεις, μπορεί βέβαια να προβλεφθεί ότι η οικονομία θα αναπτυχθεί ταχύτερα στο άμεσο μέλλον. Προϋποθέσεις για να συμβεί αυτό είναι:

1ον Η διασφάλιση ότι και μετά το τέλος του προγράμματος η οικονομική πολιτική θα παραμείνει προσηλωμένη στις μεταρρυθμίσεις και θα αποφύγει διολίσθηση σε πρακτικές του παρελθόντος που έφεραν την κρίση. Αυτό απαιτεί πρώτον, σταθερή πολιτική βούληση και δεύτερον, δραστική βελτίωση της λειτουργίας των μηχανισμών που καλούνται να εφαρμόσουν τις μεταρρυθμίσεις, δηλαδή του δημόσιου τομέα.

2ον Η επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές με βιώσιμους όρους. Σε αυτό θα συμβάλουν αποφασιστικά οι αποφάσεις του Eurogroup της 21ης Ιουνίου για την αναδιάρθρωση του χρέους και την ενίσχυση του αποθέματος ρευστότητας, αλλά και η δέσμευσή του ότι θα λάβει περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης του χρέους εάν υπάρξουν απρόβλεπτες, δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις.

3ον Δεδομένου ότι τα παραπάνω μέτρα συνδέονται με ενισχυμένη εποπτεία και αιρεσιμότητα (που αποτελούν ουσιαστικά τις προϋποθέσεις για τη θέσπιση προληπτικής γραμμής στήριξης), ενώ παράλληλα διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου

χρέους, παρέχουν στην ΕΚΤ τη διακριτική ευχέρεια να εξετάσει τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για την αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Παράλληλα, παρέχουν στην ΕΚΤ τη διακριτική ευχέρεια να εξετάσει την αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (στην κανονική χρονική περίοδο και στην περίοδο επανεπένδυσης).

Ενδεχόμενη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για την αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα μειώσει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από την ΕΚΤ, αλλά και μέσω των πράξεων χρηματοδότησης από τις αγορές (repo). Παράλληλα, η συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις πράξεις αγοράς της ΕΚΤ στο πλαίσιο της ποσοτικής χαλάρωσης θα μειώσει το κόστος δανεισμού του Δημοσίου. Η μείωση του κόστους δανεισμού για το Δημόσιο και τις τράπεζες θα έχει πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, καθώς εκτιμάται ότι θα μετακυλιστεί στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Κάτι τέτοιο αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα την ανάκαμψη της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα και την ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη.

Αθήνα, Ιούλιος 2018

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Γιάννης Στουρνάρας

ΜΕΛΗ

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Ηλίας Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΤΡΙΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

1	Εισαγωγή	13
2	Εξελίξεις – προοπτικές	14
3	Παγκόσμια οικονομία	17
4	Ενιαία νομισματική πολιτική	18
5	Χρηματοπιστωτικός τομέας	19
6	Επιστροφή στις αγορές με βιώσιμους όρους	22
7	Προκλήσεις και προϋποθέσεις μετάβασης σε ένα βιώσιμο εξωστρεφές πρότυπο ανάπτυξης	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	28
1.1	Παγκόσμια οικονομία	28
1.2	Ζώνη του ευρώ	32
1.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	35
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	40

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ.1

Οικονομικές επιδράσεις από την πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ	36
--	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	46
---	--	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙΙ.1

Οι συνθήκες τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ μέσα από την έρευνα SAFE	57
---	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙΙ.2

Εμπειρική διερεύνηση της αποτελεσματικότητας των μη συμβατικών μορφών νομισματικής πολιτικής στην οικονομία της ευρωζώνης	61
---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	70
2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	78
3	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	80
4	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	84
4.1	Πληθωρισμός	84
4.2	Κόστος εργασίας	85
4.3	Κέρδη επιχειρήσεων	86
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	87

5	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	95
6	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	102

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.1

Η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών αγροτικών προϊόντων	89
---	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.2

Το εισαγωγικό περιεχόμενο της συνολικής ζήτησης στην Ελλάδα	98
---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	105
2	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών κατά το 2018	121
2.1	Γενική κυβέρνηση	121
2.2	Κρατικός προϋπολογισμός	121
2.3	Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	123
2.4	Χρέος γενικής κυβέρνησης	124

ΠΛΑΙΣΙΟ V.1

Ελάφρυνση και βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και μεταμνημονιακή εποπτεία	109
---	-----

ΠΛΑΙΣΙΟ V.2

Το φορολογικό βάρος στην Ελλάδα στα χρόνια της κρίσης	113
---	-----



ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI			
ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ,			
ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ			
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ			
1 Τραπεζικές καταθέσεις	127		
2 Τραπεζικά επιτόκια	129		
3 Πιστωτικές εξελίξεις	132		
4 Χρηματοπιστωτικές αγορές	134		
4.1 Διεθνείς κεφαλαιαγορές	134		
4.2 Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	135		
4.3 Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	136		
		4.4 Αγορά μετοχών	138
		5 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	139
		6 Επισκόπηση της αγοράς ιδιωτικής	
		ασφάλισης	144
		6.1 Βασικά μεγέθη της αγοράς	144
		6.2 Εξελίξεις στο κανονιστικό/	
		θεσμικό πλαίσιο	147
		6.3 Εποπτικές δράσεις	148
		6.4 Εποπτικά μέτρα	150
		ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	151

I ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΤΡΙΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στις 20 Αυγούστου 2018 ολοκληρώνεται τυπικά το τρίτο πρόγραμμα προσαρμογής. Κλείνει έτσι μια οκταετής περίοδος σημαντικών αλλαγών στην ελληνική οικονομία, οι οποίες ήταν απαραίτητες προϋποθέσεις για να αντιμετωπιστεί η μεγάλη δημοσιονομική κρίση που κορυφώθηκε το 2009 και η συνακόλουθη κρίση χρέους.

Μια συνολική θεώρηση των εξελίξεων της περιόδου 2010-2018 οδηγεί στις ακόλουθες βασικές εκτιμήσεις:

- Οι αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν ήταν εξαιρετικά σημαντικές. Σημειώνεται κατ' αρχάς η μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή, που εξάλειψε χρόνια ελλείμματα του δημόσιου τομέα. Παράλληλα, διορθώθηκαν οι εξωτερικές ανισορροπίες, βελτιώθηκε η ανταγωνιστικότητα και εισήχθησαν αξιόλογες μεταρρυθμίσεις στη λειτουργία των αγορών. Τέλος, υποστηρίχθηκε αποτελεσματικά ο τραπεζικός τομέας, ο οποίος είχε πληγεί από τη δημοσιονομική κρίση.
- Οι αλλαγές υιοθετήθηκαν από διαδοχικές κυβερνήσεις που καλύπτουν ένα ευρύ, πλειοψηφικό τόξο του πολιτικού φάσματος. Φαίνεται ότι, στην πράξη, έχει πλέον διαμορφωθεί μια άρρητη αλλά ισχυρή κοινή βούληση να παραμείνει η χώρα στον ευρωπαϊκό δρόμο, υιοθετώντας τις αναγκαίες πολιτικές.
- Οι αλλαγές και οι μεταρρυθμίσεις διαμορφώθηκαν σε συνεργασία με τους ευρωπαϊκούς Θεσμούς και το ΔΝΤ, ψηφίστηκαν από τη Βουλή των Ελλήνων και –κυρίως– πραγματοποιήθηκαν με τη χρηματοδοτική στήριξη των εταίρων, αφού η πλήρης και συνεχής προσφυγή της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές ήταν αδύνατη από το 2010 και μετά.
- Η διάρκεια της προσαρμογής ήταν μακρά και το κόστος πολύ υψηλό σε όρους ανάπτυξης, εισοδημάτων και φορολογικής επιβάρυνσης. Έτσι, στα μακροχρόνια διαρθρωτικά προβλήματα του προτύπου οικονομικής ανά-

πτυξης προστέθηκαν νέα, εξίσου σοβαρά προβλήματα, που οφείλονται στη μακρά διάρκεια και το εύρος της ύφεσης: υψηλό δημόσιο χρέος, υψηλή μακροχρόνια ανεργία, επενδυτικό κενό, μεγάλο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, μεγάλο ποσοστό πληθυσμού που ωθείται κάτω από το όριο της φτώχειας.

Η ελληνική οικονομία, μετά από μια μακρά περίοδο ύφεσης και στασιμότητας, με δεδομένη πάντως την κάλυψη των χρηματοδοτικών της αναγκών, βρίσκεται σήμερα σε φάση ανάκαμψης και πρέπει να περάσει σύντομα σε ταχύτερη ανάπτυξη, εξασφαλίζοντας όμως παράλληλα την ομαλή χρηματοδότησή της από τις αγορές. Η βιώσιμη επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων θα είναι η ύστατη και καθοριστική ένδειξη ότι η οικονομία έχει υπερβεί την κρίση. Σε αντίθετη περίπτωση, οι αναπτυξιακές προοπτικές υπονομεύονται και δημιουργούνται σοβαρά προβλήματα. Η πρόσφατη πολιτική κρίση στην Ιταλία και η συνακόλουθη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατέδειξε ότι η ελληνική οικονομία είναι ακόμη ευάλωτη, καθώς μια απότομη αύξηση του κόστους δανεισμού μπορεί να εκτροχιάσει τόσο την αναπτυξιακή πορεία της χώρας όσο και τις δαπάνες εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Το κόστος δανεισμού θα μπορούσε να επηρεαστεί ακόμη περισσότερο από τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των αγορών στην ικανότητα της ελληνικής οικονομίας να συνεχίσει την πορεία ανόδου. Συνεπώς, για να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των αγορών, πρέπει να συνεχιστεί η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα όσον αφορά τη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης και την αναβάθμιση των ανεξάρτητων θεσμών.

Η απόφαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου 2018 αναμένεται ότι θα έχει σημαντική συμβολή και στους δύο τομείς: στην ομαλή έξοδο στις αγορές και στη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, και τούτο διότι:

Πρώτον, προβλέπει ενισχυμένη εποπτεία με όρους αιρεσιμότητας, που θα αποτρέψει τον

εκτροχιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής και την εγκατάλειψη των μεταρρυθμίσεων.

Δεύτερον, εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα, γεγονός που θα επηρεάσει θετικά τις αγορές και θα ενδυναμώσει την εμπιστοσύνη στο μέλλον της ελληνικής οικονομίας. Για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα, αποτελεί κλειδί η συνέχιση της δημοσιονομικής και μεταρρυθμιστικής προσπάθειας για μια μακρά χρονική περίοδο, καθώς και η δέσμευση του Eurogroup να εξετάσει περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης του χρέους στη μακροπρόθεσμη περίοδο εάν υπάρξουν απρόβλεπτες δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις. Όπως αναλύεται στο σχετικό Πλαίσιο V.1 της παρούσας έκθεσης, μια αύξηση των επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης, σε συνδυασμό με μια χαλάρωση της δημοσιονομικής προσπάθειας κατά 0,7% του ΑΕΠ ετησίως, σε σχέση με το βασικό σενάριο, οδηγεί σε αύξηση των χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου πέραν των ορίων που προβλέπονται για τη βιωσιμότητα του χρέους μετά το 2032. Στην απόφαση του Eurogroup προβλέπονται πρωτογενή πλεονάσματα 3,5% του ΑΕΠ μέχρι το 2022 και 2,2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο από το 2023 μέχρι το 2060. Ουδενμία χώρα στον κόσμο, με πιθανή εξαίρεση τις πετρελαιοπαραγωγούς χώρες, έχει επιτύχει τόσο υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα και για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα. Επομένως, αυτή η υπόθεση αποτελεί και τη μεγαλύτερη επισφάλεια στην ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους μακροπρόθεσμα. Υπενθυμίζει επίσης ότι λάθη της οικονομικής πολιτικής είτε στο άπώτερο είτε στο εγγύτερο παρελθόν, τα οποία εκτόξευσαν το δημόσιο χρέος, επιβαρύνουν τις μελλοντικές γενεές με τόσο υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα.

Ειδικότερα, η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, πέραν των μεσοπρόθεσμων θετικών επιδράσεων, θα μπορούσε να έχει και άμεσα οφέλη, καθώς παρέχει στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τη διακριτική ευχέρεια να εξετάσει τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για την αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πρά-

ξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Επίσης, να αποδεχθεί τη συμμετοχή τους στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (στην κανονική περίοδο και στην περίοδο επανεπένδυσης) με βάση το επιχείρημα ότι, στην ουσία, οι προϋποθέσεις για τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver), δηλαδή ενισχυμένη εποπτεία και αιρεσιμότητα, έχουν συμπεριληφθεί στην απόφαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου. Αν συμβεί αυτό, θα μπορούσαν να εξασφαλιστούν ορισμένα από τα θετικά αποτελέσματα που εκτιμά η Τράπεζα της Ελλάδος ότι θα μπορούσαν να προκύψουν από τη θέσπιση προληπτικής γραμμής στήριξης, κυρίως σε όρους χαμηλότερου κόστους χρηματοδότησης της οικονομίας. Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε προτείνει τη θέσπιση προληπτικής γραμμής στήριξης προκειμένου να διατηρηθεί η “παρέκκλιση” (waiver) και να μπορούν να ενταχθούν τα ελληνικά κρατικά ομόλογα στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ. Με αυτό τον τρόπο θα μειωνόταν το κόστος δανεισμού του Δημοσίου και των τραπεζών και θα μετακυλιόνταν τα οφέλη στην πραγματική οικονομία. Επίσης θα είχε αποφευχθεί η δημιουργία ενός τόσο υψηλού ταμειακού αποθέματος ασφαλείας, το οποίο επιβάρυνε σημαντικά το δημόσιο χρέος αλλά και το κόστος χρηματοδότησης του Δημοσίου.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ-ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι εξαγωγές κινητήρια δύναμη της ανάκαμψης

Η οικονομική δραστηριότητα επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2017, με το ΑΕΠ να καταγράφει άνοδο κατά 1,4%. Βασικούς πυλώνες της μεγέθυνσης της οικονομίας αποτέλεσαν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι επενδύσεις. Οι εξαγωγές υπηρεσιών είχαν την υψηλότερη θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ εξαιτίας της σημαντικής αύξησης των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Οι εξαγωγές αγαθών συνέχισαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από ό,τι η εξωτερική ζήτηση, λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας, και συνέβαλαν θετικά στην ανάκαμψη της οικονομικής

δραστηριότητας. Θετική συμβολή στην ανάπτυξη είχαν και οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, κυρίως λόγω της αύξησης των επενδύσεων σε μεταφορικό και σε μηχανολογικό εξοπλισμό. Οριακά θετική ήταν η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης, που υποστηρίχθηκε από την αύξηση της απασχόλησης. Στον αντίποδα, αρνητική ήταν η συμβολή των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης.

Η ανοδική πορεία της οικονομίας συνεχίστηκε για πέμπτο συνεχόμενο τρίμηνο. Συγκεκριμένα, το α' τρίμηνο του 2018 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,8% σε σχέση με το δ' τρίμηνο του 2017, ενώ σε σύγκριση με το α' τρίμηνο του 2017 παρουσίασε αύξηση κατά 2,3%, η οποία είναι η μεγαλύτερη ετήσια αύξηση από το 2008. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αποδίδεται κυρίως στην ιδιαίτερα θετική πορεία των εξαγωγών. Λαμβάνοντας υπόψη τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία και με βάση την πορεία πρόδρομων δεικτών οικονομικής δραστηριότητας και εμπιστοσύνης, όπως ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση και ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος, εκτιμάται ότι η ανάκαμψη θα συνεχιστεί με ταχύτερο ρυθμό το 2018.

Ο πληθωρισμός, όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, επέστρεψε σε θετικό έδαφος το 2017 (1,1%), ωθούμενος από τους υψηλούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των διεθνών τιμών του πετρελαίου και τις πολλαπλές αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Η εξέλιξή του στη διάρκεια του τρέχοντος έτους αναμένεται ηπιότερη, λόγω της εξάντλησης των επιδράσεων βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις έμμεσων φόρων. Ωστόσο, κρίσιμες παράμετροι, ιδιαίτερα για τη συνιστώσα των ενεργειακών αγαθών, θεωρούνται η πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και η εξέλιξη της ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου.

Θετικές εξελίξεις στα δημόσια οικονομικά και στο χρηματοπιστωτικό τομέα

Όσον αφορά τα δημόσια οικονομικά, παρατηρήθηκε υπέρβαση του πρωτογενούς αποτε-

λέσματος για το 2017 έναντι του στόχου, για τρίτο συνεχές έτος. Ειδικότερα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2017, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,2% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα 1,75% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με την ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ του Απριλίου του 2018, η γενική κυβέρνηση το 2017 παρουσίασε πλεόνασμα για δεύτερη συνεχή χρονιά, ύψους 0,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος ύψους 0,6% του ΑΕΠ το 2016.

Η καλύτερη του αναμενομένου επίδοση των δημοσιονομικών μεγεθών για τρίτο συνεχόμενο έτος ενίσχυσε την αξιοπιστία της χώρας όσον αφορά τη δυνατότητα τήρησης των δεσμεύσεών της. Ωστόσο, το γεγονός ότι η υπεραπόδοση αυτή στηρίχθηκε κατά κύριο λόγο στη μεγαλύτερη του αναμενομένου φορολογική επιβάρυνση και στην περικοπή επενδυτικών δαπανών είχε αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα.

Θετικές καταγράφονται οι εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους: οι τραπεζικές καταθέσεις του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα αυξάνονται, ενώ οι τραπεζικές πιστώσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν σταθεροποίηση. Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων έχουν χαλαρώσει και η εξάρτηση των τραπεζών από την έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος έχει μειωθεί σημαντικά, με το ανώτατο όριο χρηματοδότησης μέσω του μηχανισμού έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) να ανέρχεται σήμερα σε 10,9 δισεκ. ευρώ από 90 δισεκ. ευρώ τον Ιούλιο του 2015. Παρ' όλα αυτά, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παραμένουν περιοριστικές και τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων είναι υψηλά. Επίσης, το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει η σημαντικότερη πρόκληση για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκαν σημαντικά και η καμπύλη

αποδόσεων έχει εξομαλυνθεί σε μεγάλο βαθμό. Το Ελληνικό Δημόσιο επέστρεψε στις διεθνείς αγορές ομολόγων, για πρώτη φορά από το 2014, και διεθνείς οίκοι αξιολόγησης αναβάθμισαν πρόσφατα τα ελληνικά κρατικά ομόλογα. Ωστόσο, τα κρατικά ομόλογα εξακολουθούν να υπολείπονται κατά πέντε βαθμίδες από την επενδυτική διαβάθμιση, ενώ και οι πρόσφατες αναταράξεις στις διεθνείς αγορές εξαιτίας της πολιτικής αβεβαιότητας στην Ιταλία άσκησαν ανοδική επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων.

Προβλέψεις για επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 2,0% και 2,3% για τα έτη 2018 και 2019 αντιστοίχως. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στις εξαγωγές, αλλά και στην ελαφρά άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να σημειώσει συγκρατημένη άνοδο, καθώς θα βελτιώνεται το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα ως αποτέλεσμα της αύξησης της απασχόλησης. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και η βελτίωση της ρευστότητας, λόγω της σταδιακής επιστροφής των καταθέσεων, της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και της αξιοποίησης των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων, εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στην ανάκαμψη των επενδύσεων. Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν τη θετική πορεία των τελευταίων χρόνων και θα εξακολουθήσουν να αυξάνονται, υποβοηθούμενες από το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Οι εξαγωγές υπηρεσιών θα ακολουθήσουν την εκτιμώμενη αύξηση της ζήτησης ναυτιλιακών και τουριστικών υπηρεσιών. Παράλληλα όμως, άνοδο αναμένεται ότι θα σημειώσουν και οι εισαγωγές, επηρεαζόμενες από την αύξηση της εγχώριας ζήτησης και κυρίως των επενδύσεων. Η απασχόληση αναμένεται να

συνεχίσει να αυξάνεται λόγω της επιστροφής της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ το θεσμικό πλαίσιο στην αγορά εργασίας, μετά την υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων τα χρόνια που προηγήθηκαν, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να επηρεάζει περαιτέρω θετικά την απασχόληση, με αποτέλεσμα να προβλέπεται ότι το ποσοστό ανεργίας το 2018 θα υποχωρήσει κάτω από 20%.

Η ανοδική πορεία του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή θα συνεχιστεί και το 2018, αν και με ελαφρώς χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2017, λόγω εξάντλησης των επιδράσεων βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία.

Το 2018 χαρακτηρίζεται από την έλλειψη νέων επιβαρύνσεων στην έμμεση φορολογία (με εξαίρεση το τέλος διανυκτέρευσης στα ξενοδοχεία και την εναρμόνιση των μειωμένων συντελεστών του ΦΠΑ στα εναπομείναντα νησιά με εκείνους στην υπόλοιπη χώρα). Συνεπώς, καθοριστικό ρόλο παίζουν αφενός μεν η εξάντληση των επιδράσεων βάσης, συμπεριέχοντας το γενικό πληθωρισμό, αφετέρου δε οι νέες υψηλές τιμές του πετρελαίου που επιδρούν πληθωριστικά. Η συνισταμένη των αντίρροπων αυτών δυνάμεων αναμένεται να διαμορφώσει το γενικό πληθωρισμό σε επίπεδα ελαφρώς χαμηλότερα εκείνων που καταγράφηκαν το 2017.

Σύμφωνα με τα έως τώρα διαθέσιμα δεδομένα, για το 2018 αναμένεται να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος του προγράμματος. Συγκεκριμένα, στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής εκτιμάται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης (όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης) ύψους 3,6% του ΑΕΠ το 2018, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιβάλλονται από σημαντικές **αβεβαιότητες**. Σε ό,τι αφορά το **εγχώριο περιβάλλον**, καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων και

υπερβολική φορολόγηση ενδέχεται να οδηγήσουν σε επιβράδυνση της ανάκαμψης της οικονομίας. Οι κίνδυνοι που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται κυρίως με την αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς, με τις γεωπολιτικές εξελίξεις, αλλά και με την αύξηση της αποστροφής κινδύνου των επενδυτών λόγω αναταράξεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Τέλος, ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα.

3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομία διατηρεί την αναπτυξιακή της δυναμική – Η άνοδος του εμπορικού προστατευτισμού αυξάνει την αβεβαιότητα για το μέλλον

Η **παγκόσμια οικονομία** αναμένεται να διατηρήσει την αναπτυξιακή της δυναμική το 2018, καθώς ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρά σε 3,9% – τον υψηλότερο ρυθμό από το 2011 – αντανακλώντας εξελίξεις τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες. Κοινός παράγοντας της ανάκαμψης του παγκόσμιου ΑΕΠ και του διεθνούς εμπορίου το 2017 υπήρξε η ανάκαμψη των επενδύσεων, κυρίως στις προηγμένες οικονομίες, η οποία προβλέπεται να ενισχυθεί το τρέχον έτος.

Στη **ζώνη του ευρώ**, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,1% το 2018, επίπεδο χαμηλότερο από αυτό του προηγούμενου έτους, ενώ αρκετά υψηλός αναμένεται να διατηρηθεί και ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, οδηγώντας το ποσοστό ανεργίας στο χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας. Η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης, με κύριο χαρακτηριστικό την αύξηση της συμβολής των ιδιωτικών επενδύσεων, υπό την επίδραση των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, της βελτίωσης της κερδοφορίας των

επιχειρήσεων και της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού τους, αλλά και της ισχυρής εξωτερικής ζήτησης. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,7% το 2018.

Σημαντικός κίνδυνος για τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας είναι ο εμπορικός προστατευτισμός, τόσο μέσω των άμεσων επιπτώσεων των περιοριστικών μέτρων που έχουν ανακοινωθεί (επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ σε εισαγωγές σειράς προϊόντων, αντίμετρα από την Κίνα, την ΕΕ, τον Καναδά και το Μεξικό) όσο και μέσω της αβεβαιότητας η οποία δημιουργείται από ενδεχόμενη επιδείνωση των συνθηκών του διεθνούς εμπορίου. Σημαντικό κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομία αποτελεί επίσης το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ, καθώς το κόστος αναχρηματοδότησης του αναμένεται να αυξηθεί εξαιτίας της λιγότερο διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής την οποία αναμένεται να ακολουθήσουν πολλές προηγμένες οικονομίες. Στους παράγοντες αυτούς θα πρέπει να προστεθούν ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι και οι κυρώσεις των ΗΠΑ κατά του Ιράν, οι οποίες μπορεί να έχουν σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις, μεταξύ άλλων, στην ήδη παρατηρούμενη αύξηση των διεθνών τιμών των καυσίμων. Τέλος, ο συνδυασμός του εμπορικού προστατευτισμού με την περαιτέρω ενίσχυση του δολαρίου και τον εκτεταμένο δανεισμό σε ξένο νόμισμα δημιουργεί πρόσθετους κινδύνους για τις αναδυόμενες οικονομίες που έχουν υψηλό δημόσιο ή/και ιδιωτικό χρέος σε ξένο νόμισμα.

Ενίσχυση της αρχιτεκτονικής της ευρωζώνης

Η πρόσφατη πολιτική κρίση στην Ιταλία και η άνοδος των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου κατέδειξαν ότι υπάρχουν ακόμη αρκετές προκλήσεις για την οικονομία της ευρωζώνης. Γενικότερα, οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν την παγκόσμια οικονομία υπογραμμίζουν την ανάγκη μεταρρυθμίσεων που θα ενισχύσουν την **ανθεκτικότητα** της ζώνης του ευρώ, μέσω της μείωσης των μακροοικο-

νομικών ανισορροπιών και της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, της αύξησης του παραγωγικού δυναμικού και της ενίσχυσης της καινοτομίας.

Η εύρυθμη λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) προϋποθέτει ευέλικτες αγορές αγαθών, υπηρεσιών, εργασίας και κεφαλαίων, για τη διευκόλυνση της προσαρμογής και τη μείωση τόσο της πιθανότητας μελλοντικών διαταραχών όσο και των επιπτώσεών τους σε περίπτωση εμφάνισής τους. Ταυτόχρονα, τα κράτη-μέλη οφείλουν να διατηρούν ισοσκελισμένο προϋπολογισμό ώστε να είναι σε θέση να εξομαλύνουν την επίδραση του οικονομικού κύκλου χωρίς να οδηγούνται σε δημοσιονομική εκτροπή κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης. Οι προαναφερθείσες μεταρρυθμίσεις αποτελούν μέρος της ευθύνης που πρέπει να αναλάβει κάθε κράτος-μέλος για να υποβοηθή τη λειτουργία της ΟΝΕ.

Στο πλαίσιο αυτό, είναι επίσης απαραίτητο να ενισχυθεί η θεσμική αρχιτεκτονική της ΟΝΕ και η δυνατότητά της να αντιμετωπίσει με επιτυχία τα προβλήματα που κληροδότησε η κρίση, αλλά και μελλοντικές προκλήσεις. Ως εκ τούτου, πέρα από τα παραπάνω, είναι αναγκαία η ανάληψη δράσεων και πολιτικών για τον επιμερισμό του κινδύνου και την ενίσχυση της αλληλεγγύης μεταξύ των χωρών-μελών, ειδικά σε περιόδους μεγάλων οικονομικών κρίσεων, όπως η πρόσφατη κρίση χρέους.

Για το σκοπό αυτό, **είναι αναγκαίες ορισμένες θεσμικές μεταρρυθμίσεις στην αρχιτεκτονική της ΟΝΕ**. Ειδικότερα:

- Η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης, μέσω της θέσπισης ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος Ασφάλισης Καταθέσεων και της δημοσιονομικής υποστήριξης του Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης.
- Η δημιουργία μιας πραγματικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών για την ενίσχυση του επιμερισμού των κινδύνων στον ιδιωτικό τομέα και της χρηματοδότησης των επενδύσεων.

- Η δημιουργία ενός κεντρικού εργαλείου δημοσιονομικής σταθεροποίησης, προκειμένου να ενισχυθεί ο επιμερισμός των κινδύνων στο δημόσιο τομέα.
- Ο μετασχηματισμός του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας σε ένα πλήρως ανεπτυγμένο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο, που θα ενεργεί ως δανειστής έσχατης προσφυγής για τα κράτη-μέλη.
- Η αύξηση της λογοδοσίας όλων των ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.
- Η ενίσχυση και αναμόρφωση του Μηχανισμού Μακροοικονομικών Ανισορροπιών, ο οποίος θα πρέπει να λειτουργεί συμμετρικά. Μέχρι στιγμής, το βάρος της προσαρμογής πέφτει στα κράτη-μέλη με έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και της γενικής κυβέρνησης, ενώ τα κράτη-μέλη με πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθούν να διατηρούν και να αυξάνουν τα πλεονάσματά τους.

Οι προτεινόμενες αλλαγές θα ενδυναμώσουν τη Νομισματική Ένωση και θα ενισχύσουν την πραγματική σύγκλιση στη ζώνη του ευρώ, η οποία έχει υποχωρήσει σημαντικά από το 2010 και μετά.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη συνεδρίαση της 14ης Ιουνίου 2018 αποφάσισε να διατηρήσει τον τρέχοντα διευκολυντικό χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής, με στόχο να διασφαλίσει τη συνεχή διαρκή σύγκλιση του πληθωρισμού προς επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Προς το σκοπό αυτό, αποφάσισε:

Πρώτον, ότι θα διατηρήσει το ύψος των καθαρών αγορών που διενεργεί στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (asset purchase programme – APP), το οποίο επί του παρόντος ανέρχεται σε 30 δισεκ. ευρώ

μηνιαίως, μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου του 2018. Το Διοικητικό Συμβούλιο προβλέπει ότι μετά το Σεπτέμβριο του 2018, με την επιφύλαξη εισερχόμενων στοιχείων που να επιβεβαιώνουν τις μεσοπρόθεσμες προσδοκίες του Διοικητικού Συμβουλίου για τον πληθωρισμό, το ύψος των μηνιαίων καθαρών αγορών στοιχείων ενεργητικού θα μειωθεί σε 15 δισεκ. ευρώ μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου του 2018, μετά το οποίο θα λήξουν οι καθαρές αγορές.

Δεύτερον, ότι θα διατηρήσει την πολιτική του η οποία αφορά την επανεπένδυση των ποσών από την εξόφληση τίτλων αποκτηθέντων στο πλαίσιο του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους για παρατεταμένη χρονική περίοδο μετά την ολοκλήρωση των καθαρών αγορών στοιχείων ενεργητικού και πάντως για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται αναγκαίο για τη διατήρηση ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας και ενός διευκολυντικού, σε μεγάλο βαθμό, χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής.

Τρίτον, ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα σε 0,00%, 0,25% και -0,40% αντιστοίχως. Το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ θα παραμείνουν στα σημερινά τους επίπεδα τουλάχιστον μέχρι και το καλοκαίρι του 2019 και πάντως για όσο διάστημα χρειαστεί προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η εξέλιξη του πληθωρισμού εξακολουθεί να συμβαδίζει με τις τρέχουσες προσδοκίες για μια πορεία διαρκούς προσαρμογής.

Μέχρι στιγμής, η άσκηση αυτής της πολιτικής έχει οδηγήσει σε σημαντική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση. Μαζί με άλλους παράγοντες, η υποχώρηση του κόστους και η διεύρυνση της διαθέσιμότητας χρηματοδότησης ενίσχυσαν την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Ταυτόχρονα, η υποχώρηση των επιτοκίων, η οποία μεταδόθηκε από την ενιαία αγορά χρήματος στη λιανική τραπεζική αγορά, οδήγησε, σε συνδυασμό με την άμεση επίδραση των μη

συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, σε ενίσχυση των ρυθμών ανόδου των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ, εξελίξεις που τελούν επίσης σε αμφίδρομη θετική σχέση με την οικονομική δραστηριότητα.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, ο πυρήνας του, η εξέλιξη του οποίου είναι ενδεικτική για τις προοπτικές του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο μέλλον, παραμένει υποτονικός. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες (Ιούνιος 2018) μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ετήσιος ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) θα διαμορφωθεί σε 1,7% κατά μέσο όρο τόσο το 2018 όσο και το 2019 και το 2020. Ο πυρήνας του πληθωρισμού θα επιταχυνθεί σταδιακά σε μεσοπρόθεσο ορίζοντα από 1,1% που προβλέπεται για το 2018 σε 1,6% το 2019 και 1,9% το 2020. Στην επιτάχυνση αυτή θα συμβάλει κυρίως η αναμενόμενη αύξηση του κόστους εργασίας – ήδη πρόσφατα παρατηρήθηκε ενδυνάμωση της εξέλιξης των ονομαστικών μισθών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισημαίνει ότι οι ευεργετικές επιδράσεις της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μπορούν να ενισχυθούν περαιτέρω εφόσον τα κράτη-μέλη ακολουθούν τις ενδεδειγμένες διαρθρωτικές πολιτικές που περιορίζουν την ανεργία, αυξάνουν την παραγωγικότητα και ενισχύουν την οικονομική ανάπτυξη.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Βελτίωση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και την οικονομία - Αναταράξεις στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων

Όσον αφορά τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος, οι πρόσφατες εξελίξεις υπήρξαν ευνοϊκές: η εξάρτηση από έκτακτη χρηματοδότηση της κεντρικής τράπεζας περιορίστηκε σημαντικά, η καταθετική βάση ενισχύθηκε και οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες άντλησαν, για πρώτη φορά μετά το 2014, κεφάλαια

ύψους 2.250 εκατ. ευρώ από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με την έκδοση καλυμμένων ομολογιών.

Το 2017 και τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2018 οι **καταθέσεις** στις εγχώριες τράπεζες σημείωσαν άνοδο. Οι κυριότεροι παράγοντες που υποβοήθησαν την εξέλιξη αυτή ήταν η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η σταδιακή βελτίωση της εμπιστοσύνης. Από τον Ιούνιο του 2015, οπότε εισήχθησαν οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, οι συνολικές καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες έχουν αυξηθεί κατά 14,6 δισεκ. ευρώ (ή κατά περίπου 9%). Ειδικότερα, οι καταθέσεις των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου 2017-Απριλίου 2018 κατά 5,7 δισεκ. ευρώ (ή κατά 4,8%) και καταγράφηκε σημαντική επιτάχυνση του σχετικού ετήσιου ρυθμού ανόδου.

Η συρρίκνωση της **τραπεζικής χρηματοδότησης** φαίνεται ότι έχει σταματήσει πλέον όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και οι κλάδοι του εμπορίου, του τουρισμού και των μεταφορών εκτός από τη ναυτιλία απορροφούν νέες τραπεζικές πιστώσεις. Η συρρίκνωση της τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά συνεχίστηκε με σχεδόν αμετάβλητο ρυθμό.

Η εξέλιξη της επιχειρηματικής πίστης είναι συνεπής όχι μόνο με την καταγραφείσα ενδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και με την αποκλιμάκωση των αντίστοιχων δανειακών επιτοκίων. Αντιθέτως, τα δανειακά επιτόκια για τα νοικοκυριά ακολούθησαν ήπια άνοδο σε ονομαστικούς όρους (όπως επίσης και σε πραγματικούς όρους) κατά την περίοδο από τις αρχές του 2017 μέχρι τις αρχές του 2018.

Οι εξελίξεις στα τραπεζικά επιτόκια δανεισμού συνδέονται αφενός με τις μεταβολές στο κόστος αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου με τις εκτιμήσεις για τον πιστωτικό κίνδυνο. Το κατά προσέγγιση κόστος άντλησης χρηματοδοτικών πόρων προς αναδανεισμό, στο οποίο συνυπολογί-

ζονται μέσω στάθμισης οι πόροι από την κεντρική τράπεζα και οι καταθέσεις λιανικής από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, εξακολούθησε να υποχωρεί, αλλά ηπιότερα σε σύγκριση με τα έτη που είχαν προηγηθεί. Πέραν της μείωσης του ονομαστικού κόστους των επιμέρους πηγών αναχρηματοδότησης, τα πιστωτικά ιδρύματα τροποποίησαν τη διάρθρωση του παθητικού τους υπέρ των φθηνότερων και εν γένει πλεονεκτικότερων πηγών αναχρηματοδότησης. Επιπρόσθετα, είναι πιθανόν ότι οι εκτιμήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων για τον πιστωτικό κίνδυνο βελτιώθηκαν, εξαιτίας και του γεγονότος ότι ο ρυθμός εμφάνισης νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (πέραν αυτών που υποτροπίασαν) στους ισολογισμούς τους επιβραδύνθηκε ελαφρά.

Τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των τραπεζών βελτιώνονται

Το 2017 περιορίστηκαν οι ζημιές των ελληνικών τραπεζών, ενώ το α' τρίμηνο του 2018 οι τράπεζες επανήλθαν σε κερδοφορία, η οποία όμως παραμένει αδύναμη. Η κεφαλαιακή επάρκεια διατηρείται σε υψηλό επίπεδο, οι πηγές χρηματοδότησης των τραπεζών έχουν διαφοροποιηθεί, ενώ η υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) συνεχίζεται σε συμμόρφωση με τους τεθέντες στόχους.

Ειδικότερα, τα λειτουργικά έσοδα, τόσο το 2017 όσο και το α' τρίμηνο του 2018, εμφανίζουν μικρή μείωση επηρεαζόμενα από την υποχώρηση των εσόδων από τοκοφόρες εργασίες λόγω απομόχλευσης και από την επίπτωση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9/IFRS 9), το οποίο εφαρμόστηκε από 1.1.2018. Η πτωτική πορεία των λειτουργικών εσόδων δεν αντισταθμίστηκε από τη μείωση των εξόδων για τόκους – λόγω του περιορισμού της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος και της μικρής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων καταθέσεων – αλλά και από την αύξηση που εμφάνισαν τα έσοδα από προμήθειες και χρη-

ματοοικονομικές πράξεις. Όσον αφορά τα λειτουργικά έξοδα, συνεχίστηκε η προσπάθεια περιορισμού τους μέσω του εξορθολογισμού του δικτύου καταστημάτων και μέσω προγραμμάτων εθελουσίας εξόδου. Συνολικά, τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφανίζονται μειωμένα σε ετήσια βάση τόσο για το 2017 συνολικά όσο και κατά το α' τρίμηνο του 2018. Ο αυξημένος σχηματισμός προβλέψεων για το δανειακό χαρτοφυλάκιο το 2017 συνέβαλε στην καταγραφή ζημιών (πριν από φόρους) στο τέλος του 2017, ενώ το ελαφρώς μειωμένο επίπεδο προβλέψεων για το α' τρίμηνο του 2018 βοήθησε στην καταγραφή οριακών κερδών πριν από φόρους.

Η ανθεκτικότητα των τραπεζών επιβεβαιώθηκε από τα αποτελέσματα της πρόσφατης άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας παραμένουν σε υψηλά επίπεδα (15,8% και 16,4% αντίστοιχα το Μάρτιο του 2018). Τους πρώτους μήνες του 2018 διεξήχθη, στο πλαίσιο της πανευρωπαϊκής άσκησης ακραίων καταστάσεων σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, η σχετική άσκηση για τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Σκοπός της άσκησης ήταν να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα των τραπεζών σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές για την τριετία 2018-2020, με σημείο αναφοράς τα μεγέθη της 31ης Δεκεμβρίου 2017 αναμορφωμένα για την επίπτωση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9/IFRS 9).

Συνολικά, κατά μέσο όρο, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών στο δυσμενές σενάριο υποχωρεί κατά 9 ποσοστιαίες μονάδες, που αντιστοιχούν σε μείωση των ιδίων κεφαλαίων του τραπεζικού συστήματος κατά 15,5 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι η φιλοσοφία της άσκησης δεν ήταν τέτοια ώστε να τίθεται συγκεκριμένο ποσοτικό κριτήριο βάσει του οποίου

θα αξιολογείτο αν οι τράπεζες πέτυχαν ή απέτυχαν στην άσκηση. Τουναντίον, τα αποτελέσματα ανά τράπεζα θα συνεκτιμηθούν από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό στο πλαίσιο της διαδικασίας εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης, βάσει της οποίας ο επόπτης ενδέχεται να ζητήσει από κάποια τράπεζα να τηρεί πρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα ή/και να θέσει ποιοτικές απαιτήσεις (αναφερόμενες συχνά ως “απαιτήσεις του Πυλώνα ΙΙ”). Ωστόσο, δεν προέκυψε κεφαλαιακό έλλειμμα ως αποτέλεσμα της άσκησης.

Τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα υποχωρούν σταδιακά

Οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο με την κυριότερη πρόκληση την οποία αντιμετωπίζουν, δηλαδή τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ), καθώς μείωσαν το απόθεμα αυτών των στοιχείων κατά περίπου 10% στη διάρκεια του 2017. Τα ΜΕΑ ανήλθαν στο τέλος του 2017 σε 94,4 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά περίπου 11 δισεκ. ευρώ έναντι του τέλους του 2016 (οι τράπεζες ξεπέρασαν κατά περίπου 1,6 δισεκ. ευρώ τους στόχους που είχαν θέσει για τη μείωση των ΜΕΑ). Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ κατά τη διάρκεια του 2017 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές (6,5 δισεκ. ευρώ) και πωλήσεις (3,6 δισεκ. ευρώ) μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Σύμφωνα με στοιχεία Μαρτίου 2018, το ύψος των ΜΕΑ μειώθηκε κατά 2,1% συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου του 2017, φθάνοντας τα 92,4 δισεκ. ευρώ ή το 48,5% των συνολικών ανοιγμάτων. Η μείωση των ΜΕΑ κατά το α' τρίμηνο του 2018 οφείλεται κατά κύριο λόγο στις διαγραφές, που ανήλθαν σε 1,7 δισεκ. ευρώ. Η μείωση των ΜΕΑ που προήλθε από εισπράξεις, ρευστοποιήσεις και πωλήσεις ήταν ελαφρώς μειωμένη σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο. Στο μέλλον αναμένονται καλύτερες επιδόσεις, καθώς οι τράπεζες έχουν ήδη ανακοινώσει, και σε ορισμένες περιπτώσεις πραγματοποιήσει, πωλήσεις δανείων.

Ο δείκτης ΜΕΑ παραμένει υψηλός στα περισσότερα χαρτοφυλάκια. Στο τέλος Μαρτίου του

2018, ο δείκτης ΜΕΑ διαμορφώθηκε σε 43,9% για το στεγαστικό, 57,2% για το καταναλωτικό και 49,6% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο, η μεγαλύτερη συγκέντρωση ΜΕΑ παρατηρείται στο χαρτοφυλάκιο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων (δείκτης ΜΕΑ: 69,5%), καθώς και στο χαρτοφυλάκιο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (δείκτης ΜΕΑ: 62,9%). Σταθερά καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (δείκτης ΜΕΑ: 30,4%) και στα ναυτιλιακά δάνεια (δείκτης ΜΕΑ: 35,2%).

Η κάλυψη από προβλέψεις σε επίπεδο συστήματος έχει αυξηθεί σημαντικά, σε 49,0% το Μάρτιο του 2018 από 46,2% το Δεκέμβριο του 2017, ενώ, αν συμπεριληφθεί στις προβλέψεις και η αξία των εξασφαλίσεων (με ανώτατη αξία το υπόλοιπο του δανείου προ προβλέψεων απομείωσης), η κάλυψη των ΜΕΑ που επιτυγχάνεται ξεπερνά το 100%. Η αύξηση στην κάλυψη από προβλέψεις οφείλεται κυρίως στην αναγνώριση νέων υψηλών προβλέψεων, λόγω της εφαρμογής του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9).

Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνολολόγηση της ρύθμισης. Σε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων βραχυπρόθεσμου αλλά και μακροπρόθεσμου τύπου η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Θετικό είναι ωστόσο το γεγονός ότι οι πιο πρόσφατες ρυθμίσεις παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα σε σύγκριση με εκείνες των προηγούμενων ετών, λόγω απόκτησης εμπειρίας από την πλευρά των τραπεζών, αλλά και καλύτερης εξειδίκευσης στην προσφορά των κατάλληλων προϊόντων ρύθμισης. Παράλληλα, έχει βελτιωθεί σημαντικά και ο χειρισμός περιπτώσεων μεγάλων επιχειρήσεων με ΜΕΑ σε περισσότερες από μία τράπεζες.

Οι τράπεζες υπέβαλαν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2017 αναθεωρημένους στόχους για

τη μείωση των ΜΕΑ. Ο στόχος για το ύψος των ΜΕΑ στο τέλος του 2019 τίθεται σε 64,6 δισεκ. ευρώ (από 66,4 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά). Η βελτίωση αυτή εκτιμάται ότι θα προέλθει από την επίσπευση πώλησης δανείων, κυρίως στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο και σε μικρότερο βαθμό στο καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο, καθώς επίσης και μέσω αύξησης των διαγραφών, κυρίως στο χαρτοφυλάκιο λιανικής. Παρά την αναμενόμενη μείωση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο δείκτης των ΜΕΑ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 35,2% στο τέλος του 2019 (από 33,9% που ήταν ο αρχικός στόχος), εξαιτίας της αναθεώρησης προς τα κάτω των εκτιμήσεων για το ρυθμό πιστωτικής επέκτασης από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και της διενέργειας αυξημένων διαγραφών και πωλήσεων δανείων. Αυτό υποδηλώνει την ανάγκη για υπέρβαση της υφιστάμενης στοχοθεσίας για τη μείωση των ΜΕΑ και για επιτάχυνση των προσπαθειών βελτίωσης της ποιότητας στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών.

Αγορά ιδιωτικής ασφάλισης

Αναφορικά με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα βασικά τους χρηματοοικονομικά μεγέθη και οι δείκτες φερεγγυότητας εμφάνισαν βελτίωση το 2017. Η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της, δίνει έμφαση στον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων και στην αξιολόγηση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου, του επιχειρηματικού μοντέλου, της εφαρμοζόμενης επενδυτικής πολιτικής, της συνέπειας και ποιότητας των στοιχείων και αναφορών που υποβάλλουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις και της προσαρμογής των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

6 ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΜΕ ΒΙΩΣΙΜΟΥΣ ΟΡΟΥΣ

Το βασικό ζήτημα τους ερχόμενους μήνες είναι η βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας, η οποία θα επιτρέψει την επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις αγο-

ρές με βιώσιμους όρους μετά το τέλος του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018. Αυτό απαιτεί την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Μια βασική προϋπόθεση για την επιτυχή επιστροφή στις αγορές μετά το πέρας του προγράμματος αποτελεί η διασφάλιση ότι οι μελλοντικές χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου είναι διαχειρίσιμες. Σε αυτό συμβάλλουν σημαντικά οι αποφάσεις που ελήφθησαν στο Eurogroup στις 21 Ιουνίου 2018, στο οποίο σηματοδοτήθηκε η επιτυχημένη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης του προγράμματος. Συγκεκριμένα: α) συμφωνήθηκε η καταβολή της τελευταίας δόσης συνολικού ύψους 15 δισεκ. ευρώ, β) προσδιορίστηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα και οι προϋποθέσεις ελάφρυνσης του χρέους και γ) καθορίστηκε το πλαίσιο ενισχυμένης μεταμνημονιακής εποπτείας που οριοθετεί, μεταξύ άλλων, τις δεσμεύσεις της ελληνικής κυβέρνησης για τη διατήρηση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας. Σύμφωνα με την ανακοίνωση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου 2018, προβλέπονται εκταμιεύσεις για τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας ύψους 24,1 δισεκ. ευρώ, που θα καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου για περίπου 22 μήνες μετά το τέλος του προγράμματος και ταυτόχρονα θα διευκολύνουν την πρόσβαση της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα πρόσθετα μέτρα αναδιάρθρωσης του χρέους διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα, και αναμένεται να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη στο μέλλον της οικονομίας. Για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα, αποτελεί κλειδί η συνέχιση της δημοσιονομικής και μεταρρυθμιστικής προσπάθειας για μια μακρά χρονική περίοδο, καθώς και η δέσμευση του Eurogroup να εξετάσει περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης του χρέους στη μακροπρόθεσμη περίοδο εάν υπάρξουν απρόβλεπτες δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις.

Εποπτεία και συντονισμός των πολιτικών

Όπως προαναφέρθηκε, στη συνεδρίαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου οριστικοποιήθηκε το πλαίσιο της ενισχυμένης μεταμνημονιακής εποπτείας. Οι ευρωπαϊκοί Θεσμοί, μαζί με το ΔΝΤ, θα αξιολογούν ανά τρίμηνο τις εξελίξεις στο δημοσιονομικό τομέα και στις μεταρρυθμίσεις και θα υποβάλλουν σχετική έκθεση στο Eurogroup και στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Η έκθεση θα δημοσιοποιείται και θα αξιολογείται στην πράξη από την αντίδραση των αγορών, η οποία θα είναι αδρός δείκτης της καθυστέρησης ή της προόδου που θα επισημαίνουν οι εκθέσεις των Θεσμών. Εξάλλου, με βάση αυτές τις περιοδικές αξιολογήσεις θα εφαρμόζονται και μέτρα τα οποία τελούν υπό αιρεσιμότητα όπως οι επιστροφές των κερδών των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος από τα ελληνικά ομόλογα.

Το πλαίσιο ενισχυμένης εποπτείας, σε συνδυασμό με τη διατήρηση της αιρεσιμότητας για ένα μέρος της ελάφρυνσης χρέους που αποφασίστηκε, θα μειώσει την αβεβαιότητα σχετικά με τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας και θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Στην οκταετία των προγραμμάτων ο αυξημένος έλεγχος εκ μέρους των Θεσμών συνέβαλε στην αντιμετώπιση μιας θεμελιώδους αδυναμίας της ελληνικής δημόσιας διοίκησης, η οποία προϋπήρχε της κρίσης και αφορούσε το μη επαρκή συντονισμό των πολιτικών. Επίσης αφορούσε την αδυναμία να ελέγχεται κατά πόσον οι νομοθετημένες αλλαγές εφαρμόζονται στην πράξη και κατά πόσον οι επιδιωκόμενες πολιτικές έχουν τα προβλεπόμενα αποτελέσματα. Αυτό το πλαίσιο εποπτείας, ως εξωτερικός μηχανισμός ενίσχυσης του συντονισμού των οικονομικών και άλλων πολιτικών και ελέγχου της υλοποίησης και των αποτελεσμάτων τους, θα συνεχιστεί μεν στο άμεσο μέλλον, θα εκλείψει όμως σε βάθος χρόνου.

Συνεπώς, εναπόκειται στην ελληνική κυβέρνηση και γενικότερα στην ελληνική πολιτεία να διασφαλίσει ότι ο αυστηρός αυτός επιτό-

πιος έλεγχος εκ μέρους των Θεσμών, π.χ. μέσω των τεχνικών κλιμακίων, θα υποκατασταθεί σταδιακά από την καλύτερη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης και τη στενότερη συνεργασία των συναρμόδιων υπηρεσιών. Επίσης, ο συνολικότερος και καλύτερος συντονισμός των πολιτικών απαιτεί αυστηρό κεντρικό-κυβερνητικό έλεγχο των ασκούμενων πολιτικών και μεταρρυθμίσεων και συντονισμό των υπουργείων. Επιπρόσθετα, απαιτείται έλεγχος της νομοθέτησης και εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και αξιολόγηση των αποτελεσμάτων τους από κάποιο αρμόδιο κεντρικό-κυβερνητικό φορέα (ο οποίος μπορεί π.χ. να υπάγεται στο γραφείο του εκάστοτε πρωθυπουργού ή να είναι μια αυτόνομη γενική γραμματεία υπό τον πρωθυπουργό). Κάτι τέτοιο θα βοηθούσε επίσης και στον καλύτερο μεσομακροπρόθεσμο σχεδιασμό της οικονομικής πολιτικής. Συνεπώς, η αναβάθμιση της δημόσιας διοίκησης και η ανάληψη από κάποιο κεντρικό-κυβερνητικό μηχανισμό του συντονισμού των οικονομικών και άλλων πολιτικών, παράλληλα με τον έλεγχο που θα συνεχίσουν για λίγα χρόνια να ασκούν οι Θεσμοί, θα διασφαλίσουν ότι οι πολιτικές και οι μεταρρυθμίσεις θα εφαρμόζονται και μετά το πέρας του προγράμματος, κάτι που αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη βιώσιμη έξοδο στις αγορές και τη διατηρήσιμη ανάπτυξη.

7 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΜΕΤΑΒΑΣΗΣ ΣΕ ΕΝΑ ΒΙΩΣΙΜΟ ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΣ ΠΡΟΤΥΠΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Τα τελευταία οκτώ χρόνια η Ελλάδα έχει εφαρμόσει τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, που έχουν εξαλείψει πλήρως τα δίδυμα ελλείμματα στη γενική κυβέρνηση και στο εξωτερικό ισοζύγιο και παράλληλα πέτυχαν σημαντική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

Ως αποτέλεσμα αυτών των προσπαθειών, έχει αυξηθεί σημαντικά η εξωστρέφεια της οικονομίας και έχει ήδη αρχίσει η αναδιάρθρωση της υπέρ κλάδων παραγωγής εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών με εξαγωγικό προσανατολισμό. Για παράδειγμα, το σύνολο των

εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από περίπου 19% το 2009 σε 33% το 2017, δηλαδή κατά 14 ποσοστιαίες μονάδες. Η βελτίωση αυτή προήλθε σε μεγάλο βαθμό από τις εξαγωγές, κυρίως αγαθών και δευτερευόντως υπηρεσιών.

Επίσης, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε σαφώς πιο εύρωστη θέση σε σύγκριση με τα πρώτα χρόνια της κρίσης. Σε αυτό συνέβαλαν η αναδιάρθρωση, η αναδιάρθρωση και η σημαντική ανακεφαλαιοποίησή του, μετά από αυστηρές ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, σε συνδυασμό με διεξοδικό έλεγχο της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού.

Παρά την έως τώρα πρόοδο, υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις για την ελληνική οικονομία, που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, όπως το υψηλό δημόσιο χρέος, το μεγάλο απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η υψηλή ανεργία, η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και η κατάρρευση των επενδύσεων. Η αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων θα καθορίσει τις μελλοντικές αναπτυξιακές προοπτικές. Προς το σκοπό αυτό, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να επικεντρωθεί στα εξής:

- **Υιοθέτηση ενός μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι φιλικότερο προς την ανάπτυξη.** Στη διάρκεια του 2017, η σημαντική υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος έναντι του στόχου συμπίεσε το διαθέσιμο εισόδημα και την κατανάλωση των νοικοκυριών και τελικά αφείρεσε πόρους από την πραγματική οικονομία, επιβραδύνοντας την ανάπτυξη. Ταυτόχρονα, η υπερβολική εξάρτηση της δημοσιονομικής προσαρμογής από τους υψηλούς φορολογικούς συντελεστές συνιστά αντικίνητρο τόσο για την εργασία όσο και για τις επενδύσεις, ενώ παράλληλα ενθαρρύνει τη στροφή των δραστηριοτήτων προς την παραοικονομία και παρέχει κίνητρα για φοροδιαφυγή.
- **Βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.** Κάτι τέτοιο προϋποθέτει άνοιγμα των

αγορών αγαθών και υπηρεσιών, των κλειστών επαγγελμάτων και των δικτύων μεταφοράς ενέργειας. Επιπλέον, κρίνεται απαραίτητη η ενίσχυση του “τριγώνου της γνώσης”, δηλαδή της εκπαίδευσης, της έρευνας και της καινοτομίας, με την υιοθέτηση πολιτικών και μεταρρυθμίσεων που ενθαρρύνουν την έρευνα, διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και ενισχύουν την επιχειρηματικότητα. Παράλληλα, είναι αναγκαία η βελτίωση της ποιότητας και η διασφάλιση της ανεξαρτησίας των θεσμών, καθώς αυτό αποτελεί καθοριστικό παράγοντα ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών και συμβάλλει στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

- **Δραστικό περιορισμό του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων**, με υπέρβαση της υφιστάμενης στοχοθεσίας για τη μείωση των ΜΕΑ. Στο πλαίσιο της καλύτερης διαχείρισης των ΜΕΑ, είναι σημαντικό ότι έχει αρθεί το μεγαλύτερο μέρος των θεσμικών εμποδίων που δυσχεραίνουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση των ΜΕΑ, διευκολύνοντας π.χ. την πώληση δανείων. Επίσης, η δυνατότητα ηλεκτρονικών πλειστηριασμών θα έχει θετική επίδραση στην τιμολόγηση των υπό ρευστοποίηση εξασφαλίσεων και θα συμβάλει ώστε να διευκολυνθεί η ανάπτυξη μιας δευτερογενούς αγοράς δανείων. Παράλληλα, η πολιτεία, οι τράπεζες και οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να αξιολογήσουν προσεκτικά το σχέδιο οδηγιών για την ίδρυση Εθνικών Εταιρειών Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων (Asset Management Companies – AMC) που δημοσίευσε πρόσφατα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον τρόπο με τον οποίο αυτό θα συμβάλει στο δραστικό περιορισμό των ΜΕΑ.

- Επίσης, είναι αναγκαία **μια πιο επιθετική πολιτική προσέλκυσης στρατηγικών ξένων άμεσων επενδύσεων**. Η ανάγκη αυτή γίνεται ακόμη πιο επιτακτική, αν αναλογιστούμε ότι η εγχώρια αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα έχει μειωθεί σημαντικά στη διάρκεια της κρίσης. Για να προσελκύσει η χώρα ξένες άμεσες επενδύσεις, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην άρση σημαντικών αντικινήτρων, όπως η γραφειοκρατία, η ασάφεια και αστάθεια του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαι-

σίου, το μη προβλέψιμο φορολογικό σύστημα, η ελλιπής προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, οι καθυστερήσεις στη δικαστική επίλυση των διαφορών, καθώς και οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων.

- **Αντιμετώπιση των κοινωνικών και οικονομικών συνεπειών της υψηλής ανεργίας**. Υποστήριξη των μακροχρόνια ανέργων χρησιμοποιώντας προγράμματα απασχόλησης και κατάρτισης και στοχευμένες κοινωνικές μεταβιβάσεις.

Μετά από αρκετά χρόνια ύφεσης και στασιμότητας, το 2017 η οικονομία επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος βελτίωσε την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και ενίσχυσε την εμπιστοσύνη, οδήγησε σταδιακά σε επιστροφή καταθέσεων, χαλάρωση των κεφαλαιακών περιορισμών, μείωση της εξάρτησης των τραπεζών από την έκτακτη χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα και υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Η ανθεκτικότητα των τραπεζών επιβεβαιώθηκε από τα αποτελέσματα της πρόσφατης άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Η οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το α' τρίμηνο του 2018, εξαιτίας κυρίως της ανόδου των εξαγωγών. Συνολικά για το 2018 αναμένεται επιτάχυνση της ανάπτυξης, καθώς και επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων.

Με βάση τις παραπάνω εξελίξεις, μπορεί βάσιμα να προβλεφθεί ότι η οικονομία θα αναπτυχθεί ταχύτερα στο άμεσο μέλλον. Προϋποθέσεις για να συμβεί αυτό είναι:

1ον Η διασφάλιση ότι και μετά το τέλος του προγράμματος η οικονομική πολιτική θα παραμείνει προσηλωμένη στις μεταρρυθμίσεις και θα αποφύγει διολίσθηση σε πρακτικές του παρελθόντος που έφεραν την κρίση. Αυτό απαιτεί πρώτον, σταθερή πολιτική βούληση και δεύτερον, δραστική βελτίωση της λειτουργίας των μηχανισμών που καλούνται να

εφαρμόσουν τις μεταρρυθμίσεις, δηλαδή του δημόσιου τομέα.

2ον Η επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές με βιώσιμους όρους. Σε αυτό θα συμβάλουν αποφασιστικά οι αποφάσεις του Eurogroup της 21ης Ιουνίου για την αναδιάρθρωση του χρέους και την ενίσχυση του αποθέματος ρευστότητας, αλλά και η δέσμευσή του ότι θα λάβει περαιτέρω μέτρα ελάφρυνσης του χρέους εάν υπάρξουν απρόβλεπτες, δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις.

3ον Δεδομένου ότι τα παραπάνω μέτρα συνδέονται με τη συμπερίληψη στην απόφαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου δεσμεύσεων για ενισχυμένη εποπτεία και αιρεσιμότητα (που αποτελούν ουσιαστικά τις προϋποθέσεις για τη θέσπιση προληπτικής γραμμής στήριξης), ενώ παράλληλα διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, παρέχουν στην ΕΚΤ τη διακριτική ευχέρεια να εξετάσει τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για την αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Παράλληλα, παρέχουν

στην ΕΚΤ τη διακριτική ευχέρεια να εξετάσει την αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (στην κανονική χρονική περίοδο και στην περίοδο επανεπένδυσης).

Ενδεχόμενη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για την αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα μειώσει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από την ΕΚΤ, αλλά και μέσω των πράξεων χρηματοδότησης από τις αγορές (repos). Παράλληλα, η συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις πράξεις αγοράς της ΕΚΤ στο πλαίσιο της ποσοτικής χαλάρωσης θα μειώσει το κόστος δανεισμού του Δημοσίου. Η μείωση του κόστους δανεισμού για το Δημόσιο και τις τράπεζες θα έχει πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, καθώς εκτιμάται ότι θα μετακυλιστεί στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Κάτι τέτοιο αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα την ανάκαμψη της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα και την ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία αναμένεται να διατηρήσει την αναπτυξιακή της δυναμική το 2018, αντανακλώντας εξελίξεις τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες. Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε επίπεδο ελαφρώς χαμηλότερο από αυτό του προηγούμενου έτους, ενώ αρκετά υψηλός αναμένεται να διατηρηθεί και ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης. Σημαντικοί κίνδυνοι για τις προοπτικές της παγκόσμιας και της ευρωπαϊκής οικονομίας είναι ο εμπορικός προστατευτισμός, το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ, οι ενδεχόμενες ανταράξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, καθώς και οι αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις. Ιδιαίτερα για τη ζώνη του ευρώ, σημαντική πρόκληση αποτελούν η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η τήρηση των κοινών δημοσιονομικών κανόνων και η συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ώστε να μην τεθεί σε κίνδυνο η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί τα τελευταία έτη και η οποία συνέβαλε στην ισχυρή οικονομική ανάκαμψη.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η **παγκόσμια οικονομία** αναμένεται να διατηρήσει την αναπτυξιακή της δυναμική το 2018, καθώς ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρά σε 3,9% – ο υψηλότερος ρυθμός από το 2011 – αντανακλώντας εξελίξεις τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες. Θετικές διαγράφονται επίσης οι προοπτικές ανάπτυξης των χωρών της ΝΑ Ευρώπης για το 2018. Κοινός παράγοντας της ανάκαμψης του παγκόσμιου ΑΕΠ και του διεθνούς εμπορίου το 2017 υπήρξε η ανάκαμψη των επενδύσεων, κυρίως στις προηγμένες οικονομίες, η οποία προβλέπεται να ενισχυθεί το τρέχον έτος.

Σημαντικός κίνδυνος για τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας είναι ο εμπορικός προστατευτισμός, τόσο μέσω των άμεσων επιπτώσεων των περιοριστικών μέτρων που

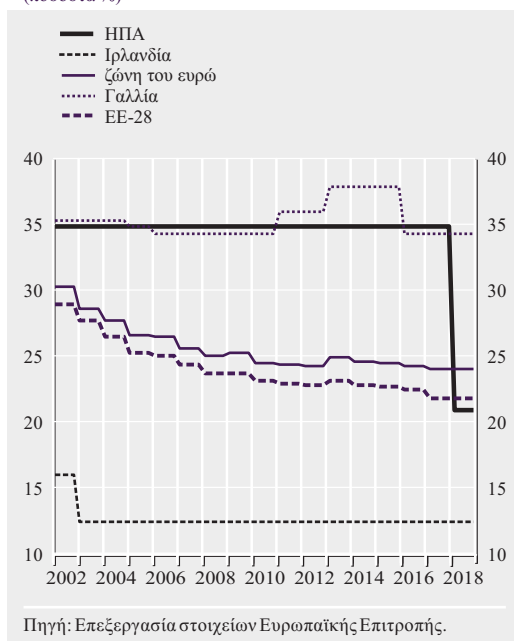
έχουν αποφασιστεί ή αναμένονται (επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ σε εισαγωγές σειράς προϊόντων, αντίμετρα από την Κίνα, την ΕΕ κ.λπ.) όσο και μέσω της αβεβαιότητας η οποία δημιουργείται από ενδεχόμενη επιδείνωση του διεθνούς εμπορίου. Σημαντικό κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομία αποτελεί επίσης το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ, καθώς το κόστος της αναχρηματοδότησής του εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με τη σταδιακή αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής στην οποία αναμένεται να προβούν πολλές προηγμένες οικονομίες. Στους παράγοντες αυτούς θα πρέπει να προστεθούν οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, οι οποίοι μπορεί να έχουν σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις, μεταξύ άλλων, στις διεθνείς τιμές των καυσίμων.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να παραμείνει ικανοποιητικός αλλά χαμηλότερος από ό,τι το προηγούμενο έτος (2,1% από 2,5%), ενώ αρκετά υψηλός αναμένεται να διατηρηθεί ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, οδηγώντας το ποσοστό ανεργίας στο χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας. Η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης, με κύριο χαρακτηριστικό την αύξηση της συμβολής των ιδιωτικών επενδύσεων, υπό την επίδραση των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, της βελτίωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού τους, αλλά και της ισχυρής εξωτερικής ζήτησης. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,7% το 2018, ελαφρώς αυξημένος έναντι του προηγούμενου έτους κυρίως λόγω των εξελίξεων στις διεθνείς τιμές της ενέργειας. Ο κίνδυνος του εμπορικού προστατευτισμού, ο οποίος απειλεί την παγκόσμια οικονομία, αποτελεί επίσης τη μεγαλύτερη πηγή αβεβαιότητας για τις προοπτικές μιας ανοικτής οικονομίας όπως είναι η ζώνη του ευρώ.

Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν την παγκόσμια οικονομία υπογραμμίζουν την ανάγκη **ενίσχυσης της ανθεκτικότητας** της ευρωπαϊκής οικονομίας, ιδιαίτερα της ζώνης

Διάγραμμα II.1 Ανώτατος φορολογικός συντελεστής εισοδήματος επιχειρήσεων στις ΗΠΑ και την ΕΕ (2002-2018)

(ποσοστά %)



του ευρώ, μέσω της μείωσης των μακροοικονομικών ανισορροπιών και της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, της αύξησης του παραγωγικού δυναμικού με την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της ενίσχυσης της καινοτομίας. Στο πλαίσιο αυτό, είναι απαραίτητο να διασφαλιστεί η ανταγωνιστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας, λαμβανομένων υπόψη των οικονομικών εξελίξεων και των μέτρων οικονομικής πολιτικής, π.χ. φορολογικών, τα οποία λαμβάνονται από τρίτες χώρες (βλ. Πλαίσιο II.1 και Διάγραμμα II.1 για την πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ). Τα μέτρα αυτά θα επηρεάσουν την ελκυστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας – ως συνόλου, αλλά και σε επίπεδο μεμονωμένων οικονομιών – ως προορισμού ξένων άμεσων επενδύσεων και οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα. Είναι επίσης σημαντικό να ενισχυθεί η θεσμική αρχιτεκτονική της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και η δυνατότητά της να αντιμετωπίσει με επιτυχία τα προβλήματα που κληροδότησε η κρίση, αλλά και μελλοντικές προκλήσεις.

I ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ¹

I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Παρά την επιβράδυνση η οποία παρατηρήθηκε το α' τρίμηνο του 2018 σε ορισμένες μεγάλες προηγμένες οικονομίες, η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να κινείται στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, βοηθούμενη από την ανάκαμψη των επενδύσεων, της βιομηχανικής παραγωγής και του διεθνούς εμπορίου. Η ισχυρή ανάκαμψη παρατηρείται ομοιόμορφα σχεδόν σε όλες τις οικονομικές περιοχές των προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Σημαντική ώθηση αναμένεται βραχυπρόθεσμα στις προηγμένες οικονομίες από την πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ και τις ευρύτερες ευνοϊκές επιδράσεις της διεθνώς, αλλά και στις αναδυόμενες οικονομίες, ιδίως εκείνες οι οποίες είναι εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων, από τη συνεχή από τα μέσα του 2017 άνοδο των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Η ευνοϊκή συγκυρία εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και την επόμενη διετία, παρά τους αυξημένους γεωπολιτικούς και άλλους κινδύνους, τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιταχυνθεί ελαφρά στο 3,9% το 2018 και το 2019, αναθεωρημένος προς τα άνω κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ σε σχέση με τις προβλέψεις του ΔΝΤ του Οκτωβρίου του 2017. Το ήμισυ της προς τα άνω αναθεώρησης αποδίδεται στη δημοσιονομική ώθηση που θα προκληθεί στις ΗΠΑ. Το ΑΕΠ των μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών ως σύνολο θα υπερβεί το δυνητικό ΑΕΠ για πρώτη φορά μετά από πολλά έτη και το παραγωγικό κενό προβλέπεται ότι θα είναι αρνητικό (0,6% του δυνητικού το 2018 και 1,1% το 2019). Δεδομένου του κύκλου αυτού, η οικονομική πολιτική αναμένεται ότι θα απομακρυνθεί από τη διαχείριση της ζήτησης και

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 21.6.2018.

Πίνακας Π.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)		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
			Παγκόσμιο σύνολο	193	100,0	3,2	3,8	3,9	2,8	3,0	3,5	0,3	0,5	0,4			
1. Προηγμένες οικονομίες	39	41,3	1,7	2,3	2,5	0,8	1,7	2,0	-2,6	-2,6	-2,6	105,9	104,4	102,9	0,7	0,8	0,7
ΗΠΑ		15,3	1,5	2,3	2,9	1,3	2,1	2,5	-4,2	-4,6	-5,3	107,2	107,8	108,0	-2,4	-2,4	-3,0
Ιαπωνία		4,3	0,9	1,7	1,2	-0,1	0,5	1,1	-3,7	-4,2	-3,4	235,6	236,4	236,0	3,8	4,0	3,8
Ην. Βασίλειο		2,3	1,9	1,8	1,5	0,7	2,7	2,5	-3,0	-1,9	-1,9	88,2	87,7	86,3	-5,8	-4,1	-3,5
Ζώνη ευρώ	19	11,6	1,8	2,5	2,1	0,2	1,5	1,7	-1,5	-0,9	-0,7	89,0	86,7	84,8	3,6	3,5	2,9
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	154	58,7	4,4	4,8	4,9	4,3	4,0	4,6	-4,8	-4,4	-4,1	46,9	49,0	51,0	-0,3	-0,1	-0,1
Κίνα		18,2	6,7	6,9	6,6	2,0	1,6	2,5	-3,7	-4,0	-4,1	44,3	47,8	51,2	1,8	1,4	1,2
Ρωσία		3,2	-0,2	1,5	1,7	7,1	3,7	2,8	-3,6	-1,5	0,0	15,7	17,4	18,7	2,0	2,6	4,5

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2018, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2018*, Μάιος 2018. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the euro area*, Ιούνιος 2018.

Σημειώσεις: Για το 2018 εκτιμήσεις και προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2017, 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.

θα στραφεί περισσότερο στην αύξηση της συνολικής προσφοράς και στις διαρθρωτικές παρεμβάσεις για τη βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας και του δυναμικού προϊόντος. Παρά την υπερβάλλουσα ζήτηση, ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες δεν αναμένεται να αυξηθεί έντονα.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ το 2017 τελικά αυξήθηκε κατά 3,8%, έναντι 3,2% το 2016. Κατά τη διάρκεια του 2017, οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για τις μεγάλες οικονομίες αναθεωρούνταν συνεχώς προς τα άνω, με εξαίρεση εκείνες για το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ινδία. Η επιτάχυνση του ΑΕΠ το 2017 υπήρξε αρκετά συγχρονισμένη μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Η επιτάχυνση αυτή βασίστηκε στη βελτίωση της εξωτερικής αλλά και της εγχώριας ζήτησης, καθώς παρατηρήθηκε τόνωση τόσο της εξαγωγικής όσο και της επενδυτικής δραστηριότητας.

Στις **προηγμένες οικονομίες** η επιτάχυνση το 2017 εκτιμάται ότι υπήρξε σημαντικότερη εκεί-

νης των αναδυόμενων οικονομιών (βλ. Πίνακα Π.1). Αξιοσημείωτες είναι οι αναθεωρήσεις προς τα άνω των εκτιμήσεων και προβλέψεων του ΔΝΤ του Απριλίου του 2018 για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες σε σχέση με τις φθινοπωρινές αντίστοιχες προβλέψεις. Η αγορά εργασίας βελτιώθηκε σημαντικά το 2017, καθώς το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί, ενώ ο ρυθμός αύξησης των μισθών επιταχύνθηκε τόσο στις ΗΠΑ και στην Ιαπωνία όσο και στη ζώνη του ευρώ. Η υποχώρηση, κατά τη διάρκεια του 2017, της αβεβαιότητας σχετικά με κινδύνους εμπορικού προστατευτισμού, σε συνδυασμό με τις σχετικά χαμηλές ακόμη, παρά την αύξησή τους το δεύτερο εξάμηνο του έτους, διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και τη βραδεία και προσεκτική ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής από τις νομισματικές αρχές των προηγμένων οικονομιών, συνέβαλαν στις θετικές αυτές εξελίξεις.

Το ΑΕΠ των ΗΠΑ αυξήθηκε το 2017 εντονότερα των προβλέψεων, καθώς υπήρξαν βελ-

τίωση του οικονομικού κλίματος, επιτάχυνση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι υποχώρησε περαιτέρω στο 4,4% το 2017, ενώ το Μάιο του 2018 έφθασε στο 3,8%, δηλ. στο χαμηλότερο ποσοστό των τελευταίων 18 ετών. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε το α' τρίμηνο του 2018 στο 2,2% (ετησιοποιημένος), έναντι 2,9% το δ' τρίμηνο του 2017. Ωστόσο, οι αποφάσεις για τη μείωση των φορολογικών συντελεστών και την αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης προβλέπεται ότι θα συμβάλουν στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης στο 2,9% το 2018, ενώ θα επιβαρύνουν το δημοσιονομικό έλλειμμα.

Στην Ιαπωνία η επιτάχυνση της οικονομίας το 2017 οφείλεται τόσο στην εγχώρια ζήτηση όσο και στην επιτάχυνση των εξαγωγών. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο χαμηλότερο από το 1994 επίπεδο, ενώ το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε περαιτέρω στο 4,0%. Για το 2018 προβλέπεται επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στο 1,2% από 1,7% το 2017.

Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου επιβραδύνθηκε για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2017 στο 1,8%, υπό το βάρος της αβεβαιότητας γύρω από την τελική συμφωνία των οικονομικών σχέσεων με την ΕΕ μετά την αποχώρησή του από αυτήν. Η μεγάλη άνοδος του πληθωρισμού (2,7% από 0,7% το 2016) και η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εξασθένησαν το διαθέσιμο εισόδημα επιβραδύνοντας την ιδιωτική κατανάλωση, ενώ η αβεβαιότητα επιβάρυνε τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Το α' τρίμηνο του 2018 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σημαντικά έναντι του προηγούμενου τριμήνου (0,1%), ενώ για το 2018 προβλέπεται περαιτέρω επιβράδυνση του ΑΕΠ στο 1,5%.

Στις αναδυόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 4,8% το 2017 από 4,4% το προηγούμενο έτος, καθώς η οικονομία της Κίνας τελικά επιταχύνθηκε αντιθέτως με τις προβλέψεις ένα εξάμηνο πριν, ενώ η ανάκαμψη της Βραζιλίας από

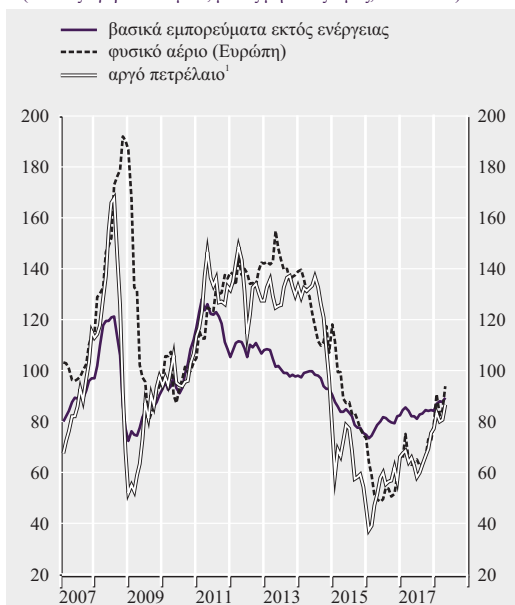
την ύφεση αποδείχθηκε ισχυρότερη των προβλέψεων. Στην Κίνα το ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 6,9% το 2017 από 6,7% το 2016. Ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών ήταν υψηλότερος εκείνου των εξαγωγών και το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε περαιτέρω στο 1,4% του ΑΕΠ το 2017 από 1,8% το προηγούμενο έτος. Η υψηλή πιστωτική επέκταση, η υψηλή μόχλευση των επιχειρήσεων και η πρόσφατη επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ παραμένουν βασικές πηγές κινδύνου για την κινεζική οικονομία.

