

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2015



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2015



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2015



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2015



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 μία περίοδο που οι διαπραγματεύσεις της κυβέρνησης με τους εταίρους διεξάγονται ομαλά, ενώ ολοκληρώθηκε με επιτυχία και η ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών. Αυτοί οι παράγοντες δημιουργούν εύλογες προοπτικές επιτυχίας της συμφωνίας και επιστροφής στην οικονομική ανάπτυξη. Βασική προϋπόθεση όμως για αυτό είναι η επικράτηση κλίματος πολιτικής σταθερότητας και συναίνεσης, που θα επιτρέψει την απρόσκοπτη εφαρμογή των όρων της συμφωνίας και θα διευκολύνει τη διαπραγματεύση για την ελάφρυνση του χρέους.

Υπενθυμίζεται ότι η προηγούμενη έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2014-15 υπεβλήθη στη Βουλή των Ελλήνων στις 17 Ιουνίου 2015. Τότε, οι διαπραγματεύσεις με τους εταίρους ήταν σε κρίσιμο σημείο και όλα τα ενδεχόμενα ανοικτά. Η Τράπεζα της Ελλάδος στην έκθεσή της είχε υπογραμμίσει με έμφαση τις αρνητικές συνέπειες μιας ρήξης με τους εταίρους και είχε υποστηρίξει ότι “η συμφωνία είναι ιστορική επιταγή που δεν μπορούμε να αγνοήσουμε”. Λίγες μέρες μετά, στις 28 Ιουνίου, η παράταση της αβεβαιότητας κατέστησε αναγκαία τη θέσπιση τραπεζικής αργίας και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων για να διαφυλαχθούν η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και οι καταθέσεις. Η επιβολή των περιορισμών επέτεινε την αβεβαιότητα και επηρέασε αρνητικά την πραγματική οικονομία.

Η δυσμενής και αβέβαιη πορεία της οικονομίας ανεκόπη στη σύνοδο κορυφής της ευρωζώνης της 12ης Ιουλίου 2015, όπου οι ελληνικές αρχές δεσμεύθηκαν σε ένα πλαίσιο προαπαιτούμενων μέτρων που θα έπρεπε να ψηφιστούν από τη Βουλή, ως προϋπόθεση για τη διαπραγματεύση ενός νέου προγράμματος με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Η συμφωνία που επετεύχθη στις 12 Ιουλίου 2015 κυρώθηκε από τη Βουλή των Ελλήνων το πρωί της 14ης Αυγούστου, μετά από ολονύκτια συνεδρίαση, με πλειοψηφία πρωτοφανή για τα κοινοβουλευτικά χρονικά.

Η εφαρμογή της συμφωνίας προωθήθηκε τους επόμενους μήνες με την ψήφιση νομοθετημάτων που αφορούν διαρθρωτικές αλλαγές στο δημοσιονομικό τομέα, τη δημόσια διοίκηση και το ασφαλιστικό. Τέλος, ψηφίστηκε πρόσφατα, πάλι με μεγάλη πλειοψηφία, ο νόμος για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες πέτυχαν να προσελκύσουν επαρκή ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια για την ανακεφαλαιοποίησή τους, ενώ δύο εξ αυτών κάλυψαν με ιδιωτικά κεφάλαια όλες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες. Την περίοδο αυτή βρίσκονται σε εξέλιξη οι διαπραγματεύσεις για την πρώτη αξιολόγηση του προγράμματος.