Το **παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών** ανακάμπτει ταχύτερα των προβλέψεων σε όλες τις οικονομικές περιοχές και ο όγκος του εκτιμάται πλέον ότι θα αυξηθεί κατά 5,1% το 2018, έναντι 4,6% των προηγούμενων προβλέψεων και 4,9% το 2017. Η προς τα άνω αναθεώρηση του ρυθμού ανόδου του διεθνούς εμπορίου οφείλεται όχι μόνο στην ταχύτερη ανάκαμψη του παγκόσμιου ΑΕΠ, αλλά και στην αύξηση της εισοδηματικής ελαστικότητας του εμπορίου, η οποία είχε υποχωρήσει τα τελευταία έτη λόγω της υποτονικότητας των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου που σε σημαντικό βαθμό είναι "έντασης εμπορίου". Σημαντική ώθηση στο διεθνές εμπόριο μπορούν να δώσουν οι εμπορικές συμφωνίες διμερούς ή πολυμερούς χαρακτήρα, όπως η Συμφωνία Διευκόλυνσης του Εμπορίου (TFA) του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου και εκείνη της ΕΕ με τον Καναδά (CETA) οι οποίες υπογράφηκαν το 2017. Αντιθέτως, σημαντικούς ανασχετικούς παράγοντες στο διεθνές εμπόριο αποτελούν η απόφαση για επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ και την Κίνα στις εισαγωγές χάλυβα, αλουμινίου και πλήθους άλλων προϊόντων, η αναμενόμενη ανάλογη απάντηση από τον Καναδά και την ΕΕ και η τυχόν κλιμάκωση των κινήσεων εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς.

Η **διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου** το Μάιο βρέθηκε στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων τριάντι ετών (βλ. Διάγραμμα Π.2). Στην άνοδο αυτή, εκτός της ισχυρής διεθνούς ζήτησης λόγω της επιτάχυνσης της ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών, συνέβαλαν

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2007-Απρίλιος 2018)

(δείκτες αγοραίων τιμών, μέσες μηνιαίες τιμές, 2010=100)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.

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

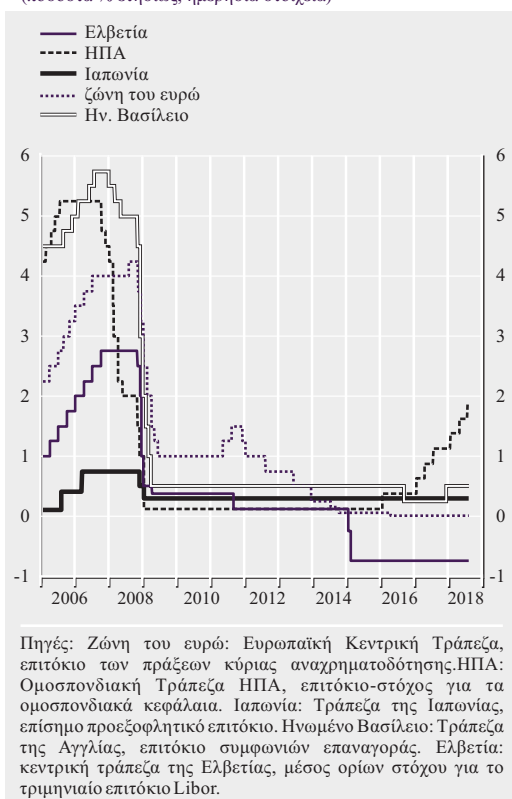
προσφάτως η μείωση των αποθεμάτων στις ΗΠΑ, η ανανέωση της συμφωνίας των χωρών του ΟΠΕΚ με τη Ρωσία και άλλες χώρες για τη μείωση της ημερήσιας παραγωγής, αλλά και η μονομερής επαναφορά από τις ΗΠΑ των κυρώσεων κατά του Ιράν. Η άνοδος των τιμών δεν αναμένεται να έχει διάρκεια, καθώς η εξόρυξη πετρελαίου από σχιστολιθικά πετρώματα στις ΗΠΑ συνεχίζει να αυξάνεται έντονα. Σε μέσα επίπεδα έτους, τον Απρίλιο προβλεπόταν άνοδος 18% σε όρους δολαρίου για το 2018, έναντι ανόδου 23,3% το 2017. Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων, αφού αυξήθηκαν κατά 6,8% το 2017, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 5,6% το 2018. Η ανάκαμψη των τιμών αυτών, ιδιαίτερα των μετάλλων, οφείλεται κυρίως στη συνεχιζόμενη έντονη κατασκευαστική δραστηριότητα στην Κίνα, αλλά και στην ανακοίνωση των προθέσεων των ΗΠΑ και τελικά στην απόφαση για επιβολή δασμών στις εισαγωγές χάλυβα και αλουμινίου.

Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες, όπως μετρείται από τον ΔΤΚ, προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί στο 2,0% το 2018 από 1,7% το 2017. Η αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, και η πλήρης απασχόληση των παραγωγικών συντελεστών αποτελούν τις βασικότερες αιτίες. Επιπλέον, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προβλέπεται ότι σχεδόν θα διπλασιαστεί το 2018 έναντι του 2017, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ. Οι πληθωριστικές προσδοκίες και πιέσεις ωστόσο παραμένουν προς το παρόν χαμηλές.

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες εξακολουθεί να έχει διευκολυντικό χαρακτήρα, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, την απόφαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ να περιορίσει το μέγεθος του ισολογισμού της και τη μείωση από την ΕΚΤ του μηνιαίου ύψους αγορών περιουσιακών στοιχείων από τον Ιανουάριο του 2018. Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** αύξησε ακόμη μία φορά (την έβδομη συνολικά από το 2015) κατά 25 μ.β. το βασικό της επιτόκιο στις 14 Ιουνίου 2018, καθορίζοντας το εύρος-στόχο γι' αυτό σε 1,75%-2,00%. Οι προηγούμενες ανάλογες αυξήσεις την τελευταία διετία είχαν πραγματοποιηθεί στις 16 Μαρτίου, 15 Ιουνίου και 14 Δεκεμβρίου 2017 και στις 22 Μαρτίου του 2018. Η **ΕΚΤ** αντιθέτως, αντιμετωπίζοντας χαμηλό ρυθμό ανόδου του πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (τους πρώτους πέντε μήνες του 2018 η μέση ετήσια μεταβολή του γενικού ΕνΔΤΚ χωρίς τον υποδείκτη τιμών ενέργειας και μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής ήταν στο 1,2%), ανακοίνωσε ότι θα διατηρήσει μηδενικό το βασικό της επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης τουλάχιστον μέχρι το καλοκαίρι του 2019. Βάσει όμως της προόδου που έχει συντελεστεί προς την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου στόχου για τον πληθωρισμό και των θετικών μακροοικονομικών εξελίξεων, εξήγγειλε νέα μείωση του μηνιαίου ορίου αγορών τίτλων από τα 30 δισεκ. ευρώ στα 15 δισεκ. ευρώ το τελευταίο τρίμηνο του έτους και τερματισμό του προ-

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2006 - 30 Ιουνίου 2018)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



γράμματος αγοράς τίτλων στο τέλος του 2018. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** αύξησε στις 2 Νοεμβρίου 2017, για πρώτη φορά τα τελευταία δέκα έτη, το εξαιρετικά χαμηλό βασικό της επιτόκιο, κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στο 0,50%, ενώ διατηρεί το ανώτατο ύψος των αγορών περιουσιακών στοιχείων στα 435 δισεκ. στερλίνες. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, στην οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, σε μια προσπάθεια αποτροπής των ανατιμητικών πιέσεων επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα II.3).

Η **δημοσιονομική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα προσφέρει ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2018, μετά από τη συσταλτική

κατεύθυνση που είχε ακολουθήσει την περίοδο 2011-2015. Η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα είναι επεκτατική το 2018 στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2017 παρέμεινε σταθερό στο 2,6% του ΑΕΠ για τρίτο συνεχόμενο έτος. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε στο 4,6% του ΑΕΠ από 4,2% το 2016, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε στο 107,8% του ΑΕΠ από 107,2% το 2016. Το 2018 αναμένεται επιδείνωση τόσο του ελλείμματος (5,3% του ΑΕΠ) όσο και του χρέους των ΗΠΑ. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε επίσης στο 4,2% του ΑΕΠ το 2017 από 3,7% το 2016, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε οριακά στο 236,4% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης υποχώρησε στο 1,9% του ΑΕΠ το 2017 από 3,0% το προηγούμενο έτος, ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε ελαφρώς στο 87,7% του ΑΕΠ.

1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο **ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 2,5% το 2017 – ο υψηλότερος μετά την κρίση και σαφώς πάνω από το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης – ενώ προβλέπεται να υποχωρήσει σε 2,1% το τρέχον έτος και περαιτέρω σε 1,9% το 2019. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του έτους, σε 0,4% από 0,7% το δ' τρίμηνο του 2017, υποδηλώνει τη σταδιακή μετάβαση σε περισσότερο διατηρήσιμους ρυθμούς ανάπτυξης, αλλά αντανάκλα επίσης και έκτακτους παράγοντες, όπως την επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα των ακραίων καιρικών φαινομένων σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ στις αρχές του έτους.

Η **εγχώρια ζήτηση** προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2018, με

κύριο χαρακτηριστικό την αύξηση της συμβολής των ιδιωτικών επενδύσεων, υπό την επίδραση των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, της βελτίωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού τους, αλλά και της ισχυρής εξωτερικής ζήτησης. Ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης προβλέπεται να υποχωρήσει ελαφρά το τρέχον έτος, αντανakλώντας την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, παραμένοντας ωστόσο αρκετά υψηλός. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών αναμένεται να είναι θετική το τρέχον έτος, μολονότι μειωμένη έναντι του 2017, καθώς ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών προβλέπεται να υποχωρήσει λιγότερο από αυτόν των εξαγωγών, οι οποίες θα διατηρήσουν ωστόσο έναν αρκετά ικανοποιητικό ρυθμό αύξησης, 4,2%.

Ο **πληθωρισμός** στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, επιταχύνθηκε σε 1,9% το Μάιο από 1,3% τον Απρίλιο, υπό την επίδραση κυρίως της αύξησης της τιμής των καυσίμων. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2018), ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 1,7%, κατά μέσο όρο, το 2018 έναντι 1,5% το 2017, ενώ ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,1%. Η πορεία του πληθωρισμού τους επόμενους μήνες αναμένεται να διαμορφωθεί υπό την επίδραση τόσο εξωτερικών παραγόντων, όπως η εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου, οι οποίες κατέγραψαν σημαντική άνοδο μεταξύ Απριλίου-Μαΐου του τρέχοντος έτους, και η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, η οποία υποχώρησε τους τελευταίους μήνες κυρίως έναντι του δολαρίου (βλ. Διάγραμμα Π.4), όσο και εγχώριων παραγόντων, όπως η αύξηση του βαθμού απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών και η σταδιακή αύξηση του μισθολογικού κόστους.

Η **αύξηση της απασχόλησης και η υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας** αναμένεται να συνεχιστούν στη ζώνη του ευρώ το 2018 υπό την

Διάγραμμα Π.4. Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ και λίρας Αγγλίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2018)



επίδραση του υψηλού ρυθμού οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και της ωρίμανσης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των τελευταίων ετών. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης αναμένεται ωστόσο να μετριαστεί σε 1,3% από 1,6% το 2017, αντανakλώντας την εμφάνιση ελλείψεων εξειδικευμένου προσωπικού σε ορισμένες χώρες και την επιτάχυνση της μισθολογικής δαπάνης ανά εργαζόμενο. Το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να υποχωρήσει περαιτέρω το τρέχον έτος στο 8,4% από 9,1% το 2017. Η βελτίωση η οποία σημειώθηκε στην αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία έτη χαρακτηρίζεται από υψηλούς ρυθμούς αύξησης της απασχόλησης, σε αντίθεση με προηγούμενες περιόδους οικονομικής ανάκαμψης οι οποίες είχαν χαρακτηριστεί ως περιόδοι ανάκαμψης χωρίς δημιουργία θέσεων εργασίας (jobless recoveries). Η ισχυρή ανάκαμψη της απασχόλησης αποδίδεται και σε διαρθρωτικούς παράγοντες, δηλ. στη μεταβολή της σύνθεσης της οικονομικής δραστηριότητας με αύξηση της συμβολής κλάδων “έντασης εργασίας”, όπως είναι οι υπη-

ρεσίες, και μείωση της συμβολής κλάδων “έντασης κεφαλαίου” όπως η βιομηχανία. Οι διαφορές στα ποσοστά ανεργίας μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ παραμένουν σημαντικές, αν και βαίνουν μειούμενες. Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία (Απρίλιος 2018), η Μάλτα, η Γερμανία και η Ολλανδία καταγράφουν τη χαμηλότερη ανεργία, μεταξύ 3,0% και 3,9%, ενώ η Ελλάδα και η Ισπανία την υψηλότερη, 20,8% και 15,9% αντίστοιχα.

Ο σταθερά ανοδικός **ρυθμός χρηματοδότησης της οικονομίας** των τελευταίων ετών, παράλληλα με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, συνεχίστηκε και το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους. Τον Απρίλιο ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 2,9% και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε 3,3% (έναντι 2,4% και στις δύο περιπτώσεις τον Απρίλιο του 2017). Επίσης, η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων για το α' τρίμηνο του έτους δείχνει βελτίωση των όρων χορήγησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, ενώ η ζήτηση αυξήθηκε για όλες τις κατηγορίες δανείων. Σημαντική αύξηση σημείωσε επίσης τους πρώτους μήνες του 2018 η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης ομολόγων, εξέλιξη που συνδέεται και με την πολιτική αγοράς εταιρικών ομολόγων από την ΕΚΤ. Οι συνθήκες χρηματοδότησης, τόσο μέσω του τραπεζικού δανεισμού όσο και μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, αναμένεται να παραμείνουν ευνοϊκές το τρέχον έτος, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Η πτωτική πορεία του **δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους**, ως ποσοστών του ΑΕΠ, η οποία χαρακτηρίζει τις δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο τα τελευταία έτη, προβλέπεται να συνεχιστεί και το 2018, κυρίως υπό την επίδραση της εύρωστης οικονομικής δραστηριότητας και των χαμηλών επιτοκίων. Το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί το τρέχον έτος σε 0,7% του ΑΕΠ από 0,9% το 2017, ενώ το δημόσιο χρέος, το οποίο μειώννε-

ται σταθερά από το 2014 οπότε είχε ανέλθει σε 91,9% του ΑΕΠ, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 84,8% του ΑΕΠ. Σημειώνεται ότι όλες οι χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να έχουν δημοσιονομικό έλλειμμα κάτω του 3% του ΑΕΠ – όπως απαιτείται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ – το 2018. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι ελαφρώς επεκτατική το 2018, από ουδέτερη το 2017, καθώς το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να σημειώσει μικρή μείωση.

Οι **κίνδυνοι** και οι **αβεβαιότητες** που περιβάλλουν την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία υπογραμμίζουν την ανάγκη ενίσχυσης της ανθεκτικότητας των οικονομιών της ζώνης του ευρώ, μέσω της μείωσης των μακροοικονομικών ανισορροπιών και της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, της αύξησης του παραγωγικού δυναμικού με την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της ενίσχυσης της καινοτομίας. Στο πλαίσιο αυτό, είναι απαραίτητο να διασφαλιστεί η ανταγωνιστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας, λαμβανομένων υπόψη των οικονομικών εξελίξεων και μέτρων οικονομικής πολιτικής, όπως φορολογικών, τα οποία λαμβάνονται από τρίτες χώρες (βλ. Πλαίσιο Π.1) και επηρεάζουν την ελκυστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας ως προορισμού ξένων άμεσων επενδύσεων και οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα. Είναι επίσης σημαντικό να ενισχυθεί η θεσμική αρχιτεκτονική της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και η δυνατότητά της να αντιμετωπίσει με επιτυχία τα προβλήματα που κληροδότησε η κρίση, αλλά και μελλοντικές προκλήσεις, όπως η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και η τήρηση των κοινών δημοσιονομικών κανόνων, με πολιτικές που ταυτόχρονα ενισχύουν την ανάπτυξη και την πραγματική σύγκλιση. Ειδικότερα, η διαφαινόμενη ενίσχυση της αβεβαιότητας στην οικονομία της Ιταλίας θα πρέπει να αντιμετωπιστεί εγκαίρως και αποτελεσματικά ώστε να μην εξελιχθεί σε κρίση εμπιστοσύνης στο ευρώ.

Σύμφωνα με τα συμπεράσματα των ηγετών των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ κατά τη

σύνοδο κορυφής στις 23 Μαρτίου 2018, η ενίσχυση της τραπεζικής ένωσης και η μεταρρύθμιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) είναι οι πιο άμεσες προτεραιότητες. Τα θέματα αυτά έχει προγραμματιστεί να συζητηθούν στην επόμενη σύνοδο κορυφής της ευρωζώνης τον Ιούνιο.

1.3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Εξελίξεις στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδος

Μετά τη θετική αξιολόγηση της Ευρωομάδας (Eurogroup) στις 13 Μαρτίου για την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος και αφού ολοκληρώθηκαν και οι απαιτούμενες εθνικές διαδικασίες των χωρών-μελών της ευρωζώνης, ο ESM ενέκρινε την εκταμίευση της τέταρτης δόσης, ύψους 6,7 δισεκ. ευρώ, στις 27 Μαρτίου. Η δόση καταβλήθηκε σε δύο μέρη, 5,7 δισεκ. ευρώ στις 28 Μαρτίου και το υπόλοιπο στις 15 Ιουνίου, μετά τη θετική αξιολόγηση των θεσμών για την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου και την αποτελεσματική λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών.

Στις 21 Ιουνίου η Ευρωομάδα ανακοίνωσε την επιτυχή ολοκλήρωση του ελληνικού προγράμματος και τον προσδιορισμό μεσοπρόθεσμων μέτρων με στόχο τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους. Τα μέτρα περιλαμβάνουν την επανέναρξη της απόδοσης των κερδών της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τα χαρτοφυλάκια ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP), καθώς και τη μετάθεση των πληρωμών τόκων και χρεολυσίων και τη δεκαετή επιμήκυνση των δανείων από το ΕΤΧΣ (EFSF).² Η Ευρωομάδα καλωσόρισε τη δέσμευση των ελληνικών αρχών για την τήρηση των βασικών στόχων του προγράμματος μετά τη λήξη του και την οριστικοποίηση της ολιστικής στρατηγικής ανάπτυξης των ελληνικών αρχών, ως οχήματος για τη βελτίωση του μακροπρόθεσμου δυναμικού ανάπτυξης της οικονομίας και τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Επίσης, στην Ευρωομάδα συμφωνήθηκε η εκταμίευση (μετά την ολοκλήρωση των εθνικών διαδικασιών των χωρών-μελών της ευρωζώνης) της πέμπτης και τελευταίας δόσης ύψους 15 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 9,5 δισεκ. ευρώ θα προστεθούν στο ταμειακό απόθεμα ασφαλείας, διαμορφώνοντάς το σε 24,1 δισεκ. ευρώ. Το ποσό αυτό υπολογίζεται ότι θα διασφαλίσει την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών της Ελλάδος για περίπου 22 μήνες μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018.

Τέλος, συμφωνήθηκε η ένταξη της Ελλάδος σε πλαίσιο ενισχυμένης εποπτείας από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς,³ το οποίο προϋποθέτει τη σύνταξη τριμηνιαίων εκθέσεων συμμόρφωσης σχετικά με την τήρηση των δεσμεύσεων της ελληνικής κυβέρνησης. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα συμμετέχει στο πλαίσιο μεταμνημονιακής εποπτείας, μαζί με τα θεσμικά όργανα της ΕΕ.

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

Στις 23 Μαρτίου 2018 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, σε σύνθεση ΕΕ-27, εξέδωσε κατευθυντήριες γραμμές για τη μορφή της μελλοντικής σχέσης της ΕΕ με το Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ). Σύμφωνα με αυτές τις κατευθυντήριες γραμμές, η μελλοντική σχέση θα πρέπει να εξασφαλίζει την ισορροπία δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, να σέβεται τον αδιαίρετο χαρακτήρα των τεσσάρων ελευθεριών (κίνηση αγαθών, κεφαλαίων, υπηρεσιών και ανθρώπων) και να αφορά το σύνολο της Ενιαίας Αγοράς, χωρίς δυνατότητα συμμετοχής σε αυτήν για μεμονωμένους κλάδους. Επίσης, θα πρέπει να εξασφαλίζονται ο πλήρης σεβασμός στο ρόλο του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου και η

² Για πιο αναλυτική αναφορά στα μέτρα ελάφυνσης του χρέους και τη μεταμνημονιακή εποπτεία, βλ. Πλαίσιο V.1 της παρούσας έκθεσης.

³ Άρθρο 2 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21.5.2013 για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, L 140/1, 27.5.2013.

αυτονομία της ΕΕ στη λήψη αποφάσεων. Υπό διαπραγματεύση βρίσκεται ακόμη η Συμφωνία Αποχώρησης του ΗΒ από την ΕΕ, η οποία θα αποτυπώνει τις ρυθμίσεις που θα ισχύουν από το Μάρτιο του 2019, οπότε αποχωρεί το ΗΒ από την ΕΕ, έως τη λήξη της πιθανής μεταβατικής περιόδου το Δεκέμβριο του 2020.

Η πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Πολυετές Δημοσιονομικό Σχέδιο της ΕΕ 2021-2027

Στις 2 Μαΐου 2018 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την πρότασή της σχετικά με το μακροχρόνιο προϋπολογισμό της ΕΕ, δηλαδή το Πολυετές Δημοσιονομικό Σχέδιο 2021-2027.⁴ Η πρόταση προβλέπει εξοικονομήσεις, ανακατανομές δαπανών και αυξημένες εισφορές των κρατών-μελών μέσω νέων μηχανισμών, με στόχο ένα σχέδιο προϋπολογισμού που να ανταποκρίνεται στις προτεραιότητες της ΕΕ, όπως εκφράστηκαν στη Διακήρυξη της Ρώμης στις 25 Μαρτίου 2017,⁵ και στο δημοσιονομικό κενό που προκαλεί η αποχώρηση του ΗΒ από την ΕΕ.

Τα κυριότερα σημεία της πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής όσον αφορά τις δαπάνες είναι: (α) ανακατανομή των πόρων προς όφελος προγραμμάτων για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και για την ανάπτυξη

δικτύων και γενικότερα προς κλάδους που αυξάνουν το παραγωγικό δυναμικό της ΕΕ και ταυτόχρονα περιορισμός των μεταβιβάσεων στο πλαίσιο της ΚΑΠ και των προγραμμάτων της κοινής αλιευτικής πολιτικής, καθώς και των πόρων για την πολιτική συνοχής, (β) ενίσχυση του τομέα της ασφάλειας και άμυνας με στόχο τη διαχείριση των εξωτερικών συνόρων, της μετανάστευσης και του ασύλου, (γ) καθορισμός του ύψους των απολήψεων των κρατών-μελών από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ με βάση επιπλέον κριτήρια εκτός του κατά κεφαλήν ΑΕΠ, όπως η κλιματική αλλαγή και η υποδοχή και ενσωμάτωση μεταναστών, (δ) μεγαλύτερη διασύνδεση της παροχής ή διακοπής των πληρωμών των πόρων των διαρθρωτικών ταμείων με την πορεία υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και με το σεβασμό του κράτους δικαίου και (ε) καθιέρωση τριών νέων εργαλείων πέραν των υπαρχόντων διαρθρωτικών ταμείων με στόχο την ενίσχυση των επενδύσεων, την προώθηση μεταρρυθμίσεων και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (InvestEU, Πρόγραμμα Στήριξης Μεταρρυθμίσεων και Ευρωπαϊκή Λειτουργία Σταθεροποίησης των Επενδύσεων).

⁴ http://ec.europa.eu/budget/mff/index2021-2027_en.cfm.

⁵ Διακήρυξη των ηγετών των 27 κρατών-μελών και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία εγκρίθηκε στις 25 Μαρτίου 2017, διαθέσιμη στο <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/03/25/rome-declaration/>.

Πλαίσιο II.1

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Στο παρόν πλαίσιο αναλύονται οι πιθανές επιπτώσεις από τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ η οποία ψηφίστηκε το Δεκέμβριο του 2017 και τέθηκε σε εφαρμογή από τις αρχές του τρέχοντος έτους. Αναλύονται (α) οι επιδράσεις των φορολογικών μέτρων στην οικονομική δραστηριότητα, το διεθνές εμπόριο και τις επιχειρηματικές επενδύσεις, τόσο στις ΗΠΑ όσο και διεθνώς, και (β) οι πιθανές επιπτώσεις όσον αφορά την ελκυστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας για επιχειρηματικές επενδύσεις, ιδιαίτερα για ξένες άμεσες επενδύσεις, από τη μεταβολή της σχετικής της θέσης έναντι των ΗΠΑ ως προς τη φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων.

I Τα κυριότερα μέτρα της φορολογικής μεταρρύθμισης

Η φορολογική μεταρρύθμιση στην οποία προέβη η αμερικανική κυβέρνηση συνίσταται κυρίως στην απλοποίηση του φορολογικού κώδικα, στη μόνιμου χαρακτήρα μείωση του ανώτατου φορολογικού συντελεστή για τις επιχειρήσεις από 35% σε 21%, στις προσωρινού χαρακτήρα ρυθμίσεις για μείωση των συντελεστών φορολογίας φυσικών προσώπων έως το 2025 και στη δυνατότητα

ταχύτερης απόσβεσης των επενδύσεων την περίοδο 2018-2022. Τα μέτρα αυτά εκτιμάται από το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου (CBO) ότι θα επιβαρύνουν το ομοσπονδιακό έλλειμμα κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) του ΑΕΠ τόσο το 2018 όσο και το 2019.

Επιπλέον, στις 9 Φεβρουαρίου 2018 ψηφίστηκαν νέα ανώτατα όρια για τις δημόσιες δαπάνες, τα οποία προβλέπεται ότι θα επιφέρουν και αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης κατά 0,3 και 0,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ το 2018 και το 2019 αντίστοιχα.

2 Μακροοικονομικές επιδράσεις στις ΗΠΑ και διεθνώς

Η μείωση των φορολογικών συντελεστών σε συνδυασμό με την αύξηση των ανώτατων ορίων των δημόσιων δαπανών για το 2018 και το 2019 αναμένεται ότι θα δώσουν δημοσιονομική ώθηση στο ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα, κυρίως τη διετία 2018-2019, πρωτίστως μέσω της αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων λόγω μείωσης του κόστους του κεφαλαίου και δευτερευόντως μέσω της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών στις ΗΠΑ. Μέρος της ώθησης αυτής ενδέχεται ωστόσο να εξουδετερωθεί εξαιτίας της ταχύτερης εξομάλυνσης της νομισματικής πολιτικής και της ταχύτερης ανόδου των επιτοκίων η οποία προκαλείται λόγω της λειτουργίας της οικονομίας ήδη σε συνθήκες υπεραπασχόλησης των συντελεστών παραγωγής. Επιπλέον, εν όψει της ανάγκης δημοσιονομικής σταθεροποίησης τα επόμενα χρόνια, η προβλεπόμενη για τότε δημοσιονομική περιστολή εκτιμάται ότι θα επιφέρει επιβράδυνση του ΑΕΠ από το 2022 και μετά, ακυρώνοντας μακροπρόθεσμα μέρος του βραχυπρόθεσμου οφέλους στο ΑΕΠ.

Στις προβλέψεις του ο **ΟΟΣΑ** (Μάρτιος 2018), ενσωματώνοντας την επίδραση τόσο της μείωσης της φορολογίας όσο και της αύξησης των δημόσιων δαπανών, αναθεώρησε προς τα άνω το ρυθμό ανάπτυξης των ΗΠΑ κατά **0,4** ποσ. μον. το 2018 και **0,7** ποσ. μον. το 2019, σε 2,9% και 2,8% αντίστοιχα, με την ευνοϊκή επίδραση των μέτρων να προσθέτει **0,6%** έως **0,7%** στο ΑΕΠ των ΗΠΑ κατ' έτος το 2018 και το 2019.

Από την πλευρά του, το **ΔΝΤ**, στις βασικές υποθέσεις που χρησιμοποίησε για τις προβλέψεις του Απριλίου 2018, περιλαμβάνει ταχύτερη ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ σε σχέση με προγενέστερες προβλέψεις του. Το βασικό επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια προβλέπεται πλέον ότι θα φθάσει 2,5% στα τέλη του 2018 και 3,5% στα τέλη του 2019, ενώ θα υποχωρήσει στη συνέχεια.

Στις προβλέψεις του το ΔΝΤ εκτιμά ότι η φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ θα έχει θετική επίδραση στο ΑΕΠ μέχρι το 2020 και αρνητική από το 2022 και μετά, με τις προβλέψεις αυτές φυσικά να περιβάλλονται από μεγάλο εύρος αβεβαιότητας. Ο εκτιμώμενος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των ΗΠΑ αναθεωρήθηκε προς τα άνω κατά **0,6** ποσ. μον. το 2018 και **0,8** ποσ. μον. το 2019 έναντι των προβλέψεων του Οκτωβρίου 2017, σε 2,9% και 2,7% αντίστοιχα. Η αύξηση της τελικής ζήτησης θα προκαλέσει υποχώρηση του ήδη πολύ χαμηλού ποσοστού ανεργίας κατά 0,5 ποσ. μον. τη διετία 2018-2019, αύξηση της ζήτησης εισαγωγών και χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά 0,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ έως το 2019. Το γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου τον Απρίλιο εκτιμά ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ ισχυρότερο το 2018 (3,3%) και χαμηλότερο το 2019 (2,4%), πρόσκαιρη πτώση του ποσοστού ανεργίας σε 3,3% το 2019 και αύξηση του ακαθάριστου ομοσπονδιακού χρέους από 105,4% του ΑΕΠ το 2017 σε 113,6% το 2028.

Για την **παγκόσμια οικονομία** η προς τα άνω αναθεώρηση στις προβλέψεις του Απριλίου έναντι του Οκτωβρίου του 2017 κατά 0,2 ποσ. μον. για το 2018 και 0,2 ποσ. μον. για το 2019 οφείλεται κατά το ήμισυ ακριβώς στην πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση των ΗΠΑ. Για το ΑΕΠ

της **ζώνης του ευρώ** η εκτιμώμενη θετική επίδραση των μέτρων αυτών είναι ελάχιστη και δεν ξεπερνά σωρευτικά το 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας για τη διετία 2018-2019.

Σημειώνεται πάντως ότι οι παραπάνω μακροοικονομικές εκτιμήσεις δεν λαμβάνουν υπόψη ενδεχόμενες θετικές επιδράσεις στην πλευρά της συνολικής προσφοράς της οικονομίας από την τόσο εκτεταμένη και όχι οριακή μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων, οι οποίες αφενός αυξάνουν το κίνητρο για εργασία και επενδύσεις, δηλ. αυξάνουν το δυνητικό προϊόν (CBO 2018), και αφετέρου θα μπορούσαν να μετριάσουν την ανάγκη για αύξηση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα¹.

3 Πιθανές επιπτώσεις στις επιχειρηματικές επενδύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ζητήματα οικονομικής πολιτικής

Τα πρόσφατα φορολογικά μέτρα στις ΗΠΑ, ιδιαίτερα η μείωση στο 21% από το 35% του ανώτατου φορολογικού συντελεστή επί των κερδών των επιχειρήσεων, εκτιμάται ότι θα μειώσουν τη μέση φορολογική επιβάρυνση στις ΗΠΑ και θα αυξήσουν την ελκυστικότητα της αμερικανικής οικονομίας τόσο για την εγχώρια επιχειρηματική δραστηριότητα όσο και για τις ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ). Παράλληλα, δημιουργείται κίνητρο επαναπατρισμού στις ΗΠΑ δραστηριοτήτων και κερδών αμερικανικών μεγάλων εταιριών εις βάρος άλλων εταιριών, ευρωπαϊκών και μη.

Ανώτατος φορολογικός συντελεστής εισοδήματος επιχειρήσεων στις ΗΠΑ και την ΕΕ

ΗΠΑ		ΕΕ-28		
έως το 2017	από το 2018	το 2017		
		Μέσος όρος	Ανώτατος	Κατώτατος
35%	21%	21,9%	35,0% (Μάλτα)	10,0% (Βουλγαρία)

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2017), *Taxation trends in the European Union*.

Παρότι ο νέος εταιρικός φορολογικός συντελεστής στις ΗΠΑ μετά τη μεταρρύθμιση θα είναι περίπου όσο ο μέσος όρος στην ΕΕ (21,9%), όπως προκύπτει από τον παρακάτω πίνακα, η σημαντική μείωση του στις ΗΠΑ συνεπάγεται ότι η σχετική φορολογική μεταχείριση της επιχειρηματικής δραστηριότητας στην ΕΕ γίνεται δυσμενέστερη, ιδιαίτερα όσον αφορά χώρες-μέλη στις οποίες ο εν λόγω συντελεστής είναι σαφώς υψηλότερος από το μέσο όρο της ΕΕ.²

Σύμφωνα με πρόσφατες εμπειρικές μελέτες, η συνολική φορολογική επιβάρυνση (αφού συνυπολογιστούν δηλαδή οι επιβαρύνσεις και σε τοπικό επίπεδο, εκτός από το ομοσπονδιακό) μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση εκτιμάται ότι μειώνεται από 36% σε 23,8% για τις εισερχόμενες ΞΑΕ στις ΗΠΑ και από 27,1% σε 21,6% για τις αμερικανικές ΞΑΕ στην ΕΕ-28.

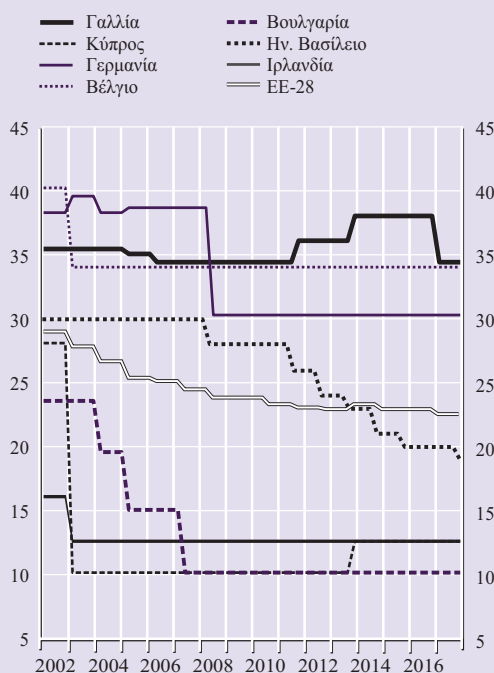
Εκτιμάται ότι η μεταρρύθμιση αυτή θα επιφέρει **αύξηση του διεθνούς φορολογικού ανταγωνισμού** και ενδεχομένως μεσοπρόθεσμα να προκαλέσει **ανταγωνιστικές μειώσεις φορολογικών συντελεστών** σε προηγμένες οικονομίες. Βραχυπρόθεσμα θα επιφέρει συνολική αύξηση της δραστηριότητας στον τομέα των ΞΑΕ, όχι μόνο στις ΗΠΑ αλλά και στην ΕΕ-28 (στην οποία υπάρχουν

¹ Βλ. Gavyn Davies, "Reasons to be cheerful about the US tax cuts", *Financial Times*, 11.3.2018.

² Υπάρχουν σημαντικές διαφορές όσον αφορά τον ανώτατο εταιρικό φορολογικό συντελεστή μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, από το 10% της Βουλγαρίας και το 12,5% της Ιρλανδίας και της Κύπρου αφενός και το 29% έως 35% στην Ελλάδα, την Πορτογαλία, τη Γερμανία, τη Γαλλία, το Βέλγιο και τη Μάλτα αφετέρου.

**Ανώτατος φορολογικός συντελεστής εισοδήματος
επιχειρήσεων στην ΕΕ-28
(2002-2017)**

(ποσοστά %)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2017), *Taxation Trends in the European Union*.

δραστηριότητα και επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένων των ΞΑΕ,⁴ αλλά και σε ευρύτερα ζητήματα οικονομικής πολιτικής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, καθώς η φορολογία είναι ένα μόνο συστατικό – μολονότι σημαντικό – της ελκυστικότητας μιας οικονομίας για επιχειρηματικές επενδύσεις. Η σημασία των υγιών δημόσιων οικονομικών, αλλά και μιας φορολογικής πολιτικής φιλικής προς τις επενδύσεις και την ανάπτυξη, έχει τονιστεί επανειλημμένως από το ECOFIN (π.χ. 23.1.2018). Άλλοι σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των επενδύσεων και ιδιαίτερα των ΞΑΕ είναι η ποιότητα των θεσμών και του κανονιστικού περιβάλλοντος, η εύρυθμη λειτουργία των αγορών εργασίας και προϊόντων και η εξωστρέφεια της οικονομίας.

Σημειώνεται ότι στα ζητήματα φορολογίας τα κράτη-μέλη της ΕΕ συνεχίζουν να διατηρούν τις κυριότερες αρμοδιότητες, ενώ η ΕΕ επιτελεί περισσότερο ρόλο συντονισμού της φορολογικής πολιτικής, μέσω προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και αποφάσεων του Συμβουλίου των Υπουργών, ώστε να διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της ενιαίας εσωτερικής αγοράς.

ΠΗΓΕΣ:

- CBO (2018), “The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028”, April.
- Deutsche Bundesbank (2017), “The macroeconomic impact of a possible corporate tax reform in the US: Findings from NiGEM simulations”, 25 April.

3 Heinemann, F., M. Olbert, O. Pfeiffer, et al. (2018), “Implications of the US Tax Reform for Transatlantic FDI”, *Intereconomics*, Volume 53, Issue 2, 87–93, March.

4 Η ΕΕ πραγματοποιεί τις περισσότερες ΞΑΕ στον υπόλοιπο κόσμο, αλλά είναι και ο σημαντικότερος προορισμός ΞΑΕ παγκοσμίως.

οικονομίες με πολύ χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές από τους νέους στις ΗΠΑ), της τάξεως των 411 δισεκ. ευρώ (+30%) και 175 δισεκ. ευρώ (+14%) αντίστοιχα. Ωστόσο, προβλέπεται καθαρή εκροή ΞΑΕ από την Ευρώπη προς τις ΗΠΑ, εκροή που ενδεχομένως θα γίνει αισθητή σε μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες, όπως λ.χ. στη Γερμανία.³

Καθώς η πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ περιλαμβάνει στοιχεία τα οποία ενδέχεται να μην είναι συμβατά με τους κανόνες και τις δεσμεύσεις για το εμπόριο και τις επενδύσεις στο πλαίσιο του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου αλλά και του ΟΟΣΑ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξετάζει τα ζητήματα αυτά και αναμένεται να συντάξει σχετική έκθεση προς το Συμβούλιο Υπουργών της ΕΕ ώστε να διαμορφωθεί η κατάλληλη ευρωπαϊκή απάντηση στα νέα φορολογικά μέτρα των ΗΠΑ.

Ωστόσο, πέραν της νομικής πλευράς των μέτρων αυτών, σημαντική είναι επίσης η διαμόρφωση ευρωπαϊκής πολιτικής σε θέματα φορολογίας των επιχειρήσεων ώστε να ενισχυθεί η ελκυστικότητα των οικονομιών της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ για επιχειρηματική

Deutsche Bundesbank (2018), “The potential macroeconomic impact of US tax reform”, *Monthly Report*, February.

European Central Bank (2018), Box “The macroeconomic impact of the US tax reform”, *Economic Bulletin*, Issue 1/2018.

European Commission (2017), *Taxation trends in the European Union*, 2017 edition, June.

IMF (2018), *World Economic Outlook Update*, 22 January.

OECD (2018), “An initial assessment of the impact of US fiscal policy changes”, *Interim Economic Outlook*, 13 March.

2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ⁶

Το 2017 ο μέσος ετήσιος ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης των οικονομιών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης ανήλθε σε 3,7%, ελαφρώς υψηλότερος σε σχέση με το 2016. Αυτό οφείλεται κυρίως στη σημαντική ανάκαμψη των οικονομιών της Τουρκίας και της Ρουμανίας.

Όσον αφορά τις οικονομίες των **Δυτικών Βαλκανίων**, το 2017 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 2,3%, σημαντικά χαμηλότερος σε σχέση με το 2016 (3,1%), καθώς οι οικονομίες των περισσότερων χωρών (ΠΓΔΜ, Βοσνία-Ερζεγοβίνη και Σερβία) ακολούθησαν πορεία επιβράδυνσης (βλ. Πίνακα II.2). Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης της **ΠΓΔΜ**⁷ κατέγραψε τη σημαντικότερη επιβράδυνση, λόγω κυρίως της παρατεταμένης πολιτικής κρίσης που σημειώθηκε κατά τους πρώτους εννέα μήνες του έτους και είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των επενδύσεων (-4,5%) και της δημόσιας κατανάλωσης (-1,5%). Παρά ταύτα, η οικονομία της εν λόγω χώρας φαίνεται να αρχίζει να ανακάμπτει, με βάση πρόσφατα στοιχεία του δ' τριμήνου του 2017, και εκτιμάται ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί και τα επόμενα δύο έτη. Η οικονομία της **Βοσνίας-Ερζεγοβίνης** κατέγραψε επιβράδυνση το 2017, η οποία προήλθε πρωτίστως από τη συνεχιζόμενη κάμψη των επενδύσεων. Όσον αφορά τη **Σερβία**, η οικονομία της επηρεάστηκε δυσμενώς από τις ακραίες καιρικές συνθήκες που επικράτησαν και οι οποίες είχαν αρνητικό αντίκτυπο στον πρω-

τογενή τομέα (μείωση προϊόντος κατά 3,8%). Σύμφωνα όμως με τα στοιχεία του δ' τριμήνου του 2017, η οικονομία της χώρας ανακάμπτει. Στον αντίποδα βρίσκονται οι οικονομίες της **Αλβανίας** και του **Μαυροβουνίου**, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης των χωρών αυτών διατηρήθηκε υψηλός. Ειδικότερα, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας του Μαυροβουνίου κατέγραψε σημαντική επιτάχυνση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω κυρίως των αυξημένων επενδύσεων και του τουρισμού. Στην Αλβανία, ο ρυθμός ανάπτυξης το 2017 ήταν ο υψηλότερος που έχει σημειωθεί από το 2009, πρωτίστως λόγω της καλής επίδοσης των τριών τελευταίων τριμήνων του έτους. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία στηρίχθηκε κυρίως στην αύξηση των μισθών, στο βελτιωμένο δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών, καθώς και στη σταθεροποίηση του πολιτικού κλίματος της χώρας.

Όσον αφορά τις προοπτικές των χωρών των Δυτικών Βαλκανίων,⁸ η οικονομική δραστηριότητα το 2018 αναμένεται να επιταχυνθεί κατά μέσο όρο σε 3,2% από 2,3% το 2017. Κινητήρια δύναμη της ανάκαμψης θα αποτελέσει η εγχώρια ζήτηση, κυρίως η ιδιωτική κατανά-

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

⁷ Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Απρίλιος 2018), η ΠΓΔΜ και η Αλβανία έχουν πραγματοποιήσει ορισμένη πρόοδο όσον αφορά την πλήρωση των κριτηρίων για την ένταξή τους στην ΕΕ και βρίσκονται σε ικανοποιητικό στάδιο προετοιμασίας για την εκκίνηση των διαπραγματεύσεων.

⁸ Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκτός της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, οι οποίες 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)			
	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	2017π	2018π
Αλβανία	2,2	3,4	3,8	3,6	1,9	1,3	2,0	2,4	-8,6	-7,6	-6,9	-7,3
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	3,1	3,2	2,7	3,2	-1,0	-1,1	1,7	1,6	-5,7	-5,1	-5,2	-5,9
Βουλγαρία	3,6	3,9	3,6	3,8	-1,1	-1,3	1,2	1,8	0,6	5,3	3,0	1,4
Μαυροβούνιο	3,4	2,9	4,4	3,0	1,4	0,1	2,8	3,0	-13,2	-18,1	-18,9	-17,5
ΠΓΔΜ	3,9	2,9	0,0	3,1	-0,3	-0,3	1,4	2,0	-2,0	-2,7	-1,3	-1,2
Ρουμανία	4,0	4,8	6,9	4,5	-0,4	-1,1	1,1	4,2	-0,6	-2,1	-3,5	-3,6
Σερβία	0,8	2,8	1,9	3,3	1,4	1,1	3,2	1,7	-4,7	-4,0	-6,2	-6,9
Τουρκία	6,1	3,2	7,4	4,7	7,7	7,8	11,1	10,9	-3,7	-3,8	-5,6	-6,0

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

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate & Potential Candidate Countries' Economic Quarterly (CCEQ)*, Απρίλιος 2018, και *European Economic Forecast, Spring 2018*, Μάιος 2018, ΔΝΤ, *Country Report No 18/39*, Φεβρουάριος 2018, εθνικές κεντρικές τράπεζες και Bloomberg. π = πρόβλεψη.

1 Οι προβλέψεις της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης προέρχονται από το ΔΝΤ (*Country Report No 18/39*).

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

λοση, αντανακλώντας έως ένα βαθμό τις αυξήσεις των μισθών, και δευτερευόντως οι επενδύσεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι, ειδικότερα, ο ρυθμός ανάκαμψης της Σερβίας εκτιμάται ότι θα είναι ο υψηλότερος της τελευταίας δεκαετίας. Αντίθετα, η ανάκαμψη της οικονομίας του Μαυροβουνίου προβλέπεται ότι θα είναι περιορισμένη το 2018, λόγω της σταδιακής αποπεράτωσης σημαντικών έργων υποδομής.

Οι οικονομίες των δύο χωρών της περιοχής που είναι κράτη-μέλη της ΕΕ, δηλ. της Ρουμανίας και της Βουλγαρίας, συνέχισαν να καταγράφουν υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης

το 2017, 6,9% και 3,6% αντίστοιχα. Στη **Ρουμανία** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2017 κατέγραψε τη μεγαλύτερη άνοδο από το 2009 και ήταν μάλιστα ο δεύτερος υψηλότερος ρυθμός ανάπτυξης ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ (μετά εκείνον της Ιρλανδίας). Η ισχυρή αυτή ανάκαμψη της ρουμανικής οικονομίας προήλθε κυρίως από την ενισχυμένη εγχώρια ζήτηση και ειδικότερα την ιδιωτική κατανάλωση (λόγω αυξήσεων των μισθών των υπαλλήλων στον ιδιωτικό και στο δημόσιο τομέα και μειώσεων των έμμεσων φόρων). Η ανοδική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης όμως οδήγησε σε έντονη αύξηση των εισαγωγών, με

αποτέλεσμα οι καθαρές εξαγωγές να έχουν αρνητική επίπτωση στη διαμόρφωση του ΑΕΠ, παρά τη συνεχιζόμενη άνοδο των εξαγωγών. Η οικονομία της **Βουλγαρίας** συνέχισε να καταγράφει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και το 2017, καθώς ισχυροποιήθηκε περαιτέρω η εγχώρια ζήτηση, κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ αντίθετα μειώθηκε η συμβολή του εξωτερικού της τομέα, ο οποίος είχε διαδραματίσει κύριο ρόλο το 2016. Το 2018 οι ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης και των δύο χωρών προβλέπεται να παραμείνουν αρκετά υψηλοί. Στη Ρουμανία αναμένεται επιβράδυνση, λόγω μείωσης του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων. Αντίθετα, μικρή επιτάχυνση του ΑΕΠ αναμένεται για την οικονομία της Βουλγαρίας.

Όσον αφορά την οικονομία της **Τουρκίας**, ο ρυθμός μεγέθυνσής της το 2017 επιταχύνθηκε σημαντικά (ιδίως τα δύο τελευταία τρίμηνα του έτους) και ανήλθε σε 7,4% (βλ. Πίνακα II.2). Η ιδιωτική κατανάλωση αποτέλεσε το βασικό μοχλό ανάπτυξης, αντανakλώντας την ευνοϊκή επίδραση της ανόδου των μισθών και της διαμόρφωσης χαμηλών πραγματικών επιτοκίων. Παράλληλα, επεκτατική παρέμεινε και η δημοσιονομική πολιτική, ενώ αντίθετα η συμβολή των επενδύσεων φάνηκε να υποχωρεί το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Το 2018 εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της Τουρκίας θα επιβραδυνθεί στο 4,7%, πρωτίστως λόγω της κάμψης των επενδύσεων.

Ο **πληθωρισμός** σε όλες τις χώρες της περιοχής ακολούθησε αυξητική τάση το 2017, παραμένοντας όμως σε χαμηλά επίπεδα με εξαίρεση την Τουρκία (μέσος όρος πλην Τουρκίας: 1,8%) (βλ. Πίνακα II.2). Η ανοδική πορεία του πληθωρισμού οφείλεται τόσο στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης όσο και στις υψηλότερες διεθνείς τιμές ενέργειας και τροφίμων. Η ανοδική αυτή τάση συνεχίζεται και το 2018, καθώς, σύμφωνα και με πρόσφατα στοιχεία του Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους, ο μέσος όρος, εκτός Τουρκίας, για το α' δίμηνο του 2018 ανήλθε σε 2,1%. Στην **Τουρκία** ο πληθωρισμός αποτελεί την κύρια πηγή κινδύνου για την οικονομία. Ειδικότερα, ο δείκτης

τιμών καταναλωτή αυξήθηκε έντονα το 2017 (11,1%, έναντι 7,8% το 2016), παρουσιάζοντας σημαντική απόκλιση από το στόχο της κεντρικής τράπεζας (5% +/-2%). Η άνοδος αυτή, η οποία είναι η μεγαλύτερη που έχει καταγραφεί τα τελευταία χρόνια, τροφοδοτήθηκε από διάφορους παράγοντες, όπως ο ιδιαίτερα υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού, οι μεγάλες αυξήσεις μισθών και η χαλαρή νομισματική πολιτική. Τέλος, η υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η οποία εντάθηκε τους πέντε πρώτους μήνες του 2018, επίσης συνέβαλε στην ενίσχυση του πληθωρισμού και οδήγησε στη μεγάλη αύξηση του βασικού επιτοκίου της Τράπεζας της Τουρκίας έως το 17,75% στις 7 Ιουνίου. Το 2018 ο πληθωρισμός στην Τουρκία εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί ελαφρά και θα κυμανθεί στο 10,9%.

Όσον αφορά το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) ως ποσοστό του ΑΕΠ, το 2017 όλες οι χώρες της περιοχής (πλην της Βουλγαρίας) κατέγραψαν ελλείμματα (βλ. Πίνακα II.2). Το **Μαυροβούνιο** συνέχισε να κατέχει το υψηλότερο έλλειμμα ανάμεσα στις χώρες της περιοχής, με συνεχή επιδείνωση για τρίτη συνεχή χρονιά, λόγω χειροτέρευσης του εμπορικού του ισοζυγίου. Ο ίδιος παράγοντας αποτελεί την αιτία χειροτέρευσης του ΙΤΣ της **Σερβίας** και της **Ρουμανίας**. Στη **Ρουμανία** η ανοδική τάση της εγχώριας ζήτησης συνέβαλε στην αύξηση των εισαγωγών. Η **Αλβανία** έχει το δεύτερο υψηλότερο έλλειμμα του ΙΤΣ στην περιοχή, το οποίο όμως σταδιακά συρρικνώνεται, λόγω κυρίως του υψηλού πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών (ταξιδιωτικές, μεταφορικές και άλλες υπηρεσίες). Βελτίωση του αρνητικού ΙΤΣ σημειώθηκε και στην **ΠΓΔΜ** το 2017, εξαιτίας της ανόδου των εξαγωγών. Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι το έλλειμμα αυτό υπερκαλύφθηκε από υψηλές καθαρές εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων, οι οποίες ανήλθαν στο 2,3% του ΑΕΠ. Η **Βουλγαρία** συνέχισε να καταγράφει πλεόνασμα το 2017, χαμηλότερο όμως σε σχέση με το 2016. Η άνοδος της εγχώριας ζήτησης σε συνδυασμό με τις υψηλότερες τιμές ενέργειας οδήγησαν σε αύξηση των εισαγωγών και περιορισμό του πλεονάσματος στον εξωτερικό τομέα. Η τάση

αυτή αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018. Στη **Βοσνία-Ερζεγοβίνη** το έλλειμμα παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο στο 5,2% του ΑΕΠ το 2017. Το έλλειμμα του ΙΤΣ στην **Τουρκία** αυξήθηκε στο 5,6% του ΑΕΠ, λόγω της σημαντικής μείωσης των εσόδων από τον τουρισμό, αλλά και της επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου. Επιπρόσθετα, σημαντική κάμψη παρουσίασαν οι εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων στην Τουρκία το 2017, εξέλιξη που σε σημαντικό βαθμό αντανάκλα την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις προοπτικές της τουρκικής οικονομίας. Γενικότερα, οι προβλέψεις για το 2018 δείχνουν περαιτέρω επιδείνωση του εξωτερικού τομέα σε όλες τις χώρες της περιοχής με εξαίρεση το **Μαυροβούνιο** και την **ΠΓΔΜ**.

Τα **δημόσια οικονομικά** των χωρών της περιοχής για το 2017 παρουσιάζουν ανάμικτη εικόνα (βλ. Πίνακα Π.2). Η **Βοσνία-Ερζεγοβίνη**, η **Βουλγαρία** και η **Σερβία** είναι οι χώρες που κατέγραψαν δημοσιονομικό πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς κατάφεραν να περιορίσουν τις κρατικές δαπάνες και ταυτόχρονα να αυξήσουν τα έσοδα μέσω της αποτελεσματικότερης είσπραξης των φόρων. Ειδικότερα, ξεχωρίζει η **Σερβία**, η οποία σημείωσε σημαντική βελτίωση της δημοσιονομικής της κατάστασης, για πρώτη φορά από το 2005, καθώς πέτυχε να συγκρατήσει σε χαμηλό επίπεδο το ύψος των κρατικών δαπανών που αφορούσαν τους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων και τις συντάξεις. Η βελτίωση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018 σύμφωνα με τις προβλέψεις και τα πρόσφατα στοιχεία του α' διμήνου του 2018. Αντίθετη δημοσιονομική εικόνα εμφάνισαν η **Αλβανία**, το **Μαυροβούνιο** και η **Τουρκία** το

2017, καθώς οι οικονομίες τους συνέχισαν να καταγράφουν δημοσιονομικά ελλείμματα, τα οποία επιδεινώθηκαν περαιτέρω σε σύγκριση με το 2016. Ειδικότερα, στο Μαυροβούνιο το έλλειμμα ανήλθε σε 5,4% του ΑΕΠ, το υψηλότερο στην περιοχή και μεγαλύτερο κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα από τον αναθεωρημένο στόχο του προϋπολογισμού. Η υπέρβαση αυτή οφείλεται σε έκτακτες δαπάνες και στην εντατικοποίηση των έργων που αφορούσαν αυτοκινητοδρόμους. Για το 2018, η δημοσιονομική εικόνα των περισσότερων χωρών αναμένεται να παρουσιάσει επιδείνωση, με εξαίρεση την Αλβανία, το Μαυροβούνιο και την ΠΓΔΜ. Στην Τουρκία αναμένεται οριακή μόνο επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος το 2018, λόγω κυρίως της βελτίωσης της είσπραξης του ΦΠΑ, με συνέπεια την ενίσχυση των εσόδων.

Ο ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης** αυξήθηκε το 2017 στις περισσότερες χώρες της περιοχής, πλην της Σερβίας και της ΠΓΔΜ (βλ. Πίνακα Π.2). Οι υψηλότεροι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης καταγράφηκαν στην Τουρκία (21,2%) και στο Μαυροβούνιο (11,8%), ενώ αντίθετα ο χαμηλότερος στην Αλβανία (0,1%). Το **ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων** μειώθηκε το 2017, σε σύγκριση με το 2016, σχεδόν σε όλες τις χώρες της περιοχής. Ωστόσο, η Βουλγαρία, η Αλβανία και η Βοσνία-Ερζεγοβίνη εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων (15,5%, 13,2% και 10,9% αντίστοιχα). Τέλος, κατά την ίδια χρονική περίοδο, τα τραπεζικά συστήματα των χωρών της περιοχής παρέμειναν ισχυρά, πρωτίστως από την πλευρά της κεφαλαιακής επάρκειας.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Επειδή κατά το 2017 και για μέρος του 2018 δεν είχε ακόμη παρατηρηθεί επαρκής – και με διάρκεια – ενδυνάμωση του πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα λίγο κάτω του 2%, το Ευρωσύστημα επέμεινε στη διατήρηση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Έτσι, τόνιζε ότι το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων θα συνεχιζόταν το νωρίτερο μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018. Το Ευρωσύστημα δεσμεύθηκε, για όσο χρόνο μετά την ολοκλήρωση του εν λόγω προγράμματος απαιτήσει η επίτευξη του πρωταρχικού του σκοπού της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, να μην αυξήσει τα βασικά επιτόκια. Επίσης, ανέλαβε να εξακολουθήσει την επανεπένδυση του προϊόντος της λήξης τίτλων τους οποίους έχει συγκεντρώσει στο χαρτοφυλάκιό του σε εκτέλεση του προγράμματος. Στα μέσα του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι είχε τεθεί πλέον σε εξέλιξη η επιδιωκόμενη σταθερή σύγκλιση του πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα. Αποφασίστηκε να περιοριστούν οι μηνιαίες καθαρές αγορές τίτλων στα 15 δισεκ. ευρώ κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2018 και στο μηδέν από το 2019, καθώς εκτιμήθηκε ότι αυτό το μέτρο δεν θα διαταράξει την εν λόγω σύγκλιση. Τέλος, προσδιορίστηκε με μεγαλύτερη σαφήνεια η ημερομηνία πριν από την οποία αποκλείεται να αυξηθούν τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος έως το τέλος του θέρους του 2019.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ εξακολουθεί να αυξάνεται το 2018 με ικανοποιητικό ρυθμό, αλλά κάπως βραδύτερα σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Αν και παρατηρήθηκε επιτάχυνση του πληθωρισμού τελευταία, ο πυρήνας του πληθωρισμού, η εξέλιξη του οποίου είναι ενδεικτική για τις προοπτικές του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο μέλλον, έχει αξιολογηθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ως μάλλον υποτονική. Συνεπώς, το Ευρωσύστημα αποφάσισε να διατηρήσει διευκολυντική κατεύθυνση για την ενιαία νομισματική πολιτική στη διάρκεια

του 2017 και του α' εξαμήνου του 2018. Δεν πρέπει βεβαίως να παραβλέπεται ότι τον Ιούνιο του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εντόπισε μια σειρά παραγόντων που αναμένεται να οδηγήσουν σε ενίσχυση του πυρήνα του πληθωρισμού από τα τέλη του 2018 και γενικότερα να τροφοδοτήσουν τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ.

Η εφαρμογή της απόφασης η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής να παραμείνει διευκολυντική συνεπαγόταν τη διατήρηση αμετάβλητων των βασικών επιτοκίων και τη συνέχιση του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, με υποδιπλασιασμό ωστόσο του ύψους των μηνιαίων αγορών από την αρχή του 2018, ενώ τον Ιούνιο προαναγγέλθηκε ότι οι μηνιαίες αγορές θα υποδιπλασιαστούν και πάλι το τελευταίο τρίμηνο του 2018 (σε 15 δισεκ. ευρώ) και μετά θα μηδενιστούν. Συνεχίστηκε επίσης η πολιτική δημόσιας ανακοίνωσης των προθέσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ σχετικά με την ενιαία νομισματική πολιτική στο μέλλον. Ειδικότερα, μέχρι και τον Απρίλιο του 2018, η ανακοίνωση αυτή περιλάμβανε: (α) δήλωση ότι, για πολύ ακόμη, τα βασικά επιτόκια δεν θα μεταβάλλονταν και μάλιστα προς τα άνω, (β) δέσμευση ότι οι μηνιαίες αγορές, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων θα εξακολουθούσαν, τουλάχιστον μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018, να υπερβαίνουν τις μηνιαίες εξοφλήσεις τίτλων που αποκτήθηκαν από το Ευρωσύστημα στο παρελθόν (εντός του προαναφερθέντος πλαισίου), (γ) αναγνώριση ότι οι καθαρές αγορές τίτλων (νέες αγορές μείον εξοφλήσεις) ενδέχεται να διατηρηθούν σε θετικά επίπεδα και μετά το Σεπτέμβριο του 2018, εάν μέχρι εκείνη την ημερομηνία ο πληθωρισμός δεν έχει τεθεί σε ασφαλή πορεία προς σταθεροποίηση λίγο κάτω του 2%, (δ) διευκρίνιση ότι τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα πολύ χαμηλά επίπεδα επί ικανό χρονικό διάστημα και μετά το μηδενισμό του ύψους των καθαρών αγορών τίτλων, (ε)

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 15.6.2018.

δέσμευση ότι και μετά τον προαναφερθέντα μηδενισμό το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει να επανεπενδύει το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων στο χαρτοφυλάκιο που θα έχει συγκεντρώσει σε εφαρμογή του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς και, τέλος, (στ) διευκρίνιση ότι η πολιτική επανεπένδυσης θα συνεχιστεί για όσο χρόνο κριθεί αναγκαίο να παραμείνει άφθονη η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ώστε η ενιαία νομισματική πολιτική να διατηρεί πολύ διευκολυντική κατεύθυνση. Τον Ιούνιο του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τροποποίησε τις ενδείξεις που παρέχει για τη μελλοντική νομισματική πολιτική, χωρίς ωστόσο να μεταβάλει το γενικό τους πνεύμα. Συγκεκριμένα, διευκρινίστηκε ότι οι καθαρές αγορές τίτλων τελικά δεν θα μηδενιστούν το Σεπτέμβριο αλλά στο τέλος του 2018 και ότι τα βασικά επιτόκια θα παραμείνουν στα παρόντα χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον μέχρι και τα τέλη του καλοκαιριού του 2019.

Η άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής έχει οδηγήσει σε σημαντική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση. Μαζί με άλλους παράγοντες, η υποχώρηση του κόστους και η διεύρυνση της διαθεσιμότητας χρηματοδότησης ενίσχυσε την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Ταυτόχρονα, η υποχώρηση των επιτοκίων, η οποία μεταδόθηκε από την ενιαία αγορά χρήματος στη λιανική τραπεζική αγορά, οδήγησε, σε συνδυασμό με την άμεση επίδραση των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, σε ενίσχυση του τραπεζικού δανεισμού αλλά και της νομισματικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ, εξελίξεις που τελούν επίσης σε αμφίδρομη θετική σχέση με την οικονομική δραστηριότητα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισημαίνει ότι οι παραπάνω ευεργετικές επιδράσεις της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μπορούν να ενισχυθούν περαιτέρω, εφόσον ακολουθείται η ενδεδειγμένη διαρθρωτική πολιτική και η εμπιστοσύνη θωρακίζεται μέσω πιστής εφαρμογής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, όπως και της διαδικασίας μακρο-

οικονομικών ανισορροπιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης απευθύνει έκκληση αφενός για τη δημιουργία, υπό την παρούσα ευνοϊκή οικονομική συγκυρία, περιθωρίων για μελλοντικές μεταβολές της δημοσιονομικής πολιτικής των κρατών-μελών και αφετέρου για την ολοκλήρωση του εγχειρήματος τόσο της τραπεζικής ένωσης όσο και της ένωσης κεφαλαίων.

I Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Τα στοιχεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής που κατά κύριο λόγο συνεισέφεραν, το 2017 και το α' εξάμηνο του 2018, στην αναγκαία ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων και η εφαρμογή των οποίων θα συνεχιστεί και μετά τον Ιούνιο του 2018 ήταν (α) οι καθαρές αγορές τίτλων, (β) η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της λήξης των εν λόγω τίτλων, η οποία θα λαμβάνει πλέον ολοένα μεγαλύτερη έκταση, δεδομένου του μεγέθους του χαρτοφυλακίου που έχει συγκεντρώσει το Ευρωσύστημα μέσω της εκτέλεσης του διευρυνμένου προγράμματος, και (γ) η παροχή, μέσω των ανακοινώσεων του Διοικητικού Συμβουλίου, καθοδηγητικών ενδείξεων όσον αφορά την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον.

Τα βασικά επιτόκια εξακολούθησαν, και κατά το α' εξάμηνο του 2018, να βρίσκονται στα επίπεδα στα οποία είχαν καθοριστεί το Μάρτιο του 2016 (βλ. Πίνακα III.1). Στις 14 Ιουνίου 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια δεν πρόκειται να αυξηθούν πριν τελειώσει το καλοκαίρι του 2019, ενώ δεν αποκλείεται να παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα και επί μακρότερο.

Συνεχίστηκε η τακτική διεξαγωγή των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης ανά εβδομάδα και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ανά μήνα. Μέσω αυτών των πράξεων οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος, δηλ. κυρίως οι εμπορικές τράπεζες, αντλούν ρευστά διαθέσιμα από τις οικείες

Πίνακας III.1 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

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

Πηγή: ΕΚΤ.

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

εθνικές κεντρικές τράπεζες. Έχει ανακοινωθεί ότι οι πράξεις αυτές θα εξακολουθήσουν να διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της χορηγούμενης ρευστότητας, τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2020 (βλ. Πίνακα III.2).

Όσον αφορά το διευρυμένο πρόγραμμα αγορών τίτλων, το ύψος των καθαρών αγορών τίτλων μειώθηκε κατά το ήμισυ από τον Ιανουάριο του 2018 και εξής, σε 30 δισεκ. ευρώ μηνιαίως. Στις 14 Ιουνίου 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προδιέγραψε περαιτέρω, υπό προϋποθέσεις (βλ. παρακάτω), μείωση των καθαρών αγορών σε 15 δισεκ. ευρώ το τελευταίο τρίμηνο του έτους και μηδενισμό τους αμέσως μετά. Όπως προαναφέρθηκε, το Ευρωσύστημα επανεπενδύει σε νέους τίτλους το προϊόν της εξόφλησης χρεογράφων τα οποία είχε αποκτήσει παλαιότερα μέσω του διευρυμένου προγράμματος. Υπενθυμίζεται ότι επανεπενδύεται το εξοφλούμενο κεφάλαιο και όχι τα τοκομερίδια τα οποία αποδίδουν τα εν λόγω χρεόγραφα.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής για τα μακροοικονομικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ, ο πυρήνας του πληθωρισμού (core inflation), όπως μετρείται λ.χ. από το ρυθμό αύξησης των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής, δεν φαινόταν μέχρι και τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 26ης Απριλίου 2018 να έχει τεθεί με ασφάλεια σε ανοδική τροχιά, αλλά επισημαινόταν ότι διατηρείται πολύ χαμηλός (μέσος όρος μέχρι στιγμής το 2018: 0,98%) (βλ. Διάγραμμα III.1). Το Διοικητικό Συμβούλιο είχε ανακοινώσει ότι παρακολουθούσε στενά την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και εν γένει των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση, δεδομένου ότι οι μεταβλητές αυτές έχουν αντίκτυπο στις προοπτικές ο πυρήνας του πληθωρισμού να ακολουθήσει την ενδεδειγμένη αυξητική πορεία.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες (Ιούνιος 2018) μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ετήσιος

Πίνακας III.2 Πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος (2017-2018)*

1. Πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης:

1.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για μία εβδομάδα	Συχνότητα: Μία φορά την εβδομάδα. Κατ' εξαίρεση, η τελευταία πράξη του 2017 είχε διάρκεια δύο εβδομάδες. Διαδικασία: Τουλάχιστον μέχρι τον Ιανουάριο του 2020, δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό.
1.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για τρεις μήνες	Συχνότητα: Μία φορά το μήνα (συνήθως στα τέλη του μηνός). Διαδικασία: Τουλάχιστον μέχρι τον Ιανουάριο του 2020, δημοπρασία για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό με επιτόκιο το οποίο υπολογίζεται εκ των υστέρων ως ο μέσος όρος του σταθερού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης οι οποίες έχουν διεξαχθεί κατά τη διάρκεια των τριμήνων πράξεων.

2. Πράξεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ:

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

3. Στοιχουμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations-TLTROs):

3.1 Σειρά TLTRO-II:	Το Μάρτιο του 2016 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε την ανά τρίμηνο διεξαγωγή, από τον Ιούνιο του 2016, δεύτερης σειράς 4 στοιχουμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας έως 4 ετών με δυνατότητα πρόωξης εξόφλησης μετά από δύο έτη. Το επιτόκιο στις πράξεις αυτές προβλεπόταν αρχικά ίσο με το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Οι τράπεζες με επαρκή ροή χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία, δηλ. πιστώσεις πάνω από ένα προκαθορισμένο όριο αναφοράς, απολαμβάνουν μειωμένου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα το οποίο μπορεί να φθάσει μέχρι το επίπεδο του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Η έκταση της μείωσης του επιτοκίου θα είναι ανάλογη με το βαθμό κατά τον οποίο η πιστοδοτική δραστηριότητα κάθε τράπεζας την περίοδο Φεβρουαρίου 2016-Ιανουαρίου 2018 έχει υπερβεί το όριο αναφοράς. Σε αντίθεση με τη σειρά TLTRO-I, οι τράπεζες δεν υποχρεούνται να αποπληρώσουν πρόωρα τα κεφάλαια που έχουν αντλήσει από το Ευρωσύστημα εφόσον η πιστοδοτική τους δραστηριότητα δεν είναι αρκετά έντονη σε σύγκριση με το παρελθόν. Το Μάρτιο του 2016 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε να δώσει στις τράπεζες τη δυνατότητα εθελοντικής πρόωξης αποπληρωμής (από τον Ιούνιο του 2016) των ποσών που είχαν αντλήσει μέσω TLTRO-I ταυτόχρονα με το διακανονισμό των πράξεων TLTRO-II, γεγονός που τους επέτρεψε να μετακυλίσουν σημαντικά ποσά στο TLTRO-II. Μετά και την τελευταία πράξη TLTRO-II το Μάρτιο του 2017 και τις εθελοντικές αποπληρωμές που έχουν μεσολαβήσει, το υπόλοιπο της συνολικής αντληθείσας χρηματοδότησης μέσω TLTRO στα μέσα Ιουνίου του 2018 ανερχόταν σε 753 δισεκ. ευρώ (TLTRO-II: 740 δισεκ. ευρώ, TLTRO-I: 13 δισεκ. ευρώ).
---------------------	--

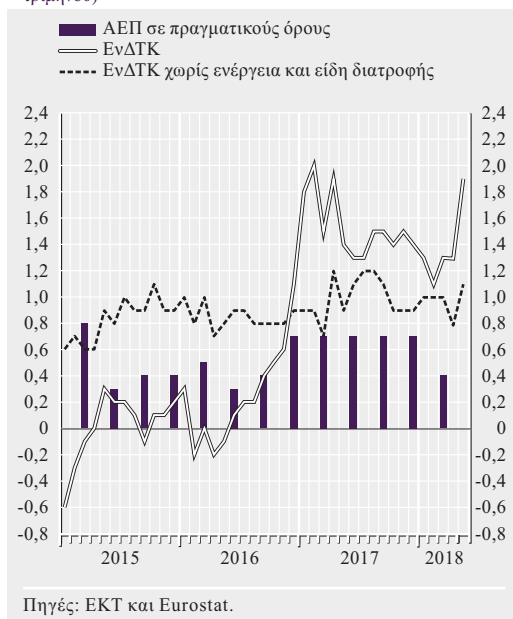
4. Διευρυνόμενο Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (Asset Purchase Programme-APP)	Το διευρυνόμενο πρόγραμμα περιλαμβάνει το Πρόγραμμα Αγοράς Προϊόντων Τιτλοποίησης, το Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογίων, το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα και το Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων Μη Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων. Το συνολικό ύψος των (καθαρών) μηνιαίων αγορών μέσω των τεσσάρων προγραμμάτων ανερχόταν από τον Απρίλιο του 2017 μέχρι το τέλος του 2017 σε 60 δισεκ. ευρώ, από 80 δισεκ. ευρώ που είχε καθοριστεί την περίοδο Απριλίου 2016-Μαρτίου 2017, ενώ από τον Ιανουάριο του 2018 περιορίστηκε σε 30 δισεκ. ευρώ. Οι καθαρές μηνιαίες αγορές χρεογράφων αναμειγυριστούν περαιτέρω σε 15 δισεκ. ευρώ κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2018 και αμέσως μετά να μηδενιστούν. Το Δεκέμβριο του 2015 το ΔΣ της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα επανεπενδύονται τα κεφάλαια που αποπληρώνονται καθώς τα χρεόγραφα που έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος ωριμάζουν.
4.1 Πρόγραμμα Αγοράς Προϊόντων Τιτλοποίησης (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2014 τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ οι οποίες διέπονται από διαφάνεια και απλότητα. Το πρόγραμμα ξεκίνησε το Νοέμβριο του 2014 και, μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2018, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού είχε φθάσει τα 28 δισεκ. ευρώ.
4.2 Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογίων (Covered Bond Purchase Programme 3-CBPP3)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2014 τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογίων που έχουν εκδοθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ. Το πρόγραμμα ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2014 και, μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2018, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού είχε φθάσει τα 254 δισεκ. ευρώ.
4.3 Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τον Ιανουάριο του 2015 τη διεξαγωγή, επιπλέον των δύο προηγούμενων προγραμμάτων, προγράμματος αγοράς από τη δευτερογενή αγορά τίτλων που έχουν εκδώσει κεντρικές κυβερνήσεις ή άλλοι δημόσιοι φορείς των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, καθώς επίσης και αναγνωρισμένοι, διεθνείς οργανισμοί και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Το πρόγραμμα ξεκίνησε το Μάρτιο του 2015 και, μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2018, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 2.003 δισεκ. ευρώ.
4.4 Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων Μη Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων (Corporate Sector Purchase Programme - CSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Μάρτιο του 2016 να συμπεριλάβει στο διευρυνόμενο πρόγραμμα αγοράς τίτλων ομόλογα που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ. Οι αγορές πραγματοποιούνται από τη δευτερογενή αγορά ή (εφόσον οι εκδότες δεν είναι δημόσιες επιχειρήσεις) και κατά την έκδοση. Το πρόγραμμα ξεκίνησε τον Ιούνιο του 2016 και, μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2018, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 159 δισεκ. ευρώ.

Πηγή: ΕΚΤ.

* Ο πίνακας ενσωματώνει στοιχεία και πληροφορίες διαθέσιμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2018.

Διάγραμμα III.1 Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν και Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2015-Μάιος 2018)

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



ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) θα διαμορφωθεί σε 1,7% κατά μέσο όρο το 2018, όπως και τα αμέσως επόμενα έτη 2019 και 2020.

Στο πλαίσιο της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ τον Ιούνιο, διαπιστώθηκε ότι οι διάφοροι δείκτες του πυρήνα του πληθωρισμού παραμένουν μεν γενικώς υποτονικοί, έχουν όμως καταγράψει κάποιες αυξήσεις. Επισημάνθηκε ότι σιγά-σιγά ενισχύονται οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ (τις οποίες, ως γνωστόν, αντικατοπτρίζει ο πυρήνας του πληθωρισμού), καθώς ο βαθμός απασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού είναι υψηλός, οι συνθήκες στις αγορές εργασίας έχουν σταματήσει να είναι χαλαρές και πρόσφατα παρατηρείται ενδυνάμωση της εξέλιξης των ονομαστικών μισθών. Η αβεβαιότητα ως προς τις προοπτικές του πληθωρισμού έχει αρχίσει να υποχωρεί πλέον και ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να ενισχυθεί προς το τέλος του

έτους και κατόπιν να σημειώσει σταδιακή περαιτέρω άνοδο.

Έτσι, ο ρυθμός αύξησης των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής προβλέπεται να επιταχυνθεί σταδιακά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα από 1,1% το 2018 σε 1,5% το 2019 και 1,8% το 2020.

Στη συνεδρίασή του τόσο κατά τον Απρίλιο όσο και κατά τον Ιούνιο του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης έχει επιβραδυνθεί στη Νομισματική Ένωση σε σύγκριση με τη σχετικά πολύ υψηλή τιμή που επιτεύχθηκε κατά μέσο όρο το 2017 και λίγο πρωτύτερα. Το Διοικητικό Συμβούλιο διαπίστωσε ότι η επιβράδυνση είναι κατά βάση ομοιόμορφα κατανεμημένη μεταξύ των κρατών-μελών και των διαφόρων τομέων οικονομικής δραστηριότητας.

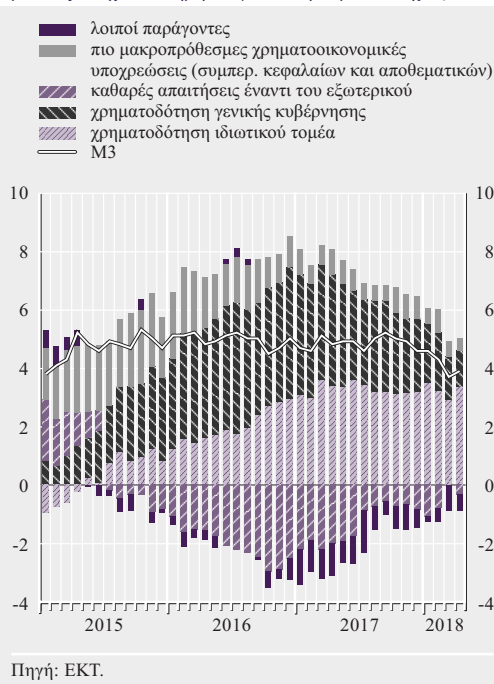
Σύμφωνα με την ανάλυση στην οποία προέβη το Διοικητικό Συμβούλιο, η επιβράδυνση αντανακλά πιθανώς (α) όξυνση της αβεβαιότητας παγκοσμίως, (β) προσωρινές επιδράσεις (π.χ. από τις καιρικές συνθήκες), (γ) δυσκολία ελαστικής μεταβολής της συνολικής προσφοράς, μεταξύ άλλων λόγω ελλείψεων προσωπικού σε κάποιους κλάδους όπως οι κατασκευές στη ζώνη του ευρώ, αλλά και λόγω διεθνών εξελίξεων, και τέλος (δ) κάμψη της συνολικής ζήτησης κυρίως ως συνέπεια περιορισμού του διεθνούς εμπορίου.

Η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής συνέβαλε ώστε οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης πολλών νομισματικών μεγεθών να παραμείνουν ενισχυμένοι (βλ. Διαγράμματα III.2 και III.3). Αυτό είναι ενδεικτικό διαμόρφωσης συνθηκών πρόσφορων για την περαιτέρω ενίσχυση του πληθωρισμού. Ειδικότερα, το 2017 και στις αρχές του 2018 συνεχίστηκε, σχεδόν με σταθερό ρυθμό, η ταχεία αύξηση της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια M3 (μέσος ετήσιος ρυθμός, Ιανουάριος-Απρίλιος 2018: 4,1%).

Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην άνοδο του υπολοίπου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέ-

Διάγραμμα III.2 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2015-Απρίλιος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες, εποχικά και ημερολογιακά διορθωμένα στοιχεία)

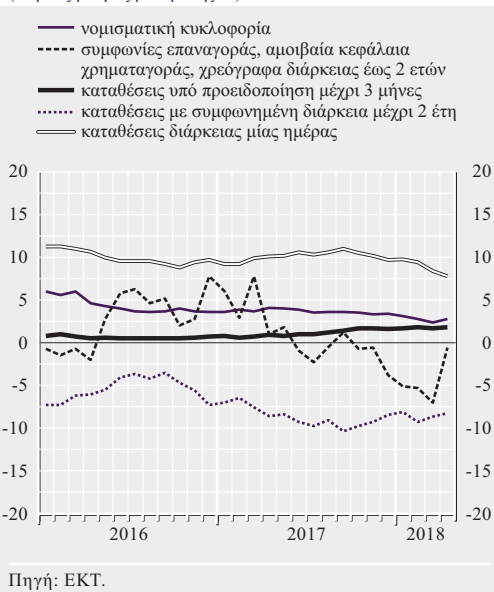


ρας, ως συνέπεια της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ και του γεγονότος ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, και εν γένει οι αποδόσεις επί των εναλλακτικών προς το χρήμα χρηματοπιστωτικών στοιχείων, παρέμειναν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη των επιτοκίων δικαιολογεί επίσης τη συνέχιση της υποχώρησης του υπολοίπου τόσο των καταθέσεων προθεσμίας όσο και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση (μεγάλο μέρος των οποίων περιλαμβάνεται στο M3), ενώ αρνητική ήταν και η εξέλιξη των εμπορεύσιμων μέσων που περιλαμβάνονται στο M3, δηλ. κυρίως των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς.

Η άνοδος του χρήματος με την ευρεία έννοια, η οποία ισοδυναμεί με αύξηση ορισμένων υποχρεώσεων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (NXI), που περιλαμβάνουν, εκτός των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών, τις κεντρικές τράπεζες, δηλ. το Ευρωσύστημα, καθώς επίσης και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς, αντικρίστηκε κυρίως από αύξηση της εγχώριας τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.2).

Διάγραμμα III.3 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Απρίλιος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

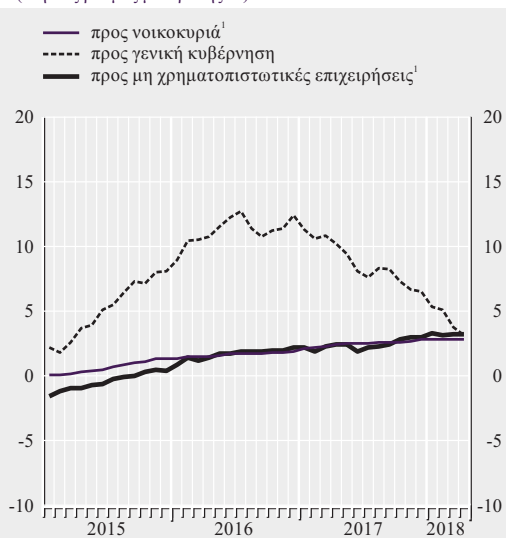


Η δυναμική εξέλιξη της τραπεζικής πίστης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποδίδεται στην υποχώρηση των επιτοκίων δανεισμού, ιδίως για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους και για τους εν γένει πιστούχους στις ευάλωτες χώρες της Νομισματικής Ένωσης, και στη βελτίωση των μη επιτοκιακών όρων που προσφέρουν οι τράπεζες στους υποψήφιους δανειολήπτες, όπως στοιχειοθετείται από έρευνες πεδίου (βλ. για παράδειγμα Πλαίσιο III.1 και Διαγράμματα III.4, III.5 και III.6). Εξάλλου, η άνοδος της τραπεζικής πίστης προς τον ιδιωτικό τομέα (και ιδίως προς τις οικονομικές μονάδες εκτός χρηματοπιστωτικού συστήματος) σχετίζεται αμφίδρομα με την υπό εξέλιξη άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας.

Από την άλλη πλευρά, σημαντικό μέρος της ανόδου του M3 αντικρίστηκε από αύξηση της πιστωτικής επέκτασης εκ μέρους των NXI

Διάγραμμα III.4 Τραπεζική χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2015-Απρίλιος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

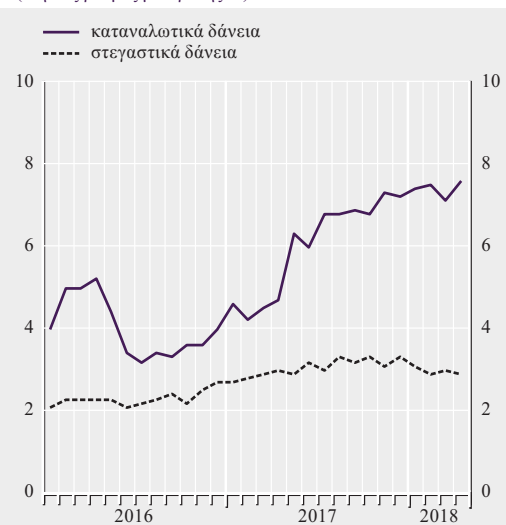


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

Διάγραμμα III.5 Τραπεζική χρηματοδότηση προς νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Απρίλιος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.6 Κόστος τραπεζικού δανεισμού¹ και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ² (Ιανουάριος 2016-Απρίλιος 2018)

(ποσοστό % ετησίως, ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: ΕΚΤ.

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

2 Ο ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα έχει προσαρμοστεί για τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί ή μεταβιβαστεί, καθώς και για τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθέσιμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων που παρέχουν τα NXI σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

προς το δημόσιο τομέα (βλ. Διάγραμμα III.2). Η εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα αντανακλά κυρίως το γεγονός ότι οι τίτλοι οι οποίοι έχουν εκδοθεί από τον εν λόγω τομέα και τους οποίους απέκτησε το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο της διεξαγωγής του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς δεν ήταν προηγουμένως αποκλειστικά στην κυριότητα των λοιπών (εκτός Ευρωσυστήματος) NXI – περίπτωση στην οποία το πρόγραμμα αγοράς δεν θα είχε άμεση μηχανική επίπτωση στο υπόλοιπο της τραπεζικής πίστης. Τουναντίον, σε μεγάλη έκταση, οι τίτλοι που αγόρασε το Ευρωσύστημα προέρχονταν από τα χαρτοφυλάκια αφενός επενδυτών εκτός ζώνης του ευρώ και αφετέρου εγχώριων οντοτήτων εκτός τραπεζικού τομέα.

Η άνοδος του ενεργητικού του τομέα των NXI συγκρατήθηκε, εξαιτίας της υποχώρησης των καθαρών απαιτήσεων του εν λόγω τομέα έναντι του εξωτερικού της ζώνης του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη διεξαγωγή του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς, καθώς η προκληθείσα, εξαιτίας του προγράμματος, μείωση των εγγυώριων αποδόσεων οδήγησε σε ανακατανομές χαρτοφυλακίων, εκ μέρους τόσο των εγγυώριων επενδυτών όσο και των επενδυτών εκτός Νομισματικής Ένωσης. Οι ανακατανομές αυτές ήταν εις βάρος των τίτλων που έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ και υπέρ αντίστοιχων τίτλων που είναι εκφρασμένοι σε ξένα νομίσματα (με ελκυστικότερες αποδόσεις) και οι οποίοι έχουν εκδοθεί στο εξωτερικό.

Τέλος, με δεδομένη την εξέλιξη του ενεργητικού του τομέα των NXI, η οποία περιγράφηκε παραπάνω, η αύξηση του M3 υποβοηθήθηκε από τον περιορισμό του ύψους των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των NXI εκτός ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών. Ο εν λόγω περιορισμός επήλθε εξαιτίας εξοφλήσεων καταθέσεων προθεσμίας και ομολόγων που έχουν εκδώσει τα NXI με αρχική διάρκεια άνω των 2 ετών, όπως επίσης και καταθέσεων υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών. Τα στοιχεία αυτά δεν περιλαμβάνονται στο M3, καθώς χαρακτηρίζονται από συγκριτικά μικρότερο βαθμό ρευστότητας. Βεβαίως, τα προαναφερθέντα στοιχεία καταγράφονται στο παθητικό του τομέα των NXI, συνεπώς οι μεταβολές του ενεργητικού μπορεί να αντισταθμιστούν με μεταβολές αυτών των στοιχείων επίσης, αντί αποκλειστικά με μεταβολές των στοιχείων που περιλαμβάνονται στο M3.

Η εξέλιξη των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των NXI εκτός ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών σχετίζεται τόσο με τη γενική υποχώρηση των επιτοκίων και των αποδόσεων όσο και με τη διενέργεια καθαυτή των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, δεδομένου ότι οι τράπεζες υποκατέστησαν την άντληση κεφαλαίων, μέσω της συγκέντρωσης μακροπρόθεσμων

καταθέσεων ή της έκδοσης ομολόγων, με συμμετοχή στις στοχευμένες πράξεις από τις οποίες ήταν δυνατόν να αντλήσουν χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα μέχρι και τετραετούς διάρκειας. Έτσι, αν και η τελευταία σχετική πράξη διενεργήθηκε το Μάρτιο του 2017, η χρηματοδότηση που έχουν αντλήσει τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των (δύο πραγματοποιηθεισών σειρών) στοχευμένων πράξεων παραμένει κατά μεγάλο μέρος ανεξόφλητη.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατόπιν διασταύρωσης (cross-checking) (α) των συμπερασμάτων από την οικονομική ανάλυση την οποία διεξάγει με (β) τις ενδείξεις που παρέχει η νομισματική ανάλυση, δηλ. κατά βάση η εις βάθος ανάλυση των νομισματοπιστωτικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ την οποία επίσης διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο, χρησιμοποιώντας πλούτο πληροφοριών και τεχνικών επιπλέον των όσων παρατέθηκαν παραπάνω.

Στο πλαίσιο αυτής της διασταύρωσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συμπέρανε ότι ήταν απαραίτητο να επιμείνει στη διατήρηση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, έως ότου ενδυναμωθεί επαρκώς ο πυρήνας του πληθωρισμού. Χωρίς ενίσχυση του πυρήνα του πληθωρισμού, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός δεν είναι δυνατόν να προσεγγίσει τα επιθυμητά επίπεδα λίγο κάτω του 2%, η παγίωση των οποίων συνιστά τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υπογραμμίσει ότι η προσέγγιση αυτή πρέπει να είναι διατηρήσιμη αυτοδυνάμως. Δηλαδή, πρέπει να συνάγεται ότι η προσέγγιση θα συνεχιστεί ακόμη και αφού οι συνθήκες χρηματοδότησης στην οικονομία καταστούν λιγότερο ευνοϊκές από τις επί του παρόντος επικρατούσες. Για παράδειγμα, ένας μηχανισμός για αυτοτροφοδοτούμενη επέκταση του ΑΕΠ και συνακόλουθη τόνωση των πληθωριστικών πιέσεων θα ήταν δυνατόν να δημιουργηθεί εφόσον η αύξηση των επενδύσεων στη ζώνη του

ευρώ εξασφάλισε ενίσχυση της παραγωγικότητας στην οικονομία, ικανή με τη σειρά της να καταστήσει κερδοφόρο τον περαιτέρω σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου κ.ο.κ.

Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, στο πλαίσιο των συνεδριάσεών του το 2018 μέχρι και τις 26 Απριλίου, διατύπωνε την εκτίμηση ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ άρχισε να διανύει τα πρώτα στάδια πορείας προς την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, υπό το φως, μεταξύ άλλων, (α) του σημαντικού εύρους και της ευρωστίας της παρατεταμένης ανόδου του ΑΕΠ, (β) του συνακόλουθου περιορισμού του πλεονάζοντος παραγωγικού δυναμικού και (γ) της ικανοποιητικής έκτασης στην οποία είχαν επηρεαστεί οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες από τη νομισματική χαλάρωση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Η πρόσφατη, κατ' ουσίαν διορθωτική, επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας δεν αποδυνάμωσε την πεποίθηση αυτή του Διοικητικού Συμβουλίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε και συνέχισε να εκτιμά και στο πλαίσιο της πλέον πρόσφατης συνεδριάσής του τον Ιούνιο ότι η οικονομική δραστηριότητα εξακολουθεί να σημειώνει ικανοποιητική και γενικευμένη άνοδο, παρά το γεγονός ότι οι ενδείξεις από τους οικονομικούς δείκτες και τα αποτελέσματα ερευνών που συγκεντρώθηκαν τελευταία χαρακτηρίζονται από αδυναμία.

Όπως και το προηγούμενο έτος, κατά το α' εξάμηνο του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε να τονίζει ότι τα βασικά επιτόκια θα παραμείνουν στα παρόντα πολύ χαμηλά επίπεδα. Δεν πρόκειται να λάβει χώρα αύξηση των βασικών επιτοκίων όταν ολοκληρωθεί το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων. Τα επιτόκια πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν αμετάβλητα και μετά την ημερομηνία που είχε αρχικά ανακοινωθεί ως ενωρίτερη δυνατή για την ολοκλήρωση του εν λόγω προγράμματος (Σεπτέμβριος του 2018). Μάλιστα στις 14 Ιουνίου 2018, όταν η ημερομηνία αυτή επαναπρο-

διορίστηκε για το τέλος του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι τα βασικά επιτόκια θα παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα τουλάχιστον μέχρι και το θέρος του 2019.

Σημειώνεται ότι, μετά το Μάρτιο του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο σταμάτησε να αναφέρεται ρητά σε (α) αναπροσαρμογή προς τα άνω του ύψους των μηνιαίων αγορών τίτλων ή και (β) παρτάση του χρονικού διαστήματος κατά το οποίο θα συνεχίσει να διεξάγεται το εν λόγω πρόγραμμα, ως πιθανές αντιδράσεις πολιτικής στην περίπτωση που οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη Νομισματική Ένωση χειροτερεύσουν ή στην περίπτωση που οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες καταστούν αυστηρότερες (με δεδομένα τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος).

Στα μέσα του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αξιολόγησε την πρόοδο που είχε επιτελεστεί, μέχρι εκείνη τη στιγμή, όσον αφορά την προσπάθεια να τεθεί ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ σε τροχιά που οδηγεί, με κατά το δυνατόν μεγαλύτερη βεβαιότητα, σε επίπεδα λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα. Στο πλαίσιο της εν λόγω αξιολόγησης λήφθηκαν υπόψη οι νέες μακροοικονομικές προβολές που είχαν γίνει μόλις διαθέσιμες, εξετάστηκε μια ποικιλία δεικτών των πληθωριστικών πιέσεων, όπως και των πιέσεων στο κόστος εργασίας, και αναλύθηκαν οι διάφορες πτυχές της αβεβαιότητας που αναπόφευκτα περιβάλλει τις προοπτικές για τον πληθωρισμό. Το Διοικητικό Συμβούλιο έφθασε στο συμπέρασμα ότι η προσπάθεια να τεθεί ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ στην επιθυμητή τροχιά έχει σημειώσει ικανοποιητική πρόοδο. Ειδικότερα, κρίνεται ότι ακόμη και μετά το σταδιακό μηδενισμό των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος τον οποίο δρομολόγησε το Διοικητικό Συμβούλιο, ο πληθωρισμός θα συνεχίσει να ακολουθεί την επιθυμητή τροχιά, δεδομένου ότι (α) οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες έχουν σταθεροποιηθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα (όπως διευκρινίζεται παρακάτω), (β) η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ παραμένει υψηλή και (γ) η έκταση στην οποία

η ενιαία νομισματική πολιτική θα διατηρήσει διευκολυντική κατεύθυνση είναι σημαντική, καθώς κατ' αρχάς θα συνεχιστεί η πολιτική επανεπένδυσης.

Υπό το φως αυτού του συμπεράσματος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει τις κατά μήνα καθαρές αγορές τίτλων σε 15 δισεκ. ευρώ, κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2018 και ακολούθως, μετά το τέλος του έτους, στο μηδέν. Η πολιτική αυτή θα εφαρμοστεί υπό την προϋπόθεση ότι τα στοιχεία και οι πληροφορίες που θα συγκεντρωθούν δεν θα συνηγορήσουν υπέρ αναθεώρησης των μεσοπρόθεσμων προοπτικών του πληθωρισμού προς τα κάτω. Εάν προκύψει τέτοια αναθεώρηση, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι διατεθειμένο να προσαρμόσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής ώστε να διασφαλιστεί ότι ο πληθωρισμός θα κινείται διαρκώς προς τις επιθυμητές τιμές λίγο κάτω του 2%.

Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογραμμίζει, ήδη από ετών, ότι θα ακολουθήσει την πολιτική επανεπένδυσης και αφού σταματήσει να πραγματοποιεί θετικές καθαρές αγορές τίτλων (νέες αγορές τίτλων μείον λήξεις τίτλων αποκτηθέντων κατά το παρελθόν στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος). Η πολιτική επανεπένδυσης θα διασφαλίσει τη διατήρηση άφθονης ρευστότητας, δηλαδή κατεύθυνσης εκ μέρους της νομισματικής πολιτικής πρόσφορης προκειμένου να αποκατασταθεί η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Ως προς τις τεχνικές λεπτομέρειες της πολιτικής επανεπένδυσης, έχει ανακοινωθεί (στις 26 Οκτωβρίου 2017) ότι το προϊόν της εξόφλησης χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από το δημόσιο τομέα ενός κράτους-μέλους θα επανεπενδύεται σε τίτλους του ίδιου κράτους-μέλους. Λαμβάνεται μέριμνα ώστε η επανεπένδυση να μην καθυστερεί, αλλά να πραγματοποιείται αμέσως μετά την εξόφληση των τίτλων. Επιτρέπεται αναβολή της επανεπένδυσης, κατ' ανώτατο επί δίμηνο μετά τη λήξη των τίτλων, σε περίπτωση που αυτό είναι απαραίτητο για τη διατήρηση ομαλών συνθηκών ρευστότητας στις αγορές ομολόγων.

Άμεσο αποτέλεσμα της διεξαγωγής του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων ήταν η επικράτηση – κατά το 2017 και στις αρχές του 2018 όπως εξάλλου και τα προηγούμενα έτη – συνθηκών υπερβάλλουσας ρευστότητας στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ.

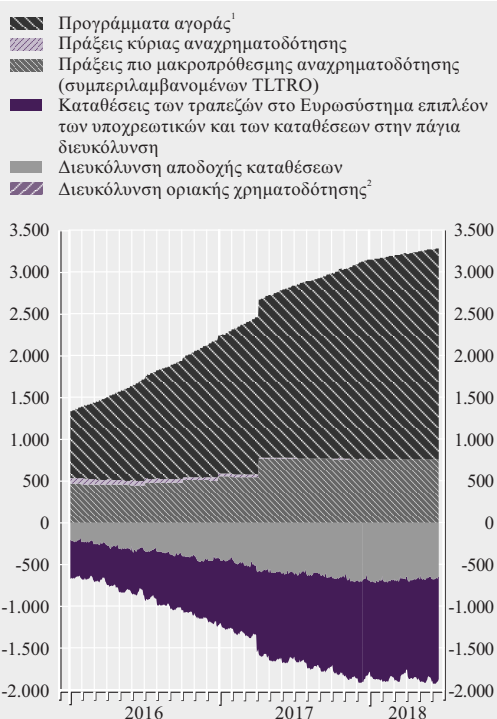
Αναλυτικότερα, κατά μέσο όρο την περίοδο από την αρχή του 2018 μέχρι περίπου τα μέσα Ιουνίου, το 75% της συνολικής παροχής ρευστότητας από το Ευρωσύστημα είχε υλοποιηθεί μέσω του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς και το 24% μέσω των στοχευμένων πράξεων TLTRO που διενεργήθηκαν τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα III.7). Μόλις 0,1% της συνολικής ρευστότητας διοχετεύθηκε μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και 0,2% μέσω των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης (δηλ. τρίμηνης) χρηματοδότησης. Κατά την προαναφερθείσα περίοδο, το 71% της αξίας των αποκτηθέντων από το Ευρωσύστημα τίτλων (σε εφαρμογή του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς) αφορούσε χρεόγραφα του δημόσιου τομέα (συμπεριλαμβανομένων υπερεθνικών οργανισμών), το 9% καλυμμένες ομολογίες, το 18% ομολογιακούς τίτλους μη τραπεζικών επιχειρήσεων και το 2% τιτλοποιημένες απαιτήσεις (ABS) των τραπεζών (εκτός καλυμμένων ομολογιών).

Το 64% της υπερβάλλουσας ρευστότητας διοχετεύθηκε σε καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών με τη μορφή τρεχούμενων λογαριασμών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες πλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων (excess reserves), ενώ το υπόλοιπο 36% της υπερβάλλουσας ρευστότητας τοποθετήθηκε από τις εμπορικές τράπεζες στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα III.8).

Εξαιτίας της πλεονάζουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας (EONIA) παρέμειναν μόλις κατά τι λιγότερο αρνητικά από το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (μέσος όρος Ιανουαρίου-μέσων Ιουνίου 2018: -36 μονάδες βάσης) (βλ. Διάγραμμα III.9). Τα επι-

Διάγραμμα III.7 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα (1 Ιανουαρίου 2016-15 Ιουνίου 2018)

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: EKT.

1 Περιλαμβάνονται τα προγράμματα αγοράς τίτλων (SMP), καλυμμένων ομολογιών (CBPP1,2,3), προϊόντων τιτλοποίησης (ABSPP), τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) και εταιρικών χρεογράφων (CSPP).

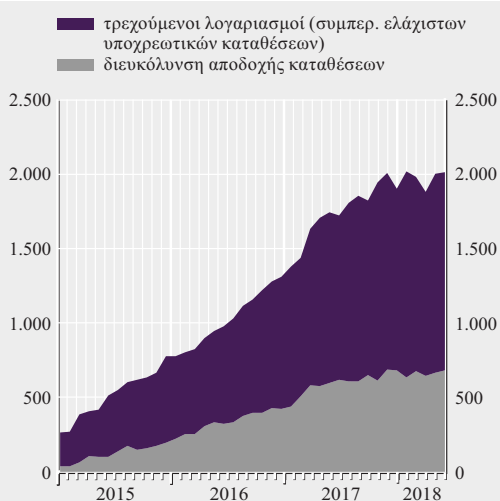
2 Λόγω του πολύ μικρού μεγέθους, η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης δεν διακρίνεται στο διάγραμμα.

τόκια για τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά έναντι πολλών κατηγοριών εξασφαλίσεων (λ.χ. κρατικά ομόλογα), στο πλαίσιο συναλλαγών repos, διαμορφώθηκαν ακόμη χαμηλότερα από το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων – το πρόγραμμα δανεισμού τίτλων από το χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος περιόρισε την έκταση του φαινομένου αυτού, αν και στο τέλος του 2017 ορισμένα από αυτά τα επιτόκια διαμορφώθηκαν σε επίπεδα περί τις 80 μονάδες βάσης κάτω από το μηδέν, ως εκδήλωση ημερολογιακής επίδρασης.

Τα επιτόκια Euribor επίσης παρέμειναν σε αρνητικές τιμές και παρουσίασαν μεγαλύτερη σταθερότητα από τα επιτόκια διάρκειας μίας

Διάγραμμα III.8 Καταθέσεις εμπορικών τραπεζών στο Ευρωσύστημα (Ιανουάριος 2015-Μάιος 2018)

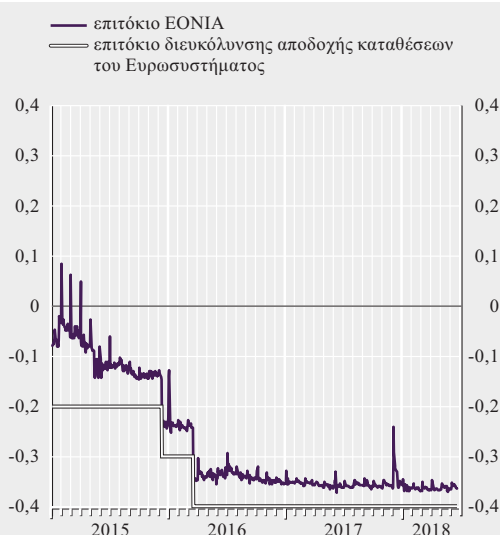
(υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, τέλος μηνός)



Πηγή: EKT.

Διάγραμμα III.9 Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2015-15 Ιουνίου 2018)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

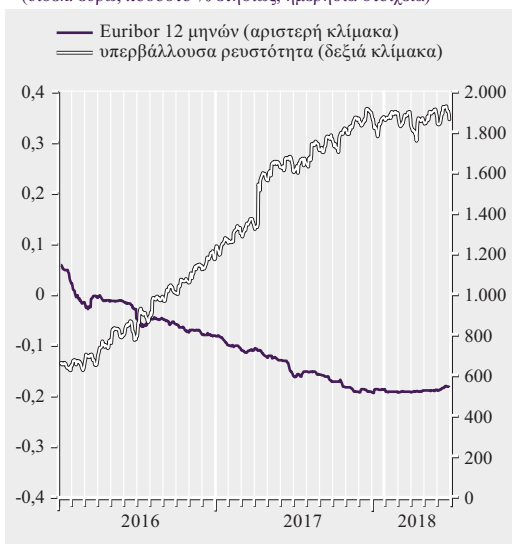


Πηγές: EKT και European Money Markets Institute.

ημέρας (12μηνο επιτόκιο, μέσος όρος κατά την περίοδο Ιανουαρίου-μέσων Ιουνίου 2018: -19 μονάδες βάσης, τυπική απόκλιση: 0,3 μίας μονάδας βάσης) (βλ. Διάγραμμα III.10). Οι

**Διάγραμμα III.10 Υπερβάλλουσα ρευστότητα¹
και επιτόκιο Euribor 12 μηνών
(1 Ιανουαρίου 2016-15 Ιουνίου 2018)**

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



Πηγές: European Money Markets Institute, 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.

τιμές στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης προβλέπουν ότι το EONIA θα αρχίσει να καταγράφει αξιολογη αύξηση το 2019 και ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια θα φθάσουν θετικά επίπεδα από το έτος 2020. Αυτές οι προσδοκίες είναι συνεπείς με το γεγονός ότι ο πληθωρισμός αναμένεται να προσεγγίσει πολύ σταδιακά το 2%. Ο μακροπρόθεσμα, δηλ. μετά πενταετία, αναμενόμενος πληθωρισμός εκτιμάτο περί τα μέσα του 2018 στο 1,7%-1,9% και, όπως τεκμαίρεται βάσει ανάλυσης των αγορών για συμφωνίες ανταλλαγής του πληθωρισμού (inflation swaps), δεν θεωρείται πλέον πιθανή η καταγραφή αρνητικών ρυθμών πληθωρισμού.

Όπως και τα προηγούμενα έτη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε στη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2018 ότι τα οφέλη από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής θα μεγιστοποιηθούν εφόσον οι λοιπές οικονομι-

κές πολιτικές προάγουν την ενδυνάμωση του δυναμικού μακροχρόνιου ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και θωρακίζουν τη Νομισματική Ένωση έναντι των οικονομικών διαταράξεων. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υποστηρίζει ότι, προκειμένου να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας, είναι αναγκαία η εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Οι κατάλληλες διαρθρωτικές πολιτικές περιορίζουν τη διαρθρωτική ανεργία, επαυξάνουν την παραγωγικότητα και έτσι ενισχύουν την οικονομική ανάπτυξη.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί πρόσφορα τα μέτρα τα οποία συμβάλλουν στη μεγέθυνση του ΑΕΠ. Η πιστή τήρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης είναι αναγκαία προκειμένου να θωρακιστεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Η εφαρμογή του Συμφώνου πρέπει να χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και να είναι συνεπής διαχρονικά και ομοιόμορφη μεταξύ των κρατών-μελών. Επίσης, η διασφάλιση της ανθεκτικότητας απαιτεί συνεπή, και κατά διαφανή τρόπο, εφαρμογή της διαδικασίας των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο τονίζει ότι η παρούσα έντονη οικονομική ανάκαμψη υποβοηθεί τη δημιουργία δημοσιονομικών περιθωρίων (fiscal buffers) για τυχόν αναγκαίες μελλοντικές μεταβολές της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής. Με τη δημιουργία των εν λόγω περιθωρίων θα εξασφαλιστεί ότι οι μεταβολές αυτές δεν θα θέσουν σε κίνδυνο το μεσοπρόθεσμο στόχο για το δημοσιονομικό έλλειμμα ή άλλα δημοσιονομικά μεγέθη. Η δημιουργία των αναγκαίων περιθωρίων έχει ιδιαίτερη σημασία για κράτη-μέλη με μεγάλο δημόσιο χρέος. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε την αναγκαιότητα συγκεκριμένων ενεργειών εκ μέρους των αρχών με σκοπό την ολοκλήρωση τόσο της τραπεζικής ένωσης όσο και της ένωσης των κεφαλαιαγορών. Σε σχέση με αυτές τις θεσμικές τομές, απομένει να γίνουν αποφασιστικά βήματα ώστε να δημιουργηθεί το δυναμικό για ευρύ επιμερισμό των κινδύνων (risk sharing) στο επίπεδο της

ζώνης του ευρώ, πράγμα που απαιτείται για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της Νομι-

σματικής Ένωσης.

Πλαίσιο III.1

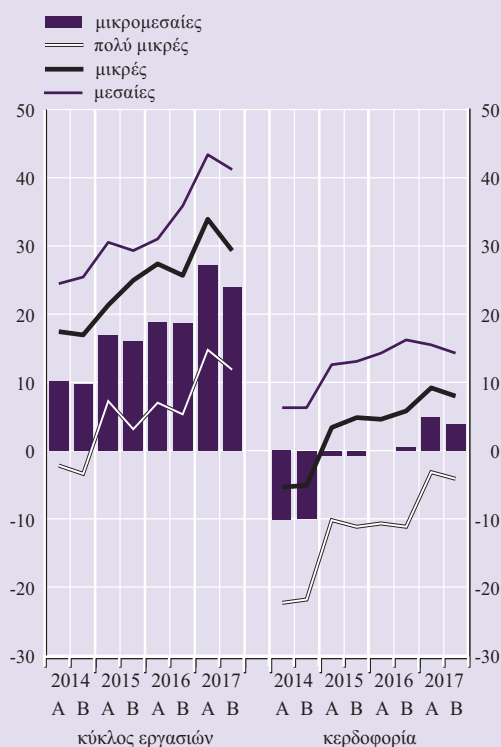
ΟΙ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ SAFE

Η έρευνα για την πρόσβαση των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ σε χρηματοδότηση (Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – SAFE) διεξάγεται κάθε έξι μήνες από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η παρούσα ανάλυση περιγράφει συνοπτικά τα αποτελέσματα των δύο τελευταίων επαναλήψεων της έρευνας, που καλύπτουν συνολικά την περίοδο Απριλίου 2017-Μαρτίου 2018. Η επανάληψη της περιόδου Α καλύπτει το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2017 (εφεξής η περίοδος αυτή καλείται “2017^A”) και η επανάληψη της περιόδου Β καλύπτει το διάστημα Οκτωβρίου 2017-Μαρτίου 2018 (εφεξής “2017^B”). Στις εξεταζόμενες περιόδους, το δείγμα της έρευνας αριθμούσε άνω των 11.000 επιχειρήσεων, από τις οποίες 90% και πλέον ήταν μικρομεσαίες, δηλ. απασχολούσαν λιγότερους από 250 εργαζομένους.

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ εκτιμούν ότι στις δύο τελευταίες επαναλήψεις της έρευνας η χρηματοοικονομική τους κατάσταση βελτιώθηκε (βλ. Διάγραμμα Α). Σε σύγκριση με την περίοδο 2016^B, ενισχυμένο παρέμεινε – σε σχετικά μικρότερο βαθμό στην τελευταία επανάληψη – το θετικό καθαρό ποσοστό¹ επιχειρήσεων που ανέφεραν αύξηση του κύκλου εργασιών τους (2017^B: 24% και 2017^A: 27%, έναντι 2016^B: 19%), γεγονός που συνάδει με την επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι, για πρώτη φορά από την έναρξη της έρευνας το 2009, στις εξεταζόμενες περιόδους οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν, σε καθαρή βάση, ότι η κερδοφορία τους παρου-

Διάγραμμα Α Μεταβολή του κύκλου εργασιών και της κερδοφορίας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη εξάμηνη περίοδο,¹ καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων²)



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

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).

2 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο κύκλος εργασιών/η κερδοφορία τους αυξήθηκε, μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι μειώθηκε.

Σημειώνεται ότι πολύ μικρές θεωρούνται οι επιχειρήσεις που απασχολούν λιγότερους από 10 εργαζομένους, μικρές χαρακτηρίζονται οι επιχειρήσεις που απασχολούν από 10 έως 49 εργαζομένους και μεσαίες είναι οι επιχειρήσεις με αριθμό απασχολούμενων μεταξύ 50 και 249.

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

οίασε αύξηση (2017^B: 4% και 2017^A: 5%) μετά από δύο περιόδους σταθερότητας (2016^B και 2016^A), οι οποίες είχαν διαδεχθεί πολλές επαναλήψεις της έρευνας που κατέγραφαν συνεχή υποχώρηση (βλ. Διάγραμμα Α). Επιπρόσθετα, η απομόχλευση των ισολογισμών των επιχειρήσεων προχώρησε, καθώς οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνέχισαν να διαπιστώνουν, σε καθαρή βάση, υποχώρηση του δείκτη χρέους προς ενεργητικό (2017^B: -7% και 2017^A: -10%, έναντι 2016^B: -8%).

Στην κατάταξη των κυριότερων προβληματισμών των μικρομεσαίων επιχειρήσεων – ως ποσοστό επί του συνόλου – την πρώτη θέση, στην τελευταία επανάληψη, κατέλαβε η διαθεσιμότητα εξειδικευμένου ή έμπειρου ανθρώπινου δυναμικού (2017^B: 24% και 2017^A: 23%, έναντι 2016^B: 19%), ενώ πέρασε στη δεύτερη θέση η εύρεση πελατών (2017^B: 23% και 2017^A: 24%, έναντι 2016^B: 26%). Η πρόσβαση σε χρηματοδότηση εξακολούθησε να θεωρείται συνολικά ως το λιγότερο σημαντικό ζήτημα (2017^B και 2017^A: 8%, έναντι 2016^B: 9%).

Η παρούσα ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας επικεντρώνεται στα τραπεζικά προϊόντα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (δηλ. τα τραπεζικά δάνεια και τα πιστωτικά όρια ή υπεραναλήψεις), καθώς τα προϊόντα αυτά αποτελούν τη συνηθέστερη πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα κατά τις εξεταζόμενες περιόδους, οι απαντήσεις υποδηλώνουν ότι – ως ποσοστό επί του συνόλου – τα τραπεζικά δάνεια (2017^B: 53% και 2017^A: 52%) αφορούν (χρησιμοποιήθηκαν στο παρελθόν ή ενδέχεται να χρησιμοποιηθούν μελλοντικά) τις περισσότερες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, όμοια με τα τραπεζικά προϊόντα των πιστωτικών ορίων ή υπεραναλήψεων (2017^B: 52% και 2017^A: 53%). Ακολουθούν οι υπηρεσίες χρηματοδοτικής μίσθωσης² (2017^B και 2017^A: 46%), τα επιχορηγούμενα από δημόσιους φορείς τραπεζικά δάνεια (2017^B: 36% και 2017^A: 34%), οι εμπορικές πιστώσεις (2017^B και 2017^A: 31%), τα μη διανεμόμενα κέρδη (2017^B και 2017^A: 25%) και τα λοιπά δάνεια (2017^B: 18% και 2017^A: 20%). Μεταξύ των πηγών χρηματοδότησης που αναφέρονται ως λιγότερο σχετιζόμενες με τη δραστηριότητα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι η έκδοση μετοχών (2017^B: 11% και 2017^A: 12%), η πρακτορεία απαιτήσεων (2017^B και 2017^A: 9%), οι λοιπές πηγές³ (2017^B: 4% και 2017^A: 5%) και η έκδοση χρεογράφων (2017^B και 2017^A: 3%).

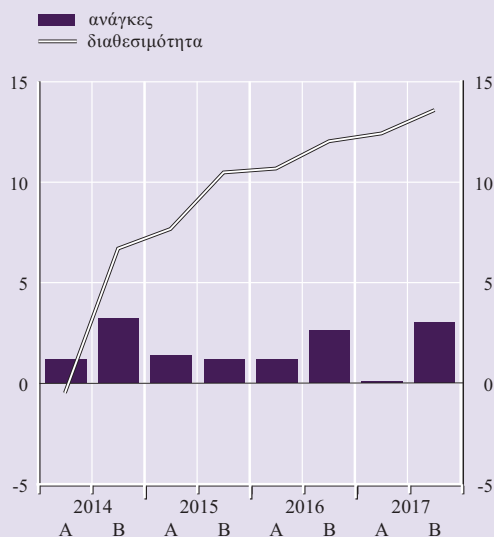
Οι ανάγκες (δηλ. η ζήτηση) των μικρομεσαίων επιχειρήσεων για τραπεζικές πιστώσεις παρέμειναν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, παρουσιάζοντας ελαφρά ενίσχυση στην τελευταία επανάληψη της έρευνας. Έπειτα από μια εμβόλιμη περίοδο σταθερότητας (2017^A), στην τελευταία επανάληψη της έρευνας (2017^B), οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις επανήλθαν σε καταγραφή καθαρού ποσοστού που υποδηλώνει ελαφρά αύξηση των αναγκών τους για τραπεζικά δάνεια (3%) (βλ. Διάγραμμα Β). Ταυτόχρονα, σε σχετικά υψηλότερα επίπεδα επανήλθε το θετικό καθαρό ποσοστό των μικρομεσαίων επιχειρήσεων του δείγματος που αναφέρει αύξηση των αναγκών τους για πιστωτικά όρια ή υπεραναλήψεις (2017^B: 7% και 2017^A: 4%, έναντι 2016^B: 6%). Ενισχυμένο αναφέρθηκε και το θετικό καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων που συνέχισαν να αποκρίνονται ότι αυξάνονται οι ανάγκες τους για άλλες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, όπως η χρηματοδοτική μίσθωση (2017^B: 12% και 2017^A: 11%, έναντι 2016^B: 10%) και οι εμπορικές πιστώσεις (2017^B: 11% και 2017^A: 9%, έναντι 2016^B: 8%). Αύξηση, σε καθαρή βάση, συνέχισαν να αναφέρουν οι επιχειρήσεις όσον αφορά τη ζήτηση για λοιπά δάνεια (2017^B: 7% και 2017^A: 4%, έναντι 2016^B: 8%).

2 Η έρευνα θεωρεί τη χρηματοδοτική μίσθωση ή ενοικιαγορά ως πηγή χρηματοδότησης, καθώς δίνει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα χρήσης πάγιου περιουσιακού στοιχείου, για παράδειγμα οχημάτων ή μηχανολογικού εξοπλισμού, έναντι τακτικών πληρωμών, αλλά χωρίς άμεση κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου.

3 Στο συγκεκριμένο ερώτημα ζητείται από τις επιχειρήσεις να αναφέρουν αν έχουν αξιοποιήσει στο παρελθόν ή έχουν σκεφθεί να αξιοποιήσουν στο μέλλον άλλες πηγές χρηματοδότησης, για παράδειγμα χρεόγραφα μειωμένης εξασφάλισης, συμμετοχικά δάνεια, δάνεια μεταξύ ομοτίμων (peer-to-peer lending), χρηματοδότηση από το πλήθος (crowdfunding).

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

(κατά την αντίστοιχη εξάμηνη περίοδο,¹ καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων²)



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

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).

2 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες/η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης (δανείων και πιστωτικών ορίων ή υπεραναλήψεων) αυξήθηκαν, μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι μειώθηκαν.

δότησης, καθώς οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις εξακολουθούν να τις συγκαταλέγουν μεταξύ των λιγότερο χρησιμοποιηθεισών πηγών χρηματοδότησης, κατά το προηγούμενο εξάμηνο (2017^Β: 1%).

Όσον αφορά το σκοπό για τον οποίο χρησιμοποίησαν τη χρηματοδότηση που έλαβαν, οι περισσότερες – ως ποσοστό επί του συνόλου – μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνέχισαν να αναφέρουν συχνότερη χρήση για επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (2017^Β: 44% και 2017^Α: 40%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2016^Β) καθώς και για τη δημιουργία αποθεμάτων και άλλων κεφαλαίων κίνησης (2017^Β: 35% και 2017^Α: 33%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2016^Β).

Οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν για πολλοστή φορά ότι η διαθεσιμότητα (δηλ. η προσφορά) τραπεζικών δανείων βελτιώθηκε, σε καθαρή βάση (βλ. Διάγραμμα Β). Η βελτίωση είναι εντονότερη όσο μεγαλύτερο το μέγεθος των επιχειρήσεων: οι πολύ μικρές επιχειρήσεις ανέφεραν μικρότερη βελτίωση της διαθεσιμότητας (καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων 2017^Β: 7% και 2017^Α: 5%) σε σχέση με τις επιχειρήσεις μικρού μεγέθους (2017^Β: 17% και 2017^Α: 15%) και τις μεσαίες επιχειρήσεις (2017^Β: 21% και 2017^Α: 22%).

Οι ανάγκες των επιχειρήσεων για τραπεζικές πιστώσεις – μολονότι ενισχύθηκαν στην τελευταία επανάληψη της έρευνας – φαίνεται ότι διατηρούνται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα εν μέρει λόγω επάρκειας εσωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ διακρατούν τα τελευταία έτη πολύ υψηλά επίπεδα διαθεσίμων (με τη μορφή μετρητών ή βραχυπρόθεσμων καταθέσεων), γεγονός που περιορίζει τις ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Προς την κατεύθυνση αυτή συνηγορούν και οι ενδείξεις που παρέχει η έρευνα ότι ένα μεγάλο ποσοστό επί του συνόλου των ερωτηθεισών μικρομεσαίων επιχειρήσεων δεν υπέβαλε αίτημα τραπεζικού δανείου λόγω επαρκών κεφαλαίων⁴ (2017^Β και 2017^Α: 43%, έναντι 2016^Β: 39%). Είναι επίσης εύλογο ότι κάποιες επιχειρήσεις αποφεύγουν να αυξήσουν περαιτέρω το δανεισμό τους από το τραπεζικό σύστημα για να μη δημιουργηθούν προβλήματα υπερχρέωσης. Πράγματι παρατηρείται από ετών προσπάθεια των επιχειρήσεων να προβούν σε απομόχλευση, όπως καταδεικνύεται και από την προαναφερθείσα καταγραφή αρνητικών καθαρών ποσοστών επιχειρήσεων, σε απόκριση προς το ερώτημα σχετικά με τη μεταβολή του δείκτη χρέους προς ενεργητικό. Ταυτόχρονα, η έκδοση μετοχών και η έκδοση ομολόγων δεν φαίνεται να υποκαθιστούν τη χρήση τραπεζικής χρηματο-

4 Στο συγκεκριμένο ερώτημα, οι επιχειρήσεις έχουν μόνο μία επιλογή μεταξύ των εναλλακτικών απαντήσεων: α) υπέβαλε αίτηση, β) δεν υπέβαλε αίτηση λόγω πιθανής απόρριψης, γ) δεν υπέβαλε αίτηση λόγω επαρκών εσωτερικών πόρων και δ) δεν υπέβαλε αίτηση για άλλους λόγους.

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ εκτίμησαν ότι οι περισσότεροι από τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης άσκησαν θετική επιρροή, σε καθαρή βάση. Μεταξύ των εξεταζόμενων περιόδων, για τρίτη διαδοχική επανάληψη της έρευνας καταγράφεται θετικό καθαρό ποσοστό⁵ επιχειρήσεων που υποδεικνύει τον υποστηρικτικό ρόλο των γενικότερων προοπτικών της οικονομίας (2017^B: 13% και 2017^A: 14%, έναντι 2016^B: 5%). Θετικό επίσης παρέμεινε και το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που μετρά την επίδραση, στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, των παραγόντων που σχετίζονται με τη φερεγγυότητα της επιχείρησης, όπως το πιστωτικό ιστορικό (2017^B: 20% και 2017^A: 21%, έναντι 2016^B: 20%), τα ίδια κεφάλαια (2017^B: 21% και 2017^A: 22%, έναντι 2016^B: 19%) και οι εν γένει προοπτικές της επιχειρηματικής δραστηριότητας (2017^B και 2017^A: 22%, έναντι 2016^B: 18%). Επιπρόσθετα, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνέχισαν να αναφέρουν, σε καθαρή βάση, μεγαλύτερη βελτίωση στην προθυμία των τραπεζών να παράσχουν πίστωση (2017^B: 19% και 2017^A: 18%, έναντι 2016^B: 16%). Αντίθετα, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνέχισαν να καταγράφουν επιδείνωση όσον αφορά την πρόσβαση σε δημόσια οικονομική στήριξη, συμπεριλαμβανομένων εγγυήσεων (2017^B και 2017^A: -4%, έναντι 2016^B: -8%).

Στις εξεταζόμενες επαναλήψεις της έρευνας, τα αποτελέσματα όσον αφορά την έκβαση των αιτημάτων για δάνειο που υπέβαλαν οι επιχειρήσεις στις τράπεζες συνέχισαν να αντανakλούν τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης. Σε υψηλά επίπεδα παρέμεινε το ποσοστό – επί του συνόλου – των επιχειρήσεων που ανέφεραν πλήρη ικανοποίηση του αιτήματός τους (2017^B: 76% και 2017^A: 74%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2016^B). Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις συνέχισαν να καταγράφουν χαμηλά ποσοστά απόρριψης (2017^B: 4% και 2017^A: 5%, έναντι 2016^B: 6%) στα αιτήματά τους για λήψη δανείου από τις τράπεζες.

Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων στα ερωτήματα της έρευνας σχετικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις λήψης τραπεζικής χρηματοδότησης δείχνουν ότι στις εξεταζόμενες περιόδους συνέ-

Διάγραμμα Γ Μεταβολή του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη εξάμηνη περίοδο,¹ καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων²)



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

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).

2 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχαν υποβάλει αίτημα τραπεζικού δανείου και απάντησαν ότι τα επιτόκια/οι άλλες χρεώσεις, τέλη και προμήθειες αυξήθηκαν, μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι μειώθηκαν.

5 Στο συγκεκριμένο ερώτημα, το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας, που επηρεάζει τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, βελτιώθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο παράγοντας επιδεινώθηκε.

χισε να καταγράφεται ως επί το πλείστον υποχώρηση – μολονότι ολοένα ασθενέστερη – των τραπεζικών επιτοκίων (καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων 2017^B: -1% και 2017^A: -5%, έναντι 2016^B: -9%). Στην εξέλιξη αυτή πρέπει να συνέβαλαν κρίσιμα τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα Γ). Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να αναφέρουν, σε καθαρή βάση, αύξηση στο διαθέσιμο ποσό (2017^B και 2017^A: 11%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2016^B) και στη διαθέσιμη διάρκεια των πιστώσεων (2017^B: 2% και 2017^A: 3%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2016^B). Ταυτόχρονα, σε σχετικά υψηλά επίπεδα παρέμεινε το θετικό καθαρό ποσοστό που υποδηλώνει αύξηση στις λοιπές χρεώσεις, τέλη και προμήθειες επί των τραπεζικών πιστώσεων (2017^B: 26% και 2017^A: 30%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2016^B), αποτυπώνοντας τη στρατηγική των τραπεζών προς αντιστάθμιση των διαφυγόντων εσόδων εξαιτίας της μείωσης του γενικού επιπέδου των επιτοκίων (βλ. Διάγραμμα Γ).

Στην τελευταία επανάληψη της έρευνας (2017^B), με σκοπό την περαιτέρω διερεύνηση του ρόλου του τραπεζικού συστήματος στις αποφάσεις χρηματοδότησης, οι επιχειρήσεις κλήθηκαν να απαντήσουν σε τρεις εφάπαξ⁶ ερωτήσεις σχετικά α) με τον αριθμό των τραπεζικών ιδρυμάτων με τα οποία συνεργάζονται, β) τη διάρκεια καθώς και γ) την αποκλειστικότητα της σχέσης τους. Από τις απαντήσεις της έρευνας προκύπτει ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και του αριθμού των τραπεζών με τις οποίες συνεργάζονται και κατ' επέκταση του βαθμού συγκέντρωσης του τραπεζικού χρέους σε μία κύρια τράπεζα. Δηλαδή, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ τείνουν να έχουν μακροχρόνιες σχέσεις με λίγες τράπεζες στις οποίες συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο μέρος του δανεισμού τους.

Συνολικά, τα αποτελέσματα των δύο τελευταίων επαναλήψεων της έρευνας SAFE δείχνουν ότι την περίοδο Απριλίου 2017-Μαρτίου 2018 συνεχίστηκε η βελτίωση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η αύξηση των αναγκών των επιχειρήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση διατηρήθηκε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, εν μέρει λόγω επάρκειας εσωτερικών πόρων, καθώς και εξαιτίας της συνεχιζόμενης διαδικασίας απομόχλευσης των ισολογισμών τους. Από την πλευρά της προσφοράς, οι επιχειρήσεις συνέχισαν να καταγράφουν αύξηση της διαθέσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων, υποστηριζόμενη κυρίως από τη μεγαλύτερη προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν πιστώσεις με χαμηλότερα επιτόκια καθώς και από το ευνοϊκότερο οικονομικό περιβάλλον. Οι εξελίξεις αυτές χωρίς αμφιβολία πρέπει να υποβοηθήθηκαν από την ακολουθούμενη εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

⁶ Οι επαναλήψεις που καλύπτουν το διάστημα Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β) περιλαμβάνουν επιπλέον μικρό αριθμό εφάπαξ ερωτήσεων με σκοπό την εξέταση επίκαιρων ζητημάτων σχετικά με τις συνθήκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Πλαίσιο III.2

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά και η επακόλουθη κρίση χρέους στην ευρωζώνη, ανάγκασε το Ευρωσύστημα να ακολουθήσει ιδιαίτερος διευκολυντική νομισματική πολιτική προκειμένου να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Παρ' όλα αυτά, τα περιθώρια της συμβατικής νομισματικής πολιτικής να τονώσει την πραγματική οικονομία εξαντλούνται όταν τα βασικά επιτόκια προσεγγίζουν τα ελάχιστα δυνατά επίπεδα (effective lower bound). Τότε οι κεντρικές τράπεζες καταφεύγουν στην εφαρμογή μέτρων

μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής (ΜΣΝΠ).¹ Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα και πλέον ετών το Ευρωσύστημα έχει εξαγγείλει και υλοποιήσει μια σειρά μέτρων ΜΣΝΠ, τα οποία υποβοηθούν μεταξύ άλλων την άρση των δυσλειτουργιών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων ώστε να διασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.² Η διασφάλιση αυτή είναι αναγκαία προκειμένου ο πρωταρχικός σκοπός της διατήρησης της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών να καταστεί κατ' αρχήν επιτεύξιμος. Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει συνοπτικά τις παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος μέσω μέτρων ΜΣΝΠ από το 2008 έως και το 2016 και εξετάζει εμπειρικά την αποτελεσματικότητά τους ως προς την τόνωση της οικονομίας και τη σταθερότητα των τιμών της ζώνης του ευρώ.

1 Τα μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής

Για να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και η επακόλουθη κρίση χρέους στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα ακολούθησε διευκολυντική νομισματική πολιτική προκειμένου να αποσοβηθούν οι κίνδυνοι που απορρέουν από μια παρατεταμένη περίοδο υπερβολικά χαμηλού πληθωρισμού (δηλ. πολύ κάτω του 2%). Η διευκολυντική νομισματική πολιτική έχει επιτευχθεί διαχρονικά αρχικά με μειώσεις των βασικών επιτοκίων και στη συνέχεια με ένα εξελισσόμενο στο χρόνο μίγμα μέτρων και παρεμβάσεων ΜΣΝΠ, ανάλογα με τις γενικότερες οικονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ. Έτσι, από το 2008, έτος κατά το οποίο η χρήση μέτρων ΜΣΝΠ άρχισε να εντείνεται, μέχρι και σήμερα διακρίνουμε γενικά τρεις χρονικές περιόδους ή φάσεις, κατά τη διάρκεια των οποίων ανακοινώθηκαν μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής και οι οποίες μπορούν να διαχωριστούν χρονολογικά ως εξής:³

Πρώτη φάση μέτρων ΜΣΝΠ, 2008-Μάιος 2010. Αφορά μέτρα που σχεδιάστηκαν έτσι ώστε να προσφέρουν “ενισχυμένη πιστωτική στήριξη” στην οικονομία της ζώνης του ευρώ με την παροχή ρευστότητας προς το τραπεζικό σύστημα με ευνοϊκούς όρους, όπως επί παραδείγματι: η θεσμοθέτηση πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTROs) 6μηνης και 12μηνης διάρκειας, η διενέργεια αποκλειστικά δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου, η κατάργηση ποσοτικών περιορισμών στη χορηγούμενη ρευστότητα, η διεύρυνση των αποδεκτών εξασφαλίσεων, καθώς και η θεσμοθέτηση του πρώτου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP1). Έτσι, ο στόχος της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών επιδιώχθηκε να επιτευχθεί μέσω των προαναφερόμενων μέτρων σε συνδυασμό με την πολιτική επιτοκίων που ακολουθούσε το Ευρωσύστημα. Τα προαναφερθέντα μη συμβατικά μέτρα εφαρμόστηκαν κατά κύριο λόγο προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα διατραπεζικά και τα δανειακά επιτόκια των τραπεζών αντανακλούν τη διευκολυντική νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος και ότι η πραγματική οικονομία χρηματοδοτείται από το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι θα ήταν δυνατόν να επιτευχθεί αποκλειστικά και μόνο με τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων.

1 Ως μη συμβατικά χαρακτηρίζονται εκείνα τα μέτρα τα οποία συνδέονται με σημαντικές τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο (operational framework), δηλαδή στα μέσα και τις διαδικασίες, για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2009-2010*).

2 Η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως η ετήσια αύξηση του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) με ρυθμό μικρότερο αλλά κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα.

3 Για μια ανάλογη κατάταξη των μέτρων ΜΣΝΠ μέχρι και το 2013, βλ. Cour-Thimann, P. and B. Winkler (2013), “The ECB’s non-standard monetary policy measures. The role of institutional factors and financial structure”, ECB Working Paper No. 1528. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τα μέτρα ΜΣΝΠ, βλ. Λούζης, Δ. (2017), “Οι μακροοικονομικές επιδράσεις των μη συμβατικών μορφών νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με χρήση μη γραμμικών υποδειγμάτων”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 46, Πίνακας 1.

Δεύτερη φάση μέτρων ΜΣΝΠ, Μάιος 2010-μέσα 2014. Περιλαμβάνει δέση μέτρων τα οποία σχεδιάστηκαν κυρίως για να μετριάσουν τις εντάσεις στις αγορές ομολόγων και χρήματος με απώτερο στόχο, πάντοτε, την αποσόβηση του αποπληθωρισμού. Οι εν λόγω εντάσεις ήταν αποτέλεσμα της κρίσης χρέους και των συνακόλουθων προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα στην ευρωζώνη. Το Ευρωσύστημα θεσμοθέτησε τις Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές και παρενέβη στις αγορές ομολόγων ακολουθώντας το αρχικό Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP), το οποίο αφορούσε αποκλειστικά χρεόγραφα των ευάλωτων κρατών-μελών, επιδιώκοντας να διορθώσει τις δυσλειτουργίες στις εν λόγω αγορές οι οποίες εμποδίζουν την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Επίσης, θεσμοθετήθηκε η πρώτη σειρά πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης τριετούς διάρκειας (3y LTROs). Οι πράξεις αυτές άρχισαν να διενεργούνται από τα τέλη του 2014 και συνέβαλαν αποφασιστικά στην αντιμετώπιση της κρίσης ρευστότητας στα εθνικά τραπεζικά συστήματα, αλλά και στη διατήρηση της πιστοδοτικής ικανότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων.⁴ Τέλος, τον Ιούλιο του 2013 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρείχε για πρώτη φορά ενδείξεις για τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (forward guidance) με στόχο την καθοδήγηση των προσδοκιών των οικονομικών μονάδων σχετικά με τη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Τρίτη φάση μέτρων ΜΣΝΠ, μέσα 2014-2016. Η τρίτη φάση αρχίζει από τα μέσα του 2014 με την υιοθέτηση της “ποσοτικής χαλάρωσης” (quantitative easing, QE), που αφορά το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων.⁵ Αν και τυπικά αξιόλογη διεύρυνση του προγράμματος αγοράς τίτλων πραγματοποιήθηκε στις αρχές του 2015, με τη συμμετοχή των κρατικών χρεογράφων και άλλων τίτλων που έχει εκδώσει ο δημόσιος τομέας, οι αγορές είχαν ήδη προεξοφλήσει από τα μέσα του 2014 ότι το Ευρωσύστημα θα προέβαινε σύντομα σε μεγάλης κλίμακας αγορές κρατικών χρεογράφων, διαχέοντας τις όποιες θετικές επιδράσεις του προγράμματος στην οικονομία της ευρωζώνης, αρκετά νωρίτερα από την επίσημη θεσμοθέτηση και υλοποίηση των πολιτικών ποσοτικής χαλάρωσης. Η τρίτη φάση περιλαμβάνει και άλλες σημαντικές παρεμβάσεις νομισματικής πολιτικής, όπως για παράδειγμα τη διεξαγωγή δύο σειρών στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs), καθώς και απευθείας αγορές, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, αφενός τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων (ABSPP) και αφετέρου καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (CBPP3).⁶

Οι διάφορες παρεμβάσεις ΜΣΝΠ επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα και το επίπεδο των τιμών μέσω ποικίλων διαύλων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τα προγράμματα αγορών στοιχείων ενεργητικού (asset purchase programmes) επηρεάζουν τις ευρύτερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τελικά την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό κυρίως μέσα από τρεις διαύλους: (α) την άμεση μετακύλιση (direct pass-through), (β) την αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίου (portfolio rebalancing) και (γ) τη σηματοδότηση (signalling effect).⁷ Αντίστοιχα, οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης προσφέρουν μακροπρόθεσμη ρευστότητα και επιπλέον κίνητρα στις τράπεζες να χορηγήσουν δάνεια στις επι-

4 Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τους μηχανισμούς μέσω των οποίων τα μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής ασκούν θετική επίδραση στην πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών, βλ. Πλαίσιο III.1, σελ. 37 της έκθεσης *Νομισματική Πολιτική 2014-2015*.

5 Για την αξιολόγηση τυχόν αρνητικών επιπτώσεων από την άσκηση πολύ διεκδυτικής νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, βλ. *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015*, Πλαίσιο III.1, σελ. 45.

6 Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs), το πρόγραμμα αγορών τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων (ABSPP) και το 3ο πρόγραμμα αγορών καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (CBPP3), βλ. *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2014*, Πλαίσιο III.1, σελ. 37.

7 Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.en.html>.

χειρήσεις και τα νοικοκυριά, ενισχύοντας τη συνολική ζήτηση και οδηγώντας συνακόλουθα σε αύξηση του πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2%.^{8,9}

2 Η αποτελεσματικότητα των μέτρων ΜΣΝΠ

Η αποτελεσματικότητα των μέτρων ΜΣΝΠ στην οικονομία της ευρωζώνης εξετάζεται εμπειρικά με τη χρήση πολυμεταβλητών οικονομετρικών υποδειγμάτων με χρονικά μεταβαλλόμενες παραμέτρους.¹⁰ Οι μεταβλητές¹¹ οι οποίες επιλέχθηκαν είναι ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και ο ρυθμός μεταβολής του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) στην ευρωζώνη, ο ρυθμός μεταβολής του συνόλου του ενεργητικού της ΕΚΤ, το βασικό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (ΜΡΟ) και ο δείκτης τεκμαιρόμενης μεταβλητότητας (implied volatility) Vstoxx.¹² Το ΑΕΠ και ο ΕνΔΤΚ αντανακλούν τις μακροοικονομικές συνθήκες στην ευρωζώνη, ενώ το βασικό επιτόκιο ΜΡΟ αντιπροσωπεύει τη συμβατική νομισματική πολιτική. Αντίθετα, οι μεταβολές του ενεργητικού της ΕΚΤ απεικονίζουν τη μη συμβατική νομισματική πολιτική και χρησιμοποιούνται προκειμένου να προσεγγίσουμε τις επιδράσεις των διαφόρων μέτρων ΜΣΝΠ.¹³ Τέλος, ο δείκτης Vstoxx αποτυπώνει συνοπτικά το επίπεδο αβεβαιότητας στις χρηματαγορές.

Το διάγραμμα συνοψίζει τα ευρήματα της εμπειρικής ανάλυσης και αποκαλύπτει την επίδραση μιας διαταραχής διευκολυντικού χαρακτήρα μέσω της εφαρμογής μέτρων ΜΣΝΠ στις μεταβλητές του υποδείγματος κατά τη διάρκεια των τριών φάσεων ΜΣΝΠ.¹⁴ Πιο συγκεκριμένα, από την ανάλυση των εμπειρικών αποτελεσμάτων, όπως αυτά αποτυπώνονται στο διάγραμμα, προκύπτουν τα εξής:

Πρώτον, όσον αφορά τις μακροοικονομικές επιδράσεις, παρατηρούμε ότι τα μέτρα ΜΣΝΠ είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικά κατά τη διάρκεια και των τριών φάσεων, αφού έχουν θετική επίδραση που αυξάνει τόσο το γενικό επίπεδο τιμών όσο και το επίπεδο του εισοδήματος όπως αυτό μετρείται από το ΑΕΠ. Τα μέτρα ΜΣΝΠ είναι εξίσου αποτελεσματικά και ως προς τη μείωση της αβεβαιότητας, όπως αυτή απεικονίζεται στο δείκτη Vstoxx.

Δεύτερον, είναι εμφανές ότι η τρίτη φάση μέτρων (2014-2016), η οποία περιλαμβάνει τα μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης (QE), φαίνεται να έχει, κατά μέσο όρο, τη μεγαλύτερη θετική επίδραση τόσο στις τιμές όσο και στο ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, μια διαταραχή στα μέτρα ΜΣΝΠ που αντιστοιχεί σε αύξηση του ύψους του ενεργητικού κατά 1% θα μπορούσε να οδηγήσει (κατά μέγιστο) σε αύξηση του ΕνΔΤΚ (ΑΕΠ) κατά 0,13% (0,16%) στην τρίτη φάση εφαρμογής των μέτρων ΜΣΝΠ, ποσοστά που είναι σχεδόν διπλάσια σε σχέση με το μέσο όρο

8 Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.en.html>.

9 Ο χρονολογικός διαχωρισμός των έκτακτων μέτρων του Ευρωσυστήματος δεν έχει την έννοια ότι τα μέτρα των προγενέστερων φάσεων, ιδιαίτερα της πρώτης φάσης, έχουν παύσει να ισχύουν σήμερα. Τα νέα μέτρα ΜΣΝΠ τα οποία θεσμοθετούνται από το Ευρωσύστημα διαχρονικά έρχονται να επιδράσουν στην οικονομία συνδυαστικά. Επίσης, σημειώνεται ότι κατά καιρούς και ανάλογα με τις επικρατούσες χρηματοοικονομικές συνθήκες στην ευρωζώνη (όπως π.χ. το Δεκέμβριο του 2009), η ΕΚΤ έχει αποφασίσει τη σταδιακή απόσυρση κάποιων από τα μη συμβατικά μέτρα και την επαναφορά τους λίγο αργότερα (Μάιος 2010) ή έχει αντικαταστήσει ορισμένα από αυτά με άλλα, δυναμικά πιο αποτελεσματικά.

10 Ειδικότερα, χρησιμοποιούμε ένα διαρθρωτικό διανυσματικό αυτοπαλίνδρομο (structural vector autoregression, VAR) υπόδειγμα με χρονικά μεταβαλλόμενες παραμέτρους και στοχαστική μεταβλητότητα (time-varying parameter – VAR, TVP-VAR).

11 Η επιλογή των ενδογενών μεταβλητών του υποδείγματος έγινε με γνώμονα το αντικείμενο μελέτης του παρόντος πλαισίου, αλλά και τη δυνατότητα ταυτοποίησης μιας εξωγενούς διαρθρωτικής διαταραχής ΜΣΝΠ.

12 Όλες οι χρονοσειρές είναι μηνιαίες συχνότητας και εκτείνονται από το Φεβρουάριο του 2000 έως και το Δεκέμβριο του 2016. Το τριμηνιαίο ΑΕΠ έχει μετατραπεί σε μηνιαίο με τη μέθοδο παρεμβολής (interpolation) Chow-Lin, χρησιμοποιώντας τους μηνιαίους δείκτες της βιομηχανικής παραγωγής και του όγκου των λιανικών πωλήσεων.

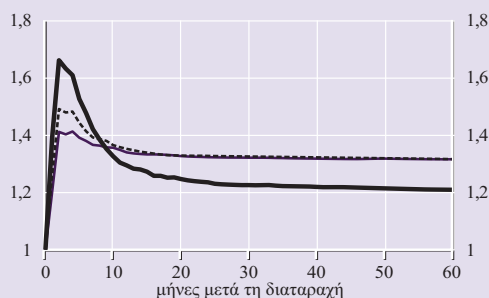
13 Γενικά, στη βιβλιογραφία ο όρος “ενεργητικό της ΕΚΤ” χρησιμοποιείται για να περιγράψει το ενεργητικό του Ευρωσυστήματος, όπως αυτό προκύπτει από τον ενοποιημένο ισολογισμό των εθνικών κεντρικών τραπεζών και της ΕΚΤ.

14 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Λουΐζης, Δ. (2017), “Οι μακροοικονομικές επιδράσεις των μη συμβατικών μορφών νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με χρήση μη γραμμικών υποδειγμάτων”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 46.

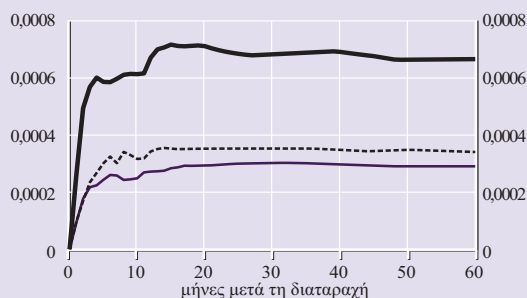
Μέση εκτιμώμενη επίδραση διαταραχής 1% στο ενεργητικό της ΕΚΤ κατά τη διάρκεια των τριών φάσεων μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής (ΜΣΝΠ)

(%)

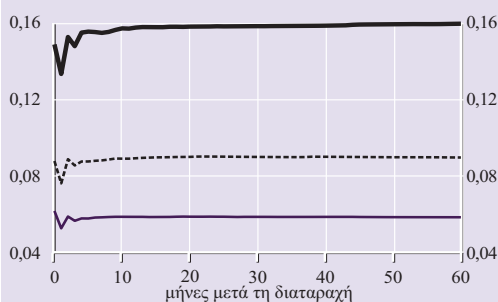
σύνολο ενεργητικού



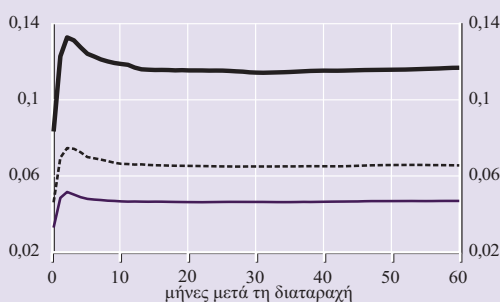
επιτόκιο MRO



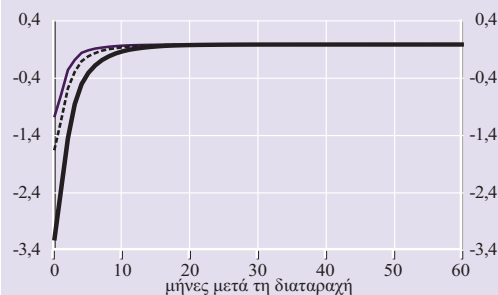
πραγματικό ΑΕΠ



ΕνΔΤΚ



δείκτης Vstoxx



— 2007-2010
 - - - 2010-2014
 — 2014-2016

Πηγή: Δουζής (2017).

Σημειώσεις: Για τις μεταβλητές σύνολο ενεργητικού, πραγματικό ΑΕΠ και ΕνΔΤΚ παρουσιάζονται οι σωρευτικές επιδράσεις.

των δύο προηγούμενων φάσεων. Από την ανάλυση λοιπόν προκύπτει ότι η υιοθέτηση πολιτικών QE συνέβαλε ώστε να μεταβληθεί σημαντικά και προς θετική κατεύθυνση η διάχυση μιας εξωγενούς διαταραχής στα μέτρα ΜΣΝΠ.¹⁵ Σε αυτό το εύρημα ενδέχεται να συνετέ-

15 Τα αποτελέσματα αυτά ευθυγραμμίζονται και με άλλες εμπειρικές μελέτες που αφορούν την ευρωζώνη και ακολουθούν παρόμοια μέθοδο ταυτοποίησης των διαταραχών στα μέτρα ΜΣΝΠ. Για παράδειγμα, οι Boeckx, J., M. Dossche and G. Peersman (2017), "Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies", *International Journal of Central Banks*, 13(1), 297-333, χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία από τον Ιανουάριο του 2007 έως και το Δεκέμβριο του 2014 και ένα υπόδειγμα με σταθερούς συντελεστές, βρίσκουν ότι μια διαταραχή ύψους 1% στο ενεργητικό της ΕΚΤ θα αυξήσει κατά μέγιστο το ΑΕΠ κατά 0,07%. Επίσης, οι Lewis, V. and Roth, M. (2015), "The financial market effects of the ECB's balance sheet policies", *Ku Leuven Centre for Economic Studies, Discussion Paper Series, DPS15.20*, χρησιμοποιώντας αντίστοιχο δείγμα, αλλά διαφορετική ταυτοποίηση των διαταραχών, βρίσκουν ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά μέγιστο 0,14%. Αντίστοιχα, οι Gambacorta, L., B. Hofmann and G. Peersman (2014), "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), 615-642, χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία από το 2008 έως και το 2011, εκτιμούν μια αύξηση στο ΑΕΠ κατά περίπου 0,04%, η οποία είναι πολύ κοντά στην εκτίμηση της παρούσας ανάλυσης κατά την πρώτη φάση εφαρμογής μέτρων ΜΣΝΠ (2007-2010).

λεσε η διαμόρφωση από τα μέσα του 2014 του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος σε αρνητικά επίπεδα, γεγονός το οποίο έχει υποστηριχθεί ότι παίζει το ρόλο καταλύτη για την αποδοτικότητα της δέσμης μέτρων ΜΣΝΠ. Ομοίως καταλυτική είναι η επίδραση των ενδείξεων που παρέχει η κεντρική τράπεζα για τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.¹⁶

Τρίτον, αντίστοιχη κλιμάκωση των επιδράσεων μέτρων ΜΣΝΠ παρατηρείται και στο δείκτη Vstoxx. Η στρατηγική της ΕΚΤ να παρέχει, από τα μέσα του 2013 και μετά, σαφείς ενδείξεις (forward guidance) σχετικά με τη μελλοντική πορεία τόσο της συμβατικής όσο και της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής έχει συμβάλει σημαντικά στη διαμόρφωση του παραπάνω αποτελέσματος. Σύμφωνα με την πρόσφατη βιβλιογραφία, οι μελλοντικές ενδείξεις αποτελούν σημαντικό εργαλείο ΜΣΝΠ και επηρεάζουν άμεσα τις προσδοκίες και την αβεβαιότητα στις χρηματαγορές.¹⁷ Μάλιστα, τόσο το περιεχόμενο όσο και η διαφάνεια των ανακοινώσεων σχετικά με τις λεπτομέρειες που παρέχουν στο ευρύ κοινό επηρεάζουν σημαντικά την αποτελεσματικότητα του συγκεκριμένου μέτρου ΜΣΝΠ.¹⁸

Οι παρεμβάσεις μέτρων ΜΣΝΠ από την πλευρά της κεντρικής τράπεζας είναι αποτελεσματικές για την τόνωση της οικονομίας όταν: (α) οι αγορές αντιλαμβάνονται ότι η επιχειρούμενη νομισματική επέκταση έχει μόνιμο χαρακτήρα και (β) η κεντρική τράπεζα δεν επιστρέφει στις πάγιες πολιτικές σταθεροποίησης των τιμών αμέσως μόλις η οικονομία εξέλθει από την περίοδο της κρίσης.¹⁹ Στο πλαίσιο της χάραξης της ΜΣΝΠ, απαιτούνται ισχυρή δέσμευση και σαφή μηνύματα από την κεντρική τράπεζα ότι οι παρεμβάσεις της θα έχουν το εύρος και τη διάρκεια που απαιτούνται ώστε να τονωθεί η οικονομία.

Συμπερασματικά, τα μέτρα ΜΣΝΠ του Ευρωσυστήματος επέφεραν διαχρονικά τα επιθυμητά αποτελέσματα τόσο ως προς την αποσόβηση του αποπληθωρισμού μέσω της τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας όσο και ως προς τη μείωση της αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καταδεικνύοντας την επιτυχία της γενικότερης μεθόδευσης των παρεμβάσεων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Σε αυτό το αποτέλεσμα συνέβαλαν αποφασιστικά τόσο η διεύρυνση του προγράμματος αγοράς τίτλων με την υπαγωγή σε αυτό χρεογράφων του δημόσιου τομέα, δηλαδή η υιοθέτηση πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης, όσο και η ισχυρή δέσμευση και αποφασιστικότητα του Ευρωσυστήματος να συνεχίσει τις παρεμβάσεις ΜΣΝΠ για όσο διάστημα κρίνεται αναγκαίο για την εκπλήρωση των στόχων του πληθωρισμού.

16 Βλ. το άρθρο “MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy”, ECB, *Economic Bulletin* 2017/1. Βλ. επίσης την ομιλία του Peter Praet, μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, με τίτλο “The ECB’s monetary policy: past and present”, 16.3.2017.

17 Coenen, G., M. Ehrmann, G. Gabbalo, P. Hoffmann, A. Nakov, S. Nardelli, E. Persson and G. Strasser (2017), “Communication of monetary policy in unconventional times”, ECB Working Paper No. 2080. Βλ. επίσης Coeuré, B. (2017), “Central bank communication in a low interest rate environment”, ECB.

18 Π.χ. βλ. Gibson, H.D., S.G. Hall and G.S. Tavlás (2016), “The effectiveness of the ECB’s asset purchase programs of 2009 to 2012”, *Journal of Macroeconomics*, 47, 45-57, για την επίδραση στις αγορές ομολόγων της δήλωσης του προέδρου της ΕΚΤ Mario Draghi στις 26 Ιουλίου 2012 ότι η ΕΚΤ θα κάνει οτιδήποτε χρειαστεί για τη διατήρηση του ευρώ.