Είναι βάσιμο να εκτιμηθεί ότι η παρούσα κυβέρνηση έχει πλέον επιλέξει το δρόμο της συνεργασίας και της συνεννόησης με τους εταίρους και έχει απορρίψει την εκδοχή της ρήξης. Η βασική αυτή επιλογή στηρίζεται και από τη συντριπτική πλειοψηφία της αντιπολίτευσης, η οποία παραμένει προσηλωμένη στην ευρωπαϊκή προοπτική. Διαμορφώνεται έτσι, εκ των πραγμάτων, μια ισχυρή διακομματική βάση με ευρωπαϊκό προσανατολισμό, η οποία είναι αυτονόητο ότι θα πρέπει να εγγυηθεί τη συνέχεια στην εφαρμογή της συμφωνίας και να συμβάλει στην πολιτική σταθερότητα, που είναι αναγκαία προϋπόθεση για την επιτυχία του προγράμματος, τη στιγμή μάλιστα που το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής έχει ήδη επιτευχθεί από το 2010 μέχρι σήμερα και απομένει μόνο ένα μικρό μέρος. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι η προσαρμογή που απομένει να υλοποιηθεί δεν πρέπει να γίνει με αύξηση φορολογικών συντελεστών ή των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης που θίγουν την ανταγωνιστικότητα, την ανάπτυξη και τις θέσεις απασχόλησης. Αντίθετα, έμφαση θα πρέπει να δοθεί στη μείωση των μη παραγωγικών δαπανών του Δημοσίου και του ευρύτερου δημόσιου τομέα, στη μείωση των φορολογικών δαπανών με την κατάργηση των εναπομεινουσών εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις της φορολογίας και της κοινωνικής ασφάλισης και στην πραγματοποίηση ιδιωτικοποιήσεων, ιδιαίτερα μέσω της αξιοποίησης της αδρανούς ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου. Η μείωση των μη παραγωγικών δαπανών

του ευρύτερου δημόσιου τομέα μπορεί να προέλθει, μεταξύ άλλων, από την αξιολόγηση των δομών του Δημοσίου, της αναγκαιότητας ύπαρξης των εκατοντάδων φορέων που εποπτεύονται από το Δημόσιο και της δυνατότητας μεταφοράς προσωπικού είτε σε τομείς αιχμής (όπως π.χ. σε ελεγκτικούς μηχανισμούς) είτε εκεί όπου υπάρχουν σημαντικές ανάγκες (π.χ. φύλακες σε μουσεία), αυξάνοντας έτσι τη συνολική παραγωγικότητα του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Επιπλέον, η αξιοποίηση της αδρανούς ακίνητης περιουσίας τόσο του Δημοσίου όσο και πολλών ΝΠΔΔ παραμένει ακόμη, σε μεγάλο βαθμό, ζητούμενο, παρά το γεγονός ότι θα μπορούσε να συμβάλει στην επίλυση πολλών οικονομικών προβλημάτων.

Επιπλέον, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η διαμόρφωση κλίματος πολιτικής σταθερότητας και συναίνεσης είναι ο ακρογωνιαίος λίθος για την επιστροφή στην οικονομική και χρηματοπιστωτική κανονικότητα. Μόνο η πλήρης αποκατάσταση κλίματος εμπιστοσύνης, η επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων, η αξιοποίηση της ακίνητης κρατικής περιουσίας και η πραγματοποίηση σημαντικών επενδύσεων μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Για τις τράπεζες, η μεγάλη πρόκληση αλλά και ευκαιρία μετά την επιτυχή ανακεφαλαιοποίησή τους είναι η διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η μείωσή τους στο επίπεδο των υπόλοιπων κρατών-μελών της ευρωζώνης. Το σοβαρό αυτό πρόβλημα απαιτεί αποφασιστικότητα και λύσεις καινοτόμες, λαμβάνοντας υπόψη την εμπειρία άλλων χωρών. Η αποκατάσταση της κανονικότητας και στο χρηματοπιστωτικό τομέα θα συμβάλει στην επιστροφή των καταθέσεων και στην άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Πέρα από το γεγονός ότι η συμφωνία απέτρεψε τις δυσμενείς εξελίξεις, το περιεχόμενο της είναι σαφώς θετικό, καθώς στηρίζεται σε τέσσερις βασικούς πυλώνες που καλύπτουν τις σημερινές και μελλοντικές ανάγκες της οικονομίας. Οι βασικοί αυτοί πυλώνες είναι: Η διατήρηση και ενίσχυση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Η αποκατάσταση της χρηματο-

πιστωτικής σταθερότητας. Η εφαρμογή διαρθρωτικών αλλαγών που θα βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα και θα ενισχύσουν την ανάπτυξη. Ο εκσυγχρονισμός του κράτους και της δημόσιας διοίκησης.