19 Βλ. Eggertsson, G.B. (2011), “What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?”, in: Acemoglu, D. and M. Woodford (eds), NBER, *Macroeconomics Annual 2010*, vol. 25, University of Chicago Press, 59-112. Βλ. επίσης Krugman, P. (2000), “Thinking about the liquidity trap”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 14(4), 221-237, και Michaelis, H. and S. Watzka (2017), “Are there Differences in the Effectiveness of Quantitative Easing at the Zero-Lower-Bound in Japan Over Time?”, *Journal of International Money and Finance*, 70, 204-233.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ανάκαμψη που παρατηρήθηκε το 2017 και το α' τρίμηνο του 2018 αναμένεται να επιταχυνθεί στη συνέχεια, με κινητήριες δυνάμεις τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, τη βελτίωση στην αγορά εργασίας και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στο ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι θετική, ενώ αναμένονται ηπιότερες πληθωριστικές πιέσεις σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Η απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται, αλλά η ανεργία, αν και μειούμενη, θα παραμείνει σε πολύ υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Η ολοκλήρωση της τελευταίας αξιολόγησης του τρίτου ελληνικού προγράμματος και ο προσδιορισμός των μεσοπρόθεσμων μέτρων και των προϋποθέσεων για την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους αναμένεται να συμβάλουν στην περαιτέρω βελτίωση του οικονομικού κλίματος. Αναγκαίες προϋποθέσεις για την επιτάχυνση του αναπτυξιακού ρυθμού της οικονομίας μεσοπρόθεσμα είναι η συνέχιση του μεταρρυθμιστικού έργου, η αποκατάσταση της χρηματοδότησης των επιχειρηματικών επενδύσεων, η ενίσχυση της οικονομίας της γνώσης, αλλά και η προσαρμογή του μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής προς μια περισσότερο αναπτυξιακή κατεύθυνση. Οι προοπτικές της οικονομίας είναι δυνατόν να επηρεαστούν αρνητικά από κινδύνους όπως οι γεωπολιτικές εξελίξεις στην ευρύτερη περιοχή, αλλά και ενδεχόμενη επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης λόγω εντάσεων στις διεθνείς αγορές και άνοδου του εμπορικού προστατευτισμού.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Στη διάρκεια του 2017 η εξωστρεφής οικονομική δραστηριότητα, ιδιαίτερα του τομέα της μεταποίησης και του τουρισμού, αντιστάθμισε τη στασιμότητα της ιδιωτικής κατανάλωσης, ενώ και οι επενδύσεις, κυρίως για μεταφορικό και αμυντικό εξοπλισμό, συνέβαλαν στην ανάκαμψη της οικονομίας. Συγκεκριμένα, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου συνέβαλαν θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ, κατά 2,1

και 1,1 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Οριακά θετική υπήρξε η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης, ενώ αντίθετα αρνητικά συνέβαλαν οι συνολικές εισαγωγές και η δημόσια κατανάλωση (-2,5 και -0,3 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα) (βλ. Διάγραμμα IV.1).

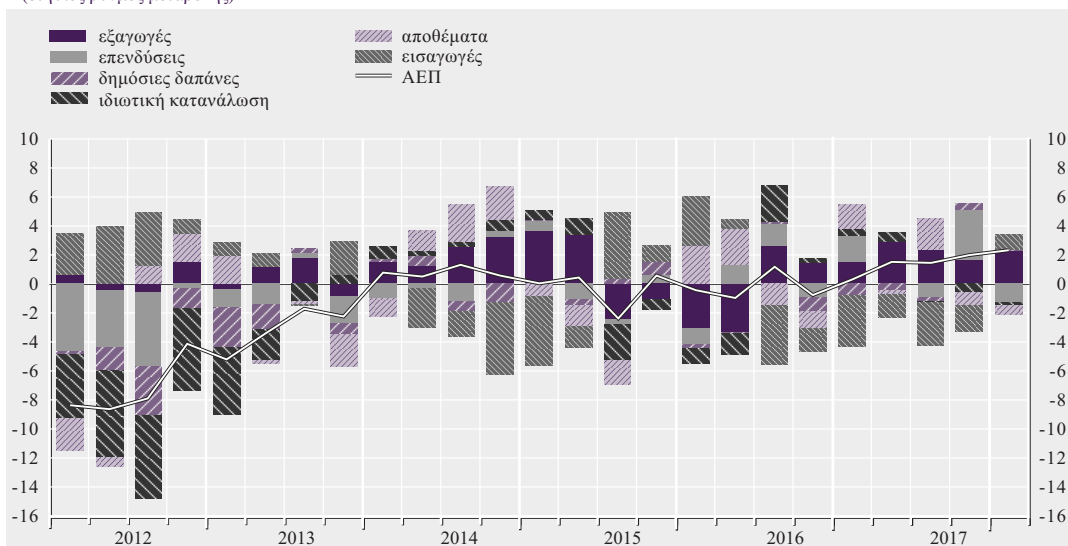
Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το α' τρίμηνο του 2018, η ανάκαμψη επιταχύνθηκε (+2,3% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους) χάρη στη σημαντική συμβολή του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, με ταυτόχρονη αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και αποκλιμάκωση του ρυθμού άνοδου των εισαγωγών. Αντίθετα, αρνητικά συνέβαλαν οι επενδύσεις και η ιδιωτική κατανάλωση (βλ. Πίνακα IV.1). Εκτιμάται ότι μετά την ολοκλήρωση της τέταρτης αξιολόγησης του ελληνικού προγράμματος θα βελτιωθεί περαιτέρω το οικονομικό κλίμα (βλ. Διάγραμμα IV.2) και θα ενισχυθεί η ρευστότητα του ιδιωτικού τομέα, εξαιτίας της ταχύτερης αποπληρωμής των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου. Ως **βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες** των εξελίξεων στη διάρκεια του 2018 επισημαίνονται:

(α) Η διατήρηση της εξωστρέφειας της οικονομίας, όπως καταγράφεται και στη διάρκεια του α' τριμήνου του 2018, καθώς τόσο οι εξαγωγές αγαθών όσο και οι εξαγωγές υπηρεσιών κινήθηκαν ανοδικά, ανταποκρινόμενες στις ευνοϊκές εξελίξεις της εξωτερικής ζήτησης και στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Σε ό,τι αφορά τις εξαγωγές υπηρεσιών, οι τουριστικές εισπράξεις συνεχίζουν να αυξάνονται, ενώ διατηρείται η ανάκαμψη των εσόδων από τη ναυτιλία, τα οποία είχαν μειωθεί σημαντικά λόγω και της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Η σημαντική άνοδος του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ (στο 33,2% το 2017 από 19% το 2009) είναι σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που υλοποιήθηκαν από το 2009 και μετά, ευνοώντας την ανάπτυξη κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες.

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 15.6.2018.

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμ. 2012-α' τρίμ. 2018)

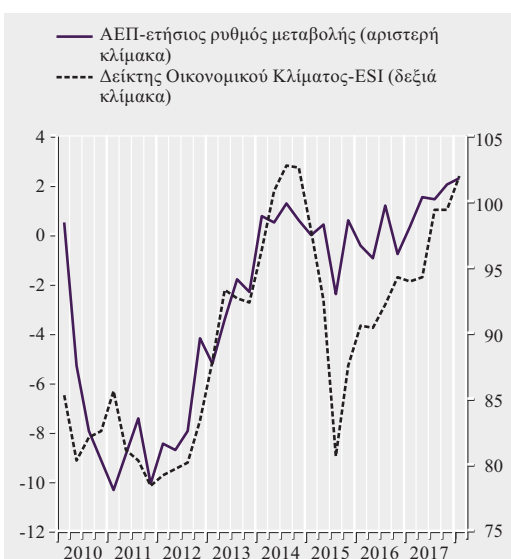
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹ (α' τρίμ. 2010-α' τρίμ. 2018)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή/IOBE.
1 Κινητός μέσος όρος 3 μηνών.

σχόλησης και σταδιακής υποχώρησης της ανεργίας διατηρήθηκαν και τους πρώτους μήνες του 2018, παρά το γεγονός ότι η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά τη μακροχρόνια ανεργία αλλά και την ανεργία των νέων και των γυναικών, παραμένει σημαντική. Η ενίσχυση της απασχόλησης στη διάρκεια του 2018 αναμένεται να στηρίξει το εισόδημα των νοικοκυριών και τις καταναλωτικές τους δαπάνες σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα από αυτά του προηγούμενου έτους.

(γ) Η επιτάχυνση των επιχειρηματικών επενδύσεων και του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων. Εκτιμάται ότι η βελτίωση του οικονομικού κλίματος και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με την ανάγκη για αντικατάσταση του υπάρχοντος κεφαλαιακού εξοπλισμού, τη σταδιακή αποκατάσταση της χρηματοδότησης και τα προγράμματα στήριξης της επιχειρηματικότητας (κυρίως με ευρωπαϊκούς πόρους), θα οδηγήσει σε επιτάχυνση των επιχειρηματικών επενδύσεων σε παραγωγικό εξοπλισμό. Κρίσιμη παράμετρος θεωρείται η ταχεία υλοποίηση των ιδιωτικο-

(β) Η περαιτέρω βελτίωση της κατάστασης στην αγορά εργασίας. Οι τάσεις αύξησης της απα-

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2012-α' τρίμ. 2018)

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-7,9 (-5,5)	-2,7 (-1,8)	0,8 (0,5)	-0,5 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)	-0,4 (-0,3)
Δημόσια κατανάλωση	-7,2 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	1,1 (0,2)	-1,4 (-0,3)	-1,2 (-0,3)	0,3 (0,1)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-23,4 (-3,5)	-8,3 (-1,0)	-4,4 (-0,5)	-0,2 (0,0)	1,5 (0,2)	9,5 (1,1)	-10,4 (-1,3)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-38,0 (-1,8)	-31,3 (-1,0)	-53,2 (-1,2)	-25,7 (-0,3)	-12,3 (-0,1)	-8,7 (-0,1)	10,7 (0,1)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,9 (1,0)	-1,5 (-1,5)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,6%	-0,8%	0,5%	-0,5%	0,2%	0,8%	2,4%
Εγχώρια ζήτηση	-9,8 (-10,4)	-4,4 (-4,6)	0,9 (0,9)	-1,0 (-1,1)	0,7 (0,7)	1,6 (1,7)	-1,0 (-1,0)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1,2 (0,3)	1,6 (0,4)	7,7 (2,2)	2,9 (0,9)	-1,9 (-0,6)	6,9 (2,1)	7,6 (2,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-9,4 (2,9)	-3,4 (1,0)	7,7 (-2,3)	0,4 (-0,1)	1,2 (-0,4)	7,5 (-2,5)	-2,8 (1,0)
Εξωτερική ζήτηση	... (3,2)	... (1,5)	... (-0,2)	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,4)	... (3,4)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-7,3	-3,2	0,8	-0,3	-0,3	1,3	2,3

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Ιουνίου 2018, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

¹ Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

ποιήσεων, ιδιαίτερα εκείνων ευρύτερης οικονομικής εμβέλειας.

Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, παραμένουν σημαντικές προκλήσεις, η αντιμετώπιση των οποίων εκτιμάται ότι θα προσδιορίσει τη διατηρησιμότητα της ανάπτυξης στα επόμενα χρόνια. Ειδικότερα:

(α) Η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η οποία προϋποθέτει τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, ιδιαίτερα στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, κρίνεται απαραίτητη η ενίσχυση της οικονομίας της γνώσης, δηλαδή της εκπαίδευσης, της έρευνας και της καινοτομίας, προκειμένου να αντιμετωπιστεί ταχύτερα το επενδυτικό κενό και να υποστηριχθεί μακροπρόθεσμα η αλλαγή του παραγωγικού υποδείγματος.

(β) Το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, που δυσχεραίνει τη χρηματοδότηση

της πραγματικής οικονομίας. Παρά τη σαφή πρόοδο που σημειώθηκε το τελευταίο διάστημα, εκτιμάται ότι θα πρέπει να ενταθεί η προσπάθεια για να απελευθερωθούν αναπτυξιακοί πόροι. Συμπληρωματικά, θα πρέπει να αξιοποιηθούν σε μεγαλύτερο βαθμό οι δυνατότητες που προσφέρουν οι κεφαλαιαγορές, να ενταθεί η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων και να ακολουθηθεί μια περισσότερο επιθετική πολιτική προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων.

(γ) Η υιοθέτηση ενός φιλικότερου προς την ανάπτυξη μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής καθίσταται επιτακτικά αναγκαία. Στη διάρκεια του 2017 η σημαντική υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος έναντι του στόχου συμπύεσε το διαθέσιμο εισόδημα και την κατανάλωση των νοικοκυριών και τελικά αφαιρέσε πόρους από την πραγματική οικονομία, επιβραδύνοντας την ανάπτυξη. Ταυτόχρονα, η υπερβολική εξάρτηση της δημοσιονομικής

προσαρμογής από τους φόρους συνιστά ακίνητρο τόσο για την εργασία όσο και για τις επενδύσεις, διογκώνοντας παράλληλα και την παραοικονομία.²

(δ) Η αντιμετώπιση των κοινωνικών και οικονομικών συνεπειών της υψηλής ανεργίας, ιδιαίτερα της μακροχρόνιας και αυτής των γυναικών και των νέων. Καθώς η απορρόφηση των ανέργων αναμένεται να παραμείνει μια σταδιακή διαδικασία, δεδομένου και του τρέχοντος βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού, θα πρέπει να είναι συνεχής η βελτίωση και επέκταση των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης.

Όσον αφορά τα άλλα μακροοικονομικά μεγέθη, παρατηρείται ότι:

Το πρώτο τετράμηνο του 2018 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε αυξημένο έλλειμμα σε σύγκριση με το ίδιο διάστημα του 2017. Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της επιδείνωσης όλων των επιμέρους ισοζυγίων. Ειδικότερα, η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών οφείλεται στο γεγονός ότι οι εισαγωγές αυξήθηκαν ως απόλυτο μέγεθος περισσότερο από τις εξαγωγές, οι οποίες ωστόσο συνέχισαν την ανοδική πορεία τους.

Ο πληθωρισμός, όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, επέστρεψε σε θετικό έδαφος το 2017, αλλά η εξέλιξή του στη διάρκεια του τρέχοντος έτους αναμένεται ηπιότερη, λόγω των επιδράσεων βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία. Ωστόσο, κρίσιμη παράμετρος, ιδιαίτερα για τη συνιστώσα των ενεργειακών αγαθών, θεωρείται η πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου και της ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου.

Επιπλέον, τους πρώτους μήνες του 2018, όπως και στο σύνολο του 2017, καταγράφηκαν ενδείξεις σταθεροποίησης της ελληνικής αγοράς ακινήτων, αλλά και αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον για ακίνητα εισοδήματος.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 2% και 2,3% για τα έτη 2018 και 2019 αντίστοιχα. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στις εξαγωγές, αλλά και στην ελαφρά άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνουν και σημαντικές αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων αφενός και μη εκτέλεση των δημοσίων επενδύσεων και των λειτουργικών δαπανών σύμφωνα με τους προβλεπόμενους στόχους αφετέρου ενδέχεται να οδηγήσουν σε επιβράδυνση της ανάκαμψης της οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις μπορεί να επηρεάσουν την οικονομική δραστηριότητα. Επίσης, κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν και από ενδεχόμενη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας σε περιβάλλον αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού και εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις αγορές συναλλάγματος διεθνώς.

I ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Η οικονομική δραστηριότητα επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2017, με το ΑΕΠ να καταγράφει άνοδο κατά 1,4% (με βάση τα μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία). Βασικούς πυλώνες της μεγέθυνσης της οικονομίας αποτέλεσαν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (6,9%) και οι επενδύσεις (9,5%) (βλ. Πίνακα

² Η έμφαση της δημοσιονομικής προσαρμογής στην αύξηση των φόρων εκτιμάται ότι οδήγησε σε σημαντική διόγκωση της παραοικονομίας κατά την περίοδο της κρίσης, βλ. Dellas, H., D. Malliaropoulos, D. Papageorgiou and E. Vourvachaki (2017), "Fiscal Policy with an Informal Sector", Bank of Greece Working Paper No. 235.

IV.1 και Διάγραμμα IV.1, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία). Η αύξηση των εξαγωγών υπηρεσιών είχε υψηλή συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ (1,1 ποσοστιαία μονάδα), εξαιτίας της σημαντικής αύξησης των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Οι εξαγωγές αγαθών συνέχισαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από ό,τι η εξωτερική ζήτηση, λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας της χώρας, και συνέβαλαν θετικά (0,9 της ποσοστιαίας μονάδας) στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Σημαντικά θετική συμβολή στην ανάπτυξη είχαν και οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (1,1 ποσοστιαία μονάδα), κυρίως λόγω της αύξησης των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό και οπλικά συστήματα, καθώς και σε μηχανολογικό εξοπλισμό. Οριακά θετική ήταν η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης, που υποστηρίχθηκε από την αύξηση της απασχόλησης. Στον αντίποδα, αρνητική ήταν η συμβολή των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης.

Το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους το ΑΕΠ συνέχισε να αυξάνεται (+2,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους) για πέμπτο συνεχές τρίμηνο, δηλαδή για το μεγαλύτερο διάστημα από την αρχή της κρίσης, λόγω της σημαντικής αύξησης των εξαγωγών αγαθών (10,5%) και υπηρεσιών (3,8%), με τη μείωση των εισαγωγών αγαθών (-6,1%) να ενδυναμώνει τη συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην ανάπτυξη (3,4 ποσοστιαίες μονάδες). Αντίθετα, η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε ελαφρά (-0,4%), ενώ και οι επενδύσεις υποχώρησαν (-10,4%), αντανakλώντας σημαντική μείωση στις επενδύσεις μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων.

Η **ιδιωτική κατανάλωση** σταθεροποιήθηκε το 2017, έχοντας οριακά θετική συμβολή στο ΑΕΠ (βλ. Πίνακα IV.1). Η αναιμική επίδοση της ιδιωτικής κατανάλωσης δεν συνάδει με τη βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, την άνοδο των λιανικών πωλήσεων³ και την εξέλιξη των πωλήσεων των νέων επιβατικών οχημάτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία το 2017 (βλ. Πίνακα IV.2). Η ιδιωτική κατανάλωση

υποστηρίχθηκε από την ανάλωση αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών, με το ποσοστό αποταμίευσης να είναι έντονα αρνητικό⁴ (βλ. Διάγραμμα IV.3), καθώς και από τη σχετική σταθερότητα του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (MKIEN).⁵ Η ανάλυση των επιμέρους συνιστωσών του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος (βλ. Διάγραμμα IV.4) καταδεικνύει τη σημαντικά θετική συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας, καθώς και του λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (σε μεγάλο βαθμό εισόδημα αυτοαπασχολούμενων). Το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε (2,3%) για πρώτη φορά από το 2009 και η αύξηση αυτή αποδίδεται σχεδόν αποκλειστικά στην ενίσχυση της μισθωτής απασχόλησης (2,2%) και δευτερευόντως στην αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά απασχολούμενο (0,1%). Εξίσου σημαντική ήταν η συμβολή του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων, το οποίο αυξήθηκε (4,6%) με τον υψηλότερο ρυθμό από το 2006. Αντίθετα, αρνητική συμβολή στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών είχαν η αύξηση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης (4,1%) και η μείωση των κοινωνικών παροχών (-2,3%).

Η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε ελαφρά το α' τρίμηνο του 2018 (-0,4%) παρότι η βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης⁶ και τη θετική εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων⁷ και

3 Ο δείκτης όγκου λιανικών πωλήσεων κατέγραψε αύξηση το 2017 (1,1%) για πρώτη φορά από το 2008. Ωστόσο, σημειώνεται ότι ο εν λόγω δείκτης καταγράφει το σύνολο των πωλήσεων ανεξαρτήτως προέλευσης των καταναλωτών, ενώ η ιδιωτική κατανάλωση στους εθνικούς λογαριασμούς αποτυπώνει την κατανάλωση μόνο από εγχώρια νοικοκυριά.

4 Οι αποταμιεύσεις στήριξαν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών σε όλη τη διάρκεια της κρίσης, με το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των MKIEN να είναι σε πτωτική πορεία από το 2010 – και σε αρνητικό έδαφος από το 2012 – καταγράφοντας τη χαμηλότερη τιμή το 2017 (-7,4%), σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων.

5 Το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και MKIEN, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκε κατά 1,0% το 2017, ενώ σε πραγματικούς όρους μειώθηκε οριακά (-0,2%) λόγω της επίδρασης του πληθωρισμού.

6 Η καταναλωτική εμπιστοσύνη βελτιώθηκε το α' τρίμηνο του 2018 (-52,3) στο υψηλότερο επίπεδο από το β' τρίμηνο του 2015.

7 Η αύξηση των λιανικών πωλήσεων κυρίως συνδέθηκε με εποχικούς παράγοντες και συγκεκριμένα με την αυξημένη αγοραστική κίνηση της περιόδου του Πάσχα.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2012-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-12,2	-8,1	-0,4	-1,4	-0,6	1,1	0,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός κασιόμων και λιπαντικών)	-11,8	-8,4	-0,7	-0,5	0,4	1,4	1,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	-9,0	-9,1	0,5	-2,2	0,0	-0,4	0,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Ένδυση-υπόδηση	-20,6	-2,2	5,4	7,9	5,4	3,2	4,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-16,3	-6,2	-1,4	-3,8	-1,2	6,2	7,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-12,1	-0,1	7,0	7,0	4,4	7,7	0,4 (Ιαν.-Μάρτ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	-12,8	-6,5	-0,4	1,9	11,0	4,1	3,1 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-3,0	23,0	27,1	-9,1	20,9	-6,7	3,8 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-74,8	-69,4	-54,0	-50,7	-68,0	-63,0	-51,0 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-41,7	3,1	30,1	13,8	10,7	22,2	32,5 (Ιαν.-Μάιος)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4	-10,7	-0,1	6,9 (Ιαν.-Απρ.)
Καταναλωτική πίστη ³	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,6 (Απρ.)

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

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

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

3 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες για τις διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησεις.

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2012-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	2,9	4,5	3,7 (Ιαν.-Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	58,2	61,4	64,7	62,1	65,5	64,1	70,4 (Ιαν.-Μάιος)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	-4,3 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)	-1,9 (Απρ.)
Εκταμειώσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ³	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4	-5,8 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,45	-8,20	15,47	3,08	22,90	-14,6	-0,6 (α' τριμ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσηκτών βάσει αδειών	-30,6	-25,6	-5,8	-0,2	-6,9	19,3	1,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Παραγωγή τιμέντου	-12,8	3,4	-3,4	3,6	23,6	-4,5	0,3 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,8	-29,9	-1,1	-9,6	15,8 (Ιαν.-Μάιος)
Στεγαστική πίστη ⁴	-3,3 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,0 (Απρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή τιμέντου, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (βαθμός χρησιμοποίησης, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (χρηματοδότηση επιχειρήσεων, στεγαστική πίστη και εκταμειώσεις ΠΔΕ).

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

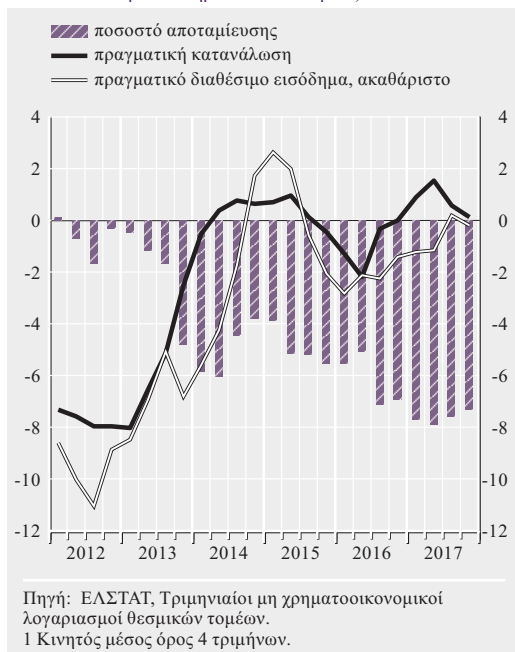
2 Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα. Από τον Ιούλιο του 2010 δεν περιλαμβάνονται τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν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

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 αναταξινόμησεις δανείων, οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμ. 2012 - δ' τρίμ. 2017)

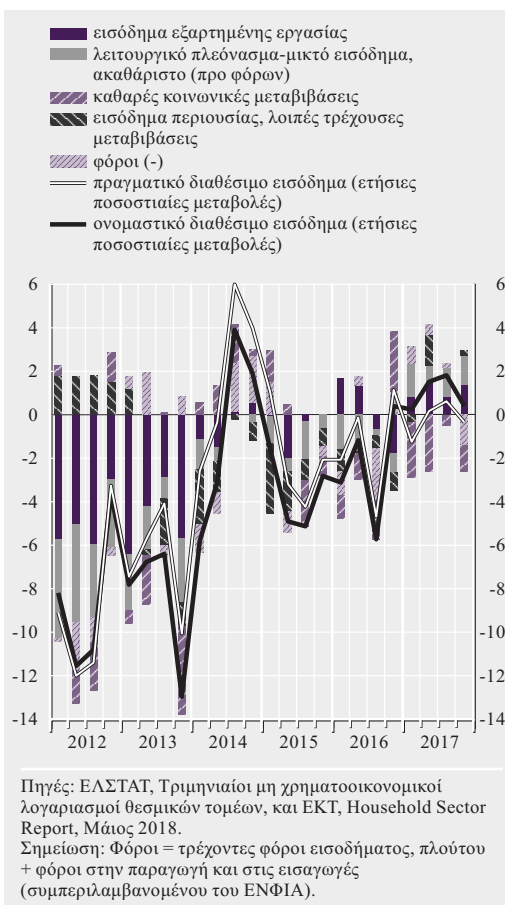
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία. Πάντως, για το σύνολο του 2018 εκτιμάται ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα συμβάλει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα, κυρίως λόγω των ευνοϊκών προοπτικών για την απασχόληση που αναμένεται να στηρίξει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, ενώ αρνητικά θα επιδράσει η αποταμίευση των νοικοκυριών, η οποία προβλέπεται ότι θα μειώνεται με χαμηλότερο ρυθμό.

Ο ρυθμός αύξησης της **επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας** επιταχύνθηκε σημαντικά (από 1,5% το 2016 σε 9,7% το 2017), χάρη κυρίως στη μεγάλη αύξηση που καταγράφηκε στην κατηγορία μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων το α' και το δ' τρίμηνο του έτους. Ωστόσο, εκτιμάται ότι, παρά τη σαφή βελτίωση του οικονομικού κλίματος, ιδιαίτερα το β' εξάμηνο του 2017, αλλά και την επιτάχυνση της εξωστρεφούς βιομηχανικής δραστηριότητας, οι επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας δεν έχουν ακόμη απο-

Διάγραμμα IV.4 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμ. 2012 - δ' τρίμ. 2017)



κήσει τη δυναμική που απαιτείται για την αντικατάσταση του κεφαλαιακού αποθέματος της οικονομίας.⁸ Ταυτόχρονα, η διαδικασία δημοσιονομικής εξυγίανσης επιβραδύνει την εκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, οι εκταμιεύσεις του οποίου υστέρησαν σημαντικά έναντι των στόχων του προϋπολογισμού τα δύο τελευταία χρόνια και ιδιαίτερα το 2017 (βλ. Πίνακα IV.3).

⁸ Σχετικές μελέτες συγκλίνουν στη διαπίστωση ότι το επενδυτικό κενό της περιόδου 2007-2016 μπορεί να καλυφθεί μόνο με ισχυρή επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων σε επίπεδα άνω του 8% για τα επόμενα εννέα χρόνια (βλ. Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος, Παρουσίαση με τίτλο "Greece's Economic Outlook" στο συνέδριο SWIFT Business Forum, 12.6.2017, αλλά και μελέτες της PwC ("Από την ύφεση στην ανάκαμψη", Απρίλιος 2018) και της Deloitte ("Εργαλειοθήκη επιτάχυνσης παραγωγικών επενδύσεων", για τον ΣΕΒ, Απρίλιος 2018).

Στη διάρκεια του α' τριμήνου του τρέχοντος έτους, οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου κινήθηκαν έντονα αρνητικά, αντανακλώντας την πολύ μεγάλη μείωση της κατηγορίας μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων (-54,8%) κυρίως λόγω επιδράσεων βάσης. Αντίθετα, οι άλλες κατηγορίες εξοπλισμού εμφάνισαν άνοδο (εξοπλισμός τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνίας +23,1% και μηχανολογικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα +18,6%). Επίσης, οι επενδύσεις σε κατασκευές σημείωσαν άνοδο, καθώς, για πρώτη φορά από το 2011, οι επενδύσεις σε κατοικίες εμφάνισαν θετική επίδοση. Μετά την ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος και τον προσδιορισμό των μεσοπρόθεσμων μέτρων και των προϋποθέσεων για την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους, η ανάκαμψη των επενδύσεων αναμένεται να επιταχυνθεί και κυρίως να συμπεριλάβει τις πιο παραγωγικές δαπάνες του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας. Οι παράγοντες που εκτιμάται ότι θα συμβάλουν σε αυτή την προοπτική είναι οι εξής:

(α) Η βελτίωση των όρων τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ως αποτέλεσμα της εφαρμογής του θεσμικού πλαισίου για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την ενίσχυση της σχετικής δευτερογενούς αγοράς, αλλά και της αξιοποίησης του εξωδικαστικού μηχανισμού ρύθμισης οφειλών επιχειρήσεων (ν. 4469/2017).

(β) Η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων (του οποίου τα έσοδα για το 2018 αναμένεται να ξεπεράσουν τα 2 δισεκ. ευρώ) με την υλοποίηση έργων ευρύτερης οικονομικής εμβέλειας, όπως αυτά που αφορούν την περιοχή του Ελληνικού και την ιδιωτικοποίηση της ΔΕΗ.

(γ) Η υλοποίηση των επενδύσεων που έχουν ήδη ενταχθεί στο πλαίσιο των καθεστώτων αναπτυξιακών κινήτρων που προβλέπει ο ν. 4399/2016.⁹

(δ) Η περαιτέρω αξιοποίηση των νέων αλλά και των υφιστάμενων χρηματοδοτικών εργα-

λείων υποστήριξης της επιχειρηματικότητας και των έργων υποδομής, όπως είναι, για παράδειγμα, το νεοσύστατο Ταμείο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (EquiFund), το ΕΤΕΑΝ και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων. Η συνολική χρηματοδότηση της Ελλάδας από το τελευταίο μπορεί να ενεργοποιήσει πρόσθετες επενδύσεις ύψους 5,7 δισεκ. ευρώ. Σε αυτά τα εργαλεία θα πρέπει να περιληφθεί και ο σημαντικός προϋπολογισμός του επιχειρησιακού προγράμματος του ΕΣΠΑ για την Ανταγωνιστικότητα, την Επιχειρηματικότητα και την Καινοτομία, που φθάνει τα 4,9 δισεκ. ευρώ, υπό την προϋπόθεση ότι θα επιταχυνθεί η απορρόφηση της δεσμευμένης δαπάνης, αλλά και η ένταξη έργων που θα ενισχύσουν την παραγωγικότητα των συντελεστών.

(ε) Η βελτιωμένη εικόνα των αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα (βλ. παρακάτω, ενότητα 4.3).

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Στη διάρκεια του 2017 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας αυξήθηκε κατά 1,3%, κυρίως λόγω της επίδοσης των τομέων με εξαγωγικό προσανατολισμό: (α) της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, καθώς και (β) των υπηρεσιών που συνδέονται με τον τουρισμό: ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης και εμπορίου. Αντίθετα, αρνητική ήταν η εξέλιξη του τομέα των κατασκευών. Το α' τρίμηνο του 2018 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας συνέχισε να αυξάνεται (+1,8%), κυρίως λόγω της δυναμικής πορείας των υπηρεσιών, αλλά και της καλής επίδοσης της βιομηχανίας και της ανάκαμψης των κατασκευών (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.5).

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, η προστιθέμενη αξία της **βιομηχανίας** (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας)

⁹ Εν τω μεταξύ βρίσκεται σε εξέλιξη η ενεργοποίηση του 2ου κύκλου υποβολής των αιτήσεων υπαγωγής στα καθεστώτα "Νέες ανεξάρτητες ΜΜΕ", "Ενισχύσεις μηχανολογικού εξοπλισμού" και "Γενικής επιχειρηματικότητας".

Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2012-α' τρίμ.2018)

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	9,0 (0,3)	-6,1 (-0,3)	7,9 (0,3)	-2,1 (-0,1)	-8,4 (-0,4)	0,6 (0,0)	3,9 (0,2)
Δευτερογενής τομέας	-6,8 (-1,0)	-4,9 (-0,8)	-5,8 (-0,9)	-1,3 (-0,2)	9,0 (1,2)	3,5 (0,5)	3,5 (0,5)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-6,3 (-0,7)	-1,3 (-0,1)	-4,1 (-0,5)	0,9 (0,1)	5,6 (0,6)	6,2 (0,8)	2,2 (0,3)
Κατασκευές	-8,6 (-0,3)	-16,9 (-0,6)	-12,6 (-0,4)	-10,4 (-0,3)	25,1 (0,6)	-7,4 (-0,2)	10,0 (0,3)
Τριτογενής τομέας	-7,2 (-5,8)	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,2)	-0,2 (-0,2)	-2,4 (-2,0)	0,6 (0,5)	1,4 (1,1)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-15,6 (-3,8)	-4,1 (-0,9)	4,8 (1,0)	-2,4 (-0,5)	-6,0 (-1,3)	2,0 (0,4)	2,7 (0,6)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-11,6 (-0,4)	5,7 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-5,8 (-0,2)	-3,0 (-0,1)	-2,1 (-0,1)	-1,6 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-5,0 (-0,2)	0,9 (0,0)	-6,4 (-0,3)	-0,4 (0,0)	-1,6 (-0,1)	-7,2 (-0,3)	-9,1 (-0,4)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	5,4 (0,9)	1,0 (0,2)	3,4 (0,7)	1,3 (0,3)	-0,1 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-8,4 (-0,4)	-12,7 (-0,7)	-3,0 (-0,1)	4,2 (0,2)	-2,2 (-0,1)	4,0 (0,2)	9,1 (0,4)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-9,1 (-2,1)	-3,3 (-0,7)	0,9 (0,2)	-0,2 (-0,1)	-1,3 (-0,3)	-0,7 (-0,2)	0,9 (0,2)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	3,5 (0,1)	1,3 (0,1)	-2,2 (-0,1)	3,8 (0,2)	-1,5 (-0,1)	9,1 (0,4)	7,3 (0,3)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-6,5	-2,7	0,5	-0,4	-1,2	1,3	1,8

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίο εθνικό λογαριασμό, 4 Ιουνίου 2018, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

σημείωσε σημαντική άνοδο το 2017 (6,2%) και συνέχισε να αυξάνεται, με ηπιότερους ρυθμούς, το α' τρίμηνο του 2018. Η βιομηχανική παραγωγή συνέχισε και το 2017 την ανοδική πορεία που καταγράφει από το 2015 και παρουσίασε αύξηση κατά 4,5% σε όρους όγκου, κυρίως λόγω της ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής κατά 3,8% και της παραγωγής ηλεκτρισμού κατά 7,7% (βλ. Διάγραμμα IV.6). Οι πιο δυναμικοί κλάδοι που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή ήταν οι κλάδοι που συνδέθηκαν με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα: των παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, των τροφίμων, των βασικών μετάλλων και των φαρμακευτικών και χημικών προϊόντων.

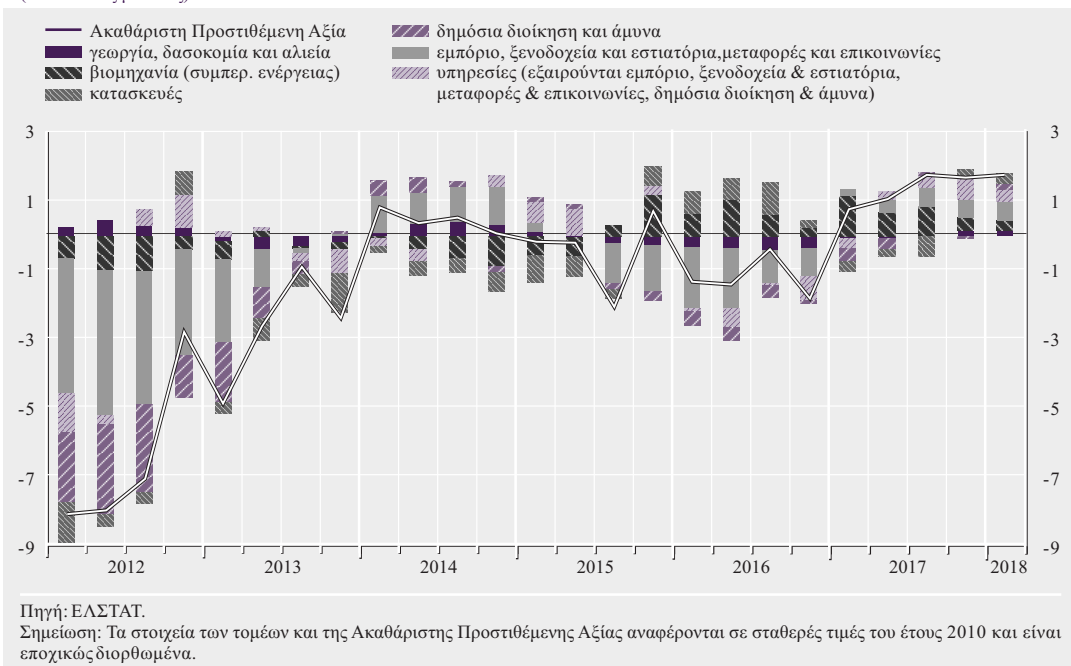
Η βιομηχανική παραγωγή σταθεροποιήθηκε το α' τετράμηνο του 2018, αντανakλώντας κυρίως τη μείωση της παραγωγής ηλεκτρισμού

λόγω των πιο ήπιων καιρικών συνθηκών που χαρακτήρισαν την εν λόγω περίοδο σε σχέση με την αντίστοιχη του 2017. Η μεταποιητική παραγωγή συνέχισε να αυξάνεται, αν και με ελαφρώς επιβραδυνόμενο ρυθμό. Αυξημένες εμφανίζονται και οι βιομηχανικές πωλήσεις για το α' τρίμηνο του έτους, στην εγχώρια και κυρίως στην εξωτερική αγορά, επιβεβαιώνοντας την ενίσχυση της εξωστρέφειας πολλών μεταποιητικών κλάδων και κυρίως των κλάδων παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, βασικών μετάλλων και τροφίμων.

Συνακόλουθα, ο βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία, όπως καταγράφεται από τις έρευνες του IOBE, αυξήθηκε κατά 3,2 ποσοστιαίες μονάδες τους πρώτους πέντε μήνες του 2018 έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2017, πλησιάζοντας το μακροχρόνιο μέσο όρο του. Το

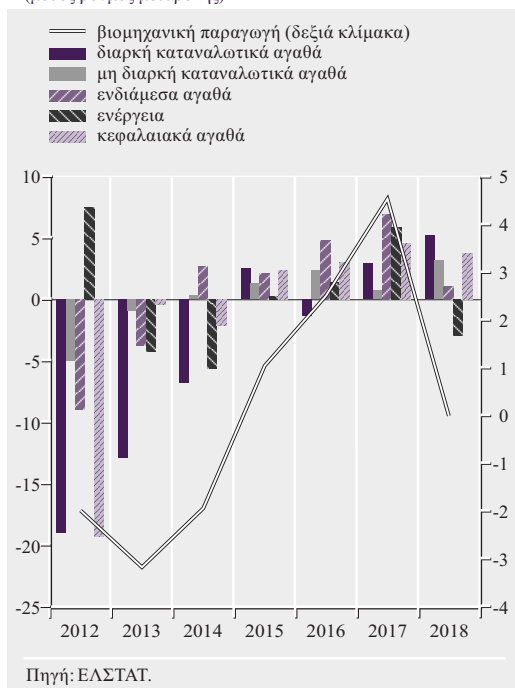
Διάγραμμα IV.5 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς (α' τρίμ. 2012-α' τρίμ. 2018)

(ποσοστιαίες μονάδες)



Διάγραμμα IV.6 Βιομηχανική παραγωγή (2012 - α' τετράμηνο 2018)

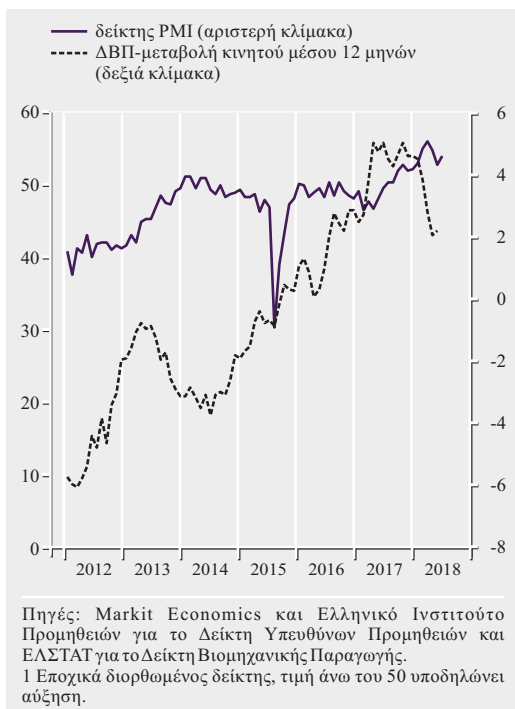
(μέσος ρυθμός μεταβολής)



ίδιο διάστημα, βελτίωση κατέγραψε και ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία. Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται σε θετικό έδαφος επί δώδεκα συνεχείς μήνες, που αποτελεί τη μεγαλύτερη περίοδο από το 2007. Πάντως, η εξέλιξη του δείκτη PMI το α' πεντάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.7), με την τιμή του Φεβρουαρίου να αποτελεί το υψηλότερο επίπεδο του από τον Ιούνιο του 2000, εμφανίζεται πιο δυναμική σε σύγκριση με το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής της ΕΛΣΤΑΤ.

Η μεταβολή του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα στη διάρκεια του 2017 ήταν αρνητική (-7,4%). Παράλληλα, παρατηρήθηκε επιδείνωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου το 2017. Ωστόσο, ο όγκος των οικοδομικών αδειών κατέγραψε αύξηση το 2017, για πρώτη φορά από το 2005, πιθανώς προαναγγέλλοντας ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατασκευές την επόμενη περίοδο. Η αύξηση του όγκου των

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2012-Μάιος 2018)



οικοδομικών αδειών συνεχίστηκε, αν και με ηπιότερο ρυθμό, το α' τρίμηνο του 2018.

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών με ετήσιο ρυθμό 0,6% το 2017 συνέβαλε θετικά κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο (βλ. Πίνακα IV.4). Το α' τρίμηνο του 2018 παρατηρείται επιτάχυνση (1,4%) στους κλάδους του τριτογενούς τομέα, λόγω κυρίως της αύξησης του κλάδου του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των μεταφορών-αποθήκευσης αλλά και των επαγγελματικών και επιστημονικών δραστηριοτήτων, ενώ θετικά κινούνται και οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών. Θετική εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέ-

χουσες τιμές για το 2017 και το α' τρίμηνο του 2018 (βλ. Πίνακα IV.5). Καταγράφεται αύξηση στις υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, όπως οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης, τα ταξιδιωτικά πρακτορεία και οι μεταφορές, συμπεριλαμβανομένων των θαλάσσιων μεταφορών που ανέκαμψαν το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους.¹⁰ Αύξηση παρατηρείται επίσης στις υπηρεσίες του εμπορίου και των επαγγελματικών και επιστημονικών υπηρεσιών (με εξαίρεση τις δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών).

Η σημαντική βελτίωση στον κλάδο του τουρισμού οδήγησε σε άνοδο των επενδύσεων και δη στις πιο πολυτελείς μονάδες, τάση που δείχνει στροφή προς αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος της χώρας. Χαρακτηριστικά υπολογίζεται ότι την περίοδο 2012-2017 υπήρξε αύξηση των διαθέσιμων κλινών στο σύνολο της χώρας κατά 5,0% και των κλινών πολυτελών ξενοδοχείων (5 αστέρων) κατά 37,1%, ενώ στην Αττική τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν της τάξεως του 0,5% και 10,1%.

Κατά την περίοδο 2012-2017 παρατηρείται και ενίσχυση της σχετικής βαρύτητας του τουριστικού κλάδου στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα, καθώς οι ταξιδιωτικές εισπράξεις ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ αυξήθηκαν κατά 2,7 ποσοστιαίες μονάδες (από 5,5% το 2012 σε 8,2% του ΑΕΠ το 2017). Η αύξηση του μεριδίου ήταν αποτέλεσμα της σωρευτικής ανόδου των ταξιδιωτικών εισπράξεων κατά 40,1% και της σωρευτικής μείωσης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 7,0%, ενώ η άνοδος των ταξιδιωτικών εισπράξεων προήλθε από την αύξηση της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης¹¹ (κατά 13,2 εκατ. ταξιδιώτες) την ίδια περίοδο.

¹⁰ Η εικόνα για το 2017 αναφορικά με την επιλογή μεταφορικού μέσου των ταξιδιωτών που επιλέγουν την Ελλάδα για τις διακοπές τους είναι σχεδόν ίδια όπως τα προηγούμενα χρόνια. Συγκεκριμένα, οι αεροπορικές αφίξεις αποτέλεσαν το 66% του συνόλου των αφίξεων, ακολουθούμενες από τις οδικές με 30% και τις θαλάσσιες με 4%, ενώ το ποσοστό των τουριστών που επέλεξαν το τρένο ως μέσο μεταφοράς ήταν αμελητέο.

¹¹ Σύμφωνα με την έκθεση του ΟΟΣΑ *Tourism Trends and Policies 2018*, η Ελλάδα είναι η 10η μεγαλύτερη τουριστική δύναμη μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, με βάση τον αριθμό των διεθνών τουριστικών αφίξεων το 2016.

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2012-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες							
1. Εμπόριο							
Χονδρικό εμπόριο	-12,1	-12,2	0,1	-4,5	-1,6	3,8	2,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
Λιανικό εμπόριο	-11,0	-8,6	-1,1	-2,9	-2,0	1,7	0,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	-29,3	-3,1	18,7	7,7	7,1	6,4	13,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
2. Μεταφορές							
Χερσαίες μεταφορές	-3,3	-4,0	-4,4	-6,0	-2,1	9,5	4,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
Θαλάσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-15,4	-7,4	-8,1	-5,3	-4,7	-9,5	0,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-1,1	3,9	7,2	7,7	3,9	10,4	6,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-4,8	-7,0	5,4	2,6	7,7	9,6	13,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια							
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-17,2	4,8	11,8	3,1	0,1	10,0	10,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία							
Τηλεπικοινωνίες	-5,1	-11,7	-4,4	-1,3	0,5	-0,5	-1,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλεοπτικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-4,9	-5,0	-0,9	-24,2	0,0	-6,4	10,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	-16,4	-7,9	12,6	-22,3	-13,8	-5,2	4,0 (Ιαν.-Μάρτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες							
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	2,7	0,4	2,3	-12,7	-13,5	4,1	6,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-12,3	-14,0	-15,0	4,6	-9,1	-8,4	-28,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-16,7	-21,0	-7,0	1,0	-5,9	3,9	1,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-27,0	11,2	6,5	-4,1	-4,0	8,2	25,4 (Ιαν.-Μάρτ.)
B. Επιβατική κίνηση							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-10,4	-3,2	21,2	19,0	10,7	8,6	10,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	-5,8	44,6	14,4	15,2	7,0	6,0	
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-17,5	1,0	12,7	-9,7	-3,0	4,1	-1,0 (Ιαν.-Μάρτ.)
Γ. Δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες							
	-11,2	28,0	23,9	-16,2	1,5	16,9	14,3 (Ιαν.-Μάρτ.)

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Το 2017 και οι πρώτοι μήνες του 2018 χαρακτηρίστηκαν από ενδείξεις σταθεροποίησης της αγοράς ακινήτων, αν και καταγράφονται μικτές επιμέρους τάσεις ανάλογα με τη θέση και τη χρήση των ακινήτων, καθώς και από αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον για ακίνητα εισοδήματος. Η τάση σταθεροποίησης

των τιμών των ακινήτων συνδέεται, μεταξύ άλλων, με την επάνοδο της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος. Η τάση αυτή αποτυπώνεται τόσο στους ρυθμούς μεταβολής των αξιών, που κινούνται πλέον κοντά στο μηδέν ή και σε οριακώς θετικά επίπεδα, όσο και στους συγκρατημένους ρυθμούς βελτίωσης δεικτών όπως η οικοδομική δραστηριότητα στον τομέα των επαγγελματιών ακινήτων, οι

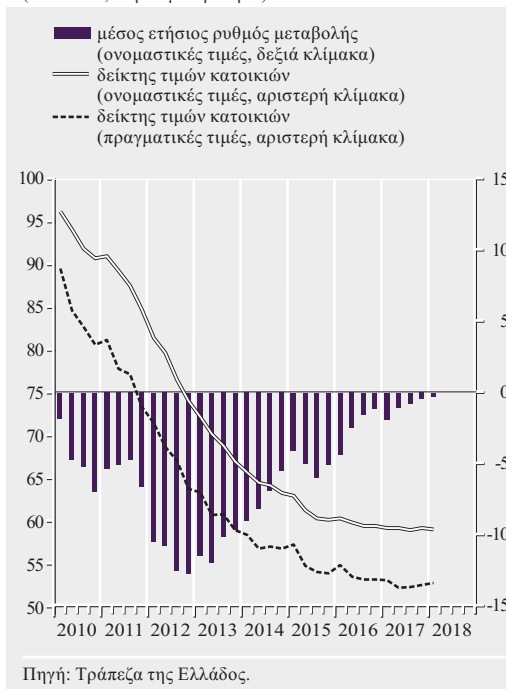
άμεσες επενδύσεις από το εξωτερικό σε ακίνητα και ο αριθμός των πράξεων αγοραπωλησιών ακινήτων. Σημειώνεται όμως ότι τα μεγέθη αυτά εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Η υφιστάμενη χαμηλή ζήτηση στην αγορά σχετίζεται, μεταξύ άλλων, με την περιορισμένη ρευστότητα, τους κεφαλαιακούς περιορισμούς, το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο και τη μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των τελευταίων ετών.

Στην **αγορά κατοικιών** συνεχίστηκαν, αν και με μικρότερη ένταση, οι πιέσεις στις τιμές, ενώ από το δ' τρίμηνο του 2017 παρατηρήθηκε τάση σταδιακής σταθεροποίησης των τιμών (βλ. Διάγραμμα IV.8). Ειδικότερα, βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2018 ήταν μειωμένες οριακά κατά 0,2% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2017. Για το σύνολο του 2017, οι τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,0%, έναντι μείωσης κατά 2,4% το 2016. Σωρευτικά, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 42,1% από το 2008 έως το α' τρίμηνο του 2018, ενώ με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή η υποχώρηση των τιμών ήταν εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα (Αθήνα: -44,5% και Θεσσαλονίκη: -46,4%). Η σταθεροποιητική τάση στις τιμές των κατοικιών εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και τα επόμενα τρίμηνα. Σημειώνεται ότι η πρόσφατη αναπροσαρμογή των τιμών αντικειμενικού προσδιορισμού¹² για τις 10.216 ζώνες της χώρας δεν αναμένεται να έχει σημαντική επίδραση στην αγορά και τις τιμές ακινήτων στη διάρκεια του 2018.¹³ Ωστόσο, η αναπροσαρμογή αναμένεται να συνεχιστεί στη διάρκεια του 2019 και του 2020 προκειμένου να επιτευχθεί σταδιακά η ευθυγράμμιση των αντικειμενικών αξιών με τις εμπορικές.

Στον **κλάδο των επαγγελματιών ακινήτων** κατά τη διάρκεια του 2017 καταγράφηκαν θετικές τάσεις τόσο στην αγορά γραφείων όσο και στην αγορά καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών. Η αυξημένη ζήτηση χώρων σε εμπο-

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμ. 2010-α' τρίμ. 2018)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



ρικές θέσεις από χρήστες, σε συνδυασμό με την αναζήτηση ευκαιριών από επενδυτικά χαρτοφυλάκια και επενδυτές, οδήγησε σε επίπεδα ζήτησης τα οποία πλέον δεν φαίνεται να ικανοποιούνται από την προσφορά της αγοράς. Στο πλαίσιο αυτό, οι τιμές των γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών κατέγραψαν αύξηση 1,7% και 1,6% αντίστοιχα για το 2017 συνολικά και ακόμη εντονότερη αύξηση, 3,7% και 2,2% αντίστοιχα, κατά το β' εξάμηνο του 2017 σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2016 (προσωρινά στοιχεία).

Η αυξημένη κινητικότητα των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και των Ανωτύμων Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία

¹² ΦΕΚ Β' 2192/12.06.2018.

¹³ Με το ν. 4549/2018 αυξάνεται το αφορολόγητο όριο για το συμπληρωματικό φόρο από τα 200.000 στα 250.000 ευρώ και διευρύνεται το άνω όριο του πρώτου κλιμακίου του κύριου φόρου από τα 500 στα 550 ευρώ και του τρίτου από τα 1.000 στα 1.050 ευρώ. Επίσης, στον ίδιο νόμο προβλέπεται η σύσταση και στελέχωση αυτοτελούς τμήματος εκτιμήσεων και προσδιορισμού αξιών ακινήτων στο Υπουργείο Οικονομικών.

(ΑΕΕΑΠ), που καταγράφηκε κατά το 2017, φαίνεται ότι συνεχίζεται και αναμένεται να ενταθεί περαιτέρω εντός του 2018. Ήδη κατά τους πρώτους πέντε μήνες του έτους οι επενδύσεις των ΑΕΕΑΠ υπερέβησαν τα 75 εκατ. ευρώ, ενώ νέες στοχευμένες επενδύσεις σε ακίνητα πραγματοποιούνται και από άλλα επενδυτικά χαρτοφυλάκια τα οποία δραστηριοποιούνται πλέον στην ελληνική αγορά. Οι επενδύσεις αφορούν τόσο ξενοδοχεία ανά την Ελλάδα όσο και γραφεία και καταστήματα υψηλών προδιαγραφών, ιδίως στο κέντρο της Αθήνας και σε διάφορες θέσεις των βορείων προαστίων της πρωτεύουσας.

Παράλληλα, ο τομέας των βραχυχρόνιων μισθώσεων κατοικιών στο κέντρο της Αθήνας, αλλά και σε περιοχές τουριστικού ενδιαφέροντος σε όλη τη χώρα, οδηγεί στη σταδιακή ανάδειξη μια νέας για τα ελληνικά δεδομένα επενδυτικής αγοράς για ακίνητα οικιστικής χρήσης. Ως απόρροια της νέας αυτής δυναμικής, οι πράξεις αγοραπωλησιών οικιστικών ακινήτων, σε συγκεκριμένες μάλιστα θέσεις οι οποίες παλαιότερα χαρακτηρίζονταν ως υποβαθμισμένες, ειδικά στο κέντρο της Αθήνας, αυξάνονται σημαντικά, συμπαρασύροντας τοπικά τις τιμές. Οι υψηλότερες αποδόσεις οι οποίες εξασφαλίζονται μέσω των βραχυχρόνιων μισθώσεων εκτιμάται ότι σταδιακά θα οδηγήσουν σε αναδιαμόρφωση του χάρτη των τιμών στην ευρύτερη περιοχή της Αθήνας και στα υπόλοιπα αστικά κέντρα με αντίστοιχο επενδυτικό ενδιαφέρον. Σημειώνεται ωστόσο ότι τόσο για τα οικιστικά όσο και για τα επαγγελματικά ακίνητα, και παρά τις τρέχουσες συγκρατημένες ενδείξεις ανάκαμψης, η οικονομική δραστηριότητα για νέα έργα ανάπτυξης παραμένει σε χαμηλά επίπεδα, καθώς προς το παρόν οι επενδύσεις στοχεύουν κυρίως στην αναβάθμιση του υπάρχοντος αποθέματος παρά στην κατασκευή νέων ακινήτων.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η βελτίωση της αγοράς εργασίας συνεχίστηκε και το 2017, για τέταρτο κατά σειρά έτος, με

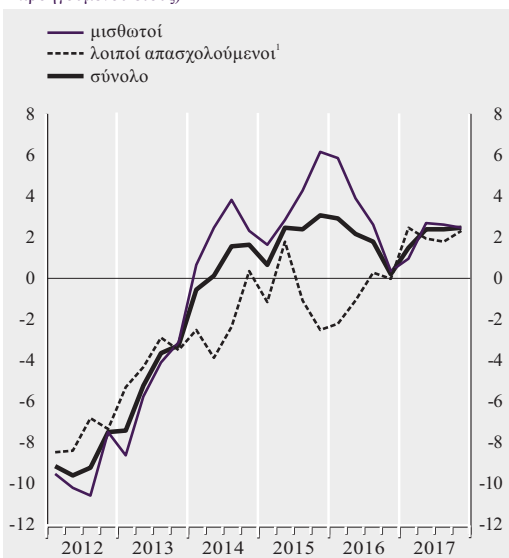
την απασχόληση να αυξάνεται με σταθερούς ρυθμούς, τον αριθμό των ανέργων να υποχωρεί σημαντικά και το ποσοστό ανεργίας να εξακολουθεί την πτωτική πορεία που ξεκίνησε από τα μέσα του 2014. Συγκεκριμένα, το 2017 η απασχόληση αυξήθηκε κατά 2,2% και το μέσο ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες σε 21,5%, αλλά παραμένει το υψηλότερο στην ΕΕ. Τα υψηλά ποσοστά ανεργίας, ιδιαίτερα των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων, παρέχουν ενδείξεις ότι υφίστανται προβλήματα στην αγορά εργασίας και υποδηλώνουν την ανάγκη συνέχισης της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών παράλληλα με την περαιτέρω ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Το α' τρίμηνο του 2018 το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί και διαμορφώθηκε σε 21,2%, από 23,3% το ίδιο διάστημα του 2017.

Οι συνεχιζόμενοι θετικοί ρυθμοί μεταβολής της απασχόλησης συνδέονται με την επάνοδο της οικονομίας σε θετικούς, αν και χαμηλούς, ρυθμούς ανάπτυξης το 2017, καθώς και με την καλή πορεία σημαντικών κλάδων της οικονομίας, όπως το εμπόριο, ο τουρισμός και η μεταποίηση. Σημαντική συμβολή στην αύξηση της απασχόλησης είχαν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών, οι οποίες περιόρισαν τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας, επέτρεψαν τη μεγαλύτερη κινητικότητα των εργαζομένων και διατήρησαν το κόστος εργασίας σε χαμηλά επίπεδα. Αξιόλογο μέρος της αύξησης της απασχόλησης οφείλεται στην ευρεία χρήση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, που αποτελούν το 54,9% των νέων προσλήψεων το 2017.

Η αύξηση της απασχόλησης σε ετήσια βάση το 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, οφείλεται στην αύξηση τόσο της μισθωτής απασχόλησης σε ετήσια βάση για τέταρτη συνεχή χρονιά (2,2% το 2017) όσο και των λοιπών κατηγοριών απασχολούμενων. Σημαντική αύξηση παρατηρείται στους αυτοαπασχολούμενους χωρίς προσωπικό (2,4% το 2017, έναντι μείωσης 2,2% το 2016), που αντιπροσω-

Διάγραμμα IV.9 Απασχόληση (2012-2017)

(ρυθμός μεταβολής 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.

πεύουν το 22,8% του συνόλου των απασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα IV.9). Η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης, καθώς και των αυτοαπασχολούμενων, με ή χωρίς προσωπικό, είχε θετική συμβολή στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών το 2017.

Όσον αφορά την εξέλιξη της απασχόλησης **κατά τομέα οικονομικής δραστηριότητας** το 2017, η επιβράδυνση της απασχόλησης συνεχίστηκε στον πρωτογενή τομέα, αν και με ηπιότερο ρυθμό (-0,3%, έναντι -2,4% το 2016). Αντίθετα, αύξηση σημείωσαν ο δευτερογενής τομέας, με χαμηλότερο ωστόσο ρυθμό (3,3% το 2017, από 3,8% το 2016), και ο τριτογενής τομέας με εντονότερο ρυθμό (2,3% το 2017, από 2,0% το 2016), συνεχίζοντας την ανοδική πορεία των τελευταίων ετών και αυξάνοντας τα μερίδια συμμετοχής των δύο παραπάνω τομέων στη συνολική απασχόληση (15,4% και 72,5% αντίστοιχα).

Αναλυτικότερα, όσον αφορά τους επιμέρους κλάδους, η αύξηση της απασχόλησης το 2017

προήλθε σε μεγάλο βαθμό από τον κλάδο του εμπορίου, ο οποίος αντέστρεψε την αρνητική εικόνα του προηγούμενου έτους (3,2%, έναντι -0,4% το 2016). Θετικά στην αύξηση της απασχόλησης συνέβαλαν επίσης η μεταποίηση (3,0%) και οι δραστηριότητες που σχετίζονται με υπηρεσίες τουρισμού (2,8%), αν και σημειώθηκαν ηπιότεροι ρυθμοί αύξησης έναντι του προηγούμενου έτους. Επιπρόσθετα, σημαντική αύξηση σημείωσαν οι δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας (6,0%, έναντι 1,9% το 2016). Αντίθετα, η απασχόληση στη δημόσια διοίκηση παρουσίασε οριακή μείωση, αντιστρέφοντας τη θετική μεταβολή του προηγούμενου έτους (-0,2%, έναντι 6,0% το 2016).

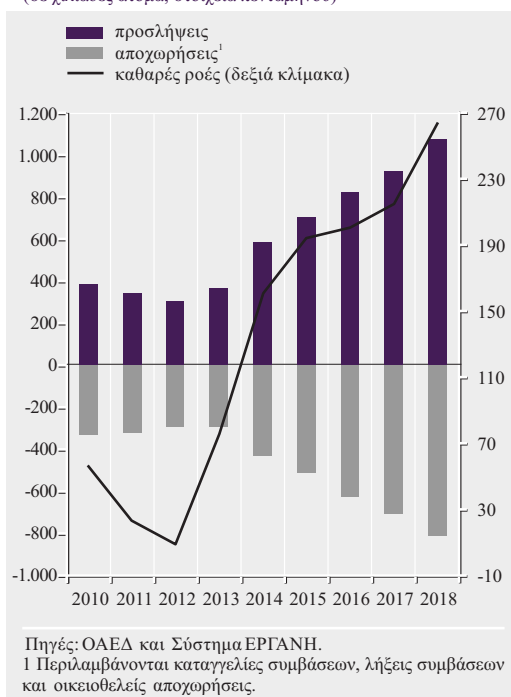
Το ποσοστό **μερικής απασχόλησης** το 2017 υποχώρησε οριακά στο 9,8% του συνόλου των απασχολούμενων από 9,9% το 2016. Αυξημένη συμμετοχή στο σύνολο των μερικώς απασχολούμενων παρατηρείται κυρίως στην ηλικιακή ομάδα 30-44 ετών και στους κλάδους του χονδρικού-λιανικού εμπορίου, των υπηρεσιών τουρισμού, της γεωργίας και της εκπαίδευσης.

Το **ποσοστό απασχόλησης** για την ηλικιακή ομάδα 20-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,6 ποσοστιαία μονάδα, σε 57,8% το 2017 από 56,2% το 2016, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28 (μέσος όρος ΕΕ-28: 72,2%). Αύξηση του ποσοστού απασχόλησης παρατηρήθηκε και στα δύο φύλα, αλλά η αύξηση ήταν μεγαλύτερη για τους άνδρες (1,9 ποσοστιαία μονάδα) από ό,τι για τις γυναίκες (1,2 ποσοστιαία μονάδα). Το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών (48%) υπολείπεται σημαντικά των ανδρών εργαζομένων (67,7%).¹⁴

¹⁴ Οι εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) το πρώτο πεντάμηνο του 2018 παρουσίασαν σημαντική βελτίωση στις υπηρεσίες, αντιστρέφοντας την αρνητική εικόνα του αντίστοιχου διαστήματος το 2017, ενώ βελτιωμένες προοπτικές απασχόλησης καταγράφονται και στη μεταποίηση. Επίσης, σε θετικό επίπεδο, αν και χαμηλότερο έναντι του προηγούμενου έτους, κινήθηκαν οι προοπτικές για το λιανικό εμπόριο. Αντίθετα, σε αρνητικό επίπεδο εξακολουθούν να κινούνται οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές, ωστόσο οι αρνητικές προσδοκίες έχουν υποχωρήσει σημαντικά.

Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2018)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία πενταμήνου)



Το **ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα** (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ) το 2017 εμφανίζεται για πέμπτο συνεχόμενο έτος θετικό (143,5 χιλ. νέες θέσεις εργασίας), υψηλότερο κατά 7,3 χιλ. θέσεις εργασίας σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η θετική εικόνα συνεχίζεται και το α' πεντάμηνο του 2018, με το ισοζύγιο να εμφανίζεται υψηλότερο κατά 49,2 χιλ. θέσεις εργασίας σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2017, φθάνοντας τις 264,5 χιλ. θέσεις εργασίας, κυρίως με την ενίσχυση των ροών απασχόλησης το τρίμηνο Μαρτίου-Μαΐου εν όψει και της έναρξης της τουριστικής περιόδου (βλ. Διάγραμμα IV.10). Το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου του 2018 οι προσλήψεις σε θέσεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης αποτελούσαν το 50,1% των συνολικών προσλήψεων, οριακά μειωμένες έναντι του προηγούμενου έτους.

Το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το 2017

αυξήθηκε οριακά (68,3% από 68,2% το 2016), καθώς το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών στο εργατικό δυναμικό συνέχισε να αυξάνεται. Αντίθετα, το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό υποχώρησε οριακά για πρώτη φορά από το 2011. Επίσης, το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό των νέων (25-29 ετών) υποχώρησε σημαντικά (2,5 ποσοστιαίες μονάδες). Μελέτες επισημαίνουν τη σημασία της αύξησης της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, ιδιαίτερα καθώς η γήρανση του πληθυσμού ενδέχεται να επιβραδύνει την ανάπτυξη και, σε πολλές περιπτώσεις, να υπονομεύσει τη βιωσιμότητα των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης. Πολιτικές που διευκολύνουν την εναρμόνιση της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, την επένδυση στην εκπαίδευση και κατάρτιση του ανθρώπινου κεφαλαίου, σε συνδυασμό με τη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και τη μείωση των κινήτρων πρόωρης συνταξιοδότησης, μεταξύ άλλων, μπορούν να ενθαρρύνουν την ένταξη και την παραμονή περισσότερων εργαζομένων στην αγορά εργασίας.¹⁵

Υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, κυρίως όμως στις ηλικίες 20-24 ετών και 25-29 ετών. Το ποσοστό ανεργίας των νέων 20-29 ετών αποκλιμακώθηκε σε 34,7% το 2017 από 37,7% το 2016 (βλ. Διάγραμμα IV.11). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν οι νομοθετικές ρυθμίσεις των προηγούμενων ετών, που διευκόλυναν την πρόσληψη των νέων κάτω των 25 ετών με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, τα προγράμματα απασχόλησης, καθώς και η υψηλή συμμετοχή των νέων σε κλάδους που σημείωσαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, όπως ο τουρισμός και το εμπόριο. Η στήριξη της απασχόλησης και η αντιμετώπιση της υψηλής ανεργίας των νέων, μέσω συντονισμένων δράσεων και πρωτοβουλιών, θα περιορίσουν τα αρνητικά αποτελέσματα της ανεργίας, θα αποτρέψουν την αποθάρρυνση και έξοδο από την αγορά εργα-

¹⁵ World Economic Outlook, Κεφάλαιο 2, "Labor force participation in advanced economies: drivers and prospects", Απρίλιος 2018.

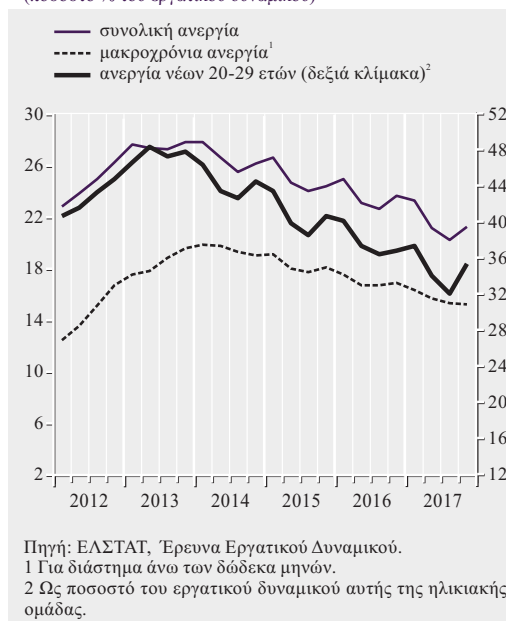
σίας και θα περιορίσουν την απαξίωση των δεξιοτήτων τους.¹⁶

Το ποσοστό της **μακροχρόνιας ανεργίας** συνέχισε να υποχωρεί (15,6% του εργατικού δυναμικού το 2017, έναντι 16,9% το 2016), παραμένει όμως το υψηλότερο στην ΕΕ (μέσος όρος ΕΕ: 3,4%) τόσο στο σύνολο των ανέργων όσο και κατά φύλο. Παράλληλα, το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων στο σύνολο των ανέργων αυξήθηκε από 72% το 2016 σε 72,9% το 2017. Η πλειοψηφία των μακροχρόνια ανέργων είναι γυναίκες, ενώ επίσης πλειοψηφία αποτελούν όσοι παραμένουν άνεργοι για διάστημα μεγαλύτερο των 48 μηνών. Όσο παρατείνεται η διάρκεια της ανεργίας, απαξιώνονται οι δεξιότητες των ατόμων και αυξάνεται η πιθανότητα να αποσυρθούν από την αγορά εργασίας, γεγονός που ενισχύει τον κίνδυνο κοινωνικού αποκλεισμού, φτώχειας και αύξησης των ανισοτήτων. Η σύνθεση της ανεργίας και ειδικότερα της μακροχρόνιας ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διάβιου εκπαίδευση, στην καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας και στην εφαρμογή ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης.¹⁷

Στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της τέταρτης αξιολόγησης του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, ο ν. 4549/2018 περιλαμβάνει ρυθμίσεις που αφορούν τη μεσολάβηση και διαιτησία συλλογικών εργατικών διαφορών, τη θητεία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου του Οργανισμού Μεσολάβησης και Διαιτησίας (ΟΜΕΔ) και προσδιορίζει φορολογικά κίνητρα για την ενίσχυση των θέσεων απασχόλησης. Τέλος, σε πρόσφατη εγκύκλιο καθορίζεται η διαδικασία για τον έλεγχο των προϋποθέσεων για την επέκταση και την κήρυξη ως γενικών υποχρεωτικής, για το σύνολο των εργαζομένων ενός κλάδου, της συλλογικής σύμβασης εργασίας η οποία έχει υπογραφεί από εργοδοτική οργάνωση και δεσμεύει εργοδότες που απασχολούν τουλάχιστον το 51% των εργαζομένων του κλάδου.

Διάγραμμα IV.11 Ποσοστά ανεργίας (2012 - 2017)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Οι αναμενόμενοι θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης της οικονομίας, η βελτίωση της εμπιστοσύνης λόγω της ολοκλήρωσης του προγράμματος και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων θα βοηθήσουν στην περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και στην αποκλιμάκωση της ανεργίας. Ωστόσο, η απορρόφηση των ανέργων αναμένεται να συνεχίσει να είναι μια σταδιακή διαδικασία, δεδομένου και του τρέχοντος βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού. Η συνεχής βελτίωση και επέκταση των ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και των προγραμμάτων κατάρτισης, με την αύξηση της αποτελεσματικότητας των δράσεων αυτών, θα συμβάλουν στον περιορισμό της ανεργίας. Εξίσου σημαντική είναι η ολοκλήρωση του

¹⁶ Επισημαίνεται ότι το ποσοστό των νέων εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης ή κατάρτισης, παρά τη μείωσή του το 2017 έναντι του 2016, παραμένει υψηλό σε σύγκριση με τα αντίστοιχα μεγέθη άλλων χωρών της ΕΕ.

¹⁷ Παρά την υποχώρηση του ποσοστού της ανεργίας, το 2017 οι ευρύτεροι δείκτες υποαπασχόλησης στην αγορά εργασίας – οι οποίοι λαμβάνουν επίσης υπόψη ομάδες του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας που εργάζονται αούσια με μερική απασχόληση ή που έχουν αποσυρθεί από την αγορά εργασίας – παρουσίασαν μικτή εικόνα, καθώς το ποσοστό των ατόμων που είναι άμεσα διαθέσιμα για εργασία αλλά δεν αναζητούν (αποθαρρυσμένοι εργαζόμενοι) αυξήθηκε οριακά, ενώ το ποσοστό των υποαπασχολούμενων μερικής απασχόλησης υποχώρησε οριακά.

σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία,¹⁸ που θα ενισχύσει τον ανταγωνισμό στην οικονομία και θα αυξήσει τα έσοδα από τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης.

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

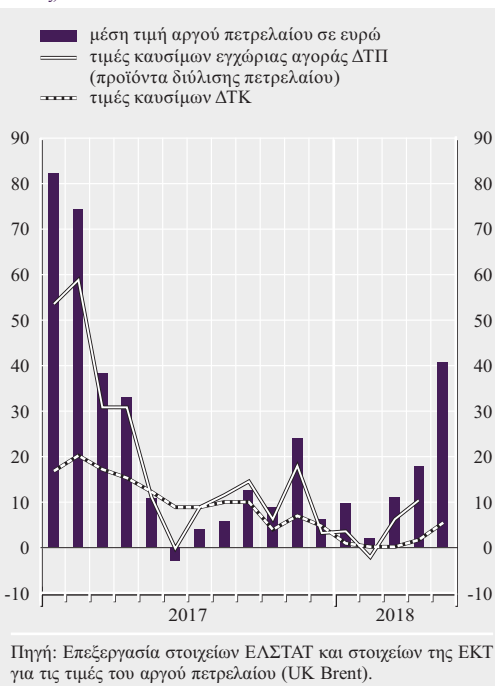
4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατέγραψε σημαντική αύξηση στο 1,1% το 2017, ωθούμενος από τους υψηλούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των διεθνών τιμών του πετρελαίου (βλ. Διάγραμμα IV.12) και τις πολλαπλές αυξήσεις στην έμμεση φορολογία των καυσίμων κίνησης, του καπνού, του καφέ και της σταθερής τηλεφωνίας (βλ. Διάγραμμα IV.13). Είχε προηγηθεί η τριετία του αποπληθωριστικού κύκλου (2013-2015) και η σταθεροποίηση του μέσου επιπέδου των τιμών το 2016.

Τα είδη διατροφής επιβαρύνθηκαν έντονα κατά τη διάρκεια του 2017. Ο πληθωρισμός των επεξεργασμένων ειδών διατροφής, τα οποία συμπεριλαμβάνουν τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό, αυξήθηκε στο 2,0% το 2017 από 1,0% το 2016, αφενός λόγω της υψηλής φορολόγησης στον καπνό και στον καφέ και αφετέρου λόγω της επίπτωσης που είχε ο βαρύς χειμώνας στις αρχές του 2017 στην παραγωγή ειδών όπως το ελαιόλαδο. Ο βαρύς χειμώνας επέδρασε και στα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, τα οποία κατά το πρώτο τετράμηνο του 2017 κατέγραψαν υψηλούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών τους. Η μη καταγραφή έντονων καιρικών φαινομένων εφέτος και η μη περαιτέρω επιβάρυνση της έμμεσης φορολογίας στα είδη διατροφής έχουν ως αποτέλεσμα την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής λόγω επιδράσεων βάσης. Επιδράσεις βάσης παρατηρούνται στα μη επεξεργασμένα τρόφιμα κατά το πρώτο τετράμηνο του 2018, ενώ στα επεξεργασμένα τρόφιμα οι αντίστοιχες επιδράσεις αναμένεται να επηρεάσουν τις τιμές σταδιακά, αφού σταδιακή

Διάγραμμα IV.12 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2017 - Μάιος 2018)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



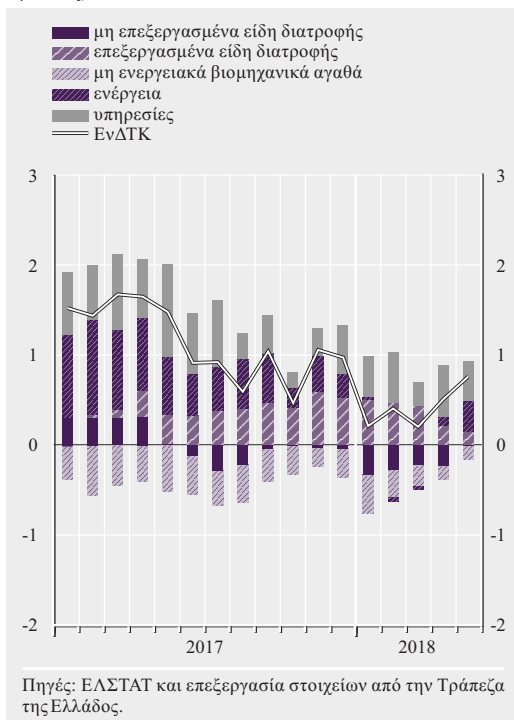
υπήρξε και η άνοδος των τιμών τους κατά τη διάρκεια του 2017.

Τα ενεργειακά αγαθά κατέγραψαν το 2017 υψηλό πληθωρισμό, λόγω του συνδυασμού των υψηλών ετήσιων ρυθμών μεταβολής των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας στα καύσιμα κίνησης. Καθώς δεν υπάρχουν νέες αυξήσεις στη φορολογία των καυσίμων μέσα στο 2018, κατά το πρώτο τετράμηνο του έτους ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών συμπίεστηκε λόγω εξάντλησης των επιδράσεων βάσης. Οι γεωπολιτικές εξελίξεις όμως έχουν επιδράσει ανοδικά στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, οι οποίες, σε συνδυασμό με την ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ, καταγράφουν και πάλι πολύ υψηλούς

¹⁸ Σε σχέδιο νόμου που τέθηκε σε διαβούλευση σχετικά με την αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας, προβλέπονται εκπτώσεις στην επιβολή προστίμου σε περίπτωση πρόκλησης του αδήλωτου εργαζομένου και προσαυξήσεις ανάλογα με την παράβαση του εργοδότη.

Διάγραμμα IV.13 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστώσών του (Ιανουάριος 2017-Μάιος 2018)

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



ετήσιους ρυθμούς μεταβολής σε όρους ευρώ και αναμένεται, για ακόμη μία χρονιά, να συμβάλουν πληθωριστικά στη φετινή πορεία των τιμών των ενεργειακών αγαθών αλλά και στην πορεία του γενικού πληθωρισμού.

Ο πληθωρισμός των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών εξακολουθεί για όγδοο συνεχόμενο έτος να καταγράφει αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών. Η υψηλή ανεργία, το συμπιεσμένο διαθέσιμο εισόδημα και η επιβάρυνση των έμμεσων φόρων συγκράτησαν την κατανάλωση σε υποτονικά επίπεδα, κάτι που αντανακλάται στο γεγονός ότι η συγκεκριμένη συνιστώσα του εναρμονισμένου πληθωρισμού συνεχίζει να βρίσκεται σε αποπληθωρισμό.

Τέλος, η πορεία της συνιστώσας των υπηρεσιών καθορίζεται κατά κύριο λόγο από εκείνες τις υπηρεσίες που συναρτώνται προς τον

τουρισμό, δηλαδή τα ξενοδοχεία, τα εστιατόρια και τα αεροπορικά εισιτήρια. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν και τα ενοίκια κατοικιών, που παραμένουν σε αρνητικό έδαφος.

Το 2018 χαρακτηρίζεται από την έλλειψη νέων επιβαρύνσεων στην έμμεση φορολογία (με εξαίρεση το τέλος διανυκτέρευσης στα ξενοδοχεία και την εναρμόνιση των συντελεστών του ΦΠΑ στα εναπομείναντα νησιά με καθεστώς μειωμένων συντελεστών προς εκείνους στην υπόλοιπη χώρα). Συνεπώς, καθοριστικό ρόλο παίζουν αφενός η εξάντληση των επιδράσεων βάσης, συμπιέζοντας το γενικό πληθωρισμό, και αφετέρου οι νέες υψηλές τιμές του πετρελαίου, που επιδρούν πληθωριστικά. Η συνισταμένη των αντίρροπων αυτών δυνάμεων αναμένεται να ισορροπήσει το γενικό πληθωρισμό σε επίπεδα ελαφρώς χαμηλότερα από εκείνα που καταγράφηκαν το 2017.

4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας, σύμφωνα με τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, εμφάνισε αύξηση το 2017, για πρώτη φορά από το 2009, η οποία προερχόταν σχεδόν αποκλειστικά από τον επιχειρηματικό τομέα και αντανακλούσε κυρίως την άνοδο της μισθωτής απασχόλησης, ενώ ήταν ανεπαίσθητη η αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό. Η άνοδος της συνολικής απασχόλησης ήταν μεγαλύτερη από την αύξηση του ΑΕΠ, με αποτέλεσμα την υποχώρηση της παραγωγικότητας (περίπου όσο και το 2016) και μια περιορισμένη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (βλ. Πίνακα IV.6).

Κατά το τρέχον έτος 2018 προβλέπεται ότι στο σύνολο της οικονομίας θα επιταχυνθεί η άνοδος του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας. Όπως εκτιμάται, αυτή θα προέλθει από αύξηση της μισθωτής απασχόλησης με τον ίδιο περίπου ρυθμό όπως και το 2017, αλλά και από μικρή μέση αύξηση των αμοιβών ανά μισθωτό (της τάξεως του 0,5%). Καθώς η αναμενόμενη μείωση της παραγω-

Πίνακας IV.6 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2016-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2016	2017	2018 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	0,0	2,3	2,8
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-0,9	0,1	0,5
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-0,7	-0,8	-0,2
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-0,2	0,9	0,7
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-0,5	0,2	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	0,3	3,6	...

Πηγές: Για το 2016-2017: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 5.3.2018 και 27.4.2018. Για το 2018: εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

γικότητας θα είναι πολύ μικρή, προκύπτει ότι το 2018 το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αυξηθεί ελαφρώς λιγότερο από ό,τι το 2017.

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα εθνικολογιστικά στοιχεία, οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,8% το α' τρίμηνο του 2018. Εξάλλου, βάσει ταμειακών στοιχείων, στο τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2018 οι δαπάνες του *τομέα της γενικής κυβέρνησης* για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 5,6%. Ωστόσο, ο ρυθμός ανόδου για ολόκληρο το έτος προβλέπεται να είναι σημαντικά χαμηλότερος. Στον *επιχειρηματικό τομέα*, στο πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2018 υπογράφηκαν –σύμφωνα με τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ– 165 επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, που αφορούν 91.860 μισθωτούς. Περίπου στα 3/5 από αυτούς χορηγήθηκαν περιορισμένες αυξήσεις μισθών, ενώ για τους περισσότερους από τους υπολοίπους οι μισθοί παρέμειναν αμετάβλητοι (μόνο σε πέντε συμβάσεις προβλέπονται μειώσεις). Επίσης, σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Εργασίας, στο ίδιο διάστημα υπογράφηκαν και έξι κλαδικές ή εθνικές ομοιοεπαγγελματικές συμβάσεις.¹⁹ Τέλος, στις 28 Μαρτίου 2018 οι κοινωνικοί εταίροι υπέγραψαν νέα Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση, με την οποία παρατάθηκε η ισχύς των όρων της προηγούμενης.

4.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η κερδοφορία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων σημείωσε σημαντική βελτίωση το 2017, ευνοημένη από το βελτιωμένο οικονομικό περιβάλλον και την αύξηση των εξαγωγών. Σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 135 εισηγμένων επιχειρήσεων σε ενοποιημένη βάση στο Χρηματιστήριο Αθηνών,²⁰ ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 4,2%, λόγω κυρίως της επίδοσης των βιομηχανικών και εμπορικών επιχειρήσεων. Τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν κατά 21,2%, εξαιτίας κυρίως της σημαντικής μείωσης των χρηματοοικονομικών καθαρών εξόδων κατά 4,6% και παρά τη μείωση των μικτών κερδών κατά 2,0%. Κατά συνέπεια, το περιθώριο καθαρού κέρδους αυξήθηκε στο 5,1% το 2017 από 4,4% το 2016, ενώ το περιθώριο μικτού κέρδους μειώθηκε στο 17,5% το 2017 από 18,6% το 2016. Ως συνέπεια της αυξημένης κερδοφορίας, βελτιώθηκε η αποδοτικότητα τόσο των ιδίων κεφαλαίων (από 6,0% το 2016 σε 7,2% το 2017) όσο και των συνολικών κεφαλαίων (από 2,2% το 2016 σε 2,6% το 2017). Η δανειακή επιβάρυνση (ξένα προς ίδια κεφάλαια) παρέ-

¹⁹ Αξίζει να αναφερθεί η διετούς διάρκειας κλαδική συλλογική σύμβαση των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, η οποία προβλέπει αυξήσεις μισθών 1,5% από 1.1.2018 και 1,5% από 1.1.2019.

²⁰ Η ανάλυση βασίζεται σε 135 επιχειρήσεις, στις οποίες δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διυλιστήρια. Σημειώνεται ότι στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιούνται για πρώτη φορά οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για τους ομίλους των επιχειρήσεων αντί για τις ατομικές καταστάσεις της μητρικής.

μεινε σταθερή στο 1,7, καθώς η αύξηση του μακροπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού (8,3% σε σχέση με το 2016) αντισταθμίστηκε από τη μείωση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού και των λοιπών υποχρεώσεων. Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους βελτιώθηκε στη βιομηχανία (3,7% από 2,4% το 2016) και στις υπηρεσίες (5,0% από 4,3% το 2016), ενώ παρέμεινε σταθερό στο εμπόριο (7,2%).

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το 2017 (τριμηνιαία στοιχεία) αυξήθηκε κατά 8,5% σε σχέση με το 2016 (έναντι μείωσης κατά 10,3% το 2016), λόγω της αύξησης της καθαρής προστιθέμενης αξίας κατά 5,5% και παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 4,4% στο ίδιο διάστημα. Το μερίδιο κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος προς ακαθάριστη προστιθέμενη αξία) παρέμεινε σχεδόν σταθερό στο 51,1% το 2017 από 51,2% το 2016.

4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας αυξήθηκε σημαντικά το 2017, παρά τις ενδείξεις στασιμότητας ή και υποχώρησης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος τόσο σε όρους σχετικών τιμών όσο και σε όρους διαρθρωτικούς (ειδικότερα για την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών αγροτικών προϊόντων, βλ. Πλαίσιο IV.1).

Με βάση τις μέχρι τώρα εξελίξεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις διαθέσιμες προβλέψεις για την εξέλιξη του ΕνΔΤΚ, των αποδοχών και της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα και στους βασικούς εμπορικούς της εταίρους, προβλέπεται περαιτέρω επιδείνωση το 2018 των δεικτών ανταγωνιστικότητας ως προς τις σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η οποία θα προέλθει κατά κύριο λόγο από την επίπτωση της ανατίμησης του ευρώ.

Η ανοδική πορεία του ευρώ οδήγησε σε ανατίμηση της **ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας** της Ελλάδος για δεύτερο συνεχόμενο έτος το 2017 (1,3% το 2016, 1,4% το 2017), επηρεάζοντας δυσμενώς τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αντιθέτως, οι σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας υποχώρησαν για έβδομο συνεχόμενο έτος το 2017. Ο εγχώριος πληθωρισμός παρέμεινε χαμηλότερος από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταίρων (1,1% έναντι 1,9%). Ομοίως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε με χαμηλότερο ρυθμό στην Ελλάδα από ό,τι στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της το 2017 (0,9% έναντι 1,6%).

Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** στο σύνολο της οικονομίας, σε μέσα επίπεδα έτους, ανατιμήθηκε το 2017 κατά 0,6%, για πρώτη φορά μετά το 2009 (βλ. Πίνακα IV.7). Η βραδύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων αντιστάθμισε μόνο εν μέρει την απώλεια ανταγωνιστικότητας από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή**, σε μέσα επίπεδα έτους, ανατιμήθηκε περαιτέρω κατά 0,6% το 2017, καθώς η διαφορά του πληθωρισμού παρέμεινε μεν αρνητική για την Ελλάδα, αλλά αντιστάθμισε μόνο εν μέρει την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Η σημαντική αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας η οποία επιτεύχθηκε την περίοδο 2010-2017, σωρευτικά κατά 24,7% ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και κατά 11,3% ως προς τις τιμές, έχει ήδη συμβάλει στην εξάλειψη της ανισορροπίας στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος. Παράλληλα, παρά τις άλλες σοβαρές δυσχέρειες που αντιμετώπισαν οι ελληνικές επιχειρήσεις κατά την περίοδο αυτή (δυσμενέστερο

Πίνακας IV.7 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)¹ (2009-2017)

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		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,6	128,3	4,0	109,2	1,0	118,4	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,5	126,3	-1,6	112,6	3,1	120,9	2,2
2011	112,7	0,5	118,8	0,4	123,4	-2,3	113,0	0,4	118,4	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	115,4	-6,5	111,3	-1,6	113,5	-4,1
2013	112,7	2,0	113,8	-0,8	107,8	-6,6	108,7	-2,3	104,5	-7,9
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	105,3	-2,3	106,7	-1,8	102,0	-2,4
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	100,0	-5,0	105,5	-1,2	100,5	-1,5
2016	111,8	1,3	107,3	0,5	99,4	-0,6	105,2	-0,2	99,6	-0,9
2017	113,4	1,4	107,9	0,6	100,0	0,6	104,8	-0,4	99,7	0,2

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

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

φορολογικό περιβάλλον, ακριβότερη και περιορισμένη χρηματοδότηση, κεφαλαιακοί περιορισμοί κ.λπ.), η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας συνεχίζει να επιδρά ευνοϊκά στην εξωστρέφεια των ελληνικών επιχειρήσεων. Το μερίδιο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ αυξήθηκε σημαντικά σε 33,2% το 2017 από 30,5% το 2016 και 23,0% τη διετία 2007-2008, πλησιάζοντας το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, ο οποίος επίσης αυξήθηκε το 2017, αλλά σε μικρότερη έκταση (47,3% του ΑΕΠ από 45,8% το 2016).

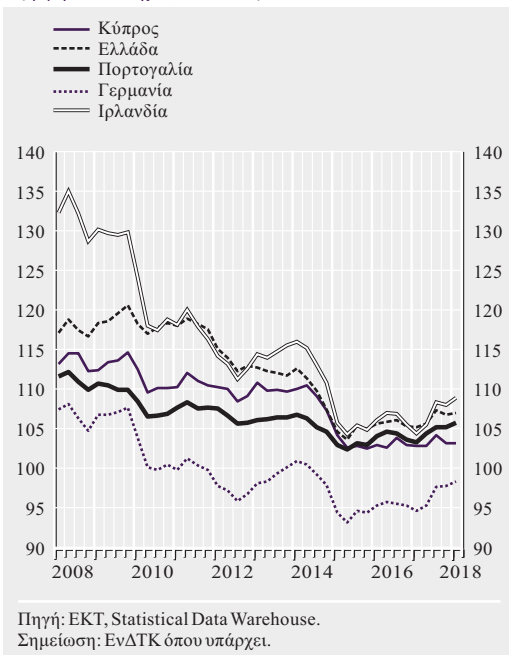
Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα

πλήθος άλλων σημαντικών παραμέτρων ανταγωνιστικότητας πέραν των τιμών, εμφανίζει ανάμικτη εικόνα και συνεχίζει να είναι διεθνώς εξαιρετικά χαμηλή σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας.

Συγκεκριμένα, η Ελλάδα υποχώρησε και το 2017 στις σχετικές παγκόσμιες κατατάξεις των δεικτών του World Economic Forum (Σεπτέμβριος 2017) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (*Doing Business 2018*, Οκτώβριος 2017). Στην πλέον πρόσφατη κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Rank-

Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τους ΔΤΚ

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



ing, Μάιος 2018) η Ελλάδα εμφανίζεται στάσιμη στην 57η θέση μεταξύ 63 οικονομιών. Αντιθέτως, πρόοδος φαίνεται ότι καταγράφηκε στο δείκτη αντίληψης της διαφθοράς της Διεθνούς Διαφάνειας (Φεβρουάριος 2018) και στο δείκτη οικονομικής ελευθερίας του Heritage Foundation (Φεβρουάριος 2018), αν και η χώρα συνεχίζει να κατατάσσεται προτελευταία μεταξύ 32 οικονομιών της Ευρώπης, ευρισκόμενη στην κατηγορία των “κυρίως ανελεύθερων οικονομιών”. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το δείκτη οικονομικής ελευθερίας, η Ελλάδα ανέβηκε το 2018 στην 115η θέση από 127η το 2017 και 138η το 2016 στην παγκόσμια κατάταξη. Στο αποτέλεσμα αυτό συνέβαλε θετικά η βελτίωση υποδεικτών όπως η αποτελεσματικότητα της δικαιοσύνης και η δημοσιονομική υγεία, ενώ αρνητική συμβολή είχε η χειροτέρευση υποδεικτών όπως η προστασία της ιδιοκτησίας, η επενδυτική ελευθερία και η φορολογική επιβάρυνση.

Πλαίσιο IV.1

Η ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΓΡΟΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

1 Δείκτες ανταγωνιστικότητας

Δεκαεπτάμισι χρόνια μετά την έναρξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ (1.1.2001) και έντεκα χρόνια μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης (καλοκαίρι 2007 στις ΗΠΑ), ο πρωτογενής τομέας, τομέας κατ' εξοχήν εξαρτώμενος από την Κοινή Αγροτική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), αναδεικνύεται ως χώρος που δυνητικά μπορεί να συμβάλει σημαντικά στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Η πορεία ιδιαίτερα της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά το διάστημα της κρίσης εμφανίζεται αισθητά καλύτερη εκείνης που αφορά το σύνολο της οικονομίας,¹ γεγονός που επιτρέπει κάποια αισιοδοξία σχετικά με τις προοπτικές του τομέα, ταυτόχρονα όμως απαιτεί δραστηρίες παρεμβάσεις, ώστε η πορεία αυτή να μην παραμείνει ένα συγκυριακό φαινόμενο, αλλά να καταστεί δομικό συστατικό της ελληνικής οικονομίας.²

1 Όπως διαπιστώνεται από την εξέταση των εθνολογιστικών στοιχείων για το διάστημα 2008-2016, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε επίπεδο συνόλου οικονομίας μειώθηκε σε πραγματικούς όρους με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,6%, ενώ η συνολική απασχόληση (αυτοαπασχολούμενοι και μισθοί) μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,1%. Αντίθετα, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στον πρωτογενή τομέα αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 0,8%, ενώ η απασχόληση μειώθηκε μεν, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό (-1,7%). Παρατηρείται ωστόσο ότι σε όρους μισθωτής απασχόλησης η εικόνα για τον πρωτογενή τομέα είναι ακόμη θετικότερη, καθώς, ενώ στο σύνολο της οικονομίας η μισθωτή απασχόληση μειώνεται κατά 2,0% ετησίως, στον πρωτογενή τομέα ο αντίστοιχος ρυθμός είναι ανοδικός, 1,3%. Σε επίπεδο μεταποίησης τροφίμων, ποτών και καπνού, παρατηρήθηκε μείωση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά το ίδιο διάστημα, όμως ο αρνητικός ρυθμός μεταβολής ήταν χαμηλότερος εκείνου για το σύνολο της οικονομίας (-2,4%), ενώ χαμηλότερος ήταν και ο αρνητικός ρυθμός μεταβολής της συνολικής απασχόλησης (-1,7%). Σε όρους μισθωτής απασχόλησης στις μεταποιητικές μονάδες τροφίμων, ποτών και καπνού, ο ρυθμός μεταβολής ήταν αρνητικός, αλλά αισθητά μικρότερος από ό,τι για το σύνολο της οικονομίας (-0,4%).

2 Επισημαίνεται ότι ο πρωτογενής τομέας κατέχει ποσοστά συμμετοχής στο σύνολο της οικονομίας υψηλότερα του μέσου όρου χώρας σε 11 από τις 13 περιφέρειες της χώρας, γεγονός που επιτρέπει το χαρακτηρισμό της Ελλάδος ως μιας κατ' εξοχήν αγροτικής χώρας.

Δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος αγροτικών προϊόντων-Ελλάδα

(προϊόντα με δείκτη > 2)

2000-2007
2008-2017



Πηγή πρωτογενών στοιχείων: Eurostat.

Σημαντικό μέτρο αξιολόγησης των προοπτικών του αγροτικού τομέα αποτελεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών αγροτικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές. Προς το σκοπό αυτό, εξετάζεται η ανταγωνιστικότητα επιλεγμένων ελληνικών αγροτικών προϊόντων και συγκρίνεται με την ανταγωνιστικότητα των ίδιων προϊόντων στο επίπεδο των 28 κρατών-μελών της ΕΕ για το διάστημα 2000-2017.

Το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα χωρίζεται σε δύο υποπεριόδους: η πρώτη υποπερίοδος 2000-2007 ορίζεται με κριτήριο το ότι το πρώτο έτος είναι εκείνο κατά το οποίο προετοιμάστηκε η ένταξη στη ζώνη του ευρώ, ενώ η δεύτερη υποπερίοδος 2008-2017 ορίζεται με κριτήριο το ότι το πρώτο έτος είναι το έτος απαρχής της οικονομικής κρίσης.

Εξετάστηκαν συνολικά 65 προϊόντα σε ακατέργαστη, ημικατεργασμένη και κατεργασμένη μορφή και υπολογίστηκε η ανταγωνιστικότητά τους με βάση τρεις διαφορετικούς δείκτες (βλ. Πίνακες Α και Β και το διάγραμμα):

Με τον πρώτο δείκτη καταμετρήθηκε το συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα της Ελλάδος και των υπόλοιπων 27 κρατών-μελών της ΕΕ, χωρίς να ληφθεί υπόψη η εισαγωγική διείσδυση στα ίδια προϊόντα.³

Με το δεύτερο δείκτη καταμετρήθηκε ο βαθμός εισαγωγικής διείσδυσης, ανά χώρα και προϊόν.⁴

Με τον τρίτο δείκτη καταμετρήθηκε ο βαθμός εξαγωγικής ειδίκευσης, δηλαδή της απόκλισης μεταξύ εξαγωγικής διάρθρωσης μιας χώρας σε σχέση με την αντίστοιχη διάρθρωση του συνόλου των εξεταζόμενων χωρών και της αντίστοιχης

3 Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε είναι: $(x_{ij}/x_j)/(x_{iw}/x_w)$, όπου: x_{ij} οι εξαγωγές του προϊόντος i της χώρας j , x_j το σύνολο των εξεταζόμενων προϊόντων που εξάγει η χώρα j , x_{iw} οι εξαγωγές του προϊόντος i από το σύνολο των εξεταζόμενων χωρών και x_w το σύνολο των εξεταζόμενων εξαγόμενων προϊόντων από το σύνολο των εξεταζόμενων χωρών. Εάν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, η χώρα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στις εξαγωγές του συγκεκριμένου προϊόντος, εάν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, η χώρα δεν παρουσιάζει συγκριτικό πλεονέκτημα στις εξαγωγές του συγκεκριμένου προϊόντος. Οι εξαγωγές των προϊόντων υπολογίζονται σε όρους συνολικής αξίας σε ευρώ ανά προϊόν.

4 Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε είναι: $(x_i - m_i)/(x_i + m_i)$, όπου x_i οι εξαγωγές του προϊόντος i και m_i οι εισαγωγές του προϊόντος i . Ο δείκτης λαμβάνει τιμές από +1 (όταν οι εισαγωγές είναι μηδενικές) έως και -1 (όταν οι εξαγωγές είναι μηδενικές) και όσο πιο κοντά στο +1 βρίσκεται ο δείκτης ενός προϊόντος, τόσο μικρότερη είναι η εισαγωγική διείσδυση. Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές των προϊόντων υπολογίζονται σε όρους συνολικής αξίας σε ευρώ ανά προϊόν.

Πίνακας Α Δείκτες συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος, εισαγωγικής διείσδυσης και εξαγωγικής ειδικότητας 26 ελληνικών αγροτικών προϊόντων

Προϊόντα	Δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος			Δείκτης εισαγωγικής διείσδυσης			Δείκτης εξαγωγικής ειδικότητας		
	2000-2007 κατάταξις*	Θέση κατάταξις*	2008-2017 κατάταξις*	2000-2007 κατάταξις*	Θέση κατάταξις*	2008-2017 κατάταξις*	2000-2007 κατάταξις*	Θέση κατάταξις*	2008-2017 κατάταξις*
Βαμβάκι	106,56	1	88,93	1	0,94	1	15,96	1	9,81
Καπνός μη κατεργασμένος	41,33	1	16,93	1	0,42	3	11,83	1	3,57
Παφθόνο ελαιόλαδο	25,47	1	15,50	1	0,94	1	14,93	1	9,37
Φρούτα συνηρημένα και παρσακευασμένα (πλην χυμών)	16,85	1	10,50	1	0,74	1	13,81	1	8,07
Ρίζες και σπόροι λαχανικών παρσακευασμένοι ή συνηρημένοι	7,87	1	6,39	1	0,50	3	10,80	1	8,09
Ψάρια ζωντανά ή μη συνηρημένα ή κατεψυγμένα	7,69	3	6,39	4	0,32	3	8,20	1	6,04
Φρούτα και καρποί φρέσκοι ή αποξηραμένοι	6,78	2	5,15	2	0,32	2	22,66	2	17,20
Ρύζι	4,98	1	6,05	1	0,23	3	-0,49	1	-0,33
Λουπές κατηγορίες ελαιολάδων και παρόμοια	3,34	4	7,08	3	0,63	2	0,32	2	0,92
Καπνός κατεργασμένος	2,91	5	2,74	6	-0,17	16	-1,11	4	-1,06
Θαλασσινά ζωντανά ή μη συνηρημένα ή κατεψυγμένα	2,51	4	1,70	6	-0,52	10	-2,96	17	-3,57
Τυρί και πήγμα τυριού	2,33	4	2,72	4	-0,41	22	-4,67	11	-4,14
Σιτάρι μη κατεργασμένο	2,24	6	1,40	9	-0,52	19	-2,90	18	-4,15
Άλευρο σίτου	2,06	4	1,65	11	0,43	10	0,08	3	-0,19
Λαχανικά φρέσκα ή διατηρημένα ή κατεψυγμένα ή ξερά	1,91	4	1,21	7	-0,12	11	-4,08	4	-6,79
Μοιάστος σταφυλιών χωρίς αλκοόλη	1,91	3	1,45	3	-0,32	10	-0,01	3	-0,02
Ψάρια και θαλασσινά παρσακευασμένα	1,73	9	0,73	11	-0,32	12	-1,77	9	-2,80
Ψάρια παστά ή καπνιστά	1,68	7	2,27	9	-0,55	16	-1,06	19	-0,65
Ζάχαρη για ζαχαροπλαστική χρήση	1,57	5	1,85	3	-0,17	14	-0,81	6	-0,50
Παρσακευάσματα δημητριακών, φρούτων και λαχανικών	1,55	4	1,12	9	-0,21	15	-4,00	3	-6,88
Αποστέρηματα αλκοολούχων ποτών	1,34	6	1,78	7	-0,54	19	-1,74	19	-0,82
Μοιάστος σταφυλιών με αλκοόλη	1,32	7	0,70	7	0,58	7	-1,73	7	-3,08
Ραφιναρισμένο ελαιόλαδο και παράγωγα	1,29	7	0,70	8	0,68	3	-0,07	3	-0,14
Αραβόσιτος (εκτός γλυκού αραβόσιτου) μη κατεργασμένος	1,22	7	0,41	11	-0,79	16	-2,82	23	-3,42
Αποστέρηματα από οίνο σταφυλιών ή από σταφύλια	1,21	5	0,22	11	0,66	4	-0,10	3	-0,66
Ζάχαρη, παρσακευάσματα ζάχαρης και μέλι	1,04	13	1,41	9	-0,47	22	-4,54	12	-5,81

Πηγή προπογενών στοιχείων: Eurostat.
* Θέση κατάταξης των ελληνικών προϊόντων σε σχέση με τις 28 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

εισαγωγικής διείσδυσης. Εάν ο δείκτης έχει θετικό πρόσημο, η χώρα παρουσιάζει εξαγωγική ειδικευση.⁵

Από την εξέταση προέκυψε ότι η Ελλάδα παρουσιάζει συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα για το χρονικό διάστημα 2000-2007 σε 26 αγροτικά προϊόντα, εκ των οποίων 13 παρουσιάζουν σχετικά υψηλή εισαγωγική διείσδυση και 9 εξαγωγική ειδικευση, ενώ για το διάστημα 2008-2017⁶ το συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα περιορίζεται σε 21 αγροτικά προϊόντα, εκ των οποίων 12 παρουσιάζουν σχετικά υψηλή εισαγωγική διείσδυση και 8 εξαγωγική ειδικευση. Όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα Α, η Ελλάδα παρουσιάζει εξαιρετικά υψηλό δείκτη εξαγωγικού συγκριτικού πλεονεκτήματος στο βαμβάκι, στο οποίο κατέχει την πρώτη θέση στην κατάταξη των 28 κρατών-μελών της ΕΕ. Χαμηλότερο, αλλά επίσης εξαιρετικά υψηλό δείκτη εξαγωγικού συγκριτικού πλεονεκτήματος παρουσιάζει στο μη κατεργασμένο καπνό, στο παρθένο ελαιόλαδο, στα φρούτα, καθώς και στις ρίζες και στους σπόρους λαχανικών, όπου επίσης κατέχει την πρώτη θέση.

Παρατηρείται ότι ο δείκτης εξαγωγικού συγκριτικού πλεονεκτήματος και ο δείκτης εισαγωγικής ειδικευσης στα συγκεκριμένα προϊόντα συμβαδίζουν, καθώς και σε επίπεδο εισαγωγικής ειδικευσης η Ελλάδα κατέχει την πρώτη θέση, ενώ σε επίπεδο εισαγωγικής διείσδυσης παρατηρείται διαφοροποίηση, καθώς ο υψηλός δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος δύναται να συμβαδίζει και με σχετικά χαμηλό δείκτη εισαγωγικής διείσδυσης, δηλαδή η εισαγωγική διείσδυση να είναι σχετικά υψηλή.

Ο δείκτης συγκριτικού πλεονεκτήματος υποχωρεί κατά το διάστημα 2008-2017, σε σύγκριση με το προηγούμενο εξεταζόμενο διάστημα, σε 19 από 26 αγροτικά προϊόντα που παρουσίασαν δείκτη συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος ανώτερο της μονάδας κατά το χρονικό διάστημα 2000-2007, ενώ στα υπόλοιπα 7 ο δείκτης παρουσίασε βελτίωση.

Παρατηρείται επίσης ότι σε επίπεδο εισαγωγικής διείσδυσης κατά το διάστημα 2008-2017 παρουσιάζεται βελτίωση του δείκτη (μείωση της εισαγωγικής διείσδυσης) έναντι του προηγούμενου εξεταζόμενου χρονικού διαστήματος σε 16 από τα 26 προϊόντα, ενώ σε 9 ο δείκτης παρουσιάζει μείωση και επομένως αύξηση της εισαγωγικής διείσδυσης.

Σε επίπεδο εξαγωγικής ειδικευσης παρατηρείται υποχώρηση του σχετικού δείκτη κατά το διάστημα 2008-2017, σε σχέση με το προηγούμενο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα 2000-2007, σε 19 προϊόντα, ενώ στα υπόλοιπα 7 ο σχετικός δείκτης εμφανίζεται βελτιωμένος.

Οι αριθμητικές διαφοροποιήσεις των δεικτών μεταξύ των δύο εξεταζόμενων περιόδων είναι αισθητές, δεν διαφοροποιούν όμως σε όλες τις περιπτώσεις τη σειρά που κατέχει η Ελλάδα σε σχέση με τις υπόλοιπες 27 χώρες της ΕΕ. Ειδικότερα σε ό,τι αφορά τα 5 αγροτικά προϊόντα που κατέχουν την πρώτη θέση στην ΕΕ-28 από άποψη συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος και κατά τα δύο εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα, το αμετάβλητο της θέσης τους επιτρέπει την εκτίμηση

5 Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε είναι: $(x_j/x_i) - (x_{iw}/x_i) - (m_{ij}/m_j) - (m_{iw}/m_j)$, όπου x_{ij} οι εξαγωγές του προϊόντος i της χώρας j , x_i το σύνολο των εξεταζόμενων προϊόντων που εξάγει η χώρα j , x_{iw} οι εξαγωγές του προϊόντος i από το σύνολο των εξεταζόμενων χωρών και x_{iw} το σύνολο των εξεταζόμενων εξαγόμενων προϊόντων από το σύνολο των εξεταζόμενων χωρών, ενώ m_{ij} , m_j , m_{iw} και m_j είναι οι εισαγωγές με αντίστοιχους ορισμούς. Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές των προϊόντων υπολογίζονται σε όρους συνολικής αξίας σε ευρώ ανά προϊόν. Όπως παρατηρείται, ο τύπος της εξαγωγικής ειδικευσης είναι ο τύπος με τον οποίο υπολογίζεται το συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα του προϊόντος i της χώρας j , διορθωμένος με τον υπολογισμό της εισαγωγικής διείσδυσης. Δεδομένου όμως ότι η εισαγωγική διείσδυση αφορά μεν το ίδιο προϊόν ως προς το είδος, αλλά παραγόμενο σε άλλη χώρα ή άλλες χώρες, γεγονός το οποίο συνεπάγεται διαφορά τόσο ως προς την ποιότητα όσο και ως προς την τιμή ανά μονάδα, ο πλέον αξιόπιστος και αντιπροσωπευτικός δείκτης πρέπει να θεωρείται εκείνος στον οποίο δεν λαμβάνεται υπόψη η εισαγωγική διείσδυση.

6 Τα χρονικά διαστήματα έχουν υπολογιστεί σε επίπεδο μέσου όρου.

Πίνακας Β Δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος

Βαμβάκι			
2000-2007		2008-2017	
Ελλάδα	106,56	Ελλάδα	88,93
Ισπανία	1,97	Ισπανία	2,37
Λεττονία	1,00	Πορτογαλία	0,86
Πορτογαλία	0,87	Βέλγιο	0,76
Εσθονία	0,73	Βουλγαρία	0,55
Ιταλία	0,71	Ιταλία	0,51
Βουλγαρία	0,68	Ρουμανία	0,50
Βέλγιο	0,68	Γερμανία	0,40
Ουγγαρία	0,49	Γαλλία	0,34
Γερμανία	0,48	Ουγγαρία	0,26

Καπνός			
2000-2007		2008-2017	
Ελλάδα	41,33	Ελλάδα	16,93
Βουλγαρία	20,31	Βουλγαρία	16,68
Κροατία	2,56	Βέλγιο	3,19
Ιταλία	1,85	Κροατία	3,09
Βέλγιο	1,50	Πορτογαλία	3,00
Ισπανία	1,09	Ιταλία	1,42
Πορτογαλία	0,82	Ολλανδία	0,93
Γερμανία	0,70	Πολωνία	0,87
Πολωνία	0,68	Γαλλία	0,83
Γαλλία	0,66	Ισπανία	0,81

Παρθένο ελαιόλαδο			
2000-2007		2008-2017	
Ελλάδα	25,47	Ελλάδα	15,50
Ισπανία	10,22	Ισπανία	9,85
Ιταλία	3,40	Πορτογαλία	6,52
Κύπρος	1,56	Ιταλία	3,56
Πορτογαλία	1,29	Κύπρος	0,20
Κροατία	0,16	Λιθουανία	0,16
Βέλγιο	0,07	Κροατία	0,16
Γαλλία	0,06	Λεττονία	0,11
Ηνωμ. Βασίλειο	0,03	Γαλλία	0,08
Λιθουανία	0,02	Αυστρία	0,05

Πηγή πρωτογενών στοιχείων: Eurostat.

ότι το συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα των συγκεκριμένων προϊόντων είναι μακροπρόθεσμα διατηρήσιμο με τις παρούσες συνθήκες παραγωγής, τυποποίησης και εμπορίας τους.

Από τα υπόλοιπα 29 προϊόντα, 9 εντάσσονται σε μια ενδιάμεση κατηγορία, όπου ο δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος κατά το διάστημα 2000-2007 είναι ανώτερος του 2, ενώ κατά το επόμενο εξεταζόμενο διάστημα 2008-2017 έχει διαφοροποιηθεί είτε θετικά είτε αρνητικά, ωστόσο παραμένει αισθητά υψηλότερος της μονάδας, χωρίς ωστόσο σε όλες τις περιπτώσεις να έχει διατηρήσει και τη σειρά την οποία κατείχε κατά το προηγούμενο χρονικό διάστημα στην κατάταξη των 28 χωρών-μελών της ΕΕ. Δεδομένης της σχετικά καλής θέσης των συγκεκριμένων προϊόντων, δύναται να υπάρξει η εκτίμηση ότι αυτή η θέση είναι επίσης μακροπρόθεσμα διατηρήσιμη στην ΕΕ-28, με αισθητές ωστόσο μεταβολές προς το καλύτερο ή το χειρότερο. Στην τελευταία κατηγορία εντάσσονται τα υπόλοιπα 12 προϊόντα, όπου ο δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος κατά το διάστημα 2000-2007 είναι χαμηλότερος του 2, ενώ κατά το διάστημα 2008-2017 έχει είτε βελτιωθεί είτε μειωθεί και σε κάποιες περιπτώσεις έχει καταστεί χαμηλότερος της μονάδας, γεγονός που καταδεικνύει ότι κατά το διάστημα της κρίσης το συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα δεν υφίσταται πλέον. Είναι η κατηγορία για την οποία δεν δύναται να υπάρξει η εκτίμηση ότι το συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα είναι μακροπρόθεσμα διατηρήσιμο.

Ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα είναι η περίπτωση του βαμβακιού, καθώς ο δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος δεν είναι απλώς ο υψηλότερος στην ΕΕ-28 (106,56 το διάστημα 2000-2007 και 88,93 το διάστημα 2008-2017), αλλά επιπλέον απέχει κατά πολύ από τον άμεσως επόμενο στην ΕΕ-28, ο οποίος αφορά την Ισπανία και βρίσκεται στο 1,97 και στο 2,37 αντίστοιχα (βλ. Πίνακα Β).

Ενδιαφέρον παρουσιάζει επίσης η περίπτωση του μη κατεργασμένου καπνού, όπου κατα-

γράφεται σημαντική απώλεια ανταγωνιστικότητας κατά τα διάστημα 2008-2017, καθώς ο δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος (ο δεύτερος υψηλότερος μετά από εκείνον που αφορά το βαμβάκι) έχει μειωθεί από 41,33 το διάστημα 2000-2007 σε 16,93 το διάστημα 2008-2017 και ο δείκτης εξαγωγικής ειδίκευσης έχει μειωθεί από 11,83 σε 3,57 (η πρώτη θέση στην ΕΕ-28 ωστόσο διατηρείται και κατά τα δύο εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα). Παράλληλα έχει αυξηθεί η εισαγωγική διείσδυση, καθώς ο σχετικός δείκτης έχει μειωθεί από 0,42 το 2000-2007 σε 0,31 το 2008-2017. Όπως παρατηρείται στον Πίνακα Β, ο αμέσως επόμενος δείκτης συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος κατά το διάστημα 2000-2007 αφορά τη Βουλγαρία και είναι 20,31, ενώ κατά το διάστημα 2008-2017 οι δείκτες της Ελλάδος και της Βουλγαρίας συγκλίνουν κατά πολύ, καθώς ο δείκτης της Βουλγαρίας φθάνει το 16,68.

Τρίτη ενδιαφέρουσα περίπτωση είναι αυτή του παρθένου ελαιολάδου, όπου και πάλι η Ελλάδα κατέχει την πρώτη θέση με αισθητή διαφορά από τις αμέσως επόμενες στο σχετικό δείκτη και κατά τα δύο χρονικά διαστήματα (βλ. Πίνακα Β).

2 Τα ποιοτικά δεδομένα

Η ελληνική αγροτική οικονομία, πέραν του ότι λειτουργεί σε ένα οικονομικό περιβάλλον όπου οι επιδοτήσεις από την Κοινή Αγροτική Πολιτική έχουν περιοριστεί δραστικά, καθώς έχουν πλέον κατά το μεγαλύτερο μέρος τους μετατραπεί σε εισοδηματικές ενισχύσεις αποσυνδεδεμένες από το ύψος παραγωγής, και όπου ο δανεισμός από το πιστωτικό σύστημα έχει καταστεί ιδιαίτερα περιορισμένος για το σύνολο της οικονομίας, παρουσιάζει και ορισμένα χαρακτηριστικά που διαμορφώνουν ένα αρνητικό ποιοτικά περιβάλλον λειτουργίας και δράσης των παραγωγών. Τα κυριότερα από αυτά τα χαρακτηριστικά είναι η πολύ μικρή μέση έκταση ανά εκμετάλλευση και ο πολύ μεγάλος αριθμός αυτοαπασχολουμένων. Συνέπειες αυτών των δύο αρνητικών δεδομένων είναι το υψηλό κόστος των επενδύσεων (καθώς απαιτούνται δαπανηρές επενδύσεις σε μηχανικό εξοπλισμό για μικρές εκτάσεις, με αποτέλεσμα ο χρόνος απόσβεσης να εκτείνεται σε πολλά έτη και να μην επιδιώκεται η αντικατάσταση με μηχανικό εξοπλισμό νεότερης τεχνολογίας), αλλά και η κατάτμηση των επιδοτήσεων σε πολλούς μικρούς παραγωγούς που συμπληρώνουν με αυτές τις επιδοτήσεις το εισόδημά τους, ενώ θα μπορούσαν μέσα από συνενώσεις διαφόρων νομικών μορφών (π.χ. ενώσεις προσώπων, συνεταιρισμοί, ανώνυμες εταιρίες κ.λπ.) να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας, αυξάνοντας την παραγωγικότητα του πρωτογενούς τομέα. Δυστυχώς, οι πολυάριθμοι αγροτικοί συνεταιρισμοί που λειτουργούν στη χώρα μας αφορούν κυρίως τη διακίνηση και την εμπορία των αγροτικών προϊόντων (για την επίτευξη καλύτερων τιμών στις αγορές) και όχι και την παραγωγή των προϊόντων.

Ειδικότερα σε ό,τι αφορά τα τρία πρώτα σε συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα προϊόντα, η μέση καλλιεργούμενη έκταση σπόρων και ινών βαμβακιού φθάνει μόλις τα 6 εκτάρια (60 στρέμματα) στην Ελλάδα και είναι σημαντικά χαμηλότερη από ό,τι στην αμέσως επόμενη σε συγκριτικό εξαγωγικό πλεονέκτημα χώρα, την Ισπανία, αλλά και στη Βουλγαρία (12 εκτάρια και στις δύο περιπτώσεις). Το ίδιο συμβαίνει και με τις καλλιεργούμενες εκτάσεις καπνού, όπου η μέση έκταση είναι 1,4 εκτάρια στην Ελλάδα, έναντι 4,8 εκταρίων στην ΕΕ (στοιχεία από 12 χώρες). Στις ελαιοκαλλιέργειες για παραγωγή λαδιού η εικόνα είναι κάπως καλύτερη, καθώς η Ελλάδα καταγράφει μέση καλλιεργούμενη έκταση 1,5 εκτάρια, έναντι 2,1 εκταρίων κατά μέσο όρο στις ελαιοπαραγωγούς χώρες της Μεσογείου (με εξαίρεση την Ισπανία, όπου η μέση καλλιεργούμενη έκταση είναι 5,7 εκτάρια).

3 Προτάσεις

Όπως έχει ήδη επισημανθεί, ο πρωτογενής τομέας στην Ελλάδα είναι ένας τομέας που κατά τα χρόνια της κρίσης επέδειξε αντοχή, καθώς η πορεία του υπήρξε καλύτερη εκείνης που αφορά

το σύνολο της οικονομίας, αλλά και οι μεταποιητικές βιομηχανίες τροφίμων, ποτών και καπνού παρουσίασαν καλύτερη εικόνα εκείνης που αφορά το σύνολο της οικονομίας.

Η Ελλάδα, λόγω γεωγραφικής θέσης, κλίματος και ποιότητας εδάφους, παράγει ορισμένα προϊόντα εξαιρετικής ποιότητας σε ποσότητες επαρκείς τόσο για την αγροδιατροφική αντάρξεια της χώρας όσο και για εξαγωγές (π.χ. το ελληνικό παρθένο ελαιόλαδο αξιολογείται ως το καλύτερο στον κόσμο σε ποιότητα, ενώ σε ποσότητα η Ελλάδα είναι η τρίτη ελαιοπαραγωγός χώρα παγκοσμίως). Κατέχει την πρώτη θέση μεταξύ των 28 κρατών-μελών της ΕΕ από άποψη συγκριτικού εξαγωγικού πλεονεκτήματος τα τελευταία 17 έτη σε 5 κατηγορίες αγροτικών προϊόντων, ενώ κατέχει καλή θέση με κριτήριο τον ίδιο δείκτη στην ίδια ομάδα χωρών σε άλλα 21 αγροτικά προϊόντα.

Υπάρχουν δυνατότητες περαιτέρω βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών αγροτικών προϊόντων μέσω:

- συνένωσης αγροτικών εκμεταλλεύσεων και εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας,
- επενδύσεων στην πλέον σύγχρονη τεχνολογία,
- ηλικιακής ανανέωσης και επιμόρφωσης του εργατικού δυναμικού,
- σύνδεσης του τουρισμού με τοπικά προϊόντα ποιότητας, την τοπική γαστρονομία και την παράδοση μιας περιοχής,
- ανάληψης πρωτοβουλιών από την πολιτεία και τους εξαγωγικούς φορείς για τη δημιουργία ενός brand name των προϊόντων στο εξωτερικό,⁷
- δημιουργίας χρηματοδοτικών προϊόντων για την ενίσχυση των δυναμικών παραγωγικών μονάδων.

Πιθανόν, μετά τις απαραίτητες βελτιώσεις στο οικονομικό περιβάλλον και τις υποδομές του πρωτογενούς τομέα, να καταδειχθεί ότι η Ελλάδα δύναται να έχει ισχυρό εξαγωγικό πλεονέκτημα.

7 Στην κατεύθυνση αυτή έγινε σημαντικό βήμα με τη θέσπιση κανόνα βάσει του οποίου τα καταστήματα μαζικής εστίασης υποχρεούνται από 1.1.2018 να έχουν στα τραπεζία συσκευασία τυποποιημένου ελαιολάδου 100 ml (κανόνες Διακίνησης και Εμπορίας Προϊόντων και Παροχής Υπηρεσιών – ΔΙΕΠΠΥ).

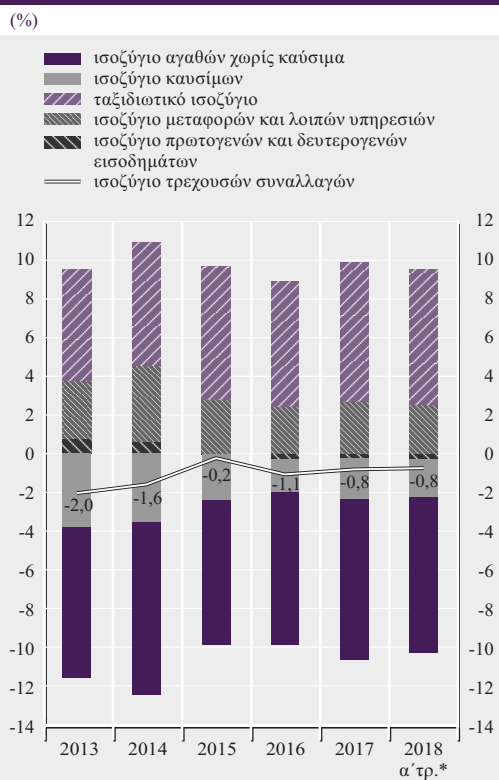
5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το έλλειμμα του **ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) το 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, διαμορφώθηκε στο 0,8% του ΑΕΠ, εμφανίζοντας μικρή βελτίωση, ως αποτέλεσμα κυρίως της ανάκαμψης των εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία και της συνεχιζόμενης ανοδικής πορείας των εξαγωγών αγαθών (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό Παράρτημα και Διάγραμμα IV.15).

Το πρώτο τετράμηνο του 2018 το ΙΤΣ εμφάνισε έλλειμμα 4,2 δισεκ. ευρώ, αυξημένο κατά

891 εκατ. ευρώ σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2017. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν, σε απόλυτη τιμή, περισσότερο από τις αντίστοιχες εξαγωγές, με αποτέλεσμα την επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών. Παράλληλα, επιδείνωση σημείωσαν και τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Πάντως, οι εξαγωγές αγαθών διατήρησαν την ανοδική τάση του προηγούμενου έτους, όπως και οι εισπράξεις από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές. Η ανοδική αυτή τάση αναμένεται να διατηρηθεί το 2018 με θετικό αποτέλεσμα στο ΙΤΣ, υπό την προϋπόθεση ότι το

Διάγραμμα IV.15 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2013-2018)



διεθνές περιβάλλον θα εξακολουθήσει να είναι ευνοϊκό για τη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών και ότι το παγκόσμιο εμπόριο δεν θα επηρεαστεί αρνητικά από την άνοδο του προστατευτισμού διεθνώς ή από γεωπολιτικές εξελίξεις.

Αρνητική επίδραση αναμένεται να ασκήσει η αύξηση των τιμών του πετρελαίου, αλλά και η αύξηση των εισαγωγών, κυρίως αγαθών για την ανανέωση και ενίσχυση του κεφαλαιακού εξοπλισμού, ιδιαίτερα στους εξωστρεφείς κλάδους της μεταποίησης, ως συνέπεια της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πλαίσιο IV.2).

Ειδικότερα όσον αφορά τον τουρισμό, οι προοπτικές για τις αφίξεις ξένων ταξιδιωτών και

τις αντίστοιχες εισπράξεις είναι θετικές.²¹ Συγκεκριμένα, ο προγραμματισμός των θέσεων των αεροπορικών εταιριών για τη θερινή περίοδο παρουσιάζει αύξηση των κρατήσεων κατά 16,8% σε σχέση με τα αντίστοιχα περυσινά στοιχεία.²² Ωστόσο, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η διαφαινόμενη ανάκαμψη της Τουρκίας και της Αιγύπτου ως εναλλακτικών τουριστικών προορισμών είναι πιθανόν να μετριάσει την άνοδο της τουριστικής κίνησης στην Ελλάδα.²³ Στον τομέα της κρουαζιέρας, το 2018 δεν αναμένονται ιδιαίτερες μεταβολές σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.²⁴ Επίσης, η ελληνική ναυτιλία έχει ανακτήσει τη δυναμική της, όπως φαίνεται από την άνοδο των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές, που αντανακλά την ανάκαμψη του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου και της παγκόσμιας οικονομίας και κατά συνέπεια των ναύλων.

Το **ισοζύγιο αγαθών** το 2017 επιδεινώθηκε, επηρεαζόμενο αρνητικά από την αύξηση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων και την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών αγαθών.

Το πρώτο τετράμηνο του 2018 το ισοζύγιο αγαθών παρουσίασε επιδείνωση, παρά την αύξηση της αξίας των εξαγωγών με ρυθμό ταχύτερο από το ρυθμό αύξησης της αξίας των εισαγωγών (14,0% και 10,5% αντίστοιχα), καθώς η αξία των εισαγωγών (ως απόλυτο μέγεθος) αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι των εξαγωγών (βλ. Διάγραμμα IV.16).

²¹ Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του World Travel and Tourism Council, το 2018 αναμένεται η συνολική συμβολή του τουρισμού στο ΑΕΠ της Ελλάδος να αυξηθεί κατά 5,3% σε σχέση με το 2017, οι θέσεις εργασίας στον τουρισμό να φθάσουν τις 987 χιλ. (έναντι 934 χιλ. το 2017) και οι τουριστικές επενδύσεις να αυξηθούν κατά 3,6%.

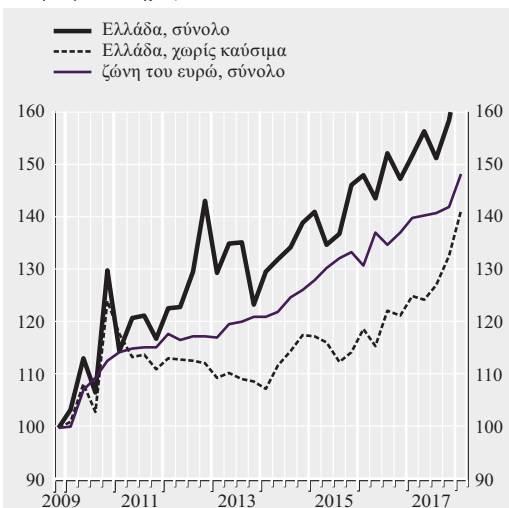
²² Σημαντικός παράγοντας που συμβάλλει στην αύξηση της ζήτησης αεροπορικών θέσεων είναι το θετικό οικονομικό κλίμα στην ΕΕ. Μείωση εμφανίζει η αγορά της Ρωσίας, λόγω της διολίσθησης του εθνικού της νομίματος έναντι του ευρώ και των διακυμάνσεων της καταναλωτικής εμπιστοσύνης.

²³ Οι προορισμοί αυτοί είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικοί προς την Ελλάδα, κυρίως όσον αφορά την προσέλκυση Βρετανών ταξιδιωτών, καθώς η υποτίμηση της στερλίνας έχει καταστήσει την Ελλάδα σχετικά ακριβή.

²⁴ Σύμφωνα με στοιχεία της Ένωσης Εφοπλιστών Κρουαζιερόπλοιων και Φορέων Ναυτιλίας, εκτιμάται ότι θα σημειωθεί οριακή αύξηση στις αφίξεις κρουαζιερόπλοιων (περίπου 1,5%-2%) και στις αφίξεις επιβατών στην επικράτεια (περίπου 3,5%-4%).

Διάγραμμα IV.16 Εξαγωγές αγαθών (δ' τρίμ. 2009-α' τρίμ. 2018)

(δείκτης δ' τρ. 2009=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.

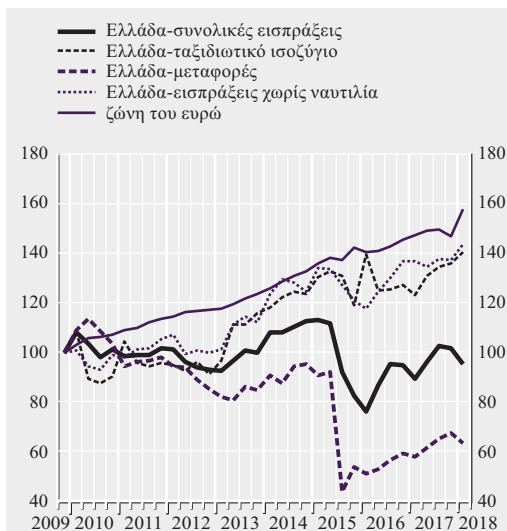
¹ Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με το δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές (ΕΛΣΤΑΤ) για την Ελλάδα και τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (Eurostat) για τη ζώνη του ευρώ.

Οι εξαγωγές αγαθών σημείωσαν άνοδο κατά 10,8% σε σταθερές τιμές, με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τους **κλάδους** των τροφίμων, των καυσίμων, των χημικών (συμπεριλαμβανομένων και των φαρμακευτικών), των μετάλλων και του μηχανολογικού εξοπλισμού. Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή** των ελληνικών εξαγωγών, μέχρι τώρα δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στους κύριους προορισμούς, με την ΕΕ να δέχεται πάνω από το 50% των εξαγωγών. Οι **εισαγωγές αγαθών** παρουσίασαν αύξηση κατά 5,8% σε σταθερές τιμές, με μεγαλύτερη συμβολή από τους κλάδους των χημικών, του μηχανολογικού εξοπλισμού και των μέσων μεταφοράς (εκτός των πλοίων). Η αύξηση αυτή αντανακλά εισαγωγές κυρίως ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών.

Το **πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών** το 2017 παρουσίασε σημαντική αύξηση, ως αποτέλεσμα της ανόδου των καθαρών εισπράξεων πρωτίστως από ταξιδιωτικές και δευτερευόντως από μεταφορικές υπηρεσίες, κυρίως θαλάσσιες (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Διάγραμμα IV.17 Εξαγωγές υπηρεσιών (δ' τρίμ. 2009 - α' τρίμ. 2018)

(δείκτης δ' τρ. 2009=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.

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

Το πρώτο τετράμηνο του 2018 το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών περιορίστηκε, καθώς επιδεινώθηκαν όλα τα επιμέρους ισοζύγια και κυρίως εκείνο των λοιπών υπηρεσιών λόγω της ανόδου των καθαρών πληρωμών για υπηρεσίες ασφάλισης και πληροφορικής.

Το πλεόνασμα του **ταξιδιωτικού ισοζυγίου** μειώθηκε ως αποτέλεσμα της αύξησης των πληρωμών η οποία ήταν μεγαλύτερη από εκείνη των εισπράξεων. Οι αφίξεις μη κατοίκων ταξιδιωτών και οι σχετικές εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 11,5% και 7,4% αντίστοιχα, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι (των μη κατοίκων στην Ελλάδα) παρουσίασε πτώση κατά 3,1% το πρώτο τετράμηνο του 2018 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Αύξηση σημείωσαν οι αφίξεις από τις παραδοσιακές αγορές (Γερμανία και Ηνωμένο Βασίλειο), ενώ μειώθηκαν οι αφίξεις από τη Γαλλία και τη Ρωσία. Η ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων αυξήθηκε κατά 10,1%, ενώ αυτή μέσω οδικών σταθμών κατά 14,9%. Την ίδια περίοδο στον τομέα της κρουαζιέρας

οι συνολικές εισπράξεις παρέμειναν στα ίδια επίπεδα σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017.

Το **ισοζύγιο μεταφορών** επίσης παρουσίασε επιδείνωση, αν και το ισοζύγιο θαλάσσιων μεταφορών κατέγραψε βελτίωση. Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από την παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αυξήθηκαν κατά 8,4% αντανakλώντας την άνοδο των ναύλων – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea Index – κατά 4,5% λόγω της αυξημένης ζήτησης υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών στον κλάδο του ξηρού φορτίου.²⁵

Τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** παρουσίασαν βελτίωση το 2017. Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2018 κατέγραψαν μειωμένα πλεονάσματα σε σχέση με εκείνα της ίδιας περιόδου του 2017. Το **ισοζύγιο κεφαλαίων** εμφάνισε μειωμένο πλεόνασμα το 2017, όπως και το πρώτο τετράμηνο του 2018 σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2017. Επισημαίνεται ότι στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων σημαντικό μέρος αντιπροσωπεύουν οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ.

Οι **απολήψεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ** ανήλθαν σε 1,3 δισεκ. ευρώ το 2017, αισθητά μειωμένες σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, κυρίως λόγω σχετικά αυξημένων ροών την περίοδο 2014-2016 που συνδέονταν με την απορρόφηση των πόρων του ΕΣΠΑ 2007-2013, καθώς και της σχετικής έλλειψης νέων και ώριμων έργων στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ 2014-2020.²⁶ Το πρώτο τετράμηνο του 2018 οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία

ανήλθαν σε 317 εκατ. ευρώ. Μέχρι τώρα, η Ελλάδα έχει απορροφήσει περίπου το 25% των διαρθρωτικών πόρων του ΕΣΠΑ 2014-2020. Οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ ανήλθαν σε 2,5 δισεκ. ευρώ το 2017, ενώ το πρώτο τετράμηνο του 2018 ανήλθαν σε 2,3 δισεκ. ευρώ.

Το **ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών** παρουσίασε μείωση των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού το 2017, όπως και το πρώτο τετράμηνο του 2018. Η τελευταία αυτή εξέλιξη οφείλεται στο γεγονός ότι η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών επενδύσεων αντιστάθμισε εν μέρει μόνο τη μείωση των καθαρών απαιτήσεων από άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου.

Ειδικότερα, η καθαρή εισροή για **άμεσες επενδύσεις** στην Ελλάδα από μη κατοίκους διαμορφώθηκε σε 3,6 δισεκ. ευρώ το 2017 (από 2,8 δισεκ. ευρώ το 2016), με το ήμισυ σχεδόν αυτής να αντιπροσωπεύει ιδιωτικοποιήσεις. Το πρώτο τετράμηνο του 2018 το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώθηκε σε 1,2 δισεκ. ευρώ. Η εισροή αυτή κατευθύνεται κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών και προέκυψε κυρίως από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και από συγχωνεύσεις και εξαγορές.²⁷

²⁵ Οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου κατέγραψαν αύξηση κατά περίπου 19% το πρώτο τετράμηνο του 2018 συγκριτικά με το αντίστοιχο τετράμηνο του 2017, ενώ οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς πετρελαίου μειώθηκαν κατά 38% λόγω της υπερβάλλουσας προσφοράς πλοίων.

²⁶ Επεξεργασία στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ταμειακές εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ (προσωρινά στοιχεία). Ως διαρθρωτικά ταμεία στην παρούσα ενότητα ορίζονται το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Ταμείο Συνοχής.

²⁷ Η κυριότερη συναλλαγή μέχρι τώρα αφορά τη μεταβίβαση ποσοστού 67% του ΟΛΘ που κατείχε το ΤΑΙΠΕΔ στην εταιρεία South Europe Gateway Thessaloniki (SEGT) Limited με έδρα την Κύπρο.

Πλαίσιο IV.2

ΤΟ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να δημιουργήσει αυξημένες ανάγκες για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Οι εισαγωγές το 2017 παρουσίασαν αύξηση 7% σε σταθερές τιμές και συνεχίζουν να αυξάνονται – αν και με χαμηλότερους ρυθμούς – και

τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους. Η τάση αυτή, δεδομένου του ιστορικού υψηλών εξωτερικών ελλειμμάτων της χώρας, είναι ανησυχητική. Οι εισαγωγές ωστόσο συνδέονται με τη συνέχιση της αναπτυξιακής διαδικασίας και τη διατήρηση και ενίσχυση του εξωστρεφούς προσανατολισμού της οικονομίας, δεδομένου ότι εκτός από την κάλυψη των αναγκών για τελική κατανάλωση, περιλαμβάνουν αγαθά και υπηρεσίες αναγκαία για την ομαλή εξέλιξη της παραγωγής, καθώς επίσης και για την ανανέωση του κεφαλαιακού εξοπλισμού.

Ο βαθμός εξάρτησης της οικονομίας από τις εισαγωγές αντανakλάται στο “εισαγωγικό περιεχόμενο” (import content), δηλαδή την αναλογία των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών προς την αξία της συνολικής ζήτησης – εγχώριας και εξωτερικής – το οποίο αναλύεται σε δύο μέρη: (α) το **άμεσο**, δηλαδή το λόγο των εισαγωγών τελικών αγαθών και υπηρεσιών προς τη συνολική ζήτηση, και (β) το **έμμεσο**, δηλαδή το λόγο των εισαγωγών ενδιάμεσων αγαθών και υπηρεσιών που χρησιμοποιούνται στην εγχώρια παραγωγική διαδικασία προς τη συνολική ζήτηση. Το εισαγωγικό περιεχόμενο διαφέρει μεταξύ των επιμέρους συνιστωσών της συνολικής ζήτησης, δηλαδή ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση, επενδύσεις και εξαγωγές. Κατά συνέπεια, η αντίδραση των εισαγωγών στις μεταβολές της ζήτησης εξαρτάται αφενός από τις συνιστώσες που μεταβάλλονται εντονότερα και αφετέρου από το μέγεθος του εισαγωγικού περιεχομένου της.

Στη συνέχεια, με τη χρήση των πλέον πρόσφατων Πινάκων Εισροών-Εκροών για την ελληνική οικονομία (2014), υπολογίζεται το εισαγωγικό περιεχόμενο για τις επιμέρους συνιστώσες της συνολικής ζήτησης, καθώς είναι πρωταρχικής σημασίας για τις προοπτικές της οικονομίας ο εντοπισμός των επιμέρους συνιστωσών της συνολικής ζήτησης που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αναθέρμανση της εισαγωγικής δαπάνης.¹ Επιπλέον, το εισαγωγικό περιεχόμενο υπολογίζεται κατά τομέα οικονομικής δραστηριότητας, με σκοπό να εντοπιστούν οι τομείς με τις μεγαλύτερες απαιτήσεις σε εισαγωγές.

Το εισαγωγικό περιεχόμενο (βλ. Διάγραμμα Α) της ιδιωτικής κατανάλωσης κυμαίνεται περίπου στο 25% της συνολικής αξίας της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης – η οποία αντιπροσωπεύει περισσότερο από το ήμισυ της τελικής ζήτησης – χωρίς να παρατηρούνται σημαντικές μεταβολές διαχρονικά. Η δημόσια κατανάλωση, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύει κυρίως υπηρεσίες, έχει μικρό εισαγωγικό περιεχόμενο, το οποίο διαμορφώνεται περίπου στο 8% το 2014. Το υψηλότερο εισαγωγικό περιεχόμενο αντιστοιχεί στις επενδύσεις και στις εξαγωγές, όπου, σύμφωνα με τα στοιχεία του 2014, διαμορφώνεται σε 41% και 31% αντίστοιχα.² Το άμεσο εισαγωγικό περιεχόμενο των επενδύσεων είναι σχεδόν διπλάσιο από το έμμεσο και η μεταξύ τους διαφορά έχει αυξηθεί σε σχέση με το 2005, δηλαδή φαίνεται ότι

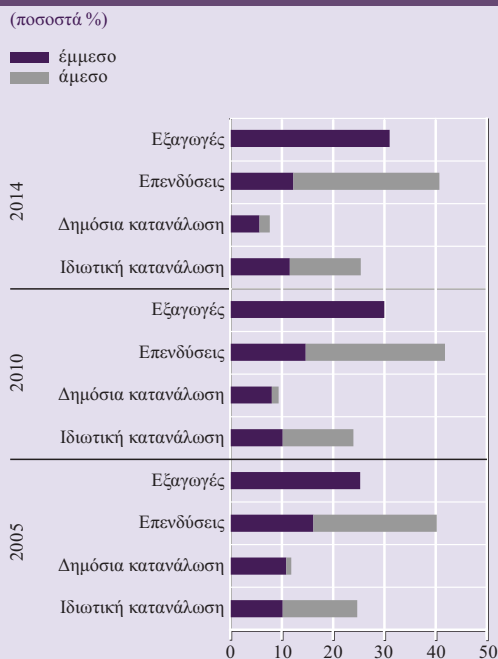
1 Για τον υπολογισμό του εισαγωγικού περιεχομένου χρησιμοποιήθηκαν οι πίνακες Εισροών-Εκροών του ΟΟΣΑ (OECD Input-Output Database) για τα έτη 2005 και 2010 και ο Παγκόσμιος Πίνακας Εισροών-Εκροών (World Input-Output Database) για το 2014. Ο Παγκόσμιος Πίνακας Εισροών-Εκροών καλύπτει 43 χώρες και 56 κλάδους οικονομικής δραστηριότητας (ISIC revision 4), οι οποίοι ομαδοποιήθηκαν για λόγους συγκρισιμότητας με τους Πίνακες Εισροών-Εκροών των προηγούμενων ετών. Το εισαγωγικό περιεχόμενο για κάθε συνιστώσα k της ζήτησης, σύμφωνα με την καθιερωμένη μεθοδολογία, υπολογίζεται ως εξής:

$$IC = \frac{uF_k^m + uA^m (I - A^d)^{-1} F_k^d}{uF_k^m + uF_k^d}$$

όπου u είναι διάνυσμα $1 \times s$ (s ο αριθμός των κλάδων στον πίνακα εισροών-εκροών), k δηλώνει την εκάστοτε συνιστώσα της τελικής ζήτησης, A^m και A^d είναι $s \times s$ πίνακες συντελεστών εισροών εισαγόμενων και εγχωρίως παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών και F_k^m και F_k^d είναι $s \times 1$ διανύσματα εισαγόμενων και εγχωρίως παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών που ικανοποιούν τις διάφορες συνιστώσες της συνολικής ζήτησης. Ο πρώτος όρος του κλάσματος αντιστοιχεί στο άμεσο εισαγωγικό περιεχόμενο και ο δεύτερος στο έμμεσο.

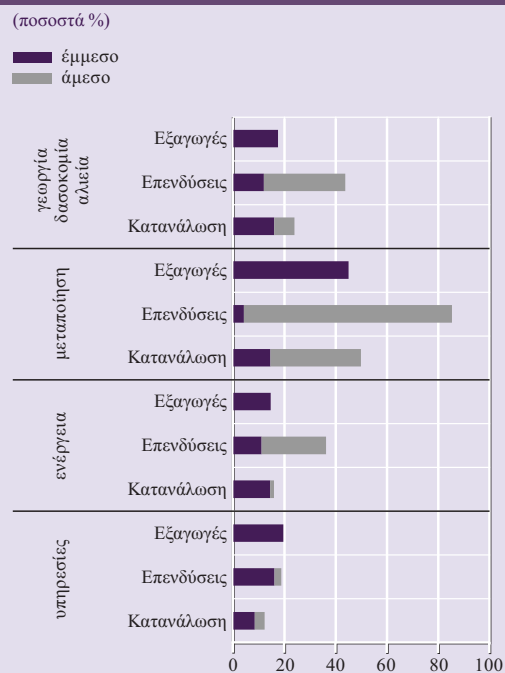
2 Σύμφωνα με τα στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών για το 2014, η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη ανέρχεται στο 56% της τελικής ζήτησης, ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά για τη δημόσια κατανάλωση, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές είναι 15%, 9% και 20%, σε τρέχουσες τιμές (τα αντίστοιχα ποσοστά για το 2017 είναι 58%, 13%, 8% και 22%).

Διάγραμμα Α Εισαγωγικό περιεχόμενο της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΟΟΣΑ (OECD Input-Output Database) για τα έτη 2005 και 2010 και World Input-Output Database για το 2014.

Διάγραμμα Β Εισαγωγικό περιεχόμενο της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας, 2014



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων World Input-Output Database.

αφενός το ποσοστό της τελικής ζήτησης για επενδύσεις που καλύπτεται άμεσα από εισαγωγές έχει αυξηθεί το 2014 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, ενώ έχει μειωθεί η αναλογία των εισαγόμενων ενδιάμεσων εισροών στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών για επενδύσεις. Τέλος, το εισαγωγικό περιεχόμενο των εξαγωγών είναι σχεδόν εξ ολοκλήρου έμμεσο, δεδομένου ότι οι εισαγωγές προς άμεση επανεξαγωγή είναι αμελητέες. Σημειώνεται επίσης ότι έχει αυξηθεί από το 2005 και μετά, πιθανώς λόγω της αυξανόμενης συμμετοχής της χώρας στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας.

Όσον αφορά τους επιμέρους τομείς οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Διάγραμμα Β), τη μεγαλύτερη εξάρτηση από εισαγωγές εμφανίζει ο τομέας της μεταποίησης (ο οποίος, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα εισροών-εκροών του 2014, αντιπροσωπεύει το 28% της συνολικής ζήτησης). Αυτό σχετίζεται με το υψηλότερο σε σχέση με τους άλλους κλάδους εισαγωγικό περιεχόμενο για επενδύσεις και για εξαγωγές (όπου οι τιμές του δείκτη φθάνουν το 85% και το 45% αντίστοιχα). Επίσης, στον κλάδο της μεταποίησης είναι σχετικά υψηλότερο το άμεσο εισαγωγικό περιεχόμενο που αντιστοιχεί στην κατανάλωση (35%). Όσον αφορά τον τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος είναι σημαντικός για το εξωτερικό ισοζύγιο της χώρας λόγω του τουρισμού και της ναυτιλίας (και, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα εισροών-εκροών του 2014, αντιπροσωπεύει το 66% της συνολικής ζήτησης), το εισαγωγικό περιεχόμενο είναι αρκετά μικρότερο από εκείνο των λοιπών τομέων.

Τέλος, παρατηρείται ότι μεταξύ των επιμέρους κλάδων της μεταποίησης (βλ. Διάγραμμα Γ) με σχετικά υψηλότερο εισαγωγικό περιεχόμενο, υπάρχουν και κλάδοι οι οποίοι ήταν ιδι-

Διάγραμμα Γ Εισαγωγικό περιεχόμενο της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών ανά κλάδο της μεταποίησης, 2014

(ποσοστά %)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων World Input-Output Database.

αίτερα δυναμικοί κατά την περίοδο της κρίσης, κατορθώνοντας να αυξήσουν και την παραγωγή τους και την εξωστρέφειά τους, δηλαδή το ποσοστό της παραγωγής που εξάγεται, όπως οι κλάδοι των πετρελαιοειδών, των χημικών (συμπεριλαμβανομένων των φαρμακευτικών) και πλαστικών, των μετάλλων, της κλωστοϋφαντουργίας, του ηλεκτρονικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού.³ Επίσης φαίνεται ότι, στους περισσότερους κλάδους, οι άμεσες ανάγκες για εισαγωγές είναι μεγαλύτερες από τις ανάγκες για εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών και υπηρεσιών που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή προϊόντων, είτε για εξαγωγές είτε για εγχώρια κατανάλωση, γεγονός που συνδέεται, όπως αναφέρθηκε ήδη, με τις επενδυτικές ανάγκες της μεταποίησης. Τέλος, αναφορικά με την εξαγωγική δραστηριότητα της μεταποίησης, σημειώνεται ότι το εισαγωγικό περιεχόμενο των εξαγωγών ενισχύεται σε μεγάλο βαθμό από τις ανάγκες του κλάδου των πετρελαιοειδών, ο οποίος χαρακτηρίζεται από υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο, αλλά και από μεγάλη συμμετοχή στις συνολικές εξαγωγές. Επίσης, ο κλάδος των τροφίμων και ποτών, ο οποίος έχει καταφέρει να αυξήσει σημαντικά το μερίδιό του στις ελληνικές εξαγωγές κατά τη διάρκεια της κρίσης, έχει χαμηλό εισαγωγικό περιεχόμενο.

Η άνοδος των εισαγωγών, αν και σε πρώτη ανάγνωση μπορεί να ερμηνευθεί ως σημαντική τροχοπέδη στην πορεία ανάκαμψης της οικονομίας λόγω της αρνητικής της επίδρασης στο

³ Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Πλαίσιο V.3 “Εξαγωγική επίδοση και εισαγωγική διείδωση στη μεταποίηση κατά τη διάρκεια της κρίσης”, Τράπεζα της Ελλάδος, Φεβρουάριος 2017.

εξωτερικό ισοζύγιο, δεν είναι απαραίτητα αρνητική εξέλιξη για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας, στο βαθμό που συνδέεται πρωτίστως με τις επενδύσεις και τις εξαγωγές. Η άνοδος των επενδύσεων για μια χώρα που εξέρχεται από μια πολύχρονη ύφεση είναι αναμενόμενη, δεδομένης της ανάγκης ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού, η οποία συνήθως επιβαρύνει την εισαγωγική δαπάνη, αλλά δημιουργεί προϋποθέσεις ταχύρρυθμης ανάπτυξης στο μέλλον. Σε ό,τι αφορά τις εξαγωγές, πιθανή διεύρυνση της συμμετοχής της χώρας στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας ενισχύει την εισαγωγή ενδιάμεσων αγαθών, αυξάνοντας έτσι τις συνολικές εισαγωγές, αλλά παράλληλα δημιουργεί θετικές προοπτικές μέσω της ενίσχυσης της εξωστρέφειας. Οι διαπιστώσεις αυτές ενισχύονται και από το γεγονός ότι, με βάση την κλαδική ανάλυση που προηγήθηκε, οι κλάδοι της μεταποίησης εμφανίζονται να έχουν το μεγαλύτερο εισαγωγικό περιεχόμενο και αυτό συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τις επενδύσεις και με τις εξαγωγές των επιμέρους κλάδων.

6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί μεσοπρόθεσμα, με το ρυθμό ανάπτυξης να διαμορφώνεται σε 2,0% το 2018, ενώ αναμένεται περαιτέρω αύξηση το 2019 και το 2020, κατά 2,3% και 2,4% αντίστοιχα (βλ. Πίνακα IV.8).