Η συμφωνία προβλέπει τη σύσταση ενός νέου ανεξάρτητου ταμείου, του οποίου ο πρωταρχικός στόχος είναι να διαχειρίζεται περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας και να προστατεύει, να δημιουργεί και εν τέλει να μεγιστοποιεί την αξία τους, την οποία θα ρευστοποιεί με ιδιωτικοποιήσεις και άλλα μέσα. Η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων θα αποτελέσει μία από τις βασικές πηγές για τη χρηματοδότηση επενδύσεων και την αποπληρωμή ενός τμήματος του νέου δανείου του ΕΜΣ.

Επίσης προβλέπονται αλλαγές που θα διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου να διατηρηθούν σε διαχειρίσιμα επίπεδα. Αυτό κατ' αρχάς θα απελευθερώσει πόρους που θα κατευθυνθούν σε επενδύσεις και θα ενισχύσουν την απασχόληση. Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους θα βελτιώσει το κλίμα με πολλαπλές θετικές επιδράσεις: νέες επενδύσεις, προσέλκυση ξένων επενδύσεων, επιστροφή καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα.

Συνολικά εκτιμάται ότι η νέα συμφωνία, πέρα από τη βιωσιμότητα των δημοσιονομικών στόχων, είναι εστιασμένη στη διεύρυνση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων της χώρας, δεδομένου ότι κατά κύριο λόγο περιλαμβάνει μεταρρυθμίσεις, οι οποίες, αν εφαρμοστούν αποτελεσματικά, θα έχουν θετικές επιδράσεις, μεσοπρόθεσμα αλλά και βραχυπρόθεσμα.

* * *

Όπως τονίστηκε παραπάνω, η συμφωνία με τον ΕΜΣ μπορεί να αποτελέσει σημείο εκκίνησης και να διευκολύνει σημαντικά την άσκηση μιας οικονομικής πολιτικής που θα επιδιώξει την ταχύτερη δυνατή επάνοδο της ελληνικής οικονομίας σε αναπτυξιακή τροχιά. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι η συμ-

φωνία με τον ΕΜΣ και η έμφαση στις μεταρρυθμίσεις που ευνοούν την ανάπτυξη δεν θα μπορούσαν να υπάρξουν –τουλάχιστον σε αυτή τη μορφή– αν δεν είχαν αντιμετωπιστεί τα προηγούμενα χρόνια οι μακροοικονομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας: τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και το έλλειμμα στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, η απώλεια ανταγωνιστικότητας, οι δυσκαμψίες και τα εμπόδια στην αγορά εργασίας. Στους τομείς αυτούς τα δύο προηγούμενα προγράμματα πέτυχαν τους στόχους τους, με υψηλό βέβαια κόστος που συνοψίζεται στη μακρά διάρκεια και το μέγεθος της ύφεσης. Καθυστέρησαν όμως σημαντικά στην πραγματοποίηση μεταρρυθμίσεων που θα ενίσχυαν την ανάπτυξη, δηλαδή στην προώθηση των διαρθρωτικών αλλαγών στη λειτουργία του δημόσιου τομέα και στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Αυτό ήταν και ένας από τους πολλούς λόγους για τους οποίους η ύφεση ήταν πολύ βαθύτερη από την αναμενόμενη.