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να σημειώσει συγκρατημένη άνοδο, καθώς θα βελτιώνεται το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα ως αποτέλεσμα της αύξησης της απα-

σχόλησης, ενώ αρνητικά θα επιδράσει η αποταμίευση των νοικοκυριών, η οποία προβλέπεται να μειώνεται με χαμηλότερο ρυθμό. Οι επενδύσεις, ιδιαίτερα οι επιχειρηματικές, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς κατά την περίοδο 2018-2020. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης καθώς και η βελτίωση της ρευστότητας, λόγω της σταδιακής επιστροφής των καταθέσεων, της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και της αξιοποίησης των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων, εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στην αντικατάσταση του υπάρχοντος κεφαλαιακού εξοπλισμού, αλλά και στη

Πίνακας IV.8 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017	2018	2019	2020
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,4	2,0	2,3	2,4
Ιδιωτική κατανάλωση	0,1	0,6	0,8	1,2
Δημόσια κατανάλωση	-1,1	0,6	2,8	1,3
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	9,6	11,8	9,3	9,0
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,8	6,6	5,7	5,6
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	7,2	6,4	5,4	5,0
ΕνΔΤΚ	1,1	0,9	1,0	0,8
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,6	0,4	0,9	1,1
Απασχόληση	2,2	2,2	2,2	2,1
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	21,5	19,8	18,1	16,5
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-0,8	-0,9	-0,1	0,0

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

χρηματοδότηση νέων παραγωγικών επενδύσεων. Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν τη θετική πορεία της προηγούμενης περιόδου (2014-2017) και θα εξακολουθήσουν να αυξάνονται ταχύτερα από την εξωτερική ζήτηση ελληνικών αγαθών, υποβοηθούμενες το επόμενο διάστημα από το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον και την τόνωση της εγχώριας επενδυτικής δραστηριότητας. Οι εξαγωγές υπηρεσιών θα ακολουθήσουν την εκτιμώμενη αύξηση της ζήτησης ναυτιλιακών και τουριστικών υπηρεσιών. Παράλληλα όμως, άνοδο αναμένεται ότι θα σημειώσουν και οι εισαγωγές, επηρεαζόμενες από την αύξηση της εγχώριας ζήτησης, κυρίως των επενδύσεων. Η απασχόληση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται λόγω της επανόδου της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ το θεσμικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας, μετά την υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων τα χρόνια που προηγήθηκαν, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να επηρεάζει περαιτέρω θετικά. Η ανοδική πορεία του ΕνΔΤΚ θα συνεχιστεί καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Για το 2018 η εκτιμώμενη ελαφρά επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών απο-

δίδεται σε επιδράσεις βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ισορροπημένοι. Μια πιο θετική του αναμενομένου έκβαση σχετίζεται με την περαιτέρω βελτίωση του οικονομικού κλίματος μετά τον προσδιορισμό των μεσοπρόθεσμων μέτρων και των προϋποθέσεων για την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους. Μια πιο αρνητική έκβαση σχετίζεται με την επίπτωση της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής (με έμφαση στο σκέλος των εσόδων) στην οικονομική δραστηριότητα και την υποεκτέλεση των δημοσίων επενδύσεων, καθώς και με τυχόν καθυστερήσεις στην εφαρμογή του προγράμματος των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων. Οι κίνδυνοι που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται με την αύξηση του εμπορικού προσαυτισμού διεθνώς, τις γεωπολιτικές εξελίξεις, μια πιθανή επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης, αλλά και την αύξηση της αποστροφής των επενδυτών προς τον κίνδυνο λόγω των αναταράξεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

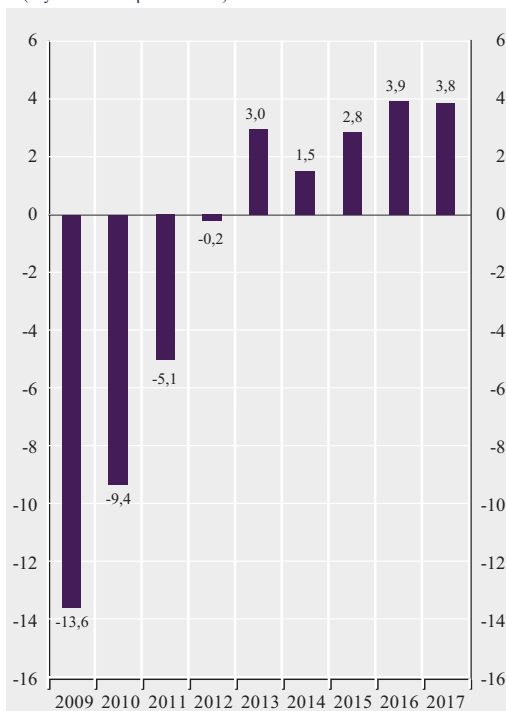
V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το έτος 2018 αποτελεί ορόσημο για την ελληνική οικονομία, καθώς τον Αύγουστο λήγει η τριετής Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης που υπογράφηκε τον Αύγουστο του 2015, και ως εκ τούτου καίριας σημασίας ζήτημα είναι να καθοριστεί με σαφήνεια το νέο περιβάλλον μακροοικονομικής συγκυρίας μέσα στο οποίο θα λειτουργήσει η οικονομία στην πρώτη μεταμνημονιακή περίοδο. Κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του τρέχοντος έτους εντατικοποιήθηκε η προσπάθεια έγκαιρης υλοποίησης των εκκρεμών μεταρρυθμίσεων, επισπεύσθηκε η εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της και υπήρξε εκ νέου προσφυγή στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με σκοπό τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας. Τον Απρίλιο επιβεβαιώθηκε η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος για το 2017 έναντι του στόχου, για τρίτο συνεχές έτος, η οποία ήταν αξιοσημείωτη. Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της υπέρβασης ήταν η αύξηση των φορολογικών συντελεστών και η περικοπή των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις, που δυσχέραναν όμως την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας. Με την ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης του προγράμματος τον Ιούνιο του 2018, σηματοδοτείται η επιτυχής ολοκλήρωση του προγράμματος. Στη συνεδρίαση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου οριστικοποιήθηκε το πλαίσιο της ενισχυμένης μεταμνημονιακής εποπτείας, το οποίο διασφαλίζει τη συνέχιση και ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, και προσδιορίστηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα και οι προϋποθέσεις ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους. Η συνέχιση της δημοσιονομικής προσπάθειας αποτελεί σημαντικό παράγοντα διασφάλισης της αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους μακροπρόθεσμα.

Δεδομένου του φοροκεντρικού χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής, αναγκαίος θεωρείται ο επανακαθορισμός του μίγματος της δημοσιονομικής πολιτικής με σκοπό τόσο την επίταχυνση της αναπτυξιακής δυναμικής όσο και την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων. Σημαντική εξέλιξη είναι η διαφύλαξη των δημοσιονομικών επιτευγμάτων και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Το πλαίσιο της ενισχυμένης

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

εποπτείας με την περιοδική αξιολόγηση της ασκούμενης πολιτικής συντελεί στο σκοπό αυτό.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Κατά το 2017 υπήρξε περαιτέρω βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος, τόσο σε όρους του ευρωπαϊκού συστήματος εθνικών λογαριασμών (ESA 2010) όσο και σε όρους του προγράμματος.

Από το 2013 το διαρθρωτικό² πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης εμφανί-

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 21.6.2018.

² Το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα εξαιρεί, εκτός από τους τόκους, και τις επιδράσεις τόσο του οικονομικού κύκλου στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα όσο και έκτακτων παραγόντων, όπως η στήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και ως εκ τούτου αποτελεί μέτρο της έντασης της καταβαλλόμενης προσπάθειας δημοσιονομικής προσαρμογής.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(% του ΑΕΠ)

	2014	2015	2016	2017
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	-3,6	-5,7	0,6	0,8
– Κεντρική κυβέρνηση	-4,3	-5,6	-0,8	-1,1
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,7	0,0	1,5	1,9
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-3,7	-2,9	0,4	0,8
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	0,3	0,6	3,6	4,0
Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού				
Δημοσιονομικά στοιχεία²	-2,1	-2,0	-1,6	-2,4
Ταμειακά στοιχεία³	-2,4⁴	-1,9⁵	-2,0⁶	-2,5⁷

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 2018).

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

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

5 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).

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

7 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

ζεται πλεονασματικό, ενώ η σωρευτική βελτίωσή του την περίοδο 2009-2017 ανήλθε σε 17 ποσοστιαίες μονάδες του δυναμικού ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα VI.1).

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Απρίλιο του 2018, η γενική κυβέρνηση (ΓΚ) το 2017 παρουσίασε πλεόνασμα για δεύτερη συνεχή φορά, ύψους 0,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος ύψους 0,6% του ΑΕΠ το 2016 (βλ. Πίνακα V.1). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2017 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,0% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,9% του ΑΕΠ το 2016.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2017, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τον ορισμό

του προγράμματος,³ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,2% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα ύψους 1,75% του ΑΕΠ.

Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσαν η περιστολή των δαπανών για συντάξεις, η υποεκτέλεση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και για δημόσιες επενδύσεις, καθώς και η καλύτερη πορεία των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές, χρέη παρελθόντων ετών και ΦΠΑ.

Η καλύτερη απόδοση των εσόδων στις κατηγορίες αυτές σχετίζεται, μεταξύ άλλων, με την ασφαλιστική μεταρρύθμιση, τις ρυθμίσεις για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο

³ Με βάση το πρόγραμμα, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2017 δεν υπολογίζεται, μεταξύ άλλων, η επίπτωση από την άμεση εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφών φόρων (ύψους 0,5% του ΑΕΠ).

και την οικειοθελή αποκάλυψη εισοδημάτων, καθώς και με την αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών.

Εντούτοις, παρατηρήθηκε υστέρηση στα έσοδα από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων το 2017, επειδή το συνολικό ποσό των δηλωθέντων εισοδημάτων ήταν χαμηλότερο του προσδοκώμενου. Το ποσό αυτό, αν και αναμενόταν υψηλότερο του αντίστοιχου ποσού του 2016 με βάση τα νέα φορολογικά μέτρα που τέθηκαν σε ισχύ το 2017 (νέα κλίμακα, μείωση του αφορολόγητου και αυξημένη προκαταβολή φόρου για ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες), διαμορφώθηκε εν τέλει στο ίδιο με το περυσινό επίπεδο, λόγω της περαιτέρω μείωσης των δηλωθέντων εισοδημάτων.⁴ Ειδικά για τους ελεύθερους επαγγελματίες και δευτερευόντως για τους αγρότες, καταγράφηκε σημαντική μείωση των δηλωθέντων εισοδημάτων στις φορολογικές δηλώσεις του 2017. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι το τρέχον φοροκεντρικό δημοσιονομικό μίγμα δεν είναι διατηρήσιμο.

Πράγματι, τα τελευταία έτη η Ελλάδα, έχοντας ως προτεραιότητα την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων, αύξησε σε περίοδο ύφεσης σημαντικά τους φορολογικούς συντελεστές και τις ασφαλιστικές εισφορές, σε αντίθεση με τις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ που μείωσαν τη φορολογία στην εργασία και στις επιχειρήσεις με στόχο την ανάπτυξη.⁵ Ενδεικτικά, για το 2017 η μέση φορολογική επιβάρυνση της εργασίας (tax wedge) στην Ελλάδα για μια οικογένεια με έναν εργαζόμενο και δύο παιδιά που εισπράττει το 100% του μέσου μισθού ήταν η δεύτερη υψηλότερη στις χώρες του ΟΟΣΑ φθάνοντας το 39% του συνολικού κόστους εργασίας (έναντι μέσου όρου ΟΟΣΑ 26,1%), σημειώνοντας αύξηση 0,33% έναντι του 2016.⁶ Παράλληλα, στην Ελλάδα ο φορολογικός συντελεστής νομικών προσώπων είναι από τους υψηλότερους στην Ευρώπη. Τέλος, σημαντική επιβάρυνση έχει υποστεί και η καταναλωτική δαπάνη με συνεχείς σημαντικές αυξήσεις στους συντελεστές των έμμεσων φόρων, αλλά και με την επιβολή νέων φόρων.

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Στις αρχές του 2018 ολοκληρώθηκε η τρίτη αξιολόγηση στο πλαίσιο του προγράμματος, με τη θεσμοθέτηση των εκκρεμών προαπαιτούμενων μέσω της ψήφισης του πολυνόμου 4512/2018.⁷ Οι κυριότερες ρυθμίσεις του πολυνόμου με δημοσιονομικό αντίκτυπο αφορούν: α) την αναμόρφωση των επιδομάτων τέκνων, β) την πλήρωση έως 30.6.2018 όλων των θέσεων των Διοικητικών και Αναπληρωτών Διοικητικών Γραμματέων Υπουργείων, καθώς και των Τομεακών και Ειδικών Τομεακών Γραμματέων, γ) τη θέσπιση ανώτατου ορίου στο μέσο αριθμό του έκτακτου προσωπικού με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου ορισμένου χρόνου (ΙΔΟΧ), με μίσθωση έργου και ωριαία αποζημίωση, που απασχολείται στους φορείς της γενικής κυβέρνησης, και την απαγόρευση της μετατροπής των συμβάσεων ΙΔΟΧ σε αορίστου χρόνου, δ) την επέκταση της δυνατότητας χορήγησης από το Ελληνικό Δημόσιο χρηματικών προκαταβολών σε προμηθευτές ηλεκτρικής ενέργειας, ε) τη σύσταση ενιαίου φορέα με την ονομασία Ελληνικό Κτηματολόγιο και τη συγχώνευση των υποθηκοφυλακείων με τα κτηματολογικά γραφεία, στ) τη μεταβίβαση 14 δημόσιων επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας στην Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας Α.Ε., ζ) τη θέσπιση του γενικού πλαισίου για την αδειοδότηση και λειτουργία των καζίνων, η) τον επανακαθορισμό του καθεστώτος χορήγησης του επιδόματος επικίνδυνης και ανθυγιεινής εργασίας και θ) φορολογικές ρυθμίσεις που σχετίζονται, μεταξύ άλλων, με φορολογικά κίνητρα σε ευρεσιτεχνίες, τη δυνατότητα απενεργοποίησης του ΑΦΜ σε περίπτωση φοροδιαφυγής, τη

⁴ Γενικότερα, όπως επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία των φορολογικών δηλώσεων για τα οικονομικά έτη 2011-2016 της Γενικής Γραμματείας Πληροφοριακών Συστημάτων και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων, καταγράφεται συνεχής συμπίεση των δηλωθέντων εισοδημάτων με σταθερή συρρίκνωση της μεσαίας τάξης, σταθερή αύξηση του αριθμού των φορολογουμένων με ετήσια εισοδήματα κάτω από το αφορολόγητο όριο και σημαντική μείωση των φορολογουμένων με υψηλά εισοδήματα.

⁵ OECD (2017), *Tax Policy Reforms 2017: OECD and selected partner economies*, OECD Publishing, Paris.

⁶ OECD (2018), *Taxing wages 2018*, OECD Publishing, Paris.

⁷ “Ρυθμίσεις για την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και άλλες διατάξεις.”

σύσταση νέας υπηρεσίας Ερευνών Οικονομικού Εγκλήματος, την αύξηση των τελών καταχώρισης μεταβίβασης ακινήτων κ.ά.

Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 22 Ιανουαρίου 2018 αναγνωρίστηκε η πρόοδος στην εφαρμογή των προαπαιτούμενων δράσεων και δόθηκε έμφαση στην ανάγκη ολοκλήρωσης των εκκρεμών προαπαιτούμενων δράσεων, που αφορούν κυρίως τη συνεχή και απρόσκοπτη λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών και τις ιδιωτικοποιήσεις, και στη σημασία της υιοθέτησης μιας συνολικής στρατηγικής προς ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης. Το Μάιο κατατέθηκε το σχέδιο Στρατηγικής Ανάπτυξης της ελληνικής κυβέρνησης για την περίοδο μετά το τέλος του προγράμματος και επιτεύχθηκε τεχνική συμφωνία για την ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης. Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 24 Μαΐου 2018 αναγνωρίστηκε η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος και ανατέθηκε στους θεσμούς η εκπόνηση μιας τελικής ανάλυσης βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους, προκειμένου να αναληφθούν οι κατάλληλες δράσεις που θα τη διασφαλίζουν.

Τον Ιούνιο, με τον πολυνόμο 4549/2018,⁸ θεσμοθετήθηκε πλήθος μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της τελευταίας αξιολόγησης. Μεταξύ άλλων, ψηφίστηκαν: α) φορολογικές ρυθμίσεις που αφορούν προσθήκες/τροποποιήσεις στον Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος, στον Κώδικα Φορολογικών Διαδικασιών και στον ΦΠΑ, β) ασφαλιστικές ρυθμίσεις κατά βάση διοικητικής φύσεως, γ) επέκταση του Ενιαιού Λογαριασμού Θησαυροφυλακίου, ώστε να περιλαμβάνει το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων όλων των φορέων της Κεντρικής Κυβέρνησης και των λοιπών φορέων της Γενικής Κυβέρνησης με δυνατότητα επιβολής κυρώσεων σε περιπτώσεις μη συμμόρφωσης και μείωση του ύψους της ετήσιας επιχορήγησης του φορέα από τον Τακτικό Προϋπολογισμό και δ) το Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2019-2022.

Σύμφωνα με το ΜΠΔΣ 2019-2022, προβλέπεται η επίτευξη του στόχου για πρωτογενές

αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με το πρόγραμμα με οριακή υπέρβαση το 2018 και αυξανόμενες υπερβάσεις έναντι του ίδιου στόχου για τα επόμενα έτη. Συγκεκριμένα, προβλέπεται πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 3,56% του ΑΕΠ για το 2018, 3,96% του ΑΕΠ για το 2019, 4,15% του ΑΕΠ για το 2020, 4,53% του ΑΕΠ για το 2021 και 5,19% του ΑΕΠ για το 2022. Τα αποτελέσματα αυτά βασίζονται σε ήδη ψηφισμένα μέτρα εξοικονόμησης κοινωνικών δαπανών σε μικτή βάση ύψους 1,5% του ΑΕΠ το 2019 και αύξησης εσόδων ύψους 1,0% του ΑΕΠ το 2020. Υπό την προϋπόθεση επίτευξης των στόχων, προβλέπονται νομοθετημένες εξισορροπητικές παρεμβάσεις σε στοχευμένες κοινωνικές δαπάνες και δημόσιες επενδύσεις το 2019 (ύψους 0,8% του ΑΕΠ) και φορολογικές ελαφρύνσεις το 2020 (ύψους 1,0% του ΑΕΠ). Ο δημοσιονομικός χώρος από τις εκτιμώμενες υπερβάσεις σχεδιάζεται να καλυφθεί με πρόσθετα αντισταθμιστικά μέτρα κυρίως στην πλευρά των εσόδων, τα οποία δεν έχουν προσδιοριστεί. Εντούτοις, σύμφωνα με την Έκθεση Συμμόρφωσης του Ιουνίου 2018,⁹ ο διαθέσιμος δημοσιονομικός χώρος εκτιμάται από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς ότι θα είναι συγκριτικά περιορισμένος. Το 2018 το χρέος αναμένεται να διευρυνθεί, λόγω του σχηματισμού του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας, και να αποκλιμακωθεί τα επόμενα έτη. Την περίοδο 2018-2022 προβλέπονται έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 2,1% του ΑΕΠ, εκ των οποίων 1,1% του ΑΕΠ το 2018.

Με τη συνεδρίαση του Eurogroup στις 21 Ιουνίου 2018 σηματοδοτήθηκε η επιτυχής ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης του προγράμματος, βάσει της οποίας: α) συμφωνήθηκε η καταβολή της τελευταίας δόσης συνολικού ύψους 15 δισεκ. ευρώ, β) προσδιορίστηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα και οι προϋποθέσεις ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους και γ) καθορίστηκε το πλαίσιο ενισχυ-

⁸ “Διατάξεις για την ολοκλήρωση της Συμφωνίας Δημοσιονομικών Στόχων και Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων – Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2019-2022”.

⁹ European Commission, *Compliance Report ESM Stability Support Programme for Greece Fourth Review*, June 2018.

μένης μεταμνημονιακής εποπτείας,¹⁰ που οριοθετεί, μεταξύ άλλων, τις δεσμεύσεις της ελληνικής κυβέρνησης για τη διατήρηση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας (βλ. Πλαίσιο V.1).

¹⁰ Άρθρο 2 Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21.5.2013 για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, L 140/1, 27.5.2013.

Πλαίσιο V.1

ΕΛΑΦΡΥΝΣΗ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΙ ΜΕΤΑΜΝΗΜΟΝΙΑΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ

Η συνεδρίαση του Eurogroup στις 21 Ιουνίου 2018 σηματοδοτεί την επιτυχημένη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης στο πλαίσιο της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μέσω ESM. Ταυτόχρονα, προσδιορίστηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους, τέθηκαν οι προϋποθέσεις ενεργοποίησής τους και διαμορφώθηκε το πλαίσιο ενισχυμένης εποπτείας μετά τη λήξη του προγράμματος. Η τελευταία εκταμίευση του ESM ορίστηκε σε 15 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 5,5 δισεκ. ευρώ προορίζονται για την εξυπηρέτηση του χρέους. Τα υπόλοιπα 9,5 δισεκ. ευρώ θα προστεθούν στο ταμειακό απόθεμα ασφαλείας, το οποίο υπολογίζεται ότι θα ανέλθει σε 24,1 δισεκ. ευρώ και θα επαρκεί για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών σε βάθος περίπου 22 μηνών μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018.

I Μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους

Στο πλαίσιο της επιτυχούς ολοκλήρωσης του τρέχοντος προγράμματος και σύμφωνα με τις προηγούμενες αποφάσεις του Eurogroup, οι ευρωπαϊκοί θεσμοί συμφώνησαν στα παρακάτω μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους, με στόχο τη διατήρηση των ετήσιων Ακαθάριστων Χρηματοδοτικών Αναγκών (ΑΧΑ) κάτω του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κάτω του 20% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα, καθώς και την εξασφάλιση της αποκλιμάκωσης του χρέους.

- Αναφορικά με τα δάνεια που έχουν χορηγηθεί από το EFSF, αποφασίστηκε δεκαετής αναβολή των πληρωμών τόκων και χρεολυσίων και επιμήκυνση της μεσοσταθμικής διάρκειάς τους κατά δέκα έτη.

Υπό την προϋπόθεση της τήρησης των μεταμνημονιακών υποχρεώσεων, οι ευρωπαϊκοί θεσμοί δεσμεύονται επιπλέον για τα εξής:

- Κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου ύψους 200 μονάδων βάσης, το οποίο σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα.
- Επιστροφή των κερδών από τα ομόλογα που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών της ευρωζώνης στα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP.¹ Η εκταμίευση ορίζεται σε ισόποσες εξαμηνιαίες δόσεις κάθε Δεκέμβριο και Ιούνιο, αρχής γενομένης το Δεκέμβριο του 2018 και μέχρι και τον Ιούνιο του 2022. Τα επιλέξιμα κέρδη αφορούν τα έτη 2017 και μετά, καθώς και τα κέρδη SMP του έτους 2014 που διατηρούνται σε ειδικό λογαριασμό του ESM.

Μακροπρόθεσμα, υπό την αίρεση της τήρησης των μεταμνημονιακών υποχρεώσεων και εφόσον καταστεί αναγκαίο, οι θεσμοί αναλαμβάνουν τη δέσμευση για περαιτέρω παρεμβάσεις, οι οποίες

¹ Τα έσοδα ANFA αφορούν την εκχώρηση προς το Ελληνικό Δημόσιο εκ μέρους των εθνικών κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος των κερδών τους από τη διακράτηση τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (που δεν συμμετείχαν στο PSI) και τα έσοδα SMP αφορούν τη μεταφορά των αποδόσεων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος.

θα εξεταστούν με βάση επικαιροποιημένη ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους που θα εκπονηθεί κατά τη λήξη της περιόδου χάριτος στα δάνεια του EFSF το έτος 2032. Οι παρεμβάσεις αυτές θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν την ενεργοποίηση του μηχανισμού ασφαλείας που είχε συμφωνηθεί το Μάιο του 2016, με πρόσθετη αναδιάρθρωση των πληρωμών τόκων προς το EFSF προκειμένου να διασφαλιστεί η διατήρηση των ΑΧΑ εντός των συμφωνημένων ορίων βιωσιμότητας.

2 Μεταμνημονιακή εποπτεία

Συμφωνήθηκε η ενεργοποίηση της διαδικασίας ενισχυμένης εποπτείας και αξιολόγησης² από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς και το ΔΝΤ, η οποία θα περιλαμβάνει τη σύνταξη και δημοσίευση τριμηνιαίων εκθέσεων συμμόρφωσης αναφορικά με την τήρηση των δεσμεύσεων της ελληνικής κυβέρνησης, οι οποίες αφορούν, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Πρωτογενή πλεονάσματα ύψους 3,5% του ΑΕΠ έως και το 2022.
- Δημοσιονομικά αποτελέσματα σύμφωνα με το ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο για τα έτη μετά το 2022. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι αυτό συνεπάγεται πρωτογενή πλεονάσματα ύψους 2,2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την περίοδο 2023-2060.
- Δημοσιονομικές διαρθρωτικές παρεμβάσεις (περαιτέρω αναπροσαρμογή των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων στα επίπεδα των αγοραίων τιμών για τον υπολογισμό του ΕΝΦΙΑ, επιπλέον στελέχωση της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ), αποφυγή συσσώρευσης ληξιπρόθεσμων οφειλών προς ιδιώτες).
- Ολοκλήρωση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων.
- Υλοποίηση των υπολειπόμενων μεταρρυθμίσεων σε αγορές εργασίας και προϊόντων (αναπροσαρμογή κατώτατου μισθού, κτηματολόγιο).
- Υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων για τον εκσυγχρονισμό της δημόσιας διοίκησης.
- Συνέχιση των μεταρρυθμίσεων για την εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών, με έμφαση στην επίτευξη των στόχων για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Σύμφωνα με την Έκθεση Συμμόρφωσης³ του Ιουνίου 2018, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων μέχρι το 2022 είναι εφικτή υπό την προϋπόθεση υλοποίησης των θεσμοθετημένων παρεμβάσεων. Εντούτοις, ο δημοσιονομικός χώρος για πρόσθετα αντισταθμιστικά μέτρα εκτιμάται σημαντικά μικρότερος σε σχέση με την πρόβλεψη του ΜΠΔΣ 2019-2022. Στις εκτιμήσεις της Επιτροπής συνυπολογίζεται η επιβάρυνση από δικαστικές αποφάσεις για αναδρομική καταβολή μισθολογικών δαπανών, η οποία σύμφωνα με το ΜΠΔΣ 2019-2022 θα καλυφθεί μέσω περικοπών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων.

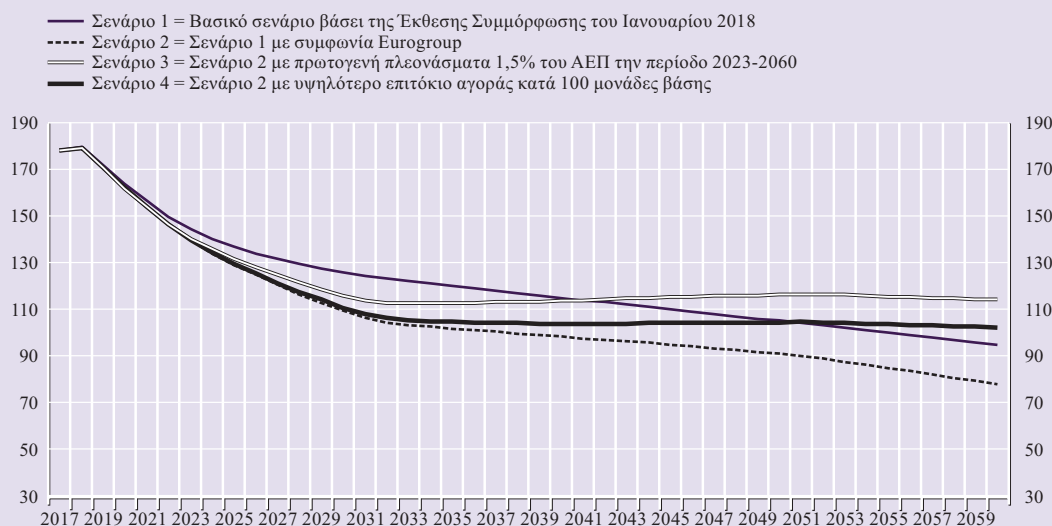
3 Εκτιμήσεις βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους

Τα Διαγράμματα Α και Β εξετάζουν την επίδραση των μέτρων που συμφωνήθηκαν για την ελάφρυνση του χρέους αναφορικά με την εξέλιξη του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ (βλ.

2 Άρθρο 2 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21.5.2013 για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, L 140/1, 27.5.2013.

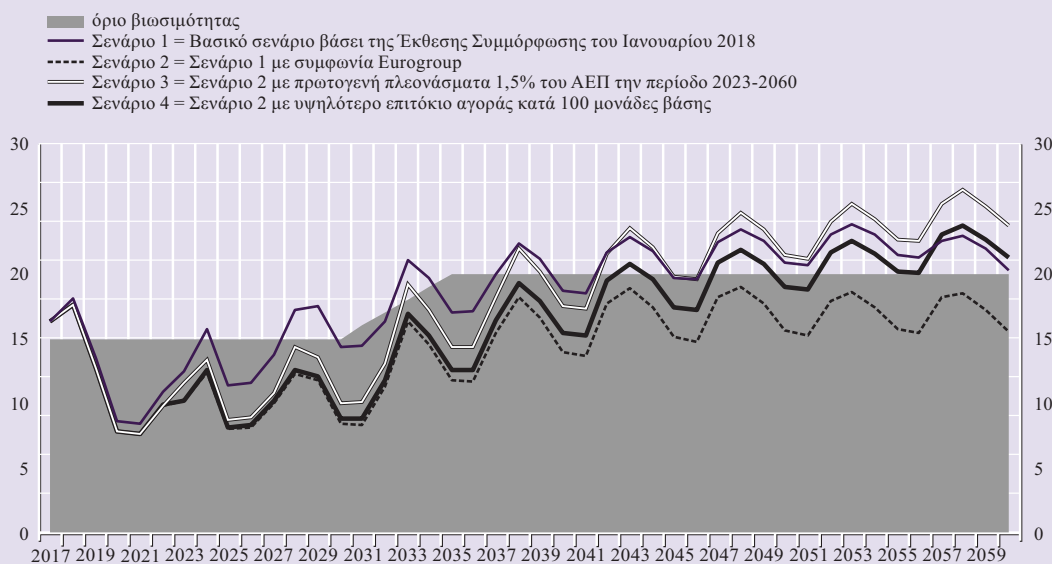
3 European Commission, "Compliance Report, ESM Stability Support Programme for Greece, Fourth Review", June 2018.

Διάγραμμα Α Εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Β Ακαθάριστες Χρηματοδοτικές Ανάγκες ως ποσοστό του ΑΕΠ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Α) και των ετήσιων Ακαθάριστων Χρηματοδοτικών Αναγκών (ΑΧΑ) (βλ. Διάγραμμα Β). Το βασικό σενάριο έχει εκτιμηθεί βάσει της Έκθεσης Συμμόρφωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του Ιανουαρίου 2018 (σενάριο 1).



Το σενάριο 2 περιλαμβάνει τα συμφωνημένα μέτρα ελάφρυνσης, διατηρώντας όλες τις υπόλοιπες παραδοχές του βασικού σεναρίου. Τα μέτρα ελάφρυνσης οδηγούν σε βελτίωση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους και διασφαλίζουν τη συγκράτηση των ΑΧΑ κάτω από το όριο του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα (βλ. Διάγραμμα Β), υπό την προϋπόθεση συνέχισης της δημοσιονομικής πειθαρχίας και επίτευξης πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 2,2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την περίοδο 2023-2060.

Το σενάριο 3 εξετάζει την περίπτωση δημοσιονομικής κόπωσης και διακοπής της δημοσιονομικής προσπάθειας, με αποτέλεσμα τα πρωτογενή πλεονάσματα να μειωθούν σε 1,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2023-2060. Αυτό έχει ως συνέπεια την ανάσχεση της καθοδικής πορείας του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ μετά το 2032 (βλ. Διάγραμμα Α), ενώ οι ΑΧΑ υπερβαίνουν μακροπρόθεσμα το όριο του 20% του ΑΕΠ.

Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παρουσιάζει επίσης μεγάλη ευαισθησία στην εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού, όπως φάνηκε την πρόσφατη περίοδο με τις διεθνείς αναταράξεις λόγω των πολιτικών εξελίξεων στην Ιταλία. Το σενάριο 4 παραθέτει την επίπτωση μιας αύξησης κατά 100 μονάδες βάσης στο μέσο επιτόκιο αναχρηματοδότησης από τις αγορές, η οποία – παρότι τα μέτρα ελάφρυνσης και την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων – αρκεί για να ανακόψει την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους (βλ. Διάγραμμα Α) και να οδηγήσει τις ΑΧΑ επάνω από το όριο του 20% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα.

Συνεπώς η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους μακροπρόθεσμα υπόκειται σε σημαντικές αρνητικές επισφάλειες, οι οποίες εντοπίζονται κυρίως: (α) στη συνέχιση της δημοσιονομικής προσπάθειας, β) στο ύψος των επιτοκίων δανεισμού, που επηρεάζονται – όπως έχουν δείξει οι τελευταίες εξελίξεις – όχι μόνο από το εσωτερικό οικονομικό περιβάλλον, αλλά και από τις διεθνείς εξελίξεις, και γ) την εξέλιξη των μακροοικονομικών μεγεθών.

Η ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση λόγο εφυσιασμού. Η υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα πρέπει να συνεχιστεί με αμείωτη ένταση και μετά το τέλος του προγράμματος, προκειμένου να διαφυλαχθούν τα έως τώρα δημοσιονομικά επιτεύγματα και να ενισχυθεί η αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής που αντανακλάται και στη διεθνή πιστοληπτική ικανότητα της χώρας.

Η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου που παρατηρείται από το 2015, αν και συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, έχει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Η εντονότερη από την απαιτούμενη, βάσει του προγράμματος, περιοριστική κατεύθυνση της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, δεδομένου μάλιστα του φοροκεντρικού χαρακτήρα της, συνεπάγεται άντληση σημαντικών πόρων από την παραγωγική διαδικα-

σία και ως εκ τούτου συγκρατεί την αναπτυξιακή δυναμική.

Συνεπώς, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στην υλοποίηση εκείνων των μεταρρυθμίσεων που θα επιτρέψουν την αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών και της ανακατανομής της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα. Οι παρεμβάσεις που εξειδικεύονται στο ΜΠΔΣ και αποσκοπούν σε μια δημοσιονομικά ουδέτερη αναδιάρθρωση δεν επαρκούν ώστε να δοθεί η απαραίτητη αναπτυξιακή ώθηση στην οικονομία, καθώς περιλαμβάνουν δυσανάλογα μικρό ποσοστό παρεμβάσεων με μεγάλο πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα στην οικονομική δραστηριότητα, όπως είναι οι δημόσιες επενδύσεις. Αντιθέτως, αναπτυξιακή ώθηση θα μπορούσε να προκύψει από πρό-

σθετες δράσεις, κυρίως ελάφρυνσης του φορολογικού βάρους, η εξειδίκευση και υλοποίηση των οποίων τελεί υπό την αίρεση της επίτευξης των στόχων του προγράμματος.

Σε ένα διεθνές οικονομικό περιβάλλον έντονου ανταγωνισμού με διαφαινόμενη την τάση μείωσης των συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ, οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές υπονομεύουν τη μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή προοπτική της χώρας, αφού εξασθενίζουν τα

κίνητρα για εργασία και επιχειρηματική δραστηριότητα. Ταυτόχρονα, έχουν αρνητική επίπτωση στην εγχώρια κατανάλωση μέσω της υψηλής έμμεσης φορολογίας. Συνεπώς, για την επανεκκίνηση της οικονομίας, οι υπεύθυνοι για τη χάραξη της οικονομικής πολιτικής θα πρέπει να θέσουν ως προτεραιότητα τη δημιουργία ενός σταθερού, απλού και δίκαιου φορολογικού συστήματος που θα χαρακτηρίζεται από χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές και θα προκαλεί τις λιγότερες δυνατές στρεβλώσεις (βλ. Πλαίσιο V.2).

Πλαίσιο V.2

ΤΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΒΑΡΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΣΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η χρηστή διαχείριση των δημόσιων οικονομικών, με ταυτόχρονη προσαρμογή τόσο στο σκέλος των εσόδων όσο και στο σκέλος των δαπανών, συνεισφέρει στην επίτευξη βιώσιμης δημοσιονομικής ισορροπίας. Η τελευταία αποτελεί αναγκαία και ικανή συνθήκη για την επίτευξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης, αφού έτσι αποτρέπεται ο κίνδυνος δημοσιονομικού εκτροχιασμού, ο οποίος δημιουργεί αρνητικές προσδοκίες και επιφέρει υψηλά επιτόκια δανεισμού που μετριάζουν τις αναπτυξιακές προοπτικές.¹ Ο αντίκτυπος της δημοσιονομικής προσαρμογής στις επενδύσεις και την ανάπτυξη εξαρτάται από το χαρακτήρα της. Ειδικότερα, έχει βρεθεί ότι, όταν η δημοσιονομική προσαρμογή συντελείται μέσω της μείωσης της δημόσιας κατανάλωσης (μισθοί και μεταβιβάσεις), το υφεσιακό αποτέλεσμα είναι μικρότερο από αυτό που προκαλείται όταν συντελείται μέσω της αύξησης της φορολογίας.² Στην Ελλάδα, με εξαίρεση την περίοδο 2013-2014, το ενδιαφέρον επικεντρώθηκε κυρίως στην αύξηση της φορολογίας, που τα τελευταία χρόνια ήταν συνεχής, μεγάλη και άδικη, ενώ πολύ μικρή σημασία δόθηκε στην προσαρμογή της δημόσιας κατανάλωσης με παρεμβάσεις που αφορούν το μέγεθος και την ποιότητα της λειτουργίας του κράτους.

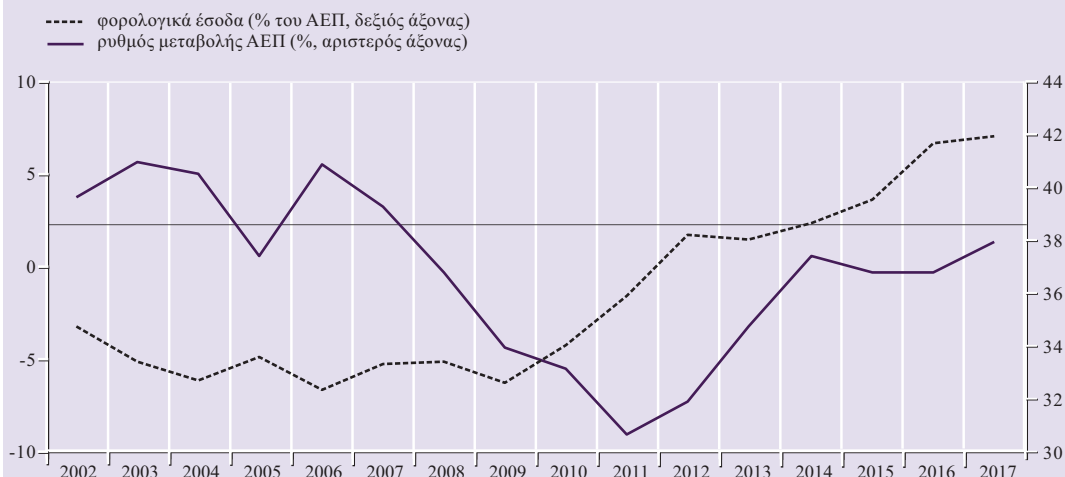
Φορολογική πολιτική προκυκλικού χαρακτήρα

Μεταξύ 2008 και 2017, τα φορολογικά έσοδα της γενικής κυβέρνησης, ακολουθώντας έντονη ανοδική πορεία, αυξήθηκαν σχεδόν κατά 9 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, από 33,4% του ΑΕΠ το 2008 σε 42,1% του ΑΕΠ το 2017 (βλ. Διάγραμμα Α). Αντίθετα, στη διάρκεια της ανοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου 2002-2007, τα φορολογικά έσοδα μειώθηκαν κατά μιάμιση ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal policy stance), μετρούμενη ως η μέση ετήσια μεταβολή του κυκλικώς διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης, ήταν επεκτατική την περίοδο 2002-2007, κατά την οποία ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης ξεπερνούσε το 4%, με μέση ετήσια επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσμα-

1 Βλ. IMF (2010), "Will it hurt? The macroeconomic effects of fiscal consolidation", *World Economic Outlook*, October, Alesina, A. and S. Ardagna (2012), "The design of fiscal adjustments", NBER Working Paper no 18423 και Romer, C. (2012), "Fiscal policy in the crisis. Lessons and policy implications", University of Berkeley, δημοσίευτη μελέτη, <https://eml.berkeley.edu/~cromer/Lectures/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf>.

2 Οι βιβλιογραφικές αναφορές είναι πλούσιες. Βλ. π.χ. Alesina, A., S. Ardagna, R. Perotti and F. Schiantarelli (2002), "Fiscal policy, profits and investment", *American Economic Review*, 92, 571-589, Arnold, J.M., B. Brys, C. Heady, A. Johansson and L. Vartia (2011), "Tax Policy for Economic Recovery and Growth", *Economic Journal*, 121, F59-F80, Acosta-Ormaechea, S. and J. You (2012), "Tax composition and growth: A broad cross-country perspective," IMF, WP/12/257, McNabb, K. and P. LeMay-Boucher (2014), "Tax structures, economic growth and development", ICTD Working Paper 22, September, Johansson, A. (2016), "Public finance, economic growth and inequality. A survey of the evidence", OECD Working Paper no 1346 και Alesina, A., C. Favero and F. Giavazzi (2018), "What do we know about the effects of austerity", NBER Working Paper, no 24248.

Διάγραμμα Α Φορολογικά έσοδα και ρυθμός ανάπτυξης στην Ελλάδα (2002-2017)



Πηγές: Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Φορολογικά έσοδα = φόροι στην παραγωγή και στις εισαγωγές, φόροι στο εισόδημα και στην περιουσία και ασφαλιστικές εισφορές. Γενική κυβέρνηση, εισπραχθέντες φόροι.

τος σχεδόν μία ποσοστιαία μονάδα του δυνητικού ΑΕΠ, σε αντιδιαστολή με τον έντονα συσταλτικό χαρακτήρα της την περίοδο της ύφεσης 2008-2016, κατά την οποία ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης ήταν αρνητικός και το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά περισσότερο από 3% σε ετήσια βάση, με μέση ετήσια βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος κατά μιάμιση ποσοστιαία μονάδα του δυνητικού ΑΕΠ. Επιπλέον, κατά την ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, η μέση ετήσια μεταβολή των συνολικών δημόσιων εσόδων ήταν ουδέτερη, με αρνητική όμως τάση (-0,02 της ποσοστιαίας μονάδας του δυνητικού ΑΕΠ), ενώ αντίθετα στην καθοδική φάση του κύκλου (2008-2016) ήταν θετική και λίγο μεγαλύτερη από μία ποσοστιαία μονάδα του δυνητικού ΑΕΠ.³ Με άλλα λόγια, η φορολογική πολιτική φαίνεται ότι λειτούργησε προκυκλικά (pro-cyclical), δηλαδή στην περίοδο ανόδου του ΑΕΠ τα φορολογικά έσοδα μειώνονταν, ενώ στην καθοδική φάση αυξάνονταν, προκαλώντας στην πρώτη περίπτωση διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος και στη δεύτερη μεγαλύτερη υφεσιακή διαταραχή.

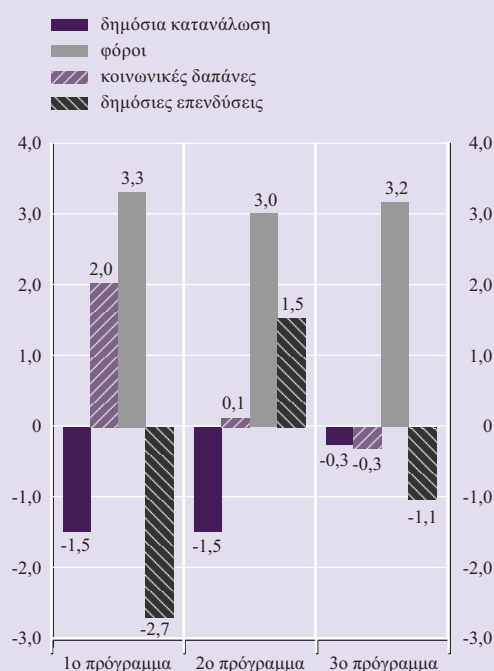
Το 2017 το σύνολο των φορολογικών εσόδων αντιστοιχούσε στο 96,8% των φορολογικών εσόδων του 2007 (ή 74,8 δισεκ. ευρώ το 2017, έναντι 77,3 δισεκ. ευρώ το 2007), όταν το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές ήταν μόλις το 74,6% του ΑΕΠ του 2007 (ή 250,7 δισεκ. ευρώ το 2007, έναντι 187,1 δισεκ. ευρώ το 2017). Αυτό σημαίνει ότι η αύξηση των φορολογικών εσόδων σε συνθήκες ύφεσης προήλθε κατά κύριο λόγο από τη μεγάλη και συνεχή αύξηση των φορολογικών συντελεστών στο εισόδημα, την κατανάλωση, τα κέρδη των επιχειρήσεων και την περιουσία, με αρνητικές επιπτώσεις στην αναπτυξιακή δυναμική και τη φορολογική δικαιοσύνη.

Όπως εξάλλου φαίνεται από το Διάγραμμα Β, το οποίο απεικονίζει το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε σε καθένα από τα τρία διαδοχικά προγράμματα οικονομικής

³ Οι υπολογισμοί έγιναν με χρήση των στοιχείων AMECO, European Commission (κυκλικώς διορθωμένα, Νοέμβριος 2017). Αντίθετα, για τις χώρες της ευρωζώνης, ο χαρακτήρας της δημοσιονομικής πολιτικής κατά την ανοδική φάση ήταν είτε ουδέτερος είτε αντικυκλικός. Βλ. Attinasi, M.G., A.A. Palazzo and B. Pierluigi (2018), "Fiscal policy stance during past periods of expansion", ECB, *Economic Bulletin*, 2.

Διάγραμμα Β Το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής (2010-2017)

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί, κύρια μεγέθη γενικής κυβέρνησης. Σημείωση: Σωρευτική μεταβολή μεγεθών σε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Φόροι = άμεσοι, έμμεσοι και ασφαλιστικές εισφορές. Δημόσια κατανάλωση = τελική καταναλωτική δαπάνη. Δημόσιες επενδύσεις = ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου, περιλαμβάνονται οι παραλαβές αμυντικού εξοπλισμού καθώς και η μεταβολή των αποθεμάτων. 1ο πρόγραμμα: 2010-2011, 2ο πρόγραμμα: 2012-2014, 3ο πρόγραμμα: 2015-2017. Η τελευταία διαθέσιμη πληροφόρηση αφορά το έτος 2017. Το 3ο πρόγραμμα λήγει τον Αύγουστο του 2018.

έμφαση στη συγκέντρωση εσόδων μέσω της άμεσης προοδευτικής φορολογίας, αφού με αυτό τον τρόπο η φοροδοτική ικανότητα, και κατ' επέκταση το φορολογικό βάρος, συναρτάται θετικά με το εισόδημα και την περιουσία του φορολογουμένου. Αντίθετα, τα φορολογικώς λιγότερο προηγμένα κράτη στηρίζονται στην έμμεση φορολογία. Στην περίπτωση της έμμεσης φορολογίας, αν και η διαδικασία είσπραξης είναι ευκολότερη και λιγότερο δαπανηρή και η απόδοση μεγαλύτερη, το φορολογικό βάρος δεν συναρτάται με τη φοροδοτική ικανότητα του φορολογουμένου, δηλαδή με το εισόδημα και την περιουσία του, αλλά με την καταναλωτική του δαπάνη. Έτσι, πλήττονται περισσότερο τα ασθενέστερα εισοδηματικά κλιμάκια, τα οποία συνήθως καταναλώνουν το μεγαλύτερο τμήμα του εισοδήματός τους, με αποτέλεσμα μείωση της αγοραστικής δύναμης και ανάσχεση της αναπτυξιακής δυναμικής. Στην περίπτωση της Ελλάδος, μπορούν να διατυπωθούν δύο βασικά συμπεράσματα σχετικά με τα χαρακτηριστικά της τρέχουσας φορολογικής πολιτικής. Πρώτον, η συμβολή της άμεσης φορολογίας παραμένει το 2017 χαμηλή, με τα μισά έσοδα να προέρχονται από την έμμεση φορολογία (βλ. Διάγραμμα Γ1). Η υπερβολική αυτή εξάρτηση από την έμμεση φορολογία αποτυπώνεται στη σχεδόν διπλάσια αναλογία της προς την άμεση φορολογία (1:1,7), κυρίως ως αποτέλεσμα της μεγάλης φοροδιαφυγής, όταν στην ΕΕ και την ευρωζώνη η αναλογία είναι 1:1

στήριξης, το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής επήλθε μέσω της αύξησης των φόρων και λιγότερο μέσω της μείωσης της δημόσιας κατανάλωσης. Το γεγονός αυτό καθίσταται εντονότερο κατά το τρίτο πρόγραμμα, όταν η δημόσια κατανάλωση δεν συνέχισε την καθοδική της πορεία, αλλά παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη, με αποτέλεσμα το κύριο βάρος της προσαρμογής να το φέρουν τόσο οι φόροι όσο και οι δημόσιες επενδύσεις. Πράγματι, η παρατηρούμενη περιστολή της συνολικής δημόσιας δαπάνης κατά το πρώτο και τρίτο πρόγραμμα (το δεύτερο πρόγραμμα ήταν εξαιρεση) επήλθε κυρίως μέσω της περικοπής των δημόσιων επενδύσεων, που ήταν διπλάσια και τετραπλάσια αντίστοιχα της μείωσης της δημόσιας κατανάλωσης, επενεργώντας όμως έτσι πολλαπλασιαστικά στην αρχική υφεσιακή διαταραχή.

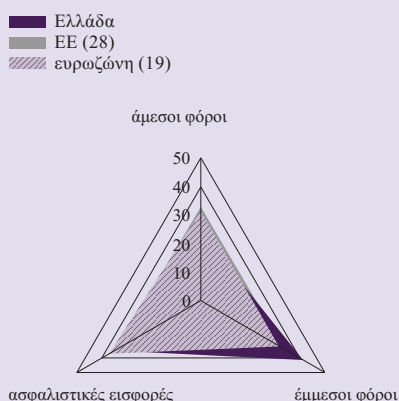
Διάρθρωση φορολογικών εσόδων

Η διάρθρωση του φορολογικού βάρους αποτελεί πάντοτε ένα δύσκολο ερώτημα για τους υπεύθυνους χάραξης της οικονομικής πολιτικής. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό, πώς δηλαδή θα κατανεμηθεί το φορολογικό βάρος μεταξύ των διαφόρων ειδών φόρου, υποδηλώνει αν, και σε ποιο βαθμό, ένα κράτος χαρακτηρίζεται από προηγμένη φορολογική συμμόρφωση. Κατά κανόνα, τα προηγμένα κράτη τα οποία χαρακτηρίζονται από σύγχρονη φορολογική διοίκηση, φορολογική συνείδηση, συμμόρφωση και δικαιοσύνη, δίνουν μεγαλύτερη

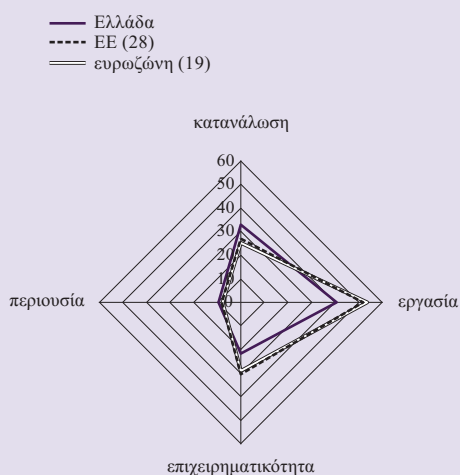
Διάγραμμα Γ Διάρθρωση φορολογικών εσόδων

(% του συνόλου)

Γ1 Διάρθρωση φορολογικών εσόδων¹ κατά κατηγορία φόρων (2017)



Γ2 Διάρθρωση φορολογικών εσόδων κατά φορολογική βάση (2016²)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της Eurostat, *Main National Accounts Tax Aggregates*.

Σημείωση: Εργασία = εργαζόμενοι, δεν συμπεριλαμβάνονται οι αυτοαπασχολούμενοι, περιουσία = φόροι ακίνητης και κινητής περιουσίας, επιχειρηματικότητα = φόροι εισοδήματος και κερδών από επιχειρηματικές δραστηριότητες επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Βλ. European Commission (2017), *Taxation Trends in the European Union, Data for the EU Member States, Iceland and Norway*, DG Taxation and Customs Union. ΕΕ (28) και ευρωζώνη (19) = απλός μέσος όρος.

1 Γενική κυβέρνηση και εισπραχθέντες φόροι.

2 Τελευταίο διαθέσιμο έτος.

με την έμμεση και άμεση φορολογία και τις ασφαλιστικές εισφορές να συνεισφέρουν ισόποσα το 1/3 των συνολικών εσόδων. Δεύτερον, αν και οι φορολογικοί συντελεστές στην εργασία, στην επιχειρηματικότητα και στην κατανάλωση είναι από τους υψηλότερους στην ΕΕ, η κατανάλωση έφερε το 2016 – σε όρους εσόδων – συγκριτικά το μεγαλύτερο φορολογικό βάρος από το αντίστοιχο στην ΕΕ και την ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα Γ2).

Πώς βοηθά την ανάπτυξη η μείωση της φορολογίας;

Ως εκ τούτου, η ανάγκη μείωσης του φορολογικού βάρους και δικαιότερης κατανομής του είναι ένα θέμα που κυριαρχεί στη δημόσια συζήτηση. Υπάρχουν ενδείξεις ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης ο πολλαπλασιαστής των φόρων στην Ελλάδα υπερέβη τη μονάδα σε απόλυτες τιμές. Τούτο σημαίνει ότι η μείωση της φορολογίας επιφέρει θετικά πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στην οικονομική δραστηριότητα, μέσω της τόνωσης τόσο της συνολικής ζήτησης όσο και της συνολικής προσφοράς. Αναλυτικότερα, από την πλευρά της *συνολικής ζήτησης*, η μείωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων αυξάνει το διαθέσιμο εισόδημα, την κατανάλωση και την αποταμίευση. Εάν μάλιστα η μείωση της φορολογίας είναι μεγαλύτερη για τα χαμηλά και μεσαία εισοδηματικά κλιμάκια, το θετικό αποτέλεσμα εισοδήματος είναι εντονότερο, δεδομένης της υψηλότερης ροπής προς κατανάλωση των κλιμακίων αυτών σε σχέση με τα υψηλά εισοδηματικά κλιμάκια. Η μείωση εξάλλου των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών και των αυτοαπασχολουμένων ενισχύει το αποτέλεσμα εισοδήματος. Περαιτέρω ενίσχυση προέρχεται και από τη μείωση της φορολογίας στα κέρδη των επιχειρήσεων, η οποία μειώνει το κόστος των επενδύσεων και παρέχει κίνητρα επενδυτικής πρωτοβουλίας, επιφέροντας αύξηση της επενδυτικής δαπάνης. Προς την ίδια κατεύθυνση, της τόνωσης δηλαδή της συνολικής ζήτησης, λειτουργεί και η επίδραση από τη μείωση της έμμεσης φορο-

λογίας, μέσω της ενίσχυσης της καταναλωτικής δαπάνης. Από την πλευρά της *συνολικής προσφοράς*, η μείωση της φορολογίας εισοδήματος των νοικοκυριών από εργασία αυξάνει το καθαρό

μετά το φόρο εισόδημα και ενισχύει το κίνητρο για εργασία.⁴ Κατ' αναλογία, η μείωση της φορολογίας εισοδήματος των επιχειρήσεων αυξάνει τη ζήτηση επενδύσεων, με θετικές επιδράσεις στο απόθεμα κεφαλαίου και κατ' επέκταση στην παραγωγικότητα της εργασίας.

Ηλεκτρονικές συναλλαγές και φορολογικά έσοδα

Έχει δειχθεί ότι η εκτεταμένη χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών αυξάνει τα φορολογικά έσοδα, συντελώντας στη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και τη δικαιότερη κατανομή του φορολογικού βάρους.⁵ Αν και η αξία των ηλεκτρονικών συναλλαγών διπλασιάστηκε μέσα στην τελευταία διετία (2016-2017), η ελληνική οικονομία παραμένει στις πρώτες θέσεις μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ που χρησιμοποιούν κυρίως μετρητά στις συναλλαγές.⁶ Η προτίμηση χρήσης μετρητών είναι δηλωτική του κινήτρου απόκρυψης εισοδήματος και αποφυγής πληρωμής φόρου, το οποίο μάλιστα σε περιβάλλον υπερφορολόγησης καθίσταται ιδιαίτερα ισχυρό. Καθώς όμως οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων και οι περιορισμοί στις τραπεζικές συναλλαγές βαθμιαία χαλαρώνουν, ενώ ταυτόχρονα η φορολογία διατηρείται σε πολύ υψηλά επίπεδα, είναι ορατός ο κίνδυνος αντιστροφής της τάσης χρήσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Αναγκαία επομένως είναι η λήψη πρωτοβουλιών για τη διατήρηση και ενίσχυση της διείσδυσης των ψηφιακών πληρωμών, αλλά και η παροχή φορολογικών κινήτρων όπως η δυνατότητα κατοχύρωσης αφορολόγητου ορίου εισοδήματος μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών με ειδική έμφαση σε κλάδους με υψηλή συχνότητα απόκρυψης εισοδημάτων, όπως τα ελεύθερα επαγγέλματα. Αξιοποιώντας τη διεθνή εμπειρία, τέτοιες πρωτοβουλίες σχετίζονται με: (α) τη βελτίωση των υποδομών ώστε να ενισχυθεί η διείσδυση των νέων τεχνολογιών στην εγχώρια οικονομία (ψηφιακό πορτοφόλι), (β) την εκπαίδευση των πολιτών ώστε να εξοικειωθούν με τα νέα μέσα πληρωμών, (γ) την αποκλειστική χρήση ψηφιακών πληρωμών στις συναλλαγές με το Δημόσιο, (δ) την ενίσχυση της συνεργασίας ανάμεσα στους εμπλεκόμενους φορείς (τράπεζες και επιχειρήσεις) και (ε) τη δημιουργία κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου για την ψηφιακή ανάπτυξη της χώρας.

Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Καταλήγουμε σε τρία συμπεράσματα πολιτικής. Πρώτον, η φορολογική πολιτική στην Ελλάδα λειτούργησε προοικονομικά, οξύνοντας τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου. Δεύτερον, ο τρόπος κατανομής του φορολογικού βάρους αποκαλύπτει μονιμότερο χαρακτήρα παθογένειες του φορολογικού μηχανισμού, που συνδέονται με την ελλιπή φορολογική συμμόρφωση και το υψηλό κόστος εισπραξιμότητας. Και τρίτον, παρά την εκτεταμένη χρήση του ψηφιακού χρήματος, ισχυρή παραμένει η προτίμηση χρήσης μετρητών, δηλωτική του κινήτρου απόκρυψης εισοδήματος σε περιβάλλον υπερφορολόγησης. Κατά συνέπεια, η μονόπλευρη εμμονή στην απόκτηση εσόδων μέσω υψηλών φορολογικών συντελεστών δεν θα πρέπει να θεωρείται αυτοσκοπός. Αντίθετα, οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής θα πρέπει να εστιάσουν το ενδιαφέρον τους στη χάραξη μιας ολοκληρωμένης φορολογικής πολιτικής που, λειτουργώντας αντικυκλικά, θα αμβλύνει τις επιπτώσεις του οικονομικού κύκλου, θα έχει αναπτυξιακό προσανατολισμό και παράλληλα, μέσω της θεραπείας των παθογενειών, θα κατανέμει το φορολογικό βάρος με βάση τις αρχές της ισότητας και της αναλογικότητας.

4 Μέτρο της αποδυνάμωσης του κινήτρου για εργασία λόγω υψηλής φορολογίας είναι η φορολογική επιβάρυνση της εργασίας (tax wedge), υπολογιζόμενη ως η διαφορά μεταξύ συνολικού ακαθάριστου και καθαρού μισθού ως ποσοστό του συνολικού κόστους εργασίας. Το 2017 η μέση φορολογική επιβάρυνση για ένα νοικοκυριό δύο εργαζομένων (αμειβόμενων στο 100% και 67% των μέσων αποδογών) με δύο παιδιά ήταν στην Ελλάδα περισσότερο από 8 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερο (39,0%) από το μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ (30,7%).

5 Για μια θεωρητική παρουσίαση του επιχειρήματος, βλ. Rogoff, K. (2014), "Costs and benefits to phasing out currency", paper presented at the NBER Macroeconomics Annual Conference, April. Για μια εμπειρική επαλήθευση χρησιμοποιώντας την πρόσφατη ελληνική εμπειρία βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaoikonomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, 17-20.

6 Με την τελευταία υπουργική απόφαση του Δεκεμβρίου 2017, η χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών έχει καταστεί υποχρεωτική για το σύνολο σχεδόν των χρηματικών συναλλαγών. Εντούτοις, εκτιμάται ότι το 2016 το 88% του όγκου και το 75% της αξίας των συναλλαγών των νοικοκυριών έγιναν με μετρητά, σε σύγκριση με το 79% του όγκου και το 54% της αξίας των συναλλαγών σε επίπεδο ευρωζώνης. Βλ. Esselink, H. and L. Hernandez (2017), "The use of cash by households in the euro area", ECB Occasional Paper, no 201, November.

Επιπλέον, ο ψηφιακός μετασχηματισμός της ελληνικής δημόσιας διοίκησης αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και από την πλευρά των δαπανών. Τα κυριότερα οφέλη αναμένεται να προέλθουν από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και τη βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων δημόσιων υπηρεσιών, καθώς, μεταξύ άλλων, ενισχύεται η ποιότητα των πληροφοριών που συνδέονται με εμπορικές συναλλαγές και διευκολύνεται η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των φορολογικών αρχών.¹¹ Η έναρξη των εργασιών, από πλευράς του Υπουργείου Οικονομικών και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ), για την υποχρεωτική εφαρμογή από 1.1.2020 της ηλεκτρονικής τιμολόγησης και της ηλεκτρονικής τήρησης βιβλίων κρίνεται προς τη σωστή κατεύθυνση.

Προς την ίδια κατεύθυνση θα μπορούσε να συμβάλει και η περαιτέρω ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Η πρόσφατη εμπειρία κατέδειξε ότι η αύξηση των εσόδων από ΦΠΑ προήλθε πρωτίστως από την αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών.¹²

Όσον αφορά το συνταξιοδοτικό σύστημα, η διαρθρωτική μεταρρύθμιση που συντελέστηκε κατά την περίοδο 2010-2017 συνεχίζει να υλοποιείται, συμβάλλοντας στη διοικητική απλοποίηση και τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του συστήματος.

Οι πιο πρόσφατες παρεμβάσεις¹³ διασφάλισαν την καθολική εφαρμογή των ενιαίων κανόνων υπολογισμού συνταξιοδοτικών παροχών βάσει του ν. 4387/2016, καθώς προβλέπουν την περικοπή από 1.1.2019 του υπερβάλλοντος ποσού (“προσωπική διαφορά”) των ήδη καταβαλλόμενων κύριων και επικουρικών συντάξεων. Με τον τρόπο αυτό, επιχείρησαν αφενός μεν να επιλύσουν εναπομείναντα θέματα διαγενεακής δικαιοσύνης στην απονομή συντάξεων, αφετέρου δε να μειώσουν την εξάρτηση του συστήματος από τον κρατικό προϋπολογισμό για χρηματοδότηση.

Η συμβολή της μεταρρύθμισης του συνταξιοδοτικού συστήματος στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητά του αναγνωρίζεται στην πιο πρόσφατη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη γήρανση του πληθυσμού την περίοδο 2016-2070 στα κράτη-μέλη της ΕΕ,¹⁴ σύμφωνα με την οποία η συνταξιοδοτική δαπάνη στην Ελλάδα κορυφώθηκε το 2016 στο 17,3% του ΑΕΠ, ενώ έως το 2070 αναμένεται να σημειώσει τη μεγαλύτερη μείωση ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ, κατά 6,6 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) του ΑΕΠ. Διευκρινίζεται επιπλέον ότι η μείωση στη συνταξιοδοτική δαπάνη αναμένεται εμπροσθοβαρής, αφού πάνω από το ήμισυ αυτής (3,9 ποσ. μον. του ΑΕΠ) θα έχει επιτευχθεί έως το 2020. Συνολικά, σε σχέση με την αντίστοιχη έκθεση που δημοσιεύθηκε το 2015,¹⁵ η ΕΕ αναθεώρησε την πρόβλεψή της για τη μείωση της συνταξιοδοτικής δαπάνης στην Ελλάδα για την περίοδο 2016-2060, από 1,3 ποσ. μον. σε 5,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, αποδίδοντας τις 3,6 ποσ. μον. της περαιτέρω μείωσης στην ασφαλιστική μεταρρύθμιση. Θετικές αναφορές στη μεταρρυθμιστική προσπάθεια των τελευταίων ετών στην Ελλάδα κάνει και ο ΟΟΣΑ σε πρόσφατες εκθέσεις του.^{16,17}

Αξίζει να σημειωθεί ότι, σε άλλη έκθεσή της που αφορά την επάρκεια των συντάξεων στα κράτη-μέλη της ΕΕ,¹⁸ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προειδοποιεί ότι η βραχυπρόθεσμη επάρκεια των συντάξεων θα επηρεαστεί αρνητικά από την περικοπή της προσωπικής διαφοράς από

11 Βλ. IMF, *Fiscal Monitor*, April 2018.

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

13 Ν. 4472/2017, “Συνταξιοδοτικές διατάξεις Δημοσίων και τροποποίηση διατάξεων του ν. 4387/2016, μέτρα εφαρμογής των δημοσιονομικών στόχων και μεταρρυθμίσεων, μέτρα κοινωνικής στήριξης και εργασιακές ρυθμίσεις, Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021 και λοιπές διατάξεις”. Για μια αναλυτική παρουσίαση των παρεμβάσεων, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Ειδικό θέμα V.2.

14 European Commission (2018), *2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*.

15 European Commission (2015), *2015 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)*.

16 OECD, *Economic Surveys – Greece*, April 2018.

17 OECD, *Pensions at a Glance*, 2017.

18 European Commission, *Pension Adequacy Report 2018*. Η έκθεση εξετάζει κατά πόσον οι σημερινές και οι μελλοντικές συντάξεις είναι επαρκείς ώστε να προστατεύσουν τους γηραιότερους από τη φτώχεια και να διασφαλίσουν ένα σταθερό εισόδημα για τους συνταξιούχους.

1.1.2019, το πάγωμα των συντάξεων μέχρι και το 2022 (μέτρα του ν. 4472/2017) και την κατάργηση του ΕΚΑΣ μέχρι το τέλος του 2019. Δεδομένων αυτών των εξελίξεων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θεωρεί πως είναι χρήσιμες πολιτικές παράτασης του επαγγελματικού βίου (active ageing policies), πολιτικές που στοχεύουν την αδήλωτη εργασία και την εισφοροδιαφυγή αλλά και πολιτικές που κατοχυρώνουν ευέλικτα τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα όσων δεν έχουν συνεχή εργασιακό βίο.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2018

Το 2018 συνεχίστηκε η ομαλή εφαρμογή του προγράμματος. Με την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, εκταμιεύθηκαν το Μάρτιο 5,7 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 3,3 δισεκ. ευρώ αφορούσαν την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου μέχρι το τέλος Ιουνίου του 2018, 1,9 δισεκ. ευρώ την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος και το υπόλοιπο 0,5 δισεκ. ευρώ την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης. Το υπολειπόμενο 1 δισεκ. ευρώ εκταμιεύθηκε στις 15 Ιουνίου, αφού πρώτα διαπιστώθηκε η επαρκής μείωση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών, αλλά και η αποτελεσματική λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών, και αφορούσε την ολική εξόφληση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης.¹⁹

Σύμφωνα με την ανακοίνωση του Eurogroup της 21ης Ιουνίου 2018, προβλέπονται εκταμιεύσεις για τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας ύψους 24,1 δισεκ. ευρώ, που θα καλύψει τις χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου για περίπου 22 μήνες μετά το τέλος του προγράμματος και ταυτόχρονα θα διευκολύνει την πρόσβαση της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων μετά το τέλος του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018.

Από το συνολικό ποσό των 86 δισεκ. ευρώ που είχε εγκριθεί για την Ελλάδα στο πλαίσιο του τρέχοντος προγράμματος, έχουν εκταμιευθεί τα 46,9 δισεκ. ευρώ. Στο Eurogroup της 21ης Ιουνίου αποφασίστηκε η εκταμίευση της

πέμπτης και τελευταίας δόσης ύψους 15 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 5,5 δισεκ. ευρώ θα χρησιμοποιηθούν για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους και 9,5 δισεκ. ευρώ για τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας.

Η άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές συμβάλλει επίσης στη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας. Μετά την επάνοδο της χώρας στις διεθνείς αγορές το 2017, το Ελληνικό Δημόσιο προσέφυγε εκ νέου στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων το Φεβρουάριο του 2018 με την έκδοση ομολόγου επταετούς διάρκειας συνολικού ύψους 3 δισεκ. ευρώ με απόδοση 3,5%. Στη συνέχεια, εν μέσω των αναταράξεων στις διεθνείς αγορές οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων κινήθηκαν ανοδικά και εξακολουθούν να διατηρούνται σε επίπεδα υψηλότερα εκείνων που παρατηρήθηκαν στο τέλος του 2017. Η εξέλιξη αυτή αναδεικνύει το γεγονός ότι η ελληνική αγορά ομολόγων είναι ιδιαίτερα ευάλωτη σε εξωτερικές αναταράξεις.

Τέλος, τα ταμειακά διαθέσιμα του κράτους ενισχύθηκαν από τη συγκέντρωση των διαθεσίμων των φορέων της γενικής κυβέρνησης σε λογαριασμό που διαθέτουν στην Τράπεζα της Ελλάδος και την αξιοποίησή τους στον κρατικό προϋπολογισμό μέσω της σύναψης πράξεων πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς (repos).

Για το 2018 αναμένεται να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος του προγράμματος. Συγκεκριμένα, στο ΜΠΔΣ 2019-2022 εκτιμάται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης (όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης) ύψους 3,56% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σύμφωνα με την Έκθεση Συμμόρφωσης, προβλέπει την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου

¹⁹ Σύμφωνα με το τεχνικό μνημόνιο συνεννόησης της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος, προκειμένου να εκταμιευθεί το ποσό της δόσης που προορίζεται για την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, απαιτείται η μείωση του συνολικού αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών κατά το 200% του ποσού της προηγούμενης δόσης. Αυτό συνεπαγόταν τη διάθεση επιπλέον ιδίων πόρων με αναλογία 1:1.

για το 2018. Η Τράπεζα της Ελλάδος επίσης εκτιμά ότι ο δημοσιονομικός στόχος του 2018 θα επιτευχθεί.

Τα διαθέσιμα στοιχεία εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) το πρώτο πεντάμηνο του 2018 καταδεικνύουν ότι οι δαπάνες του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) συγκρατήθηκαν έναντι του στόχου περιόδου, στερώντας επιπλέον πόρους από την πραγματική οικονομία. Οι οικονομικοί αυτοί πόροι θα μπορούσαν εναλλακτικά να ενισχύσουν τις δημόσιες επενδύσεις, με πολλαπλασιαστικά οφέλη για τη συνολική ζήτηση και το εθνικό προϊόν.

Επιπλέον, τα έσοδα (προ επιστροφών) του τακτικού προϋπολογισμού (ΤΠ) καταγράφουν αύξηση στο πρώτο πεντάμηνο του έτους, καθώς και υπέρβαση έναντι του στόχου περιόδου. Ωστόσο, η υπέρβαση οφείλεται πρωτίστως σε έκτακτους παράγοντες, όπως είναι η είσπραξη μεγαλύτερου του προϋπολογισμένου μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος και οι εισπράξεις χρεών παρελθόντων ετών. Παράλληλα, το σύνολο των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορολογουμένων προς το Δημόσιο αυξήθηκε και ανήλθε σε 101,6 δισεκ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του έτους. Ο ρυθμός δημιουργίας νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών έναντι του ρυθμού είσπραξης των παλαιών, παρότι βαίνει μειούμενος, παραμένει θετικός, οδηγώντας στη συσσώρευση νέου χρέους. Δεδομένης της χαμηλής εισπραξιμότητας του παλαιού χρέους,²⁰ οι εισπρακτικές αρχές θα πρέπει να συνεχίσουν και να εντείνουν τις προσπάθειές τους τουλάχιστον για την είσπραξη των νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών, όπως άλλωστε προβλέπεται και από τους βασικούς στόχους του αναθεωρημένου τεχνικού μνημονίου.²¹

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Προκειμένου να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι προκλήσεις στη νέα οικονομική συγκυρία που διαμορφώνεται μετά το τέλος του προγράμματος, θα πρέπει να δοθεί βαρύτητα στη συνέχιση και ολοκλήρωση των μεταρ-

ρυθμίσεων, ώστε να δοθεί η απαραίτητη αναπτυξιακή ώθηση στην οικονομία και να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των αγορών.

Σε αυτό το πλαίσιο, αναγκαία θεωρείται η αλλαγή του φοροκεντρικού χαρακτήρα της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής και η αναδιάταξη του δημοσιονομικού μίγματος προς μια κατεύθυνση περισσότερο φιλική προς την ανάπτυξη με μείωση των φορολογικών συντελεστών και ανακατανομή της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα.

Ειδικότερα, είναι απαραίτητο να ενταθούν οι προσπάθειες καταπολέμησης της παραοικονομίας, της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας, ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και έτσι να δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για τη μείωση των φορολογικών συντελεστών, η οποία θα τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και θα επιταχύνει την ανάπτυξη. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών, σε συνδυασμό με την ενδυνάμωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, ο εξορθολογισμός και η καλύτερη στόχευση των δαπανών ώστε να διοχετεύονται οι πόροι σε τομείς με πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, καθώς και η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας θεωρούνται πρωταρχικοί στόχοι για την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων που θα τροφοδοτήσουν έναν ενάρετο κύκλο ανάπτυξης.

Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να συμβάλουν δράσεις σχετικές με: α) την ενίσχυση 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,²² δ) την επέκταση του θεσμού των

²⁰ Σύμφωνα με την Έκθεση Απολογισμού της ΑΑΔΕ για το 2017, μόνο το 9,8% του συνόλου των ληξιπρόθεσμων οφειλών θεωρείται εισπραξιμίο.

²¹ Σχετική πρόβλεψη υπάρχει στο άρθρο 45 του πολυνομού 4549/2018 (βλ. υποσημείωση 8).

²² Η πλήρης υλοποίηση του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου αναμένεται μέχρι τα τέλη του 2020 (Επιχειρησιακό Σχέδιο ΑΑΔΕ 2018).

συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση, ε) την ταχύτερη απορρόφηση των κοινοτικών πόρων στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ 2014-2020, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων, στ) την κατάλληλη νομοθεσία για τις χρήσεις γης, ζ) την υιοθέτηση πολιτικών που ενθαρρύνουν την έρευνα και την καινοτομία,²³ διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και ενισχύουν την επιχειρηματικότητα και η) την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Κράτους.

Αναμφισβήτητα, η προσήλωση στην ολοκλήρωση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας μετά το τέλος του προγράμματος και η επακόλουθη εδραίωση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας είναι τα κύρια ζητούμενα για την απρόσκοπτη αναχρηματοδότηση του ελληνικού δημόσιου χρέους από τις αγορές κεφαλαίων και την πλήρη αποδέσμευση της Ελλάδος από τα προγράμματα στήριξης.

2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ 2018

2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2018 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καταγράφοντας πλεόνασμα 0,3% του ΑΕΠ, έναντι ισοσκελισμένου αποτελέσματος 0,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Αντίθετα, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017.

Τα συνολικά έσοδα της ΓΚ παρουσίασαν αύξηση στο τετράμηνο (1,6%), που οφείλεται στην αύξηση των εσόδων από έμμεσους

φόρους (8,8%) και από άμεσους φόρους (9,0%), των ασφαλιστικών εισφορών (3,6%), καθώς και των λοιπών εσόδων (12,0%). Οι πρωτογενείς δαπάνες παρουσίασαν αύξηση (2,9%), που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των δαπανών για κοινωνικές παροχές (2,8%), αμοιβές προσωπικού (5,7%), μεταβιβάσεις (15,4%) και αγορές αγαθών και υπηρεσιών (2,2%).

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου το 2017, το απόθεμά τους αυξήθηκε στο πρώτο τετράμηνο του 2018 κατά 44 εκατ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου 2017 και διαμορφώθηκε σε 3.358 εκατ. ευρώ.

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης από ειδική πίστωση, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2018 διοχετεύθηκαν 382,1 εκατ. ευρώ προς την πραγματική οικονομία μέσω της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών.

2.2 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2018 ο κρατικός προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου.²⁴ Συγκεκριμένα, ο ΚΠ παρουσίασε έλλειμμα 0,4% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καθώς οι μειωμένες δαπάνες για τόκους αντιστάθμισαν την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε μικρή επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,8% του ΑΕΠ, από 1,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017, καθώς οι αυξημένες επιστροφές φόρων υπεραντιστάθμισαν τα αυξημένα προεπιστροφών έσοδα του ΤΠ (+2,6%) και του

²³ Βλ. Αλπιάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2018), "Έρευνα και Καινοτομία στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Νο. 46.

²⁴ Βλ. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Μάιος 2018 (προσωρινό), ΓΛΚ.

Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ικανοί αριθμοί-Μιάως			Ποσοστιαίες μεταβολές			Ετήσια στοιχεία		Ποσοστιαίες μεταβολές	
	2016	2017	2018*	2017/16	2018*/17	2017	2018	2017/16	2018/17	
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8=7:6)	(8=7:6)	
I. Έσοδα	19.217	18.682	18.436		-1,3	51.422	54.244		5,5	
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	17.272	17.914	17.316	3,7	-3,3	48.973	50.509		3,1	
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	18.424	18.525	19.004	0,5	2,6	53.037	53.047		0,0	
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων	54	963	221			1.296	1.110			
Επιστροφές φόρων	1.206	1.573	1.909			5.360	3.648		-31,9	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.945	767	1.120			2.449	3.735		52,5	
- Ίδια έσοδα	85	149	102			485	180			
- Έσοδα από ΕΕ	1.860	618	1.017			1.964	3.555			
II. Δαπάνες	20.867	19.924	19.235		-4,5	55.690	55.188		-0,9	
(Πρωτογενείς δαπάνες ΚΠ)	17.762	16.842	16.897			49.482	49.988		1,0	
1. Τακτικός προϋπολογισμός ¹	19.753	19.169	18.441			49.740	48.438		-2,6	
- Τόκοι	3.105	3.082	2.338			6.208	5.200		-16,2	
- Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	16.648	16.087	16.103			43.532	43.238		-0,7	
- Εξοχλιστικά προγράμματα	31	117	87			472	510			
- Καταπόσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οποίων	593	553	43			886	970			
εντός γενικής κυβέρνησης	578	545	30			856	927			
εκτός γενικής κυβέρνησης	15	8	13			30	43			
- Δαπάνες αναλήψεων χρέους φορέων Γενικής Κυβέρνησης	544	192	0			192	0			
- Προμήθεια εκταμίευσης δανείων EFSF	2	2	46			69	65			
- Επιστροφές δαπανών δημόσιου χρέους	9	0	0			0	0			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.114	755	794			5.950	6.750		13,4	
III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-1.649	-1.242	-799		5,2	-4.267	-943			
% του ΑΕΠ	-0,9	-0,7	-0,4			-2,4	-0,5			
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-2.481	-1.255	-1.125			-767	2.071			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	831	12	326			-3.501	-3.015			
IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ	1.456	1.840	1.539			1.941	4.257			
% του ΑΕΠ	0,8	1,0	0,8			1,1	2,3			

Πηγή: Υποσημείο Οργανογράμμου.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση λήξιπαρόθεσμων οφειλών.

ΠΑΕ (+46%), ενώ οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες.

0,4% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,6% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Τόσο το αποτέλεσμα όσο και το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασαν σημαντική υπέρβαση έναντι του στόχου περιόδου κατά 1,4 δισεκ. ευρώ. Η υπέρβαση του αποτελέσματος έναντι του στόχου περιόδου αποδίδεται στη σημαντική υπέρβαση των προ επιτροφών εσόδων του ΤΠ και του ΠΔΕ, καθώς και στη συγκράτηση των δαπανών του ΠΔΕ.

Η επιδείνωση αυτή αποδίδεται στην επίδραση από τη βάση σύγκρισης, αφού την αντίστοιχη περυσινή περίοδο η μεταβολή των λοιπών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος (εκτός του λογαριασμού Ελληνικού Δημοσίου/Ε.Δ. “Συγκέντρωση Εισπράξεων και Πληρωμών” – 200) ήταν θετική εξαιτίας: (α) της είσπραξης εσόδων αποκρατικοποιήσεων ύψους περίπου 1 δισεκ. ευρώ, που αφορούν πρωτίτως την παραχώρηση των δικαιωμάτων χρήσης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, καθώς και (β) της μεταφοράς ποσού ύψους περίπου 2 δισεκ. ευρώ από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (έσοδα Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος από την πώληση της Finansbank) για την αποπληρωμή δανείου προς τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM).

2.3 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΕ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το πρώτο πεντάμηνο του 2018 παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017 (βλ. Πίνακα V.3). Αντίστοιχα, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ επιδεινώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα

Αντίθετα, βελτίωση παρουσίασαν κυρίως ο ΤΠ, λόγω αυξημένων εσόδων και λιγότερο

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος - Μάιος	
	2016	2017*	2017	2018*
Κρατικός προϋπολογισμός	-3.569	-4.434	-320	-1.670
% του ΑΕΠ	-2,0	-2,5	-0,2	-0,9
– Τακτικός προϋπολογισμός ³	-1.464 ⁴	-925 ⁵	-337 ⁶	-2.069 ⁷
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-2.105	-3.510	17	399

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

⁵ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 3.383 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

⁶ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 2.996,3 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 544 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

⁷ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 289,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 614,2 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 445,4 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 25 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 662 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

αυξημένων πρωτογενών δαπανών, και δευτερευόντως ο ΠΔΕ, λόγω σημαντικά αυξημένων εσόδων και λιγότερο αυξημένων δαπανών για επενδύσεις.

2.4 ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2017 αυξήθηκε σε απόλυτες τιμές σε 317.407 εκατ. ευρώ, από 315.009 εκατ. ευρώ, ενώ ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε σε 178,6% του ΑΕΠ, από 180,8% του ΑΕΠ το 2016, λόγω της επίδρασης του παρονομαστή. Η αύξηση αυτή αντανακλά, μεταξύ άλλων, την εκταμίευση πόρων ύψους 1,6

δισεκ. ευρώ από τον ESM στο πλαίσιο του προγράμματος για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ, καθώς και την άντληση 1,4 δισεκ. ευρώ από τις αγορές κεφαλαίων.

Το ΜΠΔΣ 2019-2022 προβλέπει περαιτέρω αύξηση της ονομαστικής αξίας του δημόσιου χρέους, το οποίο εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 335.000 εκατ. ευρώ ή 183,1% του ΑΕΠ το 2018. Η ονομαστική διεύρυνση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει μεταξύ άλλων την εκτιμώμενη άντληση πόρων από τον ESM και από τις αγορές για τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Προχωρεί αργά αλλά σταθερά η αντιμετώπιση της βασικότερης πρόκλησης στο τραπεζικό σύστημα, δηλ. των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, το πρόβλημα ωστόσο παραμένει ακόμη σοβαρό. Τα αποτελέσματα των τραπεζών βελτιώνονται (είναι ωστόσο ακόμη αδύναμα), οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας διατηρούνται υψηλοί και η διάθροση των πηγών ρευστότητας των τραπεζών γίνεται πλεονεκτικότερη. Πράγματι, οι μακροοικονομικές εξελίξεις, καθώς επίσης και το πλέγμα των περιορισμών που έχουν θεσπιστεί στο τραπεζικό σύστημα, προστάτησαν την καταθετική βάση των πιστωτικών ιδρυμάτων και μάλιστα υποβοήθησαν την επαύξησή της. Τα γεγονότα αυτά, και ιδίως η ενδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας, συμβάλλουν ώστε η πιστωτική συρρίκνωση να μη χειροτερεύσει, τουναντίον η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχει κατ' ουσίαν παύσει να περιορίζεται πλέον. Οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων και η διαφορά τους από το αντίστοιχο γερμανικό ομόλογο κατέγραψαν σημαντικές διακυμάνσεις, μέχρι στιγμής το 2018, γύρω από την υποκείμενη μακροχρόνια πτωτική τους τάση, απηχώντας εν μέρει τη μεταβλητότητα που επηρέασε τις παγκόσμιες αγορές τίτλων και τελευταία τις πολιτικές εξελίξεις, κυρίως στην Ιταλία. Παρομοίως, η εξέλιξη των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών χαρακτηρίστηκε από ευρείες διακυμάνσεις το α' εξάμηνο του 2018, μετά τη σαφώς ανοδική πορεία το 2017. Οι αποδόσεις επί των διεθνών ομολόγων των ελληνικών επιχειρήσεων διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα κατά το πρώτο ήμισυ του 2018, μετά από σχεδόν αδιάκοπη πολύμηνη αποκλιμάκωση. Τέλος, στο πεδίο της ιδιωτικής ασφάλισης, η παραγωγή ασφαλιστρών και το συνολικό ενεργητικό του κλάδου εμφάνισαν βελτίωση το 2017, ενώ συνεχίστηκαν με αμείωτο ρυθμό οι εποπτικές και νομοθετικές δράσεις με έμφαση στην προστασία των καταναλωτών και την κάλυψη των απαιτήσεων της Φερεγγυότητας II.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Με βάση τα πλέον πρόσφατα ετήσια στοιχεία που αφορούν το έτος 2017, το μέγεθος των

ζημιών στο τραπεζικό σύστημα (μετά τους φόρους και λαμβανομένων υπόψη των διακοπόμενων δραστηριοτήτων) περιορίστηκε.

Οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο όσον αφορά την κυριότερη πρόκληση την οποία αντιμετωπίζουν, δηλ. τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, καθώς μείωσαν το απόθεμα αυτών των στοιχείων κατά περίπου 10% στη διάρκεια του 2017 και κατά 2,1% το α' τρίμηνο του 2018 ώστε το απόθεμα να διαμορφωθεί σε 92,4 δισεκ. ευρώ. Όμως ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων είναι ακόμη υψηλός (48,5% στο τέλος Μαρτίου του 2018).² Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος βρίσκονται κοντά στο 16% και τα αποτελέσματα της πρόσφατης άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων ήταν ενθαρρυντικά, καθώς δείχνουν ότι ακόμη και υπό πολύ δυσμενείς υποθετικές συνθήκες η κεφαλαιακή βάση των ελληνικών τραπεζών θα διατηρηθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Όσον αφορά τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος, οι πρόσφατες εξελίξεις υπήρξαν ευνοϊκές: η εξάρτηση από χρηματοδοτικούς πόρους της κεντρικής τράπεζας – ιδίως από έκτακτη χρηματοδότηση – περιορίστηκε, η καταθετική βάση ενισχύθηκε σε απόλυτο ύψος και ως ποσοστό του παθητικού του τραπεζικού συστήματος και τα πιστωτικά ιδρύματα εξέδωσαν και πάλι, για πρώτη φορά από το 2014, καλυμμένες ομολογίες.

Πράγματι, το υπόλοιπο των τραπεζικών καταθέσεων συνέχισε να ακολουθεί ανοδική πορεία, ώστε να σημειώσει αύξηση μέχρι τον Απρίλιο του 2018 κατά τι λιγότερο από 10% (υπολογιζόμενη με βάση τη σωρευτική καθαρή ροή καταθέσεων) σε σύγκριση με το χρονικό σημείο της επιβολής των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα. Κατά το διάστημα που μεσολάβησε από τότε, έλαβαν χώρα σημαντικής έκτασης επανακατάθεση αποθη-

¹ Το κείμενο βασίζεται κατά το πλείστον σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 15.6.2018.

² Ο αντίστοιχος λόγος διαμορφώνεται σε 43,1% αν ληφθούν υπόψη και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία.

σαυρισμένων τραπεζογραμματίων σε εγχώριους τραπεζικούς λογαριασμούς και επαναπατριsmός κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η συρρίκνωση της τραπεζικής χρηματοδότησης φαίνεται να έχει σταματήσει πλέον όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και οι κλάδοι του εμπορίου, των μεταφορών εκτός από τη ναυτιλία και του τουρισμού απορροφούν νέες τραπεζικές πιστώσεις. Η εξέλιξη της επιχειρηματικής πίστης δεν είναι μόνο συνεπής με την καταγραφείσα ενδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και με την αποκλιμάκωση των αντίστοιχων δανειακών επιτοκίων, ενώ τα δανειακά επιτόκια για τα νοικοκυριά ακολούθησαν ήπια ανοδική πορεία σε ονομαστικούς όρους (όπως επίσης και σε πραγματικούς όρους) κατά την περίοδο από τις αρχές του 2017 μέχρι τις αρχές του 2018.

Σε εύθετο χρόνο αναμένεται να αρχίσει να παρουσιάζεται κάποια ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα προς τον ιδιωτικό τομέα σε ένα περιβάλλον οικονομικής ανόδου και στέρεας οικονομικής εμπιστοσύνης. Η επιτάχυνση της τραπεζικής χρηματοδότησης θα διευκολύνει τη μεγέθυνση της καταθετικής βάσης των τραπεζών, αλλά η αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων θα τροφοδοτηθεί περαιτέρω από την επανακατάθεση τραπεζογραμματίων και την επιστροφή κεφαλαίων από το εξωτερικό, καθώς η ψυχολογία της κρίσης θα εκλείπει. Η άνοδος όμως των καταθέσεων θα αποτελέσει ανεξάρτητο παράγοντα ενίσχυσης της πιστοδοτικής ικανότητας των τραπεζών. Τα επιτόκια καταθέσεων δεν θα χρειαστεί να αυξηθούν σημαντικά, ενώ η απόστασή τους από τα δανειακά επιτόκια των τραπεζών θα καταστεί δυνατόν να σμικρυνθεί καθώς θα προχωρεί η εξυγίανση των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών. Επίσης, το κόστος αναχρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική τράπεζα θα διατηρηθεί αμετάβλητο για πολλούς μήνες ακόμη και πιθανότατα πολύ χαμηλό για αρκετά έτη, δεδομένων των ενδείξεων που παρέχει το Ευρωσύστημα για τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Η αξιολογία αύξηση του γενικού δείκτη των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών που σημειώθηκε το 2017 αντιστράφηκε μερικώς κατά διαστήματα μετά τις αρχές του 2018. Η μακροχρόνια υποκείμενη πτωτική τάση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ενδεικτικά στη 10ετή διάρκεια) επισκιάστηκε, κατά καιρούς το α' εξάμηνο του 2018, από τις ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις που μεταδόθηκαν εν όψει των εξελίξεων στις διεθνείς αγορές. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των εγχώριων κρατικών τίτλων παραμένει θετική. Η πορεία προοδευτικής συρρίκνωσης της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ δεκαετών ελληνικών κρατικών ομολόγων και του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου υπέκειτο σε διακυμάνσεις το α' εξάμηνο του 2018, μάλιστα διακόπηκε προσωρινά το δίμηνο Μαΐου-Ιουνίου μέχρι οι αποφάσεις του Eurogroup στις 21 Ιουνίου να ενθαρρύνουν την περαιτέρω συρρίκνωση του spread. Οι αποδόσεις των διεθνών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα παρουσίασαν κατά βάση συνεχή αποκλιμάκωση μέχρι και τον Απρίλιο του 2018, αλλά μεταβλητότητα κατόπιν. Κατά την υπό εξέταση περίοδο σημαντικά γεγονότα, όσον αφορά τις αγορές κεφαλαίων, αποτέλεσαν η ανταλλαγή των κρατικών ομολόγων με ολιγάριθμες σειρές νέων ομολόγων που αύξησε την εμπορευσιμότητα των τίτλων, οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελληνικής Δημοκρατίας, η έκδοση νέου 7ετούς κρατικού τίτλου και τέλος οι βαρυσήμαντες αποφάσεις του προαναφερθέντος Eurogroup. Επίσης, πραγματοποιήθηκαν αρκετές νέες εκδόσεις διεθνών ομολόγων αλλά και ομολόγων στην εγχώρια αγορά από ελληνικές επιχειρήσεις εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα, κυρίως στη διάρκεια του 2017.

Αναφορικά με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα βασικά τους χρηματοοικονομικά μεγέθη και οι δείκτες φερεγγυότητας εμφάνισαν βελτίωση το 2017. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος ως εποπτική αρχή, μέσω συναντήσεων με στελέχη των επιχειρήσεων και επιτόπιων ελέγχων, συνέχισε να δίνει έμφαση στον υπολογισμό των τεχνικών προβλέψεων

και των κεφαλαιακών απαιτήσεων και στην αξιολόγηση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου, του επιχειρηματικού μοντέλου, της εφαρμοζόμενης επενδυτικής πολιτικής, της συνέπειας και ποιότητας των στοιχείων και αναφορών που υποβάλλουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις και της προσαρμογής των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

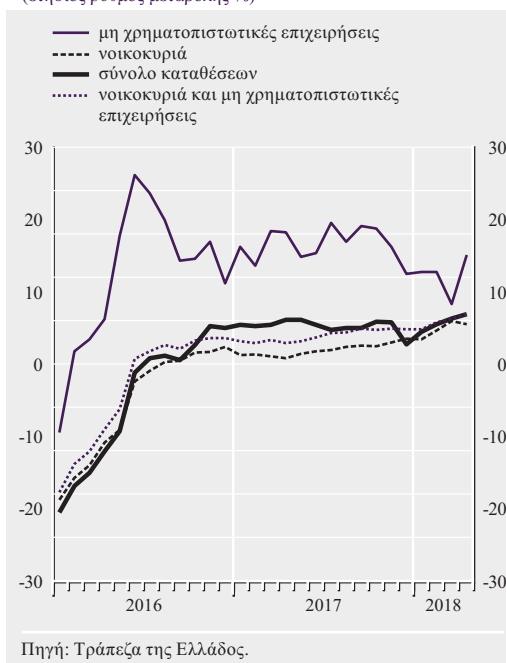
Το 2017 και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2018 οι καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες σημείωσαν άνοδο. Οι κυριότεροι παράγοντες που υποβοήθησαν την εξέλιξη αυτή ήταν η αρχόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η σταδιακή βελτίωση της εμπιστοσύνης. Από τον Ιούνιο του 2015, οπότε εισήχθησαν οι περιορισμοί στις αναλήψεις μετρητών, στις διεθνείς πληρωμές και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό, οι συνολικές καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες έχουν αυξηθεί κατά 14,6 δισεκ. ευρώ (ή κατά περίπου 9%).³

Ειδικότερα, οι καταθέσεις του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα (δηλ. των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων), οι οποίες αποτελούν την πιο σταθερή πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες, αυξήθηκαν συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου 2017-Απριλίου 2018 κατά 5,7 δισεκ. ευρώ (ή κατά 4,8%), καταγράφοντας σημαντική επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου τους (βλ. Διάγραμμα VI.1). Η άνοδος των καταθέσεων έλαβε χώρα παρά την ταυτόχρονη συρρίκνωση της τραπεζικής χρηματοδότησης, η οποία αφορούσε σχεδόν εξ ολοκλήρου τα νοικοκυριά.

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών, που αντιπροσωπεύουν το σημαντικότερο μέρος (70% περίπου) του συνόλου των καταθέσεων, αυξήθηκαν κατά 4,1 δισεκ. ευρώ κατά την επισκοπούμενη περίοδο και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους διπλασιάστηκε (Δεκ. 2016: 2,5%, Απρ. 2018: 5,6%). Σημαντική για την εξέλιξη των καταθέσεων αυτής της κατηγορίας ήταν η

Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2016-Απρίλιος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



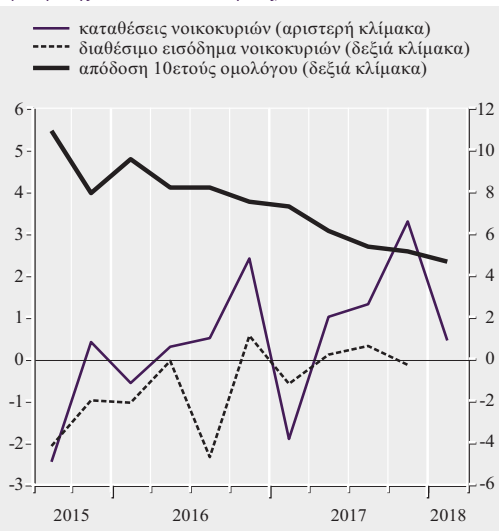
αξιολόγηση συγκράτηση το 2017 του ρυθμού μείωσης του (πραγματικού) διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Αντίστοιχα, οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 13% του συνόλου, ενισχύθηκαν κατά 1,6 δισεκ. ευρώ. Ωστόσο, ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους μετριάστηκε, καθώς οι καταθέσεις αυτές είχαν σημειώσει υψηλούς ρυθμούς ανόδου το αμέσως προηγούμενο διάστημα (βλ. Διάγραμμα VI.1). Πέρα από τους ευνοϊκούς παράγοντες που αναφέρθηκαν προηγουμένως, θετική, αν και σχετικά επιβραδυνόμενη, επίδραση στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων ασκεί η διευρυνόμενη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών στις καθημερινές συναλλαγές, η οποία επεκτείνεται διαδοχικά προς συναλλαγές μικρότερες

³ Με βάση τη σωρευτική καθαρή ροή των συνολικών καταθέσεων για την περίοδο αυτή. Οι συνολικές καταθέσεις περιλαμβάνουν τις καταθέσεις των εγχώριων νοικοκυριών, των εγχώριων επιχειρήσεων (μη χρηματοπιστωτικών, ασφαλιστικών και λοιπών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων), της γενικής κυβέρνησης και των μη κατοίκων.

Διάγραμμα VI.2 Καταθέσεις των νοικοκυριών, πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και απόδοση κρατικού 10ετούς ομολόγου (γ' τρίμ. 2015-α' τρίμ. 2018)

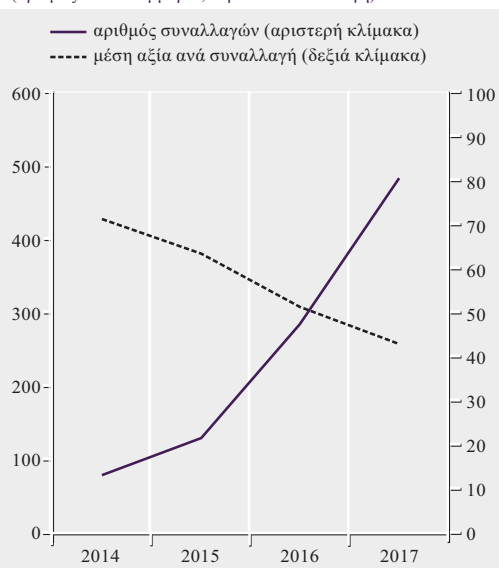
(τριμηνιαία σωρευτική ροή σε δισεκ. ευρώ, ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, ποσοστό % ετησίως)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ και Thomson Reuters.

Διάγραμμα VI.3 Συναλλαγές αγορών με κάρτες πληρωμών στην Ελλάδα^{1,2} (2014-2017)

(αριθμός σε εκατομμύρια, ευρώ ανά συναλλαγή)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Για το 2017 τα στοιχεία είναι προσωρινά.

2 Τα στοιχεία αφορούν συναλλαγές αγορών στην Ελλάδα με κάρτες που έχουν εκδοθεί από εγχώριους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών και δεν περιλαμβάνουν συναλλαγές με χρήση καρτών σε ΑΤΜ.

αξίας (βλ. Διάγραμμα VI.3). Πράγματι, ο αριθμός των εγχώριων συναλλαγών αγορών με κάρτες⁴ εκτιμάται ότι το 2017 αυξήθηκε περαιτέρω κατά 72% έναντι του 2016 (2016: 279 εκατ. συναλλαγές (+128%), 2015: 122 εκατ. συναλλαγές (+73%)). Αντίστοιχα, η αξία των εν λόγω συναλλαγών εκτιμάται ότι ενισχύθηκε το 2017 κατά 43% έναντι του 2016 (2016: 14 δισεκ. ευρώ (+83%), 2015: 8 δισεκ. ευρώ (+54%)). Από την άλλη πλευρά, αρνητική επίδραση στο ύψος των καταθέσεων των επιχειρήσεων πιθανόν να άσκησε το γεγονός ότι οι προσπάθειες των τραπεζών για είσπραξη των επιχειρηματικών δανείων έχουν ενταθεί στο πλαίσιο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Στο πλαίσιο της αναλογικά ισχυρότερης ανόδου των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε σύγκριση με εκείνη των νοικοκυριών, η οποία επήλθε μετά την εισαγωγή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, το μερίδιο των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις συνολικές καταθέσεις ενισχύθηκε κατά μέσο όρο κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε 13% έναντι 11% το 2016, ενώ αντίθετα το μερίδιο των νοικοκυριών υποχώρησε σε 71% από 73%.

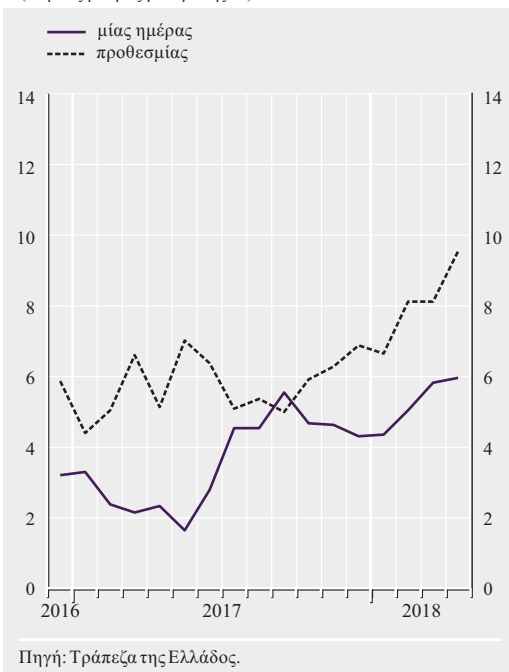
Όσον αφορά την εξέλιξη των καταθέσεων με βάση το βαθμό ρευστότητάς τους, οι καταθέσεις μίας ημέρας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών,⁵ οι οποίες αποτελούν την πιο εύκολα ρευστοποιήσιμη μορφή καταθέσεων και συνδέονται με την οικονομική δραστηριότητα, συνέχισαν να αυξάνονται στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου 2017-Απριλίου 2018 με σταδιακά επιταχυνόμενο ρυθμό (βλ. Διάγραμμα VI.4). Οι καταθέσεις προθεσμίας του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα, που εξυπηρετούν επενδυτικούς σκοπούς σε ένα περιβάλλον όπου οι δυνατότητες τοποθετήσεων σε περιουσιακά στοιχεία στο εξωτερικό είναι περιο-

4 Τα στοιχεία αφορούν συναλλαγές αγορών στην Ελλάδα με κάρτες που έχουν εκδοθεί από εγχώριους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών και είναι προσωρινά. Σημειώνεται ότι στις εν λόγω συναλλαγές δεν περιλαμβάνονται οι συναλλαγές με τη χρήση καρτών σε Αυτόματες Ταμειολογιστικές Μηχανές (ΑΤΜ).

5 Οι καταθέσεις μίας ημέρας περιλαμβάνουν τις καταθέσεις όψεως, τους τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου.

Διάγραμμα VI.4 Καταθέσεις εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητάς τους (Δεκέμβριος 2016-Απρίλιος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



ρισμένες, συνέχισαν επίσης να ενισχύονται με επιταχυνόμενο ρυθμό (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η ανάκαμψη των καταθέσεων προθεσμίας υποδηλώνει σταδιακή ανάκτηση της εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα και είναι συνεπής με το γεγονός ότι οι εγχώριες καταθέσεις προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις σε σύγκριση με ανάλογες τοποθετήσεις στο εξωτερικό,⁶ ενώ η ανάκαμψη αυτή ενισχύθηκε παράλληλα από κατάλληλες τροποποιήσεις του πλέγματος των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα. Η χαλάρωση των περιορισμών αυτών γίνεται σταδιακά και έχει διάφορες πτυχές, με την πλέον πρόσφατη απόφαση⁷ να αφορά περαιτέρω αύξηση των ορίων αναλήψεων μετρητών, μεταφοράς χαρτονομισμάτων στο εξωτερικό και διεθνών πληρωμών μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η επανακατάθεση αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα λόγω της σταδιακής βελτίωσης του κλίματος στην

οικονομία και της επέκτασης της χρήσης των ηλεκτρονικών πληρωμών, αλλά και η εισροή τραπεζογραμματίων ευρώ από ξένους επισκέπτες στη χώρα μας, είχαν ως συνέπεια να συνεχιστεί η πτωτική πορεία της εκτιμώμενης νομισματικής κυκλοφορίας ως ποσοστού της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3). Ειδικότερα, το ποσοστό αυτό υποχώρησε σε 19% τον Απρίλιο του 2018 από 24% το Δεκέμβριο του 2016, παραμένει ωστόσο σημαντικά υψηλότερο από εκείνο της περιόδου 2003-2009 πριν από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης (7%). Επιπρόσθετα, μεταξύ Δεκεμβρίου 2016 και Απριλίου 2018, σημειώθηκε επιστροφή κεφαλαίων στη χώρα μας από τοποθετήσεις κατοίκων (επιχειρήσεων και νοικοκυριών) σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στο εξωτερικό (1,7 δισεκ. ευρώ από αμοιβαία κεφάλαια και 1,8 δισεκ. ευρώ από καταθέσεις).

Η αναμενόμενη περαιτέρω βελτίωση της εμπιστοσύνης και η επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας – εάν μάλιστα συνεπάγεται αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών – θα έχουν ως συνέπεια την ενδυνάμωση της ανόδου των καταθέσεων στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Ευνοϊκά αναμένεται να επιδράσει επίσης στις καταθέσεις και η προβλεπόμενη ενίσχυση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών (βλ. ενότητα VI.3).

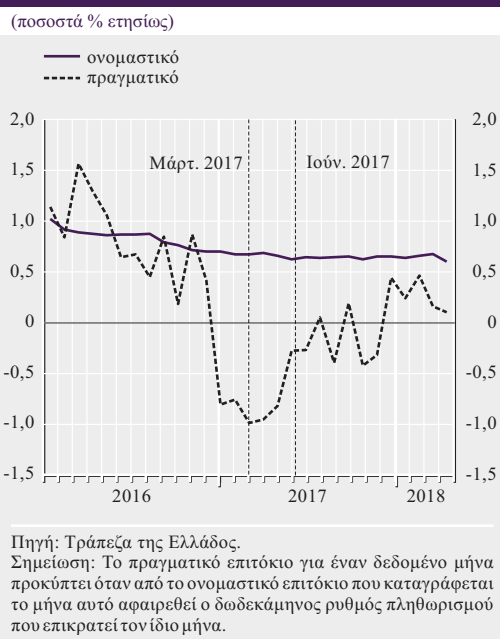
2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Η πτωτική τάση που επί σειρά ετών παρατηρείται στα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα εξασθένησε και τα ονομαστικά επιτόκια έφθασαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας, περιλαμβανομένων των καταθέσεων των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, παρέμεινε κατά

⁶ Το επιτόκιο καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος από τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 0,63% κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο σε σύγκριση με 0,38% κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ.

⁷ Βλ. Απόφαση Υπουργού Οικονομικών ΔΧΠ 0001387 ΕΞ 2018/Χ.Π. 1176 (ΦΕΚ 1943/31.5.2018).

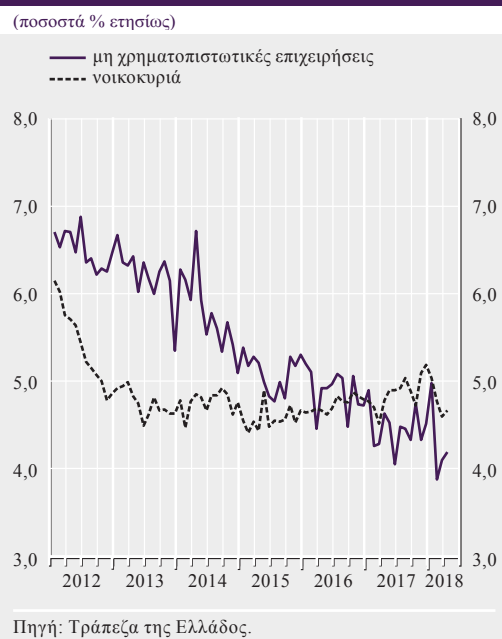
Διάγραμμα VI.5 Μέσο επιτόκιο νέων καταθέσεων προθεσμίας μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών (Ιανουάριος 2016-Απρίλιος 2018)



μέσο όρο σε 0,7% το α' τετράμηνο του 2018 (2017: 0,7%). Σε πραγματικούς όρους, οι αποδόσεις των καταθέσεων αποταμιευτών (μετά την παρακράτηση του φόρου επί των τόκων των τραπεζικών καταθέσεων) αυξήθηκαν προοδευτικά, κυρίως ως συνέπεια της επιβράδυνσης του ρυθμού πληθωρισμού, και είναι πλέον θετικές (βλ. Διάγραμμα VI.5).

Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διατήρησε πτωτική τάση, ηπιότερη ωστόσο σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα VI.6). Το επιτόκιο αυτό διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 4,2% το α' τετράμηνο του 2018 στα δάνεια καθορισμένης διάρκειας και σε 5,4% στις πιστώσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια (αλληλόχρεοι λογαριασμοί, υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως). Η κατά κανόνα ελκυστικότερη τιμολόγηση των δανείων με καθορισμένη λήξη είναι συνεπής με το γεγονός ότι σ' αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται συνθηθέστερα δάνεια μεγάλης αξίας ή δάνεια τα οποία καλύπτονται με εμπράγματα

Διάγραμμα VI.6 Ονομαστικό επιτόκιο νέων δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιανουάριος 2012-Απρίλιος 2018)



εξασφαλίσαις. Επιπλέον, η αβεβαιότητα ως προς την ικανότητα της δανειολήτριας επιχείρησης να εξυπηρετεί με συνέπεια τις δανειακές της υποχρεώσεις αναμένεται να είναι οξύτερη όταν αυτές έχουν τη μορφή διευκόλυνσης χωρίς προδιαγεγραμμένη ημερομηνία λήξης. Ομοίως, οι πιστώσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια ενέχουν αβεβαιότητα ως προς το ύψος της ρευστότητας το οποίο ενδέχεται να δεσμεύσει ο δανειολήπτης και το οποίο άρα πρέπει η τράπεζα να εξασφαλίσει από κάποια πηγή.⁸ Δεν είναι προσδιορίσιμο με ακρίβεια εκ των προτέρων μέχρι ποίου ποσού θα εξαντλήσει στην πράξη τα χορηγηθέντα πιστωτικά όρια ο οφειλέτης. Αντίθετα, η έκταση στην οποία χρησιμοποιείται η πιστωτική διευκόλυνση από τον δανειολήπτη κυμαίνεται στο χρόνο.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά διατήρησε, για τρίτο έτος κατά σειρά,

⁸ A. Kashyap, R. Rajan and J. Stein (2002), "Banks as liquidity providers: An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking", *Journal of Finance*, vol. LVII, no 1, 33-73.

ανοδική τάση, η οποία παρατηρείται και για κάθε μία από τις συνιστώσες του χωριστά (δηλ. τα επιτόκια στην κάθε κατηγορία στεγαστικών δανείων και σχεδόν σε όλες ανεξαιρέτως τις κατηγορίες καταναλωτικής πίστης). Επισημαίνεται ότι το κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παρέμεινε μικρότερο σε σύγκριση με το αντίστοιχο των νοικοκυριών, εξέλιξη η οποία, στο μέτρο που αντανάκλα επιδράσεις από την πλευρά της προσφοράς πιστώσεων (και όχι αδυναμία της ζήτησης για λόγους άλλους από την υπεροχή της εσωτερικής χρηματοδότησης), σημαίνει ότι το τραπεζικό σύστημα στηρίζει κατά προτεραιότητα τις παραγωγικές επενδύσεις και την εξαγωγική δραστηριότητα.

Σε πραγματικούς όρους όμως το κόστος δανεισμού των νοικοκυριών (Ιαν. 2017-Απρ. 2018: 3,9%) προσεγγίζει τη μέση τιμή που είχε την περίοδο πριν από την εκδήλωση της κρίσης (2003-Σεπτ. 2009: 3,7%), ενώ το αντίστοιχο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρείται υψηλότερο σε σύγκριση με την προ της κρίσης περίοδο (3,5%, έναντι 2,4%).

Οι εξελίξεις στα τραπεζικά επιτόκια δανεισμού συνδέονται αφενός με τις μεταβολές στο κόστος αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου με τις εκτιμήσεις για τον πιστωτικό κίνδυνο. Την υπό εξέταση περίοδο το κατά προσέγγιση κόστος άντλησης χρηματοδοτικών πόρων προς αναδανεισμό, στο οποίο συνυπολογίζονται μέσω στάθμισης οι πόροι από την κεντρική τράπεζα και οι καταθέσεις λιανικής από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (οι λοιπές πηγές χρηματοδότησης των τραπεζών έχουν συγκριτικά μικρότερη ποσοτική σημασία), εξακολούθησε να υποχωρεί, αλλά ηπιότερα σε σύγκριση με τα έτη που είχαν προηγηθεί. Πέραν της μείωσης του ονομαστικού κόστους των επιμέρους πηγών αναχρηματοδότησης, τα πιστωτικά ιδρύματα τροποποίησαν τη διάρθρωση του παθητικού τους υπέρ των φθηνότερων και εν γένει πλεονεκτικότερων πηγών αναχρηματοδότησης. Έτσι, η έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ), από 15%

του παθητικού κατά μέσο όρο το 2016, έχει περιοριστεί σε 5% το α' τετράμηνο του 2018, το μερίδιο της άτοκης ή και με αρνητικό επιτόκιο χρηματοδότησης την οποία τα πιστωτικά ιδρύματα αντλούν συμμετέχοντας στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος επίσης περιορίστηκε από 8% σε 4%, το μερίδιο των πωλήσεων τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς του Ευρωσυστήματος αντιπροσώπευε 17% περίπου της συνολικά αντλούμενης χρηματοδότησης, ενώ το υπόλοιπο των καταθέσεων αυξήθηκε από 42% του παθητικού σε 52% του παθητικού.

Επιπρόσθετα, είναι πιθανόν ότι οι εκτιμήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων για τον πιστωτικό κίνδυνο⁹ βελτιώθηκαν, μεταξύ άλλων υπό το φως του γεγονότος ότι επιβραδύνθηκε ελαφρά ο ρυθμός εμφάνισης νέων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (πέραν αυτών που υποτροπίασαν) στους ισολογισμούς τους. Άλλη ένδειξη που συνηγορεί υπέρ της άμβλυνσης του πιστωτικού κινδύνου είναι ότι συγκρατείται η πτώση των τιμών των κατοικιών, που κατ' ουσίαν αντανάκλουν την αξία των συνηθέστερων εξασφαλίσεων του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών. Εξάλλου, το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων υποχωρεί, εξέλιξη η οποία συμβάλλει στον περιορισμό του εύρους του περιθωρίου μεταξύ δανειακών επιτοκίων και επιτοκίων χρηματοδότησης των τραπεζών (λ.χ. των επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων).

Όσον αφορά τη μελλοντική πορεία του κόστους τραπεζικού δανεισμού, εύλογα αναμένεται να ασκηθούν πτωτικές πιέσεις (α) καθώς η πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών θα βελτιώνεται προοδευτικά με την αναμενόμενη άνοδο των εισοδημάτων και της απασχόλησης και (β) σε συνέπεια με την παρατηρούμενη μείωση των λειτουργικών εξόδων των τραπεζών. Το κόστος άντλησης χρηματοδότησης από την κεντρική τράπεζα αναμένε-

⁹ Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στον κίνδυνο που απορρέει από την έλλειψη βεβαιότητας ότι τα χορηγηθέντα δάνεια θα αποπληρωθούν στο σύνολό τους. Όσο ενισχύεται η αβεβαιότητα, τόσο αυξάνεται το ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνουν τα πιστωτικά ιδρύματα στο επιτόκιο δανεισμού ως αποζημίωση για την ανάληψη του κινδύνου.

ται να διατηρηθεί σε χαμηλό επίπεδο, δεδομένων των ενδείξεων που έχει παράσχει το Ευρωσύστημα ότι η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνει διευκολυντική. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς την οικονομία και ειδικότερα προς το τραπεζικό σύστημα της χώρας θα βελτιώσει τις συνθήκες άντλησης ρευστότητας. Κάποιο κίνδυνο για άνοδο στο κόστος αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων συνιστά η πιθανότητα αύξησης του κόστους δανεισμού στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Αναπόφευκτα στο απώτερο μέλλον θα αυξηθεί και το κόστος άντλησης διαθεσίμων από την ενιαία αγορά χρήματος. Καθώς οι τράπεζες πλέον έχουν σχεδόν εξαντλήσει τη δυνατότητα να αντλούν πόρους από ελκυστικές πηγές όπως η πώληση τίτλων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), θα βοηθούσε, προκειμένου να μετριαστεί ο κίνδυνος αύξησης του κόστους αναχρηματοδότησής τους και τυχόν συνακόλουθης επιδείνωσης των όρων τραπεζικής χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, αν διατηρείτο η παρέκκλιση (waiver)¹⁰ σε σχέση με την αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος, για όσο χρόνο η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας παραμένει χαμηλότερη της επενδυτικής βαθμίδας.

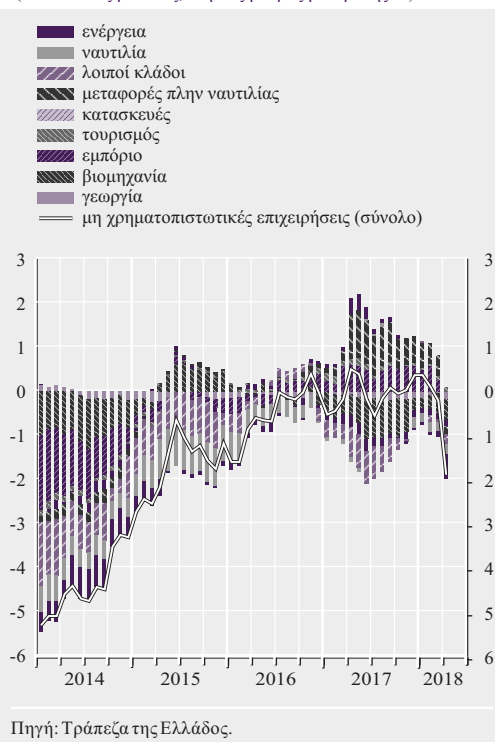
3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε κοντά στο μηδέν το 2017 και τους τρεις πρώτους μήνες του 2018. Η συρρίκνωση της τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά συνεχίστηκε με σχεδόν αμετάβλητο ρυθμό.

Σημαντική θετική συμβολή στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είχε το α' τρίμηνο του 2018 (όπως και καθ' όλο το διάστημα από το β' εξάμηνο του 2016) ο κλάδος του εμπορίου, μετά από αρνητική συμβολή επί

Διάγραμμα VI.7 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: συμβολές κλάδων στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής (Ιανουάριος 2014-Απρίλιος 2018)

(ποσοστιαίες μονάδες, ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

σχεδόν 5,5 έτη (βλ. Διάγραμμα VI.7). Παρομοίως, θετική συμβολή, για τρίτο έτος κατά σειρά, είχαν ο κλάδος των μεταφορών (πλην ναυτιλίας) και ο κλάδος του τουρισμού. Αντίθετα, σχεδόν αδιαλείπτως κατά τα τελευταία έτη, αρνητική συμβολή είχαν ο τομέας της βιομηχανίας όπως επίσης και οι τομείς των κατασκευών και της γεωργίας.

Αναλυτικότερα, σε ό,τι αφορά τη συμβολή των πιστώσεων προς τον κλάδο του εμπορίου, παρατηρείται ότι ο κλάδος αυτός επιδρά σημαντικά στο σύνολο των πιστώσεων, καθώς κατέχει υψηλό μερίδιο στο συνολικό υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης. Η μεταστροφή σε θετικούς ετήσιους ρυθμούς μετα-

¹⁰ Με την Απόφαση (ΕΕ) 2016/1041, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει άρει, από τις 29 Ιουνίου 2016, σε σχέση με τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα έκδοσης ή πλήρους εγγύησης της Ελληνικής Δημοκρατίας, τις ελάχιστες απαιτήσεις του Ευρωσυστήματος όσον αφορά την πιστοληπτική διαβάθμιση. Οι απαιτήσεις αυτές καθορίζονται στην Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2015/510 (ΕΚΤ/2014/60).

βολής της χρηματοδότησης από τις εγχώριες τράπεζες προς τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο εμπόριο (λιανικό, χονδρικό, εμπόριο αυτοκινήτων) μπορεί να συνδεθεί με τη μετάβαση σε θετικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής το 2017 των αντίστοιχων δεικτών κύκλου εργασιών (τόσο σε τρέχουσες τιμές όσο και σε σταθερές τιμές έτους 2010). Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας των δυνητικών δανειοληπτών ενισχύει τη ζήτηση τραπεζικής χρηματοδότησης, αλλά και ενθαρρύνει την προσφορά δανειακών κεφαλαίων εκ μέρους των τραπεζών, καθώς συμβαδίζει με άμβλυνση του πιστωτικού κινδύνου. Παρόμοια είναι η αιτιολόγηση της ανόδου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τους κλάδους των μεταφορών και του τουρισμού. Επίσης, στην περίπτωση της χρηματοδότησης προς τον κλάδο των κατασκευών η πιστωτική συρρίκνωση είναι συνεπής με την αρνητική εικόνα που παρουσιάζουν οι σχετικοί οικονομικοί δείκτες, μεταξύ των οποίων και η αρνητική εξέλιξη της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας το 2017 (σε σταθερές τιμές). Αντίθετα, η αρνητική συμβολή των τραπεζικών δανείων προς τον κλάδο της βιομηχανίας (χωρίς να συμπεριλαμβάνεται η ενέργεια) δεν συμφωνεί με την καταγραφή κατά τη διετία 2015-2016 ανόδου της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας¹¹ σε σταθερές τιμές και τις θετικές επιδόσεις άλλων δεικτών (όπως η ανοδική εξέλιξη το 2017 του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση και του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής). Η αναντιστοιχία αυτή ενδεχομένως εν μέρει αντανακλά τη χρησιμοποίηση εσωτερικών πόρων και την ευχέρεια ορισμένων μεγαλύτερων επιχειρήσεων να προσφεύγουν σε απευθείας εξωτερική χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης χρεογράφων.

Οι προοπτικές ανάκαμψης της τραπεζικής χρηματοδότησης παραμένουν θετικές. Μετά την πρόσφατη σταθεροποίηση του ρυθμού μεταβολής των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, η μετάβαση σε θετικούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης είναι εφικτή κατά το τρέχον έτος όσον αφορά τις επιχειρήσεις και αργότερα όσον αφορά τα νοικοκυριά, εν όψει της αναμενόμενης επιτάχυνσης της οικονομι-

κής ανάπτυξης και του ευνοϊκού κλίματος εμπιστοσύνης που θα ενισχυθεί με την ολοκλήρωση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Επιπροσθέτως, η πιθανή μελλοντική ανάκαμψη του δείκτη τιμών κατοικιών αναμένεται να επιδράσει θετικά στην εξέλιξη των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά. Η βελτίωση στις συνθήκες ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων αναμένεται να συνεχιστεί. Ο υπό εξέλιξη περιορισμός των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, ο οποίος μάλιστα αναμένεται να ενταθεί στο άμεσο μέλλον, είναι δυνατόν να συνοδευθεί από εξοικονόμηση πόρων προς διάθεση σε τραπεζικά δάνεια.

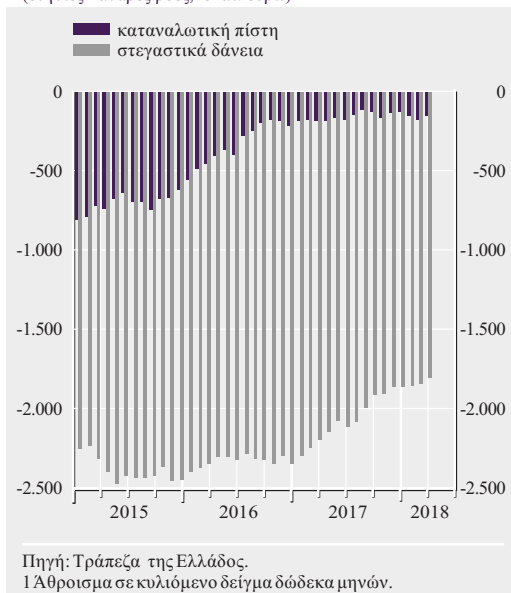
Επιπροσθέτως, ο περιορισμός της προσφυγής στο μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης (ELA) αποδεσμεύει τις τράπεζες από μια δαπανηρή δανειακή υποχρέωση. Η απεξάρτηση από τον εν λόγω μηχανισμό είναι εφικτή, υπό την προϋπόθεση ότι τα πιστωτικά ιδρύματα διαθέτουν στα χαρτοφυλάκιά τους αποδεκτούς τίτλους. Αυτό είναι δυνατόν να εξασφαλιστεί σε κάποια έκταση κατ' αρχάς με τη διατήρηση του *waiver*. Εξάλλου, οι ελληνικές τράπεζες είναι σε θέση να αντλήσουν, όπως και κατά το παρελθόν, χρηματοδότηση μέσω των αγορών κεφαλαίων με την έκδοση ομολόγων.

Πάντως, τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία, που αφορούν το α' τετράμηνο του 2018, δείχνουν ότι η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή (ύψους 421 εκατ. ευρώ) νέων τραπεζικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των νέων δανείων που χορηγήθηκαν για να αναχρηματοδοτηθούν υφιστάμενες πιστώσεις, ήταν μικρότερη από ό,τι η μέση μηνιαία ροή το 2017 (509 εκατ. ευρώ). Η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης (ακαθάριστη ροή νέων πιστώσεων με ή χωρίς προκαθορισμένη διάρκεια μείον χρεολύσια προς αποπληρωμή υφιστάμενων δανείων) το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους ήταν αρνητική, έναντι χαμηλής θετικής μηνιαίας ροής

¹¹ Το 2016 είναι η τελευταία διαθέσιμη περίοδος, εφόσον δεν συμπεριληφθεί η ενέργεια. Εφόσον συμπεριληφθεί και η ενέργεια, το 2017 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία για το σύνολο της βιομηχανίας εμφανίζει ετήσια αύξηση.

Διάγραμμα VI.8 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά (Ιανουάριος 2015-Απρίλιος 2018)

(ετήσιες καθαρές ροές,¹ εκατ. ευρώ)



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

κατά μέσο όρο το 2017. Τέλος, όσον αφορά τα νέα τραπεζικά δάνεια τα οποία χορηγήθηκαν προς τα νοικοκυριά με προκαθορισμένη λήξη (χωρίς να συμπεριληφθούν τα δάνεια προς αναχρηματοδότηση πιστώσεων οι οποίες εξυπηρετούνται κανονικά, στο πλαίσιο επαναδιαπραγμάτευσης των όρων), η μέση μηνιαία ροή το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2018 ανήλθε στο ίδιο σχεδόν ύψος με εκείνη κατά το 2017, τόσο στην περίπτωση των δανείων τα οποία χρηματοδοτούν καταναλωτικές δαπάνες όσο και στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων. Η μέση μηνιαία καθαρή ροή του συνόλου της καταναλωτικής πίστης (βλ. Διάγραμμα VI.8) ήταν πιο αρνητική την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2018 έναντι του 2017, ενώ η ροή της στεγαστικής πίστης παρέμεινε το ίδιο αρνητική, σε σύγκριση με το 2017.

4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

4.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Από την αρχή του 2017 μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2018, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των

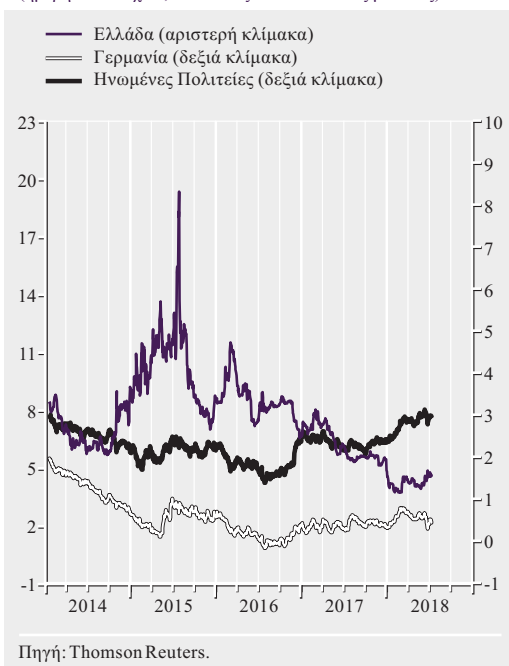
ΗΠΑ προέβη σε πέντε αυξήσεις του εύρους-στόχου του επιτοκίου επί των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal funds rate), δεδομένης της επέκτασης της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα αυτή με σταθερά υψηλούς ρυθμούς και της συνακόλουθης συνεχιζόμενης ανόδου της απασχόλησης. Οι αυξήσεις του επιτοκίου πολιτικής ενσωματώθηκαν σχεδόν πλήρως στις αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων τίτλων. Η σταδιακή αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ αναμένεται σταδιακά να οδηγήσει σε αύξηση των επιτοκίων διεθνώς. Ταυτόχρονα, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων (10ετών) και βραχυπρόθεσμων (2ετών) τίτλων στις ΗΠΑ μειώθηκε σημαντικά, γεγονός που προκαλεί προβληματισμό σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας πέραν του ορίζοντα των 2ετών ομολόγων.

Στη ζώνη του ευρώ η συνεχιζόμενη, αν και με μικρότερους όγκους, πολιτική αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα συνέβαλε, κατά τη διάρκεια του 2017, στη σύγκλιση των αποδόσεων των ομολόγων χαμηλότερης και υψηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, παρά τις κατά καιρούς διακυμάνσεις. Επίσης, στις αγορές εταιρικών ομολόγων, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ τίτλων με διαβάθμιση BBB και τίτλων με αντίστοιχη διάρκεια αλλά διαβάθμιση AAA, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη, παρέμεινε κατά τη διάρκεια του 2017 σε επίπεδα που αντιστοιχούν στο χαμηλότερο τεταρτημόριο της κατανομής, υποδεικνύοντας αυξημένη ροπή των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων. Η ροπή αυτή παρατηρήθηκε και στις αγορές μετοχών, όπου οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας διαμορφώθηκαν στο τέλος του 2017 σε συγκριτικώς χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι στην αρχή του έτους.

Κατά τη διάρκεια του 2018, παρατηρήθηκαν αναταράξεις κατά καιρούς, με πλέον πρόσφατη αιτία τις πολιτικές εξελίξεις στην Ιταλία που οδήγησαν σε αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων ορισμένων κρατών-μελών με χαμηλότερη πιστοληπτική δια-

Διάγραμμα VI.9 Αποδόσεις κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας (Ιανουάριος 2014-Ιούνιος 2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



βάθμιση.¹² Σε συνάφεια με τις εξελίξεις αυτές αυξήθηκε η ροπή των επενδυτών προς αποφυγή κινδύνων, με αποτέλεσμα τη μετακίνηση κεφαλαίων προς ομόλογα κρατών-μελών που θεωρούνται πιο ασφαλή. Κατά συνέπεια, η αύξηση των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων που είχε παρατηρηθεί τους πρώτους μήνες του 2018 (βλ. Διάγραμμα VI.9) αντιστράφηκε, με αποτέλεσμα τον Ιούνιο του 2018 η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου να βρίσκεται περίπου στα επίπεδα στα οποία βρίσκονταν στην αρχή του έτους (0,41% στις 15.6.2018).

Σε χαμηλά επίπεδα παραμένουν οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, αν και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2018 παρατηρήθηκε αυξητική τάση (κατά περίπου 25 μ.β., των αποδόσεων κυρίως των εταιρικών ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση), εξέλιξη που σχετίζεται και με τη μείωση του όγκου των μηνιαίων αγορών τίτλων από το

Ευρωσύστημα. Στις αγορές μετοχών, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2018 παρατηρήθηκαν οριακές μεταβολές ως προς τις επιδόσεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη. Επισημαίνεται ωστόσο ότι οι βασικοί δείκτες αποτίμησης στις ΗΠΑ φαίνεται να βρίσκονται κοντά στα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Πάντως, το επενδυτικό κλίμα είναι ευμετάβλητο, όπως φάνηκε κατά τη διάρκεια των πρώτων έξι μηνών του 2018 από τις αναταράξεις στις αγορές τόσο σε σχέση με τις κατά καιρούς γεωπολιτικές και πολιτικές εξελίξεις, όσο και σε σχέση με την επίδραση των τάσεων για προστατευτισμό στο διεθνές εμπόριο. Τέλος, οι αποδόσεις και αποτιμήσεις, αλλά και η απορρόφηση των κατά καιρούς αναταράξεων στις αγορές, αναμένεται να επηρεαστούν και από την πρόσφατη ανακοίνωση της ΕΚΤ για περαιτέρω μείωση του όγκου αγοράς τίτλων με χρονικό προσδιορισμό για το μηδενισμό του.

4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) μειώθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του 2017 (βλ. Διάγραμμα VI.9), ως αποτέλεσμα τόσο του ευνοϊκού διεθνούς περιβάλλοντος όσο και των εγχώριων εξελίξεων, κυρίως της επίδρασης των θετικών αξιολογήσεων του ελληνικού προγράμματος και της αύξησης της ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά ομολόγων. Η αύξηση της ρευστότητας προέκυψε κυρίως ως αποτέλεσμα της ανταλλαγής το Νοέμβριο του 2017 των ομολόγων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement – PSI) στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους το 2012, με 5 νέους τίτλους, λήξης από το 2023 έως το 2042. Στη συνέχεια, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων σταθεροποιήθηκαν ή μειώθηκαν ελα-

¹² Η επίπτωση των αναταράξεων μετριάστηκε μερικώς μόνο από την πολιτική αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα καθώς, όπως προαναφέρθηκε, αυτή γίνεται πλέον με χαμηλότερους όγκους από ό,τι στο παρελθόν.

φρώς, στις βραχυχρόνιες διάρκειες, τον Ιανουάριο του 2018.

Ωστόσο, από το Φεβρουάριο του 2018 οι αποδόσεις παρουσιάζονται αυξημένες, κυρίως λόγω της επίδρασης των εξελίξεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Συγκεκριμένα, λόγω της απότομης αύξησης της μεταβλητότητας το Φεβρουάριο και των πολιτικών εξελίξεων στην Ιταλία το Μάιο του 2018, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων κινήθηκαν ανοδικά, με αποτέλεσμα να διατηρούνται σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα εκείνων που παρατηρήθηκαν στο τέλος του 2017, παρά τη βελτίωση των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών και την περαιτέρω αναβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας.¹³ Έτσι, στις 15 Ιουνίου 2018 η απόδοση του τίτλου 10ετούς διάρκειας βρισκόταν 41 μ.β. υψηλότερα από το επίπεδο στις αρχές του 2018, στο 4,5%, ενώ η απόδοση του τίτλου 5ετούς διάρκειας επίσης αυξήθηκε κατά περίπου 27 μ.β. σε σύγκριση με τις 31.12.2017. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκε ελαφρώς (διαφορά αποδόσεων 10ετούς και 5ετούς τίτλου στις 15.6.2018: 72 μ.β.). Επίσης, η διαφορά των αποδόσεων του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου από τις αποδόσεις του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας (spread) αυξήθηκε περαιτέρω στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Ιουνίου 2018, βρισκόμενη στις 409 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VI.9).

Επισημαίνεται ότι οι ανωτέρω εξελίξεις υποδεικνύουν την ιδιαίτερη ευαισθησία των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις συνθήκες μεταβλητότητας διεθνώς, και εν γένει σε συστημικούς κινδύνους, και συνεπώς πρέπει να αξιολογηθούν εν όψει νέων εκδόσεων στις οποίες ενδεχομένως θα προχωρήσει το Ελληνικό Δημόσιο προσεχώς. Επιπλέον, θα πρέπει να συνυπολογιστεί η μεταβολή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής από σημαντικές κεντρικές τράπεζες η οποία ξεκίνησε το 2017 και έχει εντατικοποιηθεί το 2018. Στο πλαίσιο αυτό, ενδεχόμενη αντιστροφή της ροπής των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνου αναμένεται να πλήξει περισσότερο τις απο-

δόσεις χρεογράφων και αξιολογών υψηλότερου κινδύνου όπως είναι τα ελληνικά.

Το 2017 η συναλλακτική δραστηριότητα στην εγχώρια αγορά παρέμεινε γενικά υποτονική, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να ανέρχεται σε περίπου 2 εκατ. ευρώ. Μετά την ολοκλήρωση της προαναφερθείσας ανταλλαγής ομολόγων, οι συναλλαγές αυξήθηκαν σημαντικά. Έτσι, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2018 η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ ανήλθε σε 19 εκατ. ευρώ, προσεγγίζοντας τα επίπεδα του 2014. Βέβαια, ο όγκος συναλλαγών στην ΗΔΑΤ αποτελεί μικρό μέρος της συνολικής δραστηριότητας σε ελληνικούς τίτλους, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2018 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων, που συναθροίζει εγχώριες και διεθνείς συναλλαγές, παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, ανερχόμενη σε 327 εκατ. ευρώ (αντίστοιχο διάστημα του 2017: 338 εκατ. ευρώ).

Όσον αφορά την εκδοτική δραστηριότητα, το Φεβρουάριο του 2018 το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε έναν νέο τίτλο 7ετούς διάρκειας (με ετήσιο τοκομερίδιο 3,375% και απόδοση στην έκδοση 3,5%), αντλώντας 3 δισεκ. ευρώ από τη διεθνή αγορά ομολόγων. Επίσης, συνεχίστηκε η έκδοση εντόκων γραμματίων τρίμηνης και εξαμηνιαίας διάρκειας (Ιαν.-Ιούν. 2018: 18 δισεκ. ευρώ, σύνολο 2017: 39 δισεκ. ευρώ) ενώ εκδόθηκαν και δύο τίτλοι με ετήσια διάρκεια, με αποτέλεσμα την άντληση επιπλέον 2 δισεκ. ευρώ. Τέλος, παρατηρείται υποχώρηση του κόστους δανεισμού των εντόκων γραμματίων, με τις αποδόσεις των πιο πρόσφατων εκδόσεων να κυμαίνονται μεταξύ 0,7% (3μηνιαία) και 0,85% (6μηνιαία).

4.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι αποτιμήσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επι-

¹³ Συγκεκριμένα, στις 19.1.2018 ο οίκος Standard and Poor's αναβάθμισε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας σε B από B-. Επίσης, στις 21.2.2018 ο οίκος Moody's αναβάθμισε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας σε B3 από Caa2, στις 4.5.2018 ο οίκος DBRS προχώρησε σε αναβάθμιση από CCC σε B και στις 25.6.2018 ο οίκος Standard and Poor's προέβη σε εκ νέου αναβάθμιση από B σε B+.

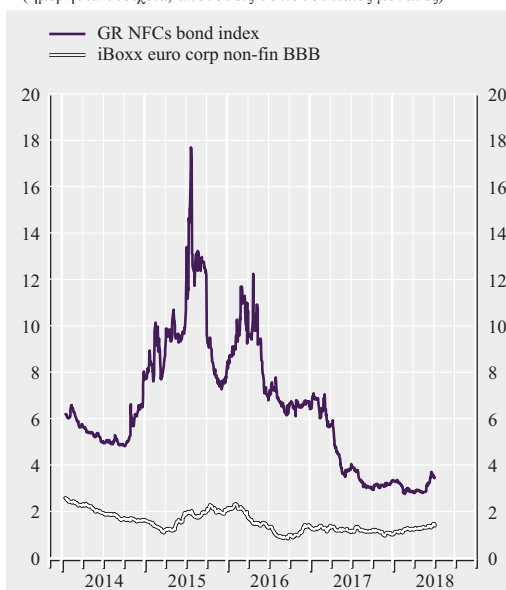
χειρήσεις σε διεθνείς κεφαλαιαγορές συνέχισαν να βελτιώνονται τόσο κατά το 2017 όσο και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2018, με αποτέλεσμα ο δανεισμός των ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές αλλά και στην εγχώρια αγορά ομολόγων να πραγματοποιείται με χαμηλό κόστος.

Οι αποδόσεις ακολούθησαν σταθερά καθοδική τάση από την αρχή του 2017 και η υποχώρηση συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2018. Στη συνέχεια, από τον Απρίλιο του 2018 η πτώση ανακόπηκε και οι αποδόσεις των ομολόγων αυξήθηκαν στα επίπεδα του τέλους του 2017, ως αποτέλεσμα τόσο των διεθνών αναταράξεων όσο και των εξελίξεων σε συγκεκριμένες εταιρίες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, που επηρέασαν τη στάση των επενδυτών ευρύτερα προς τις ελληνικές επιχειρήσεις. Έτσι, στις 15.6.2018 η μεσοσταθμική απόδοση των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές, όπως καταγράφεται από το δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος (BOG GR NFC index), διαμορφώθηκε σε 3,48% στις 15.6.2018, υψηλότερη κατά 8 μ.β. σε σύγκριση με την αρχή του 2018 (βλ. Διάγραμμα VI.10), έχοντας αυξηθεί σημαντικά τους τελευταίους δύο μήνες της υπό εξέταση περιόδου (για το 2018, χαμηλότερη τιμή: 2,79% στις 2.2.2018, υψηλότερη τιμή: 3,75% στις 30.5.2018). Την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2018, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από άλλα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν συγκριτικά περισσότερο, με την απόδοση του δείκτη iBoxx για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με διαβάθμιση BBB να διαμορφώνεται στις 15.6.2018 σε 1,4%.

Κατά τη διάρκεια του 2017 πραγματοποιήθηκαν από ελληνικές επιχειρήσεις τέσσερις νέες εκδόσεις διεθνών ομολόγων, συνολικής αξίας περίπου 1,3 δισεκ. ευρώ, με σκοπό κυρίως την αναχρηματοδότηση προγενέστερου δανεισμού με μεσοσταθμικό κουπόνι 3,88% και μεσοσταθμική διάρκεια 5 ετών. Εξάλλου, παρατηρήθηκε αύξηση της εκδοτικής δραστηριότητας

Διάγραμμα VI.10 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2014-Ιούνιος 2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Thomson Reuters Datastream (iBoxx euro corp non-fin BBB).

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

στην εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων, η οποία λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια του 2017 εκδόθηκαν 7 νέοι εταιρικοί τίτλοι συνολικής αξίας 622 εκατ. ευρώ, με μέσο σταθμικό κουπόνι 3,4%, ενώ στη διάρκεια της περιόδου 1.1-15.6.2018 εκδόθηκαν ακόμη δύο τίτλοι, αντλώντας συνολικά κεφάλαια ύψους 210 εκατ. ευρώ με μεσοσταθμικό κουπόνι 3,55%.

Από το 2013 έως σήμερα ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, κυρίως μέσω θυγατρικών τους, έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές ομόλογα ονομαστικής αξίας 7,3 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 2,5 δισεκ. ευρώ έχουν χρησιμοποιηθεί για αναχρηματοδότηση τίτλων στη λήξη τους. Κατά συνέπεια, η ονομαστική αξία των υφιστάμενων τίτλων που έχουν εκδώ-

σει ελληνικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές είναι 4,8 δισεκ. ευρώ.

Η έκδοση ομολόγων από ελληνικές επιχειρήσεις των μη χρηματοπιστωτικών κλάδων τόσο εγχωρίως όσο και διεθνώς μπορεί να αποτελέσει σημαντική πηγή χρηματοδότησης για την ελληνική οικονομία, εφόσον συνεχιστεί η παρατηρούμενη τάση. Οι δυνατότητες των εγχώριων επιχειρήσεων να αντλήσουν χρηματοδότηση από την εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων, καθώς και η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά θα ενισχυθούν με την εφαρμογή βέλτιστων διεθνών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης και λογοδοσίας και με την ενίσχυση της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς.

4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

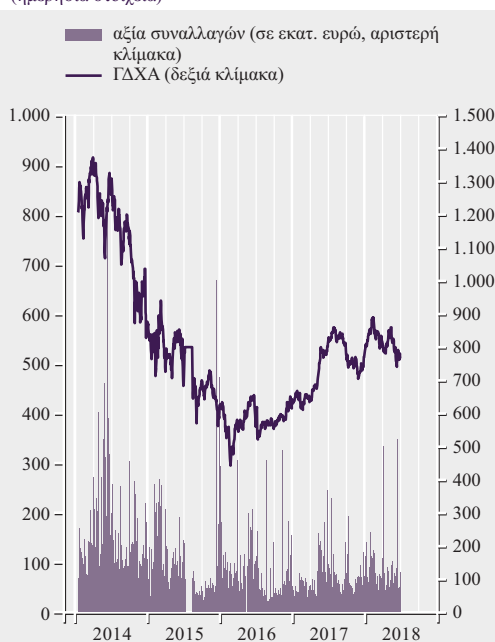
4.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) κατά το 2017 ακολούθησαν έντονα ανοδική τάση, διαμορφώνοντας επιδόσεις καλύτερες από εκείνες των άλλων ευρωπαϊκών αγορών μετοχών, με τις μετοχές μεγάλων βιομηχανικών εταιριών να παρουσιάζουν αξιολογες αποδόσεις. Οι θετικές επιδόσεις ανακόπηκαν κατά τους πρώτους έξι μήνες του 2018, παρά τις εξελίξεις στην κερδοφορία μεγάλων, εξαγωγικών κυρίως, εισηγμένων εταιριών, λόγω αύξησης της μεταβλητότητας για λόγους που προαναφέρθηκαν. Έτσι, οι αποδόσεις των μετοχών του ΧΑ, κατά τους πρώτους έξι μήνες του 2018 παρουσιάζονταν σημαντικά πιο αδύναμες τόσο σε σύγκριση με το 2017 όσο και με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές αγορές το 2018 (βλ. Διάγραμμα VI.11).

Ειδικότερα, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε θετική απόδοση 24,7% κατά το έτος 2017, ενώ την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2018 κατέγραψε πτώση περίπου 6,8%. Στην εξέλιξη αυτή σημαντικά επέδρασαν οι ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με την αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων της εταιρίας Folli Follie, ήδη από τις αρχές Μαΐου, με αποτέλεσμα την υπο-

Διάγραμμα VI.11 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2014-Ιούνιος 2018)

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές, με βάση την Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας, ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

βολή μηνυτήριας αναφοράς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Την ίδια περίοδο ο τραπεζικός κλάδος ακολούθησε την τάση της αγοράς, καταγράφοντας πτώση 6,1% (αν και οι αποδόσεις εμφάνισαν σημαντικό εύρος μεταξύ των επιμέρους τραπεζών από -38,8% έως +7,5%), παρά την πρόοδο στην αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων και την ανακοίνωση ευνοϊκών αποτελεσμάτων των ασκήσεων προσομοίωσης στις αρχές Μαΐου 2018. Οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν οριακά και κατά την περίοδο 1.1-15.6.2018, παρά τις αρνητικές εξελίξεις στην αγορά. Ο δείκτης των βιομηχανιών και βιομηχανικών υπηρεσιών παρουσίαζε στις 15.6.2018 άνοδο 0,4% σε σχέση με την αρχή του έτους. Τέλος, αύξηση εμφάνισε την περίοδο 1.1-15.6.2018

του 2018 η συναλλακτική δραστηριότητα, ανερχόμενη στα 69 εκατ. ευρώ¹⁴ (2017: 59 εκατ. ευρώ).

4.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η αποδοτικότητα των εισηγμένων επιχειρήσεων εμφανίζεται βελτιωμένη κατά το οικονομικό έτος 2017 σε σύγκριση με το 2016. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 137 μη χρηματοπιστωτικών ομίλων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σημαντική ποσοστιαία αύξηση εμφάνισαν τόσο οι πωλήσεις (9,3%) όσο και το σύνολο των κερδών προ φόρων (16,9%),¹⁵ το οποίο υποβοηθήθηκε από τη μείωση των καθαρών χρηματοοικονομικών εξόδων (κατά 9,3%). Η μείωση αυτή οφείλεται σχεδόν εξ ολοκλήρου στις ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν εκδώσει εταιρικά ομόλογα σε διεθνείς κεφαλαιαγορές, ο συνολικός δανεισμός των οποίων μειώθηκε κατά 4,2% το οικονομικό έτος 2017 σε σύγκριση με το 2016, με τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα να εμφανίζουν μείωση κατά 16,5%.

Η ανωτέρω εικόνα αντανακλά κυρίως τις επιδόσεις επιχειρήσεων στους κλάδους της βιομηχανίας, των πρώτων υλών, της ενέργειας και της τεχνολογίας. Στον αντίποδα, υστέρηση παρουσίασαν οι κλάδοι των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και τηλεπικοινωνιών. Γενικότερα, παραμένει μεγάλος ο αριθμός των εταιριών (35% επί του συνόλου) που εμφανίζουν, προ φόρων, είτε μείωση κερδοφορίας είτε διεύρυνση ζημιών.

Ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων ανά μετοχή (EV/EBITDA) έχει αυξηθεί στο τέλος Μαΐου του 2018 σε σύγκριση με ένα χρόνο νωρίτερα, με καλύτερες αποδόσεις να παρουσιάζουν οι βιομηχανικές εταιρίες και οι εταιρίες ενέργειας. Σημειώνεται επίσης ότι ο ανωτέρω αριθμοδείκτης για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά συνεχίζει να υπολείπεται εκείνου του πανευρωπαϊκού δείκτη Stoxx Europe 600.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Οι κυριότερες εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα το 2017 και το α' τρίμηνο του 2018 ήταν η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε υψηλό επίπεδο (όπως επιβεβαιώθηκε για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες και από τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που διενήργησε η ΕΚΤ στις αρχές Μαΐου του 2018), η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών και η συνεχής υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) σε συμμόρφωση με τους τεθέντες στόχους. Επισημαίνεται ωστόσο ότι τα μεγέθη που προσδιορίζουν την κερδοφορία παραμένουν αδύναμα, ενώ το απόθεμα των ΜΕΑ παραμένει ιδιαίτερα υψηλό.

Ειδικότερα, με βάση τα πλέον πρόσφατα στοιχεία του α' τριμήνου του 2018, τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν μείωση σε σύγκριση με το α' τρίμηνο του 2017 (βλ. Πίνακα VI.1). Όσον αφορά τα έσοδα, καταγράφηκε υποχώρηση των εσόδων από τοκοφόρες εργασίες, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από την αύξηση που εμφάνισαν τα έσοδα από προμήθειες και χρηματοοικονομικές πράξεις. Τα καθαρά έσοδα από τόκους, που αποτελούν το 72% του συνόλου των καθαρών εσόδων, συνέχισαν να μειώνονται, καθώς εκτός από την αρνητική επίδραση της απομόχλευσης, δηλ. του περιορισμού του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών που παρατηρήθηκε και τα προηγούμενα τρίμηνα, είχαμε και την επίπτωση από την εφαρμογή του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9/IFRS 9) από την 1η Ιανουαρίου 2018. Έτσι, η σημαντική υποχώρηση των εσόδων από τόκους δεν καλύφθηκε από το όφελος που είχαν οι τράπεζες από τη μείωση των εξόδων για τόκους λόγω του περιορισμού της προσφυγής τους σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος και της μικρής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων καταθέσεων. Τα καθαρά έσοδα

¹⁴ Χωρίς τις μεταβιβάσεις πακέτων μετοχών η μέση αξία υποχωρεί σε 64 εκατ. ευρώ.

¹⁵ Σημειώνεται ωστόσο ότι αν στα κέρδη αυτά προστεθούν οι τόκοι και οι αποσβέσεις (EBITDA) η βελτίωση είναι οριακή (2,0%).

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζικών ομίλων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	α' τρίμηνο 2017	α' τρίμηνο 2018	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	2.092,91	2.062,37	-1,5
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.702,20	1.484,72	-12,8
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	390,71	577,65	47,8
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	279,85	294,45	5,2
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	114,02	256,10	124,6
- Λοιπά έσοδα	-3,16	27,10	-
Λειτουργικά έξοδα	-1.028,86	-1.155,19	12,3
Δαπάνες προσωπικού	-533,04	-670,68	25,8
Διοικητικά έξοδα	-405,38	-390,58	-3,7
Αποσβέσεις	-90,44	-93,94	3,9
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)	1.064,05	907,17	-14,7
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-938,19	-824,29	-12,1
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-13,16	12,10	-
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-7,78	-35,50	356,6
Κέρδη προ φόρων	104,93	59,48	-43,3
Φόροι	-39,21	-25,54	-34,9
Κέρδη/ζημιές από διακοπόμενες δραστηριότητες ²	35,15	25,03	-28,8
Κέρδη μετά από φόρους	100,86	58,97	-41,5

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις τραπεζικών ομίλων.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Οι ζημιές από διακοπόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

από προμήθειες συνέχισαν να αυξάνονται λόγω της αύξησης των προμηθειών λιανικής τραπεζικής και της αποπληρωμής μέρους των ομολόγων του Πυλώνα II του ν. 3723/2008, τα οποία αποτελούσαν υποχρεώσεις επί των οποίων οι τράπεζες κατέβαλλαν στο Δημόσιο προμήθειες. Όσον αφορά τα έξοδα, συνεχίζεται η προσπάθεια για περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω εξορθολογισμού του δικτύου των καταστημάτων και του προσωπικού. Η αύξηση που παρατηρήθηκε το α' τρίμηνο του 2018 είναι τεχνικής φύσεως, καθώς τα μεγέθη επηρεάστηκαν βραχυπρόθεσμα από το πρόγραμμα εθελουσίας εξόδου μιας τράπεζας.

Συνολικά, και λόγω του σχετικά μικρότερου ύψους των προβλέψεων για τον πιστωτικό

κίνδυνο το α' τρίμηνο του 2018 σε σύγκριση με τα προηγούμενα τρίμηνα, το α' τρίμηνο του 2018 καταγράφηκαν μικρά κέρδη. Υπενθυμίζεται ότι στο τέλος του 2017 το σύνολο του τραπεζικού τομέα είχε εμφανίσει ζημιές οι οποίες ωστόσο ήταν μικρότερες σε σύγκριση με το 2016. Φαίνεται δηλαδή μια σταδιακή βελτίωση του επιπέδου κερδοφορίας των τραπεζών, το οποίο παραμένει ωστόσο σε χαμηλά επίπεδα.

Βελτιωμένες ήταν οι συνθήκες ρευστότητας για τις ελληνικές τράπεζες κατά τη διάρκεια του 2017, τάση που συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2018, καθώς παρατηρήθηκε σταδιακή αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων, ενώ και οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες άντλησαν, για πρώτη φορά μετά το 2014, κεφαλά

λαια ύψους 2.250 εκατ. ευρώ¹⁶ από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με την έκδοση καλυμμένων ομολογιών. Ταυτόχρονα, όπως προαναφέρθηκε, συνεχίστηκε ο περιορισμός της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης παροχής ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος. Για την περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας των τραπεζών θα ήταν χρήσιμο να διατηρηθεί και μετά τη λήξη του προγράμματος η παρέκκλιση (waiver) όσον αφορά την αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, οι Δείκτες Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας παρέμειναν στο τέλος του α' τριμήνου του 2018 σε υψηλά επίπεδα (15,8% και 16,4% αντίστοιχα). Τους πρώτους μήνες του 2018 διεξήχθη, στο πλαίσιο της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, η σχετική άσκηση για τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Σκοπός της άσκησης ήταν να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα των τραπεζών σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές για την τριετία 2018-2020, με σημείο αναφοράς τα μεγέθη της 31ης Δεκεμβρίου 2017 αναμορφωμένα για την επίπτωση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9/IFRS 9).

Η μεθοδολογία της άσκησης ήταν απαιτητική καθώς, μεταξύ άλλων, χρησιμοποιήθηκε η παραδοχή του στατικού ισολογισμού.¹⁷ Οι υποθέσεις, ιδιαιτέρως αυτές που χρησιμοποιήθηκαν για την κατάρτιση του δυσμενούς σεναρίου, ήταν πολύ συντηρητικές. Ενδεικτικά, οι μακροοικονομικές υποθέσεις που υιοθετήθηκαν για τους σκοπούς της άσκησης περιλάμβαναν αρνητική μεταβολή για το ΑΕΠ τα δύο πρώτα χρόνια και οριακά θετική για το τρίτο έτος της άσκησης.

Συνολικά, κατά μέσο όρο, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών στο δυσμενές σενάριο

υποχωρεί κατά 9 ποσοστιαίες μονάδες, που αντιστοιχούν σε μείωση των ιδίων κεφαλαίων του τραπεζικού συστήματος κατά 15,5 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι η φιλοσοφία της άσκησης δεν ήταν τέτοια ώστε να τίθεται συγκεκριμένο ποσοτικό κριτήριο βάσει του οποίου θα αξιολογείτο αν οι τράπεζες πέτυχαν ή απέτυχαν στην άσκηση. Τουναντίον, τα αποτελέσματα ανά τράπεζα θα συνεκτιμηθούν από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό στο πλαίσιο της διαδικασίας εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης,¹⁸ βάσει της οποίας ο επόπτης ενδέχεται να ζητήσει από κάποια τράπεζα να τηρεί πρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα ή/και να θέσει ποιοτικές απαιτήσεις (αναφερόμενες συχνά ως “απαιτήσεις του Πυλώνα II”). Ωστόσο, δεν προέκυψε κεφαλαιακό έλλειμμα ως αποτέλεσμα της άσκησης.

Όσον αφορά τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες, η Τράπεζα Αττικής προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η οποία καλύφθηκε κατά 44,9%, ενώ οι συνεταιριστικές τράπεζες επίσης βρίσκονται σε διαδικασία συνενώσεων και ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης.

Αναφορικά με την ποιότητα του εγχώριου χαρτοφυλακίου δανείων, τα ΜΕΑ ανήλθαν στο τέλος του 2017 σε 94,4 δισεκ. ευρώ,¹⁹ μειωμένα κατά περίπου 5 δισεκ. ευρώ έναντι του

¹⁶ Τρεις τράπεζες άντλησαν 1.750 εκατ. ευρώ τον Οκτώβριο του 2017 και μία 500 εκατ. ευρώ τον Ιανουάριο του 2018.

¹⁷ Σύμφωνα με την παραδοχή του στατικού ισολογισμού, στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού που λήγουν κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάζει η άσκηση αντικαθίστανται από παρόμοια στοιχεία σε όρους είδους, νομίσματος, ποιότητας κ.λπ., ενώ δεν λήφθηκαν υπόψη για τους σκοπούς της άσκησης η προβλεπόμενη μείωση στα ΜΕΑ και οι προγραμματισμένες ή εν εξελίξει ενέργειες των τραπεζών για την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης που λαμβάνουν χώρα μετά τις 31.12.2017.

¹⁸ Η διαδικασία εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) παρέχει στους επόπτες ένα εναρμονισμένο σύνολο εργαλείων για την εξέταση των κινδύνων τους οποίους αντιμετωπίζει κάθε τράπεζα από τέσσερις διαφορετικές οπτικές γωνίες: (α) Επιχειρηματικό μοντέλο, (β) Διακυβέρνηση και διαχείριση κινδύνων, (γ) Κίνδυνοι για το κεφάλαιο, (δ) Κίνδυνοι για τη ρευστότητα και τη χρηματοδότηση. Οι μικτές εποπτικές ομάδες διενεργούν σε συνεχή βάση τη διαδικασία εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης και μία φορά το χρόνο καταρτίζουν σχετική απόφαση για τις επιμέρους τράπεζες. Στην απόφαση SREP, την οποία αποστέλλει η εποπτική αρχή στην τράπεζα στο τέλος της διαδικασίας, προσδιορίζονται βασικοί στόχοι για την αντιμετώπιση των ζητημάτων που εντοπίζονται. Στη συνέχεια, η τράπεζα πρέπει να λάβει τα αντίστοιχα διορθωτικά μέτρα εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος.

¹⁹ Τα μεγέθη αφορούν τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώνεται σε 95,6 δισεκ. ευρώ.

Σεπτεμβρίου του 2017 και κατά περίπου 11 δισεκ. ευρώ έναντι του τέλους του 2016. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ κατά τη διάρκεια του 2017 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές (6,5 δισεκ. ευρώ) και πωλήσεις (3,6 δισεκ. ευρώ) μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ το δ' τρίμηνο του έτους, σε αντίθεση με ό,τι παρατηρήθηκε τα τρία πρώτα τρίμηνα, οι πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση στο παρελθόν αλλά άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται (cured) ξεπέρασσαν, οριακά, τις νέες ροές μη εξυπηρετούμενων δανείων (defaulted).

Το α' τρίμηνο του 2018 συνεχίστηκε η μείωση του αποθέματος των ΜΕΑ με το σχετικό μέγεθος στο τέλος Μαρτίου 2018 να διαμορφώνεται σε 92,4 δισεκ. ευρώ (μειωμένο κατά 2,1% σε σύγκριση με το τέλος του 2017). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στις διαγραφές που άγγιζαν τα 1,7 δισεκ. ευρώ. Η μείωση των ΜΕΑ που προήλθε από εισπράξεις, ρευστοποιήσεις και πωλήσεις ήταν ελαφρά μειωμένη σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο. Στα επόμενα τρίμηνα αναμένονται καλύτερες επιδόσεις, καθώς οι τράπεζες έχουν ήδη ανακοινώσει, και σε ορισμένες περιπτώσεις πραγματοποιήσει, πωλήσεις δανείων. Επίσης, σε αντίθεση με ό,τι παρατηρήθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2017, οι νέες ροές μη εξυπηρετούμενων δανείων εμφάνισαν ανοδική τάση και διαμορφώθηκαν σε ελαφρώς υψηλότερο επίπεδο από εκείνες που άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται.

Ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων παρέμεινε το Μάρτιο του 2018 σε υψηλό επίπεδο (48,5%)²⁰ εξαιτίας της υποχώρησης του συνολικού υπολοίπου των δανείων. Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΑ διαμορφώθηκε σε 43,9% για το στεγαστικό, 57,2% για το καταναλωτικό και 49,6% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Εντός του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ιδιαίτερα υψηλός (69,5% και 62,9%

αντίστοιχα), ενώ καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (30,4%). Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΑ, το 30,8% (2017: 31%, 2016: 27,6%) αφορά δάνεια αβέβαιης είσπραξης ("unlikely to pay"), το 46% (όσο περίπου το 2016 και το 2017) δάνεια των οποίων οι δανειακές συμβάσεις έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες και το 13,7% δάνεια για τα οποία οι δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία.

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θετικό είναι το γεγονός ότι οι τράπεζες συνεχίζουν να προτιμούν κατά πρώτο λόγο λύσεις ρυθμίσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα έναντι εκείνων βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Δεν πρέπει να παραβλέπεται ωστόσο ότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων επιλέγεται η λύση της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής, και σπανιότερα της μείωσης του επιτοκίου και του διαχωρισμού του υπολοίπου οφειλής (split-balance).²¹ Στο τέλος Μαρτίου του 2018 το υπόλοιπο των ΜΕΑ που συνδέονταν με ρυθμίσεις ή εφαρμογή λύσεων οριστικής διευθέτησης²² ανερχόταν σε 50,8 δισεκ. ευρώ. Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Σε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων βραχυπρόθεσμου αλλά και μακροπρόθεσμου τύπου η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Θετικό είναι ωστόσο το γεγονός ότι οι πιο πρόσφατες ρυθμίσεις εμφανίζουν καλύτερα αποτελέσματα σε σύγκριση με εκείνες των προηγούμενων ετών, λόγω απόκτησης εμπειρίας από την πλευρά των τραπεζών αλλά και καλύτερης εξειδίκευσης

²⁰ Αν ληφθούν υπόψη και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, ο αντίστοιχος λόγος διαμορφώνεται σε 43,1%.

²¹ Με τη λύση αυτή η οφειλή διαχωρίζεται σε δύο τμήματα (tranches): α) το τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι μπορεί να αποπληρώσει με βάση την υφιστάμενη και την εκτιμώμενη μελλοντική ικανότητα αποπληρωμής του και β) το υπόλοιπο τμήμα του δανείου, το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα με ρευστοποίηση περιουσίας ή άλλου είδους διευθέτηση, η οποία εμφανίζεται εξ αρχής από τα δύο μέρη.

²² 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 του ιδρύματος έναντι του δανειολήπτη.

στην προσφορά των κατάλληλων προϊόντων ρύθμισης. Παράλληλα, έχει βελτιωθεί σημαντικά ο χειρισμός περιπτώσεων μεγάλων επιχειρήσεων με ΜΕΑ σε περισσότερες από μία τράπεζες. Οι τράπεζες, μέσω κοινής ομάδας χειρισμού τέτοιων περιπτώσεων (forum), χειρίστηκαν το 2017 περίπου 100 υποθέσεις που αντιστοιχούν σε συνολική δανειακή έκθεση περίπου 8 δισεκ. ευρώ, για τις μισές εκ των οποίων έχουν ήδη συμφωνήσει στην εφαρμογή κοινής αντιμετώπισης.

Οι τράπεζες υπέβαλαν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2017 αναθεωρημένους στόχους για τη μείωση των ΜΕΑ. Ο στόχος για το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τέλος του 2019 τίθεται σε 64,6 δισεκ. ευρώ (από 66,4 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά). Η βελτίωση αυτή εκτιμάται ότι θα προέλθει από την επίσπευση πώλησης δανείων, κυρίως στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο και σε μικρότερο βαθμό στο καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο, καθώς επίσης και μέσω αύξησης των διαγραφών, κυρίως στο χαρτοφυλάκιο λιανικής. Παρά την αναμενόμενη μείωση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 35,2% στο τέλος του 2019 (από 33,9% που ήταν ο αρχικός στόχος), εξαιτίας της αναθεώρησης προς τα κάτω των εκτιμήσεων για το ρυθμό πιστωτικής επέκτασης από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και της διενέργειας αυξημένων διαγραφών και πωλήσεων δανείων.

Κατά το 2017 οι τράπεζες κατάφεραν να επιτύχουν τους στόχους που είχαν θέσει για τη μείωση των ΜΕΑ και μάλιστα ξεπέρασαν το στόχο κατά περίπου 1,6 δισεκ. ευρώ. Αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στην καλύτερη (από την αρχικά στοχευθείσα) επίδοση που είχε η διαχείριση των πιστώσεων οι οποίες είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση στο παρελθόν αλλά άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται, καθώς και στις υψηλότερες από το αναμενόμενο διαγραφές και εισπράξεις οφειλών σε καθυστέρηση. Οι πωλήσεις καθυστερούμενων δανείων κινήθηκαν στα αναμενόμενα, με βάση το σχεδιασμό των τραπεζών, επίπεδα. Στον αντίποδα,

οι ρευστοποιήσεις εξασφαλίσεων είχαν μειωμένη συμβολή, καθώς βρίσκονταν χαμηλότερα από το αναμενόμενο επίπεδο καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Οι στόχοι επετεύχθησαν και κατά το α' τρίμηνο του 2018, με το ύψος των ΜΕΑ, να διαμορφώνεται κατά 1,3 δισεκ. ευρώ χαμηλότερα από το στόχο. Η επίδοση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στις χαμηλότερες από το αναμενόμενο καθαρές ροές νέων ΜΕΑ καθώς και στις υψηλότερες από το αναμενόμενο διαγραφές και εισπράξεις. Στον αντίποδα, οι πωλήσεις κινήθηκαν χαμηλότερα από τα αναμενόμενα επίπεδα με βάση το σχεδιασμό των τραπεζών, ενώ και οι ρευστοποιήσεις εξασφαλίσεων είχαν μειωμένη συμβολή καθώς εξακολουθούν να βρίσκονται χαμηλότερα από το αναμενόμενο επίπεδο.

Στο πλαίσιο της καλύτερης διαχείρισης των ΜΕΑ είναι σημαντικό ότι έχει αρθεί το μεγαλύτερο μέρος των θεσμικών εμποδίων που δυσχέραιναν την αποτελεσματικότερη διαχείρισή τους. Αυτό έχει συμβάλει στον προγραμματισμό διενέργειας αυξημένων πωλήσεων δανείων τα επόμενα χρόνια. Θετικά στην κατεύθυνση αυτή θα συμβάλει η υποδομή του συστήματος για τους ηλεκτρονικούς πλειστηριασμούς ακινήτων, η οποία λειτουργεί ήδη από το τέλος Νοεμβρίου του 2017. Η λειτουργία της εν λόγω υποδομής, με περιορισμένη αλλά σταδιακά αυξανόμενη δραστηριότητα, εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίδραση στην τιμολόγηση των υπό ρευστοποίηση εξασφαλίσεων, οι οποίες αναπόφευκτα χάνουν την αξία τους (π.χ. λόγω φυσικής φθοράς) όσο αναβάλλεται η εκποίησή τους. Κατ' επέκταση, η εν λόγω υποδομή είναι δυνατόν να συμβάλει ώστε να διευκολυνθεί η ανάπτυξη ενεργού δευτερογενούς αγοράς δανείων.

Στην κατεύθυνση αυτή θα πρέπει να αξιολογηθεί προσεκτικά το σχέδιο οδηγιών (blueprint) για την ίδρυση εθνικών εταιριών διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (asset management companies-AMC) που δημοσίευσε πρόσφατα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.²³ Σύμφωνα

²³ http://ec.europa.eu/finance/docs/policy/180314-staff-working-document-non-performing-loans_en.pdf.

με το σχέδιο οδηγιών, που βασίστηκε στην εμπειρία και τις βέλτιστες πρακτικές από AMCs που έχουν ήδη ιδρυθεί και λειτουργήσει σε κράτη-μέλη της ΕΕ, προτείνονται κοινές αρχές οι οποίες θα πρέπει να διέπουν τις AMCs σχετικά με την ίδρυση, τη διακυβέρνηση, τη λειτουργία, το χαρτοφυλάκιο των δανείων και το προτεινόμενο μέγεθος των υπό μεταβίβαση δανειακών χαρτοφυλακίων, τους κανόνες αποτίμησης των δανείων, τον τρόπο χρηματοδότησης και τη δημοσιονομική επίδραση. Καθώς στο τεχνικό αυτό σχέδιο οδηγιών υπάρχουν αρκετές παράμετροι, ενίοτε περιοριστικές (π.χ. όσον αφορά το είδος των υπό μεταβίβαση δανείων και την αποτίμησή τους, αλλά και τον τρόπο χρηματοδότησης της AMC), που πρέπει να ληφθούν υπόψη από την Πολιτεία, τις τράπεζες και τις εποπτικές αρχές, η λήψη οποιασδήποτε απόφασης (από την Πολιτεία ή/και τις τράπεζες) πρέπει να προετοιμαστεί προσεκτικά.²⁴

6 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

6.1 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Σύμφωνα με στοιχεία για τις 31.12.2017, στην ελληνική αγορά ιδιωτικής ασφάλισης δραστηριοποιούνται 42 ασφαλιστικές επιχειρήσεις,²⁵ έναντι 45 το 2016,²⁶ οι οποίες κατηγοριοποιούνται βάσει της άδειας λειτουργίας και των ασφαλιστικών εργασιών τους ως εξής:

- 3 επιχειρήσεις ασφαλίσεων ζωής
- 22 επιχειρήσεις ασφαλίσεων κατά ζημιών
- 17 επιχειρήσεις που ασκούν ταυτόχρονα δραστηριότητες ασφαλίσεων ζωής και κατά ζημιών (συμπεριλαμβάνονται επιχειρήσεις που, εκ των ασφαλίσεων κατά ζημιών, ασκούν αποκλειστικά αυτές του κλάδου 1 “Ατυχήματα” και 2 “Ασθένειες”).

Εκ των 42 ασφαλιστικών επιχειρήσεων, οι 39 υπόκεινται στις διατάξεις της Φερεγγυότητας ΙΙ, ενώ οι 3 εξαιρούνται λόγω μεγέθους από

την εφαρμογή πλήθους απαιτήσεων που αφορούν και στους τρεις βασικούς πυλώνες της Φερεγγυότητας ΙΙ.²⁷ Έχει επίσης επιτραπεί σε 4 ασφαλιστικές επιχειρήσεις να εφαρμόζουν τα μεταβατικά μέτρα του ν. 4364/2016, με σκοπό την ομαλή προσαρμογή τους στις αυξημένες απαιτήσεις για τον υπολογισμό και σχηματισμό τεχνικών προβλέψεων. Οι επιχειρήσεις που εφαρμόζουν μεταβατικά μέτρα υποχρεούνται να γνωστοποιούν την επίπτωση από τη χρήση των μέτρων αυτών στην Έκθεση Φερεγγυότητας και Χρηματοοικονομικής Κατάστασης (SFCR), την οποία δημοσιεύουν σύμφωνα με το άρθρο 38 του ν. 4364/2016.

Εκ των 39²⁸ ασφαλιστικών επιχειρήσεων που υπόκεινται στις διατάξεις της Φερεγγυότητας ΙΙ, οι 15 ανήκουν σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στο εξωτερικό και οι 5 σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στην Ελλάδα. Επίσης, 5 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται σε λοιπές χώρες της ΕΕ με καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών.

Δραστηριότητα στην Ελλάδα ασκούν και 183 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ,²⁹ με καθεστώς είτε ελεύθερης εγκατάστασης (υποκατάστημα) είτε ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, οι οποίες εποπτεύονται, ως προς τη χρηματοοικονομική κατάστασή τους, από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους. Στα τέλη του 2016, η ετήσια παραγωγή τους (εγγε-

²⁴ Αναλυτικότερα για τους περιορισμούς και γενικότερα για το σχέδιο οδηγιών, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Μάιος 2018, Ειδικό θέμα ΙΙ, σελ. 62.

²⁵ Εξαιρουμένων των αλληλασφαλιστικών συνεταιρισμών του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 1 του άρθρου 7 του ν. 4364/2016.

²⁶ Η μείωση του αριθμού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κατά 3 το 2017 οφείλεται στην ανάκληση της άδειας λειτουργίας της International Life Ανώνυμος Εταιρία Γενικών Ασφαλίσεων και της International Life Ανώνυμη Εταιρία Ασφαλίσεων Ζωής και στη διασυννοριακή απορρόφηση της Euler Hermes Hellas ΑΑΕΠ από τη μητρική της.

²⁷ Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει της αρχής της αναλογικότητας, έχει επιτρέψει σε 3 ασφαλιστικές επιχειρήσεις που πληρούσαν τα απαιτούμενα κριτήρια μεγέθους και εργασιών να εξαιρεθούν από ορισμένες διατάξεις της Φερεγγυότητας ΙΙ σχετικά με τις απαιτήσεις για τη φερεγγυότητα, το σύστημα διακυβέρνησης και τη δημοσιοποίηση εκθέσεων και αναφορών.

²⁸ Στον αριθμό αυτό περιλαμβάνεται και μία ασφαλιστική επιχείρηση, η άδεια της οποίας ανακλήθηκε το Φεβρουάριο του 2018 και η οποία τέθηκε σε καθεστώς ασφαλιστικής εκκαθάρισης.

²⁹ Πηγή: επικαιροποιημένα στοιχεία ΕΙΟΡΑ.

γραμμένα ασφαλιστρα) ανερχόταν σε 548 εκατ. ευρώ ή ποσοστό 13,1% του συνόλου της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς.

Τα οικονομικά μεγέθη που εκτίθενται στη συνέχεια αφορούν μόνο την εγχώρια ασφαλιστική αγορά των 38³⁰ επιχειρήσεων που υπόκεινται στην κατά Φερεγγυότητα II εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Η εγχώρια ασφαλιστική αγορά χαρακτηρίζεται από σημαντική συγκέντρωση, ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και επιχειρήσεις που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών, καθώς οι 5 μεγαλύτερες εξ αυτών κατέχουν το 79% της αγοράς, σε όρους τεχνικών προβλέψεων. Αντιστοίχως, το μερίδιο αγοράς των 5 μεγαλύτερων ασφαλιστικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, σε όρους ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών, ανέρχεται σε 43%.

Η παραγωγή ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών στις ασφαλίσεις ζωής το 2017 ανήλθε σε 1,8 δισεκ. ευρώ, αυξημένη κατά 5,7% από το προηγούμενο έτος. Ειδικότερα, μικρή ανάκαμψη εμφανίζουν οι ασφαλίσεις ζωής που συνδέονται με επενδύσεις (unit-linked), μετά την αρνητική επίδραση της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, με τα σχετικά ακαθάριστα εγγεγραμμένα ασφαλιστρα να αποτελούν το 19% των συνολικών ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών δραστηριοτήτων ζωής, έναντι 17,5% το 2016. Επίσης, τα ασφαλιστρα των δραστηριοτήτων ασφαλίσεων κατά ζημιών ανήλθαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ, με το μεγαλύτερο μέρος αυτών να οφείλεται στις ασφαλίσεις αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων (41%), ακολουθούμενες από τις ασφαλίσεις πυρός (21%).

Το 2017 οι επισυμβάσεις αποζημιώσεις ανήλθαν σε ποσό 0,6 δισεκ. ευρώ και 1,2 δισεκ. ευρώ για τις δραστηριότητες ασφαλίσεων ζωής και κατά ζημιών αντίστοιχα.

Το σύνολο του ενεργητικού διαμορφώθηκε σε 16,9 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2017, αυξημένο

κατά 5,9% έναντι του τέλους 2016. Η ως άνω αύξηση του ενεργητικού προήλθε κυρίως από τις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και τις επιχειρήσεις που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών (6,6%), ενώ στις επιχειρήσεις που ασκούν αποκλειστικά εργασίες ασφαλίσεων κατά ζημιών το ποσοστό αύξησης ήταν μόνο 1,9%.

Τα 7,6 δισεκ. ευρώ του ενεργητικού ήταν τοποθετημένα σε κρατικά ομόλογα (45%) και 2,3 δισεκ. ευρώ σε εταιρικά ομόλογα (13,5%). Επιπλέον, ποσό 2,4 δισεκ. ευρώ αφορούσε επενδύσεις για ασφαλίσεις τον επενδυτικό κίνδυνο των οποίων φέρουν οι ασφαλισμένοι (unit-linked), εκ των οποίων 69% αμοιβαία κεφάλαια και 18% χρηματικά διαθέσιμα και καταθέσεις (βλ. Διάγραμμα VI.12).

Αντίστοιχα, οι συνολικές υποχρεώσεις ανήλθαν σε 13,4 δισεκ. ευρώ, με το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων να διαμορφώνεται σε 12,2 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 9,1 δισεκ. ευρώ αφορούσαν ασφαλίσεις δραστηριοτήτων ζωής και 3,1 δισεκ. ευρώ ασφαλίσεις κατά ζημιών (βλ. Διάγραμμα VI.13). Εκ των τεχνικών προβλέψεων ζωής, το 26% αφορούσε ασφαλίσεις ζωής που συνδέονται με επενδύσεις.

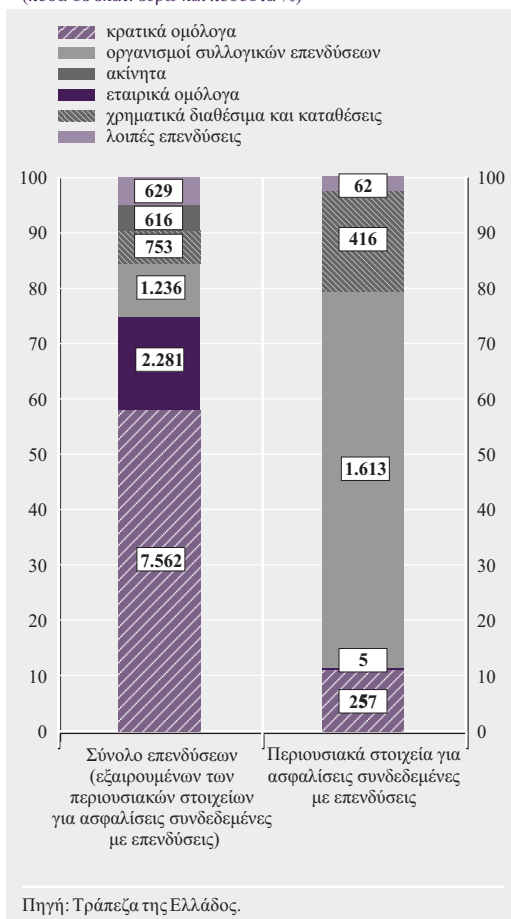
Στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, ο δείκτης ζημιών της αγοράς στις 31.12.2017 διαμορφώθηκε σε 41% των αντίστοιχων δεδουλευμένων ασφαλιστρών και ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) σε 48%. Ειδικότερα, στις ασφαλίσεις αστικής ευθύνης από χερσαία οχήματα, ο δείκτης ζημιών της αγοράς ήταν 43% και ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) 44%, εμφανίζοντας και οι δύο αύξηση σε σύγκριση με το τέλος 2016.

Από άποψη ποιότητας, τα επιλέξιμα κεφάλαια της ασφαλιστικής αγοράς σε ποσοστό 95% ταξινομούνται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1). Στις 31.12.2017 η συνο-

³⁰ Δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία μίας ασφαλιστικής επιχείρησης, η άδεια της οποίας ανακλήθηκε το Φεβρουάριο του 2018.

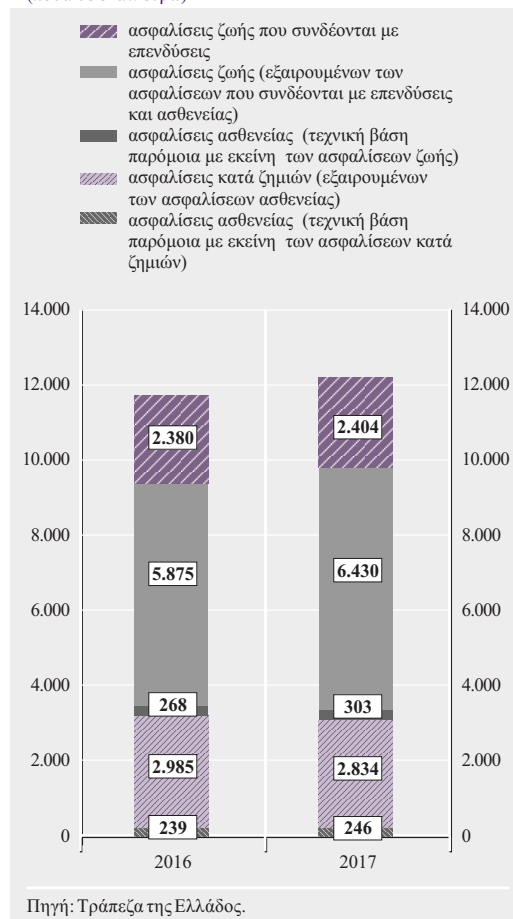
Διάγραμμα VI.12 Κατανομή επενδύσεων ασφαλιστικών επιχειρήσεων (2017)

(ποσά σε εκατ. ευρώ και ποσοστά %)



Διάγραμμα VI.13 Τεχνικές προβλέψεις ανά κατηγορία δραστηριότητας ασφάλισης (2016-2017)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)



λική Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας (SCR) διαμορφώθηκε σε 1,8 δισεκ. ευρώ, με τα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3,1 δισεκ. ευρώ.

Επιπροσθέτως, η Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση (MCR) στο σύνολο της αγοράς διαμορφώθηκε σε 0,7 δισεκ. ευρώ, με τα αντίστοιχα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3 δισεκ. ευρώ, ενώ η κατανομή του δείκτη κάλυψης της ελάχιστης κεφαλαιακής απαίτησης δείχνει ότι ο δείκτης κυμαίνεται σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα του 100%.

Σημειώνεται ότι η Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας συνδέεται άμεσα με το προφίλ

κινδύνου³¹ της ασφαλιστικής επιχειρήσεως και ποσοτικοποιείται με τη χρήση της τυποποιημένης μεθόδου (βλ. Διάγραμμα VI.14) ή εσωτερικού μοντέλου. Με τη χρήση της τυποποιημένης μεθόδου, οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι για τις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και των επιχειρήσεων που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών είναι ο κίνδυνος αγοράς (46%) και ο ασφαλιστικός κίνδυνος από τις ασφαλίσεις ζωής (36%), με τα οφέλη από τη διαφο-

³¹ Το προφίλ κινδύνου των ασφαλιστικών επιχειρήσεων διαμορφώνεται ανάλογα με τη φύση και την έκταση των κινδύνων που αναλαμβάνουν, καθώς και από τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων τους. Εξαρτάται από την πολιτική ανάληψης των κινδύνων και την εμπορική πολιτική κάθε ασφαλιστικής επιχειρήσεως.

Διάγραμμα VI.14 Ανάλυση βασικής κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας ανά κατηγορία κινδύνου για επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν την τυποποιημένη μέθοδο (2016-2017)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)



ροποίηση των κινδύνων³² να είναι σημαντικά (μείωση του συνολικού κινδύνου κατά 44,7%). Ομοίως, το προφίλ κινδύνου διαφοροποιείται μερικώς για τις επιχειρήσεις που ασκούν αποκλειστικά εργασίες ασφαλίσεων κατά ζημιών, καθώς ο ασφαλιστικός κίνδυνος ανέρχεται σε 75% με τον κίνδυνο αγοράς να συμμετέχει κατά 37%. Η διαφοροποίηση των κινδύνων για αυτές τις επιχειρήσεις επιφέρει μείωση του συνολικού κινδύνου κατά 24%, καθώς υπάρχει μικρότερη δυνατότητα ανάληψης ασυσχετίστων ή/και αρνητικά συσχετιζόμενων κινδύνων.

Επιπλέον, η Τράπεζα της Ελλάδος εποπτεύει και 3 ασφαλιστικούς ομίλους με μητρική επιχείρηση στην Ελλάδα.³³ Στους εν λόγω ομίλους περιλαμβάνονται 7 (ασφαλιστικές και μη) επι-

χειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα και 5 με έδρα στην Κύπρο ή τη Ρουμανία. Στις 31.12.2017 το συνολικό ύψος της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας (SCR) των ομίλων αυτών ανήλθε σε 587 εκατ. ευρώ, ενώ τα επιλέξιμα ίδια κεφάλαιά τους διαμορφώθηκαν σε 1,1 δισεκ. ευρώ.

6.2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ/ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Κατά το 2017 ενισχύθηκε περαιτέρω το κανονιστικό πλαίσιο της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης με την έκδοση της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος 120/11.7.2017³⁴ για την προληπτική αξιολόγηση της απόκτησης και αύξησης ειδικών συμμετοχών σε ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις. Η απόφαση καθορίζει τις αναγκαίες πληροφορίες και στοιχεία που πρέπει να υποβάλλονται από ιδρυτές ή υποψήφιους αγοραστές που σκοπεύουν να αποκτήσουν ειδική συμμετοχή ή να αυξήσουν τα ποσοστά που ήδη κατέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο ασφαλιστικής ή αντασφαλιστικής επιχείρησης.

Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετείχε στις εργασίες της νομοπαρασκευαστικής επιτροπής για την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2016/97/ΕΕ που αφορά τη διανομή των ασφαλιστικών προϊόντων.

Το 2017 ήταν χρονιά προετοιμασίας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων ζωής για την εφαρμογή του ευρωπαϊκού Κανονισμού 1286/2014, εν όψει της από 1.1.2018 ευθείας εφαρμογής του σε όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Ο εν λόγω κανονισμός αφορά την υποχρέωση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων να παρέχουν, στους ενδιαφερόμενους που επιθυμούν να

³² Σύμφωνα με τη μέθοδο υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων που προβλέπεται από τη Φερεγγυότητα II, όσο μεγαλύτερη είναι η διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων μιας ασφαλιστικής επιχείρησης, τόσο περιορίζεται η συνολική κεφαλαιακή απαίτηση όλων των κινδύνων σε σχέση με το άθροισμα των επιμέρους κεφαλαίων των μεμονωμένων κινδύνων.

³³ Ένας όμιλος έχει μόνο εγχώρια δραστηριότητα, σε αντίθεση με τους άλλους δύο, οι οποίοι ασκούν διασυνοριακή δραστηριότητα.

³⁴ Η απόφαση αυτή αποτελεί ενσωμάτωση στο εθνικό δίκαιο των αντίστοιχων κατευθυντήριων γραμμών (JC/GL/2016/01) της Μικτής Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών (Joint Committee of European Supervisory Authorities).

αγοράσουν ένα ασφαλιστικό προϊόν με επενδυτικά χαρακτηριστικά, έγγραφο με όλες εκείνες τις βασικές πληροφορίες που χρειάζονται για να αποφασίσουν αν θα προβούν στην εν λόγω επένδυση. Προς το σκοπό αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος κατέγραψε τα προϊόντα ζωής που διατίθενται στην ελληνική ασφαλιστική αγορά και παρείχε κατευθύνσεις ως προς την κατάλληλη προετοιμασία της αγοράς.

6.3 ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΕΙΣ

Το 2017 η Τράπεζα της Ελλάδος συνέχισε τις εποπτικές δράσεις, συνδυάζοντας συναντήσεις με διοικητικά στελέχη και τους υπευθύνους των βασικών λειτουργιών (αναλογιστικής, διαχείρισης κινδύνου, κανονιστικής συμμόρφωσης και εσωτερικού ελέγχου) και επιτόπιους ελέγχους στις εποπτευόμενες επιχειρήσεις. Οι εν λόγω εποπτικές δράσεις ταξινομούνται σε θεματικές ενότητες, οι οποίες καλύπτουν όλο το εύρος των εργασιών των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, στο πλαίσιο των απαιτήσεων των δύο πρώτων πυλώνων της Φερεγγυότητας II, δηλαδή των ποσοτικών απαιτήσεων και των απαιτήσεων περί εταιρικής διακυβέρνησης και διαχείρισης κινδύνων.

Πιο συγκεκριμένα:

Στις θεματικές ενότητες του πρώτου πυλώνα της Φερεγγυότητας II περιλαμβάνονταν η μεθοδολογία αποτίμησης των τεχνικών προβλέψεων ασφαλίσεως ζωής και κατά ζημιών, η ποιότητα των ιδίων κεφαλαίων, η αποτίμηση των επενδύσεων, ο υπολογισμός της προσαρμογής για τη δυνατότητα της αναβαλλόμενης φορολογίας να απορροφήσει ζημίες. Επίσης, αναφορικά με τον υπολογισμό της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας, έμφαση δόθηκε στον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων οι οποίες πηγάζουν από τα δικαιώματα και τις εγγυήσεις που περιλαμβάνουν τα ασφαλιστήρια συμβόλαια ζωής και δόθηκαν οι ανάλογες συστάσεις.

Ειδικότερα όσον αφορά τις τεχνικές προβλέψεις, όπου κρίθηκε αναγκαίο, η εποπτεία εστίασε σε όλον τον κύκλο των αναλογιστικών

εργασιών που απαιτούνται για την παραγωγή των σχετικών προβλέψεων, όπως η ποιότητα των δεδομένων, τα όρια των συμβάσεων, οι χρησιμοποιούμενες αναλογιστικές υποθέσεις και παραδοχές και ο τρόπος εκτίμησής τους, η αποτίμηση των εγγυήσεων και χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων που περιλαμβάνονται σε ασφαλιστικές συμβάσεις, καθώς και οι διαδικασίες επικύρωσης.

Σχετικά με την ποιότητα των ιδίων κεφαλαίων, εποπτική έμφαση δόθηκε στα εφαρμοζόμενα κριτήρια επιλεξιμότητας και ταξινόμησής τους, καθώς και στην πραγματική δυνατότητα κάλυψης των ζημιών στις περιπτώσεις που αυτά συνδέονται με τα αντίστοιχα ίδια κεφάλαια θυγατρικών επιχειρήσεων.

Όσον αφορά την αποτίμηση των επενδύσεων, εποπτική έμφαση δόθηκε στα στοιχεία ενεργητικού για τα οποία δεν υπάρχει άμεσα διαθέσιμη τιμή στην αγορά, ειδικότερα δε την αποτίμηση συμμετοχών σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, την αποτίμηση των απαιτήσεων από ασφάλιστρα και την αποτίμηση των ακινήτων.

Όσον αφορά τις θεματικές ενότητες του δεύτερου πυλώνα της Φερεγγυότητας II, εποπτική έμφαση δόθηκε στην αξιολόγηση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου, στην αξιολόγηση του επιχειρηματικού μοντέλου, στην εφαρμοζόμενη επενδυτική πολιτική, καθώς και στον τρόπο υλοποίησης της διαδικασίας ίδιας αξιολόγησης κινδύνου και φερεγγυότητας.

Ειδικότερα, σε σχέση με το επιχειρηματικό μοντέλο, εποπτική έμφαση δόθηκε στην κατανόηση και την αξιολόγηση των στρατηγικών στόχων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, καθώς και των στόχων κερδοφορίας που οι ίδιες έχουν θέσει, με έμφαση στους αναληφθέντες κινδύνους, στην αποτύπωσή τους στο επιχειρηματικό πλάνο και στη σύνδεσή τους με τη διαδικασία ίδιας αξιολόγησης κινδύνου και φερεγγυότητας, με σκοπό την αξιολόγηση της τρέχουσας αλλά και της μελλοντικής ικανότητάς τους να επιτυγχάνουν τους τιθέμενους στόχους τους και τη συνεχή συμμόρφωση με

τους κανόνες φερεγγυότητας. Η εποπτεία επίσης έδωσε έμφαση στην ικανότητα των επιχειρήσεων να αναγνωρίζουν τους κινδύνους που έχουν αναλάβει ή προτίθενται να αναλάβουν εντός του χρονικού ορίζοντα του επιχειρηματικού πλάνου και να τους ποσοτικοποιούν, να αναγνωρίζουν τυχόν ενδεχόμενα υλοποίησης των κινδύνων αυτών και την επίμετρηση του αντίκτυπου στην οικονομική θέση τους. Σε περιπτώσεις που οι αναλαμβανόμενοι κίνδυνοι αξιολογήθηκαν ως υπερβολικοί σε σχέση με τη διάθεση των επιχειρήσεων για ανάληψη κινδύνων, τους δόθηκαν συστάσεις περιορισμού συγκεκριμένων κινδύνων ή αλλαγής του αντίστοιχου προφίλ κινδύνου.

Στο πλαίσιο της συνεχούς αξιολόγησης της καταλληλότητας και αξιοπιστίας τόσο των μελών του διοικητικού συμβουλίου όσο και των υπευθύνων των βασικών λειτουργιών, η Τράπεζα της Ελλάδος προέβη σε παρεμβάσεις στις περιπτώσεις όπου κρίθηκε αναγκαία η ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στον τομέα αυτόν.

Αναφορικά με τις θεματικές ενότητες του τρίτου πυλώνα της Φερεγγυότητας II, δηλαδή των απαιτήσεων αναφορών και δημοσιοποιήσεων, εποπτική έμφαση δόθηκε στη συνέπεια και στην ποιότητα των στοιχείων και αναφορών που υποβάλλουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, με σκοπό τόσο την εναρμόνιση των πληροφοριών όσο και την αξιοποίησή τους για τις αναλύσεις στο σύνολο της ασφαλιστικής αγοράς. Περαιτέρω, η Τράπεζα της Ελλάδος συνέχισε την αξιολόγηση της προόδου που έχει γίνει στην προσαρμογή των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και πληροφορικής των επιχειρήσεων στις απαιτήσεις του νέου πλαισίου της Φερεγγυότητας II και εξέδωσε συγκεκριμένες συστάσεις.³⁵

Επίσης, εξετάστηκαν διάφορα αιτήματα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και χορηγήθηκαν εγκρίσεις για μεταβίβαση χαρτοφυλακίου στο πλαίσιο του άρθρου 28 του ν. 4364/2016, μία για απόκτηση ειδικής συμμετοχής, μία για συγχώνευση, καθώς και μία για μετατροπή ασφαλιστικής επιχείρησης από θυγατρική

ευρωπαϊκού ασφαλιστικού ομίλου σε υποκατάστημα.

Στο πλαίσιο των εποπτικών δραστηριοτήτων της, η Τράπεζα της Ελλάδος παρείχε στην αγορά οδηγίες και διευκρινίσεις για θέματα κοινού ενδιαφέροντος, όπως ο υπολογισμός της προσαρμογής λόγω μεταβλητότητας. Επίσης, διοργάνωσε δύο δημόσιες συζητήσεις με το σύνολο της αγοράς, μία για τη διαδικασία ίδιας αξιολόγησης κινδύνου και φερεγγυότητας και μία, με τη συνδρομή της Ένωσης Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων Ελλάδος, για την προετοιμασία εν όψει του Κανονισμού 1286/2014 αναφορικά με τα έγγραφα βασικών πληροφοριών των επενδυτικών προϊόντων που βασίζονται σε ασφάλιση.

Όσον αφορά τις εποπτικές δράσεις σε ασφαλιστικούς ομίλους, συνεχίστηκε η ενεργός συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στα “κollégia εποπτών” των ευρωπαϊκών ασφαλιστικών ομίλων με θυγατρική ασφαλιστική επιχείρηση στην Ελλάδα. Η λειτουργία των κollégιων προβλέπεται στο ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο και βασίζεται στις συμφωνίες συνεργασίας που υπογράφονται μεταξύ των ενδιαφερόμενων εποπτικών αρχών.

Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετείχε στη συγκέντρωση και ανάλυση πληροφοριών που ανταλλάχθηκαν μεταξύ των αντίστοιχων εποπτικών αρχών του εξωτερικού, στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη διαμόρφωση του εποπτικού πλάνου σε επίπεδο ομίλου, το οποίο και έλαβε υπόψη στο σχεδιασμό και την εκτέλεση των δικών της εποπτικών εργασιών.

Επιπροσθέτως, η Τράπεζα της Ελλάδος, ως αρχή εποπτείας δύο ασφαλιστικών ομίλων με έδρα στην Ελλάδα και διασυνοριακές εργα-

³⁵ Οι συστάσεις προς τις επιχειρήσεις αφορούσαν την αξιοπιστία της λειτουργίας των υποστηρικτικών συστημάτων της Φερεγγυότητας II, τη λεπτομερή τεκμηρίωση των συστημάτων αυτών και των σχετικών διαδικασιών, το επίπεδο αυτοματοποίησης των υπολογισμών που απαιτούνται υπό το νέο θεσμικό πλαίσιο, τη διαχείριση και ποιότητα των δεδομένων, τον εκσυγχρονισμό των συστημάτων, τις συμβάσεις εξωπορισμού της μηχανογραφικής υποστήριξης των επιχειρήσεων και παραγωγής εποπτικών δεδομένων, την ιχνηλασιμότητα και τον έλεγχο των δεδομένων και των υπολογισμών.

σίες, σχεδίασε και ανέπτυξε εποπτικές δράσεις από κοινού με τις άλλες εποπτικές αρχές αναφορικά με την αποτίμηση των τεχνικών προβλέψεων, την αξιολόγηση συγκεκριμένων κινδύνων, όπως ο κίνδυνος αγοράς και ο στρατηγικός κίνδυνος, από τις οποίες διαμορφώθηκε μια κοινή άποψη για το επίπεδο των κινδύνων.

6.4 ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

Το 2017 η Τράπεζα της Ελλάδος ανακάλεσε την άδεια λειτουργίας δύο ασφαλιστικών επιχειρήσεων, οι οποίες ανήκαν στον ίδιο ασφα-

λιστικό όμιλο. Στις επιχειρήσεις αυτές είχε διοριστεί ασφαλιστικός διαχειριστής ήδη από το 2016, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 4364/2016 για την εξυγίανση και αναδιοργάνωση, ο οποίος ολοκλήρωσε τη μεταβίβαση συγκεκριμένων ασφαλιστικών υποχρεώσεων σε άλλη ασφαλιστική επιχείρηση.

Μια επιπλέον ασφαλιστική επιχείρηση κατά ζημιών τέθηκε το 2017 σε καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας, η άδειά της ανακλήθηκε το Φεβρουάριο του 2018 και η επιχείρηση τέθηκε σε καθεστώς ασφαλιστικής εκκαθάρισης.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



ΠΙΝΑΚΕΣ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	152
2	Ισοζύγιο πληρωμών	153
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	154
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	155
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	156
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	157
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	158

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
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
2016	104,6	-0,8	106,6	-1,6	102,3	0,4	101,8	-0,1	100,8	-0,3
2017	105,8	1,1	107,7	1,0	103,6	1,2	102,0	0,2	101,1	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
IV	105,3	-0,4	107,8	-0,9	102,4	0,2	102,1	-0,7	101,2	-0,6
2017 I	105,2	1,4	107,3	1,9	102,7	0,7	100,8	-0,4	99,6	-0,3
II	106,6	1,3	108,7	1,0	104,1	1,7	102,8	0,2	102,2	0,4
III	105,3	1,0	106,3	0,5	104,2	1,6	101,7	0,4	100,7	0,6
IV	106,2	0,8	108,6	0,7	103,4	1,0	102,5	0,4	101,7	0,5
2018 I	105,1	-0,1	106,7	-0,5	103,2	0,5	101,0	0,2	99,7	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
Νοέμ.	104,6	-0,9	106,5	-1,5	102,3	0,1	101,4	-1,0	100,4	-0,9
Δεκ.	105,6	0,0	108,4	-0,1	102,2	0,2	102,2	-0,6	101,5	-0,5
2017 Ιαν.	104,8	1,2	107,1	1,9	102,0	0,1	100,4	-0,6	99,0	-0,5
Φεβρ.	104,5	1,3	106,2	1,8	102,5	0,6	100,0	-0,7	98,6	-0,7
Μάρτ.	106,3	1,7	108,6	1,9	103,6	1,5	102,2	0,1	101,3	0,2
Απρ.	107,0	1,6	110,0	2,0	103,3	1,1	102,9	0,2	102,1	0,2
Μάιος	106,1	1,2	107,8	0,8	104,1	1,8	102,2	0,2	101,5	0,4
Ιούν.	106,7	1,0	108,4	0,3	104,8	2,1	103,3	0,4	102,9	0,7
Ιούλ.	104,9	1,0	105,3	0,2	104,8	2,1	101,5	0,6	100,5	0,9
Αύγ.	104,5	0,9	104,9	0,4	104,3	1,5	100,8	0,3	99,6	0,5
Σεπτ.	106,5	1,0	108,8	1,0	103,6	1,0	102,9	0,3	102,1	0,3
Οκτ.	106,6	0,7	108,8	0,3	103,9	1,3	103,0	0,4	102,4	0,6
Νοέμ.	105,8	1,1	107,9	1,3	103,2	0,9	102,0	0,6	101,0	0,6
Δεκ.	106,3	0,7	109,0	0,5	103,1	0,9	102,6	0,3	101,7	0,2
2018 Ιαν.	104,6	-0,2	106,3	-0,7	102,6	0,6	100,5	0,1	99,0	0,0
Φεβρ.	104,5	0,1	105,8	-0,4	103,3	0,8	100,4	0,4	98,9	0,4
Μάρτ.	106,1	-0,2	108,1	-0,4	103,7	0,1	102,2	0,0	101,2	-0,1
Απρ.	107,1	0,0	109,6	-0,4	104,0	0,7	103,0	0,1	102,3	0,2
Μάιος	106,7	0,6	108,6	0,7	104,6	0,5	102,4	0,1	101,5	0,0

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος		
	2015	2016	2017	2016	2017	2018
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-404,5	-1.872,0	-1.414,1	-3.495,2	-3.288,2	-4.179,2
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)	-298,8	-1.270,5	-919,6	-4.256,4	-4.590,5	-5.221,6
Εξαγωγές	52.706,4	49.501,3	56.239,3	11.823,8	14.074,1	15.641,5
Εισαγωγές	53.005,2	50.771,8	57.158,9	16.080,3	18.664,6	20.863,0
I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1-I.A.2)	-17.231,2	-16.581,9	-18.353,2	-5.493,7	-6.235,6	-6.571,3
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	24.787,2	24.486,7	27.928,8	7.553,0	8.980,7	10.236,3
Καύσιμα	6.713,7	6.156,1	7.831,0	1.643,8	2.709,6	3.094,5
Πλοία (πωλήσεις)	175,5	156,1	196,9	26,7	60,8	148,1
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	17.898,0	18.174,5	19.900,9	5.882,5	6.210,4	6.993,7
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	42.018,4	41.068,6	46.282,0	13.046,7	15.216,3	16.807,6
Καύσιμα	10.921,8	8.988,7	11.608,1	2.371,0	4.032,3	4.628,1
Πλοία (αγορές)	606,7	297,3	411,2	160,4	148,8	128,4
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	30.489,9	31.782,6	34.262,7	10.515,3	11.035,2	12.051,1
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)	16.932,4	15.311,4	17.433,5	1.237,2	1.645,1	1.349,8
I.B.1 Εισπράξεις	27.919,2	25.014,6	28.310,5	4.270,8	5.093,4	5.405,2
Ταξιδιωτικό	14.125,8	13.206,7	14.630,1	973,6	974,5	1.047,1
Μεταφορές	9.968,3	7.814,2	9.135,3	2.273,1	2.702,9	2.975,7
Λοιπές υπηρεσίες	3.825,0	3.993,6	4.545,1	1.024,1	1.416,0	1.382,4
I.B.2 Πληρωμές	10.986,8	9.703,2	10.877,0	3.033,6	3.448,3	4.055,4
Ταξιδιωτικό	2.037,4	2.005,3	1.904,7	634,0	620,8	771,1
Μεταφορές	5.430,0	4.453,4	5.045,2	1.404,7	1.577,4	1.875,6
Λοιπές υπηρεσίες	3.519,4	3.244,5	3.927,1	994,9	1.250,1	1.408,8
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)	415,9	-3,3	91,2	728,9	1.096,5	870,9
I.Γ.1 Εισπράξεις	7.023,7	5.887,9	6.117,0	2.613,0	2.860,5	2.845,8
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	153,8	134,0	135,1	39,5	42,5	37,9
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.705,3	2.702,1	3.290,4	914,8	1.078,0	847,0
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.164,6	3.051,8	2.691,5	1.658,7	1.739,9	1.960,9
I.Γ.2 Πληρωμές	6.607,8	5.891,2	6.025,8	1.884,1	1.764,0	1.974,9
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	379,4	233,2	277,8	72,9	91,4	90,0
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.929,3	5.237,9	5.345,0	1.708,6	1.581,2	1.785,7
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	299,1	420,1	403,0	102,6	91,4	99,2
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)	-521,5	-598,2	-585,7	32,3	205,8	171,5
I.Δ.1 Εισπράξεις	1.909,7	1.803,7	1.909,9	782,8	947,8	940,8
Γενική κυβέρνηση	1.054,9	1.017,3	897,2	552,9	580,0	653,6
Λοιποί τομείς	854,9	786,4	1.012,7	229,9	367,8	287,2
I.Δ.2 Πληρωμές	2.431,2	2.401,9	2.495,5	750,5	742,0	769,3
Γενική κυβέρνηση	1.695,0	1.825,9	1.779,2	581,2	517,9	562,2
Λοιποί τομείς	736,2	576,1	716,3	169,3	224,1	207,1
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)	1.988,6	1.035,7	914,5	675,5	233,0	185,3
II.1 Εισπράξεις	2.369,5	1.278,4	1.133,8	765,7	286,1	263,2
Γενική κυβέρνηση	2.319,3	1.198,2	1.040,2	751,8	268,2	185,8
Λοιποί τομείς	50,2	80,2	93,6	13,9	17,9	77,4
II.2 Πληρωμές	380,9	242,7	219,3	90,2	53,1	77,9
Γενική κυβέρνηση	4,1	28,5	3,0	0,6	1,1	0,9
Λοιποί τομείς	376,8	214,2	216,3	89,6	52,0	77,0
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)	1.584,1	-836,2	-499,6	-2.819,8	-3.055,2	-3.993,8
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	2.820,0	-891,9	-1.093,6	-2.054,3	-3.571,0	-3.254,1
III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	279,4	-4.156,5	-2.994,1	121,0	-685,2	-966,8
Απατήσεις	1.426,2	-1.382,2	596,3	517,6	654,5	252,9
Υποχρεώσεις	1.146,8	2.774,2	3.590,5	396,5	1.339,7	1.219,7
III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	8.348,3	9.622,6	-20.117,7	2.924,4	1.573,5	-6.118,6
Απατήσεις	6.996,0	7.059,0	-19.392,1	3.011,6	297,2	-1.864,2
Υποχρεώσεις	-1.352,4	-2.563,6	725,7	87,1	-1.276,3	4.254,3
III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-6.162,2	-6.939,5	21.900,2	-5.904,3	-4.180,3	3.657,3
Απατήσεις	16.699,8	-15.458,9	-11.425,8	-2.412,9	-3.588,4	-4.032,1
Υποχρεώσεις	22.861,9	-8.519,3	-33.326,0	3.491,3	591,9	-7.689,3
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	11.921,6	6.492,9	5.693,7	-2.195,0	-2.462,6	5.062,2
III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	354,4	581,5	118,0	804,5	-279,0	174,0
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I+II-III+IV = 0)	1.235,9	-55,6	-594,0	765,4	-515,8	739,7
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	5.535	6.539	6.509	6.783	6.447	6.707

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χροσού, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραπεζικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,^{1,2} κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(Υπόλοιπα (εξαιρητικά)ρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία			
		Καταθέσεις σε ευρώ ³	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ³	Ταμειτηγίου	Προθεσμίας	
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	
2016	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779	
2017	126.201	120.094	6.107	28.286	50.702	47.213	
2013	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	Ιαν.	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
	Φεβρ.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
	Μάρτ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
	Απρ.	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
	Μάιος	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
	Ιούν.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
	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	Ιαν.	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
	Φεβρ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
	Μάρτ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
	Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
	Μάιος	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
	Ιούν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
	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	Ιαν.	122.083	115.960	6.124	21.853	51.161	49.069
	Φεβρ.	121.542	115.383	6.159	22.017	50.935	48.591
	Μάρτ.	121.324	115.348	5.976	22.400	50.859	48.064
	Απρ.	121.281	115.260	6.021	21.518	51.474	48.289
	Μάιος	121.555	115.362	6.194	23.073	50.872	47.611
	Ιούν.	122.595	116.215	6.380	24.094	50.648	47.853
	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
	Νοέμ.	124.657	118.433	6.224	24.767	49.504	50.386
	Δεκ.	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
2017	Ιαν.	119.598	113.360	6.238	24.949	49.640	45.010
	Φεβρ.	118.926	112.737	6.189	24.375	49.492	45.059
	Μάρτ.	119.160	113.002	6.158	25.072	48.999	45.089
	Απρ.	118.847	112.817	6.030	24.518	49.449	44.880
	Μάιος	119.268	113.273	5.995	25.073	49.072	45.122
	Ιούν.	120.281	114.304	5.977	26.281	49.403	44.597
	Ιουλ.	121.103	115.252	5.851	26.413	49.294	45.395
	Αύγ.	122.462	116.569	5.893	27.145	49.513	45.804
	Σεπτ.	122.430	116.529	5.901	27.468	49.272	45.690
	Οκτ.	123.536	117.533	6.003	27.307	49.415	46.813
	Νοέμ.	123.721	117.676	6.045	27.286	49.197	47.238
	Δεκ.	126.201	120.094	6.107	28.286	50.702	47.213
2018	Ιαν.	124.616	118.670	5.946	27.295	49.815	47.507
	Φεβρ.	124.768	118.719	6.049	26.754	50.060	47.955
	Μάρτ.	125.842	119.850	5.992	27.267	50.407	48.168
	Απρ.	126.835	120.815	6.020	27.541	50.283	49.011

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος), τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματογούρα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
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
2016	9,47	10,06	8,19	8,36	8,35	8,20	7,77
2017	5,05	4,36	5,93	5,98	6,62	6,72	6,50
2013				11,10	10,66	10,28	9,51
Ιαν.				10,95	10,63	10,39	9,42
Φεβρ.				11,38	11,35	10,89	9,88
Μάρτ.				11,58	11,60	10,85	9,87
Απρ.				9,07	9,48	9,03	8,42
Μάιος				10,07	10,19	9,59	9,06
Ιούν.				10,53	11,06	10,37	9,44
Ιουλ.				10,01	10,47	10,13	9,25
Αύγ.				10,15	10,53	10,11	9,21
Σεπτ.				8,74	9,16	9,03	8,43
Οκτ.				8,41	8,90	8,89	8,38
Νοέμ.				8,66	8,87	8,76	8,32
Δεκ.				8,18	8,44	8,35	7,98
2014				7,70	7,88	7,77	7,41
Ιαν.				6,90	7,08	7,06	6,78
Φεβρ.				6,20	6,43	6,49	6,30
Μάρτ.		4,92		6,38	6,64	6,82	6,71
Απρ.		4,95		5,93	6,50	6,59	6,32
Μάιος		4,25		6,10	6,78	6,77	6,50
Ιούν.	3,42	4,17		6,09	6,90	6,95	6,66
Ιουλ.	3,63	4,45		5,89	6,54	6,62	6,59
Αύγ.	3,48	4,26		7,26	8,13	8,03	7,57
Σεπτ.	5,33	5,88		8,10	8,84	8,70	8,09
Οκτ.	7,04	7,16		8,42	8,92	8,58	8,08
Νοέμ.	9,25	8,55		9,48	9,48	8,76	8,14
Δεκ.	12,68	10,92		9,72	9,55	8,89	8,23
2015				10,52	9,85	9,01	8,35
Ιαν.	16,84	13,82		12,00	10,90	9,97	9,21
Φεβρ.	18,11	14,62		10,95	9,89	9,03	8,33
Μάρτ.	23,94	17,02		11,43	10,35	9,49	8,79
Απρ.	25,02	17,15		-	-	-	-
Μάιος	-	-		-	-	-	-
Ιούν.	15,29	13,21		10,26	9,65	9,29	8,70
Ιουλ.¹	11,13	9,76		8,54	8,33	8,36	7,89
Αύγ.	9,04	8,12		7,81	7,83	7,72	7,31
Σεπτ.	7,20	7,19		7,41	7,57	7,69	7,36
Οκτ.	8,09	8,05		8,21	8,36	8,33	7,82
Νοέμ.	8,09	8,05		9,08	9,08	8,95	8,42
Δεκ.	11,52	10,18		10,41	9,83	9,39	8,80
2016				9,12	8,85	8,56	8,10
Ιαν.	12,67	13,00		9,03	8,82	8,64	8,18
Φεβρ.	9,52	10,23		7,64	7,71	7,65	7,26
Μάρτ.	11,10	10,24		7,92	7,89	7,79	7,41
Απρ.	8,64	7,92		9,20	7,99	7,98	7,42
Μάιος	8,80	8,81		8,93	8,45	8,10	7,53
Ιούν.	9,20		8,36	8,19	8,10	7,91	7,53
Ιουλ.	8,93		8,45	8,34	8,38	8,17	7,70
Αύγ.	9,19		8,77	8,34	8,38	8,17	7,70
Σεπτ.	8,91		8,83	8,33	8,51	8,35	7,86
Οκτ.	7,34		7,56	7,33	7,59	7,65	7,32
Νοέμ.	7,82		7,14	6,94	7,41	7,53	7,22
Δεκ.	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
2017				7,52	8,00	8,00	7,65
Ιαν.	9,04		7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
Φεβρ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
Μάρτ.	7,30		6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
Απρ.	5,59		5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
Μάιος	4,77		5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
Ιούν.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49	6,30
Ιουλ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,70	6,50
Αύγ.	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,62	6,42
Σεπτ.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49	6,31
Οκτ.	2,98	4,16	4,76	5,22	5,87	5,97	5,80
Νοέμ.	2,69	3,75	4,97	4,44	4,90	5,03	5,09
Δεκ.	1,45	3,10	4,14	3,79	4,23	4,31	4,46
2018				4,14	4,68	4,76	4,86
Ιαν.	1,69	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76	4,86
Φεβρ.	1,45	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96	5,05
Μάρτ.		3,16	3,67	4,04	4,50	4,68	4,80

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα καθώς η ΗΑΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ^{1,2}

(Υπόλοιπα (σε εκατομμύρια) ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Λοιπά χρημ/τιμικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο		Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά		
			Σύνολο	εκ των οποίων									
				Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία	
2013	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390	
2014	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463	
2015	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470	
2016	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403	
2017	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	7.860	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247	
2013	Ιουλ.	222.457	105.899	99.495	21.630	21.482	12.691	6.405	13.440	103.117	72.252	29.233	1.632
	Αύγ.	221.790	105.519	99.195	21.409	21.307	12.746	6.324	13.392	102.879	72.042	29.192	1.645
	Σεπτ.	220.993	105.033	98.742	21.303	21.239	12.481	6.291	13.391	102.570	71.899	29.042	1.628
	Οκτ.	219.649	104.364	98.063	21.325	21.065	12.486	6.301	13.510	101.775	71.701	28.606	1.468
	Νοέμ.	218.950	103.718	97.102	21.446	20.572	12.050	6.616	13.883	101.349	71.493	28.441	1.415
	Δεκ.	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390
2014	Ιαν.	217.612	102.923	96.147	21.648	20.017	11.940	6.777	14.229	100.460	70.803	28.267	1.390
	Φεβρ.	216.638	102.251	95.731	21.545	19.985	11.876	6.520	13.693	100.695	71.121	28.155	1.418
	Μάρτ.	215.867	101.827	95.397	21.552	20.114	11.854	6.430	13.681	100.359	70.968	27.974	1.417
	Απρ.	215.139	101.291	94.867	21.260	20.024	11.846	6.425	13.676	100.172	70.819	27.936	1.416
	Μάιος	214.352	101.125	94.620	21.046	19.953	11.997	6.505	13.232	99.996	70.718	27.797	1.481
	Ιούν.	214.810	101.665	95.108	20.875	19.944	12.820	6.557	13.304	99.842	70.613	27.744	1.485
	Ιουλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429
	Νοέμ.	212.418	101.625	95.435	21.030	19.505	13.467	6.191	13.472	97.321	69.593	26.280	1.448
	Δεκ.	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463
2015	Ιαν.	214.139	102.877	96.779	21.280	19.524	14.322	6.098	13.664	97.598	69.982	26.136	1.481
	Φεβρ.	213.507	102.849	96.265	21.194	19.327	14.165	6.584	13.597	97.060	69.653	25.924	1.483
	Μάρτ.	213.333	102.926	96.129	21.148	19.250	14.493	6.797	13.600	96.807	69.517	25.803	1.488
	Απρ.	211.785	101.733	95.107	21.144	19.109	13.557	6.626	13.567	96.484	69.257	25.736	1.492
	Μάιος	208.462	98.592	91.889	21.093	19.182	10.269	6.703	13.579	96.291	69.133	25.662	1.497
	Ιούν.	208.536	98.579	91.842	21.223	19.268	9.919	6.737	13.606	96.351	69.005	25.821	1.525
	Ιουλ.	206.843	97.438	90.063	21.062	18.829	9.982	7.375	13.538	95.868	68.657	25.692	1.519
	Αύγ.	205.596	96.660	89.285	20.916	18.754	9.644	7.375	13.502	95.434	68.293	25.634	1.507
	Σεπτ.	205.174	96.591	89.150	20.907	18.756	9.568	7.441	13.491	95.092	68.032	25.553	1.507
	Οκτ.	204.920	96.517	89.198	20.922	18.729	9.663	7.319	13.481	94.923	67.892	25.522	1.508
	Νοέμ.	204.662	96.542	89.258	20.867	18.698	9.805	7.283	13.455	94.665	67.649	25.505	1.511
	Δεκ.	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470
2016	Ιαν.	203.540	96.081	89.051	20.901	18.813	9.247	7.031	13.373	94.086	67.162	25.457	1.468
	Φεβρ.	203.213	96.104	89.072	20.868	18.839	9.230	7.033	13.367	93.742	66.838	25.434	1.469
	Μάρτ.	202.553	95.873	88.887	20.796	18.926	8.920	6.986	13.353	93.328	66.605	25.353	1.369
	Απρ.	202.139	95.734	88.805	20.810	18.884	8.924	6.929	13.300	93.104	66.395	25.338	1.371
	Μάιος	201.869	95.800	88.866	20.987	18.789	9.013	6.934	13.282	92.787	66.133	25.305	1.350
	Ιούν.	202.005	96.033	88.887	20.882	18.855	9.002	7.146	13.291	92.681	66.058	25.270	1.353
	Ιουλ.	201.382	95.662	88.655	20.734	18.904	8.962	7.008	13.259	92.461	65.867	25.244	1.350
	Αύγ.	200.112	94.780	87.841	20.388	18.728	8.927	6.939	13.218	92.114	65.555	25.212	1.348
	Σεπτ.	199.555	94.477	87.340	20.197	18.716	8.834	7.137	13.175	91.903	65.383	25.179	1.341
	Οκτ.	199.167	94.430	87.504	20.415	18.641	8.958	6.926	13.137	91.600	65.247	24.953	1.400
	Νοέμ.	199.485	94.963	87.915	20.427	18.561	9.150	7.049	13.189	91.332	65.007	24.925	1.400
	Δεκ.	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403
2017	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.151	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.287	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.072	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	8.927	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327
	Μάιος	192.314	93.150	86.389	19.347	18.630	8.712	6.762	13.142	86.022	60.446	24.252	1.325
	Ιούν.	190.797	92.119	85.538	18.805	18.559	8.701	6.580	13.116	85.563	60.263	23.971	1.328
	Ιουλ.	189.185	91.029	84.038	18.484	18.376	8.420	6.992	13.079	85.077	59.819	23.942	1.316
	Αύγ.	187.358	89.715	82.613	18.227	18.073	8.389	7.102	12.948	84.695	59.592	23.815	1.287
	Σεπτ.	186.984	89.557	82.621	18.183	18.146	8.243	6.936	12.949	84.478	59.444	23.747	1.286
	Οκτ.	186.348	89.283	82.622	18.260	18.034	8.283	6.661	12.875	84.190	59.205	23.700	1.284
	Νοέμ.	184.959	89.047	82.468	18.346	17.892	8.225	6.579	12.823	83.089	58.992	22.812	1.284
	Δεκ.	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	7.860	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247
2018	Ιαν.	182.833	88.101	81.431	18.333	17.751	7.648	6.670	12.740	81.991	58.641	22.206	1.144
	Φεβρ.	182.577	87.999	81.283	18.201	17.812	7.803	6.716	12.710	81.868	58.556	22.174	1.139
	Μάρτ.	180.335	87.550	80.745	18.012	17.749	7.616	6.805	12.307	80.478	58.215	21.243	1.021
	Απρ.	179.135	86.649	80.120	17.971	17.616	7.690	6.529	12.298	80.189	57.967	21.206	1.015

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα και τα τιτλοποιημένα δάνεια, τη διαχείριση των οποίων διενεργούν τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησης του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
	Μίας ημέρας ^{1,2}		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ^{1,2}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειωτηρίου ²					
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2015		0,16	0,12	1,47	0,25	1,55	0,89
2016		0,13	0,09	0,84	0,19	0,94	0,42
2017		0,09	0,06	0,64	0,15	0,82	0,30
2013	Ιουλ.	0,47	0,39	3,48	0,46	3,28	2,26
	Αύγ.	0,47	0,39	3,29	0,47	2,91	2,10
	Σεπτ.	0,39	0,33	3,10	0,40	2,82	1,96
	Οκτ.	0,39	0,33	2,97	0,41	2,83	1,90
	Νοέμ.	0,39	0,33	2,83	0,41	2,59	1,81
	Δεκ.	0,37	0,31	2,82	0,45	2,65	1,81
2014	Ιαν.	0,33	0,28	2,80	0,37	2,74	1,77
	Φεβρ.	0,33	0,28	2,80	0,35	2,74	1,74
	Μάρτ.	0,33	0,28	2,81	0,38	2,85	1,76
	Απρ.	0,34	0,27	2,71	0,34	2,55	1,69
	Μάιος	0,33	0,26	2,53	0,36	2,48	1,59
	Ιούν.	0,33	0,26	2,39	0,30	2,40	1,51
	Ιουλ.	0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45
	Αύγ.	0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34
	Σεπτ.	0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32
	Οκτ.	0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23
	Νοέμ.	0,22	0,16	1,88	0,25	1,86	1,19
	Δεκ.	0,21	0,15	1,82	0,26	1,85	1,15
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,31	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12
	Μάιος	0,17	0,13	1,81	0,27	1,89	1,10
	Ιούν.	0,17	0,12	1,81	0,22	1,92	1,09
	Ιουλ.	0,15	0,11	1,31	0,25	1,31	0,78
	Αύγ.	0,15	0,11	1,19	0,25	1,29	0,71
	Σεπτ.	0,15	0,11	1,18	0,22	1,30	0,69
	Οκτ.	0,15	0,11	1,06	0,21	1,19	0,62
	Νοέμ.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,13	0,58
	Δεκ.	0,15	0,11	1,02	0,19	1,14	0,56
2016	Ιαν.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,10	0,55
	Φεβρ.	0,15	0,11	0,91	0,20	0,98	0,49
	Μάρτ.	0,15	0,11	0,88	0,21	0,96	0,48
	Απρ.	0,13	0,10	0,87	0,22	0,95	0,45
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,21	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιουλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,89	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37
	Νοέμ.	0,12	0,08	0,71	0,17	0,83	0,35
	Δεκ.	0,10	0,07	0,70	0,13	0,85	0,32
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιουλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,29
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30
	Νοέμ.	0,10	0,06	0,60	0,17	0,84	0,29
	Δεκ.	0,10	0,06	0,60	0,16	0,93	0,29
2018	Ιαν.	0,09	0,06	0,61	0,16	0,95	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,59	0,15	0,94	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,95	0,29
	Απρ.	0,09	0,06	0,62	0,17	0,94	0,29

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμειωτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 7 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα ¹					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις ¹		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ¹			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ'άνω δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ			
2013	14,43	7,62	7,53	2,92	2,82	9,61	7,36	7,39	6,51	5,77	5,60	
2014	14,47	7,29	7,75	2,91	2,94	8,59	6,55	6,93	5,80	5,55	5,36	
2015	14,57	6,79	8,17	2,56	2,62	7,68	5,92	6,22	5,38	4,82	4,91	
2016	14,53	7,65	8,50	2,65	2,74	7,38	5,57	5,86	5,32	4,61	4,87	
2017	14,46	7,99	8,73	2,71	2,78	7,13	5,22	5,48	4,91	4,20	4,72	
2013	Ιουλ.	14,36	7,50	7,28	2,85	2,72	9,46	8,05	7,42	6,47	5,72	5,55
	Αύγ.	14,40	8,41	8,33	2,89	2,74	9,48	7,34	7,36	6,49	5,49	5,54
	Σεπτ.	14,38	7,40	7,47	2,93	2,76	9,29	7,14	7,20	6,63	5,93	5,56
	Οκτ.	14,58	7,51	7,62	2,85	2,77	9,28	6,95	7,19	6,40	6,14	5,61
	Νοέμ.	14,39	7,32	7,60	2,75	2,68	9,13	7,15	7,29	6,20	5,80	5,50
	Δεκ.	14,35	7,16	7,35	2,81	2,78	9,25	6,79	7,29	6,06	4,73	5,12
2014	Ιαν.	14,44	7,98	8,17	2,70	2,70	9,10	7,76	7,24	6,32	6,00	5,66
	Φεβρ.	14,43	7,80	7,94	2,73	2,73	9,07	6,66	7,23	6,17	5,88	5,40
	Μάρτ.	14,38	7,81	7,89	2,95	2,86	9,05	6,99	7,23	6,04	5,57	5,46
	Απρ.	14,57	7,69	7,83	3,03	2,97	9,01	6,55	7,22	6,19	6,64	5,82
	Μάιος	14,52	7,80	8,06	2,94	2,91	8,94	6,59	7,22	6,09	5,57	5,45
	Ιούν.	14,52	6,73	7,22	2,80	2,95	8,40	6,08	7,00	5,46	5,20	5,17
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,36
	Αύγ.	14,46	6,75	7,53	2,98	3,10	8,26	6,54	6,79	5,57	5,56	5,31
	Σεπτ.	14,46	7,05	7,63	3,11	3,20	8,25	6,09	6,66	5,54	5,12	5,21
	Οκτ.	14,48	7,22	7,87	2,98	3,03	8,25	6,59	6,58	5,53	5,63	5,35
	Νοέμ.	14,48	6,79	7,68	2,76	2,79	8,24	6,54	6,56	5,48	5,19	5,12
	Δεκ.	14,50	6,74	7,64	2,94	3,00	8,09	6,13	6,48	5,44	4,75	5,02
2015	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91
	Μάιος	14,49	7,50	8,36	2,97	2,99	7,73	5,21	6,25	5,42	4,68	4,98
	Ιούν.	14,63	6,34	7,00	2,88	2,91	7,65	6,01	6,14	5,11	4,52	4,75
	Ιουλ.	14,55	0,00	7,70	2,72	2,76	7,64	5,35	6,26	5,78	3,94	4,72
	Αύγ.	14,64	7,51	8,53	2,39	2,42	7,56	5,64	6,16	5,24	4,70	4,83
	Σεπτ.	14,60	7,96	8,71	2,36	2,41	7,56	6,13	6,15	5,28	4,67	4,79
	Οκτ.	14,60	8,29	8,97	2,48	2,54	7,48	6,10	6,13	5,51	5,12	5,08
	Νοέμ.	14,62	7,16	8,20	2,46	2,54	7,45	5,85	6,08	5,36	5,00	4,92
	Δεκ.	14,61	7,89	8,82	2,69	2,72	7,48	6,56	6,05	5,34	5,19	5,09
2016	Ιαν.	14,61	7,93	8,94	2,35	2,44	7,47	5,60	6,04	5,33	4,86	4,97
	Φεβρ.	14,66	7,82	8,55	2,55	2,59	7,44	5,20	6,05	5,33	4,83	4,91
	Μάρτ.	14,66	7,74	8,52	2,62	2,65	7,39	5,94	6,00	5,21	3,99	4,68
	Απρ.	14,63	7,74	8,50	2,61	2,63	7,39	5,66	5,98	5,44	4,60	4,85
	Μάιος	14,59	6,99	7,99	2,75	2,76	7,35	5,85	5,86	5,46	4,71	4,84
	Ιούν.	14,48	7,64	8,51	2,69	2,69	7,32	5,37	5,82	5,29	4,74	4,87
	Ιουλ.	14,47	7,95	8,81	2,76	2,75	7,36	5,84	5,85	5,48	4,89	5,01
	Αύγ.	14,43	8,39	9,19	2,54	2,56	7,35	5,75	5,83	5,39	4,70	4,96
	Σεπτ.	14,42	7,66	8,40	2,75	2,82	7,38	5,56	5,80	5,41	3,96	4,71
	Οκτ.	14,47	7,48	8,29	2,69	3,06	7,39	5,44	5,76	5,52	4,91	5,01
	Νοέμ.	14,48	7,96	8,68	2,62	2,80	7,36	5,28	5,70	4,94	4,54	4,83
	Δεκ.	14,51	6,47	7,66	2,83	3,15	7,34	5,36	5,65	5,11	4,53	4,82
2017	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74
	Μάιος	14,47	8,35	9,05	2,66	2,69	7,20	5,18	5,56	4,85	4,07	4,76
	Ιούν.	14,39	8,06	8,82	2,78	2,79	7,17	5,32	5,49	5,00	3,55	4,56
	Ιουλ.	14,36	8,49	9,21	2,65	2,66	7,09	4,78	5,45	4,93	4,23	4,73
	Αύγ.	14,34	8,52	9,26	2,81	2,81	7,06	5,52	5,42	5,03	4,23	4,82
	Σεπτ.	14,36	8,30	8,81	2,74	2,76	7,01	5,61	5,34	4,87	3,97	4,70
	Οκτ.	14,48	8,06	8,67	2,54	2,57	7,01	5,36	5,31	5,16	4,52	4,79
	Νοέμ.	14,51	8,58	9,14	2,67	2,92	6,98	5,58	5,33	4,69	4,16	4,79
	Δεκ.	14,56	7,64	8,56	2,99	3,29	6,99	5,45	5,35	4,69	4,36	4,91
2018	Ιαν.	14,59	8,48	9,10	2,78	2,88	6,97	5,11	5,36	5,17	4,84	5,03
	Φεβρ.	14,54	6,73	7,79	2,88	3,02	6,97	5,47	5,35	4,64	3,59	4,43
	Μάρτ.	14,68	6,97	7,88	2,69	2,73	6,99	5,64	5,33	4,64	3,84	4,46
	Απρ.	14,52	6,96	7,82	2,85	2,87	6,97	4,96	5,29	4,68	3,90	4,48

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.