* * *

Οι καθυστερήσεις των προηγούμενων προγραμμάτων στην εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων οδήγησαν σε αντίστοιχες καθυστερήσεις στην εμφάνιση των θετικών επιδράσεων, ενώ το κόστος ήταν άμεσο. Έτσι, μόλις στα τέλη του 2014-αρχές του 2015 άρχισαν να καταγράφονται οι επιδράσεις αυτές: άνοδος του ΑΕΠ το 2014 κατά 0,7% και θετικοί ρυθμοί ανόδου τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2015 σε ετήσια βάση. Εκτιμάται ότι η ανάκαμψη θα είχε εδραιωθεί και το συνολικό αποτέλεσμα για το 2015 και το 2016 θα ήταν θετικό (όπως είχε άλλωστε προβλεφθεί), αν δεν είχε μεσολαβήσει η έξαρση της αβεβαιότητας από τους τελευταίους μήνες του 2014. Στην περίοδο αυτή υπήρξαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις, ένα δημοψήφισμα με οξείες αντιπαράθεσεις και μια μακρόσυρτη διαδικασία διαπραγματεύσεων με αντιφατικά μηνύματα. Η αβεβαιότητα, αλλά και οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία κορυφώθηκαν με την τραπεζική αργία και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων είχαν άμεσες και ορατές αρνητικές επιπτώσεις –τουλάχιστον την πρώτη περίοδο– στις συναλλαγές εξωτερικού και εσωτερικού, οι οποίες απαλύνονται όσο χαλαρώνουν οι έλεγχοι. Οι στρεβλώσεις όμως που επέφεραν στις αγορές κεφαλαίων, προϊόντων και υπηρεσιών έχουν έμμεσες επιπτώσεις που δεν μπορούν ακόμη να αποτιμηθούν με ακρίβεια. Μπορεί όμως βάσιμα να εκτιμηθεί ότι το δεύτερο εξάμηνο του 2015 θα εξακολουθούν να επιβαρύνουν την οικονομική δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά βεβαίως οι έλεγχοι ανέκοψαν την εκροή κεφαλαίων και –ως παράπλευρο όφελος– ενθάρρυναν τη χρήση ηλεκτρονικού χρήματος.

Επιπλέον, το πρώτο εξάμηνο του 2015 χαρακτηρίστηκε από πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής (συμπεριλαμβανομένης της απόδοσης των εσόδων ANFA και SMP), άνοδο των επιτοκίων δανεισμού και απόκλιση των φορολογικών εσόδων από τους στόχους του Προϋπολογισμού. Ως αποτέλεσμα, η ταμειακή διαχείριση για την αντιμετώπιση των υφιστάμενων υποχρεώσεων κατέστη εξαιρετικά δύσκολη και χαρακτηρίστηκε από αναβολές πληρωμών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης, καθώς και βραχυπρόθεσμο δανεισμό διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης για την αποπληρωμή τοκοχρεολυσίων προς το ΔΝΤ και άλλους διεθνείς πιστωτές.

Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, παρά τις μεγάλες αντιξοότητες των τελευταίων μηνών η οικονομία εμφανίζει αντιστάσεις που φαίνεται ότι θα περιορίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις που αναμένονταν. Τα πιο πρόσφατα δεδομένα δείχνουν ότι οι εξελίξεις είναι ευνοϊκότερες σε σχέση με τις απαισιόδοξες προβλέψεις που είχαν διατυπωθεί το καλοκαίρι.

Ειδικότερα, ηπιότερες του αναμενομένου ήταν οι επιπτώσεις στην οικονομία από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, παρά το αρχικό σοκ της τραπεζικής αργίας. Σ' αυτό συνέβαλε η ταχεία χαλάρωση των περιορισμών και η βελτίωση της διαχείρισης των

ελέγχων, αλλά και η ορθολογική συμπεριφορά των καταναλωτών.

Ωστόσο, όπως φαίνεται και από τα προσωρινά στοιχεία για το γ' τρίμηνο του 2015, στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου, και σε συνάρτηση με τις επιπτώσεις των κεφαλαιακών περιορισμών στη χρηματοδότηση της οικονομίας αφενός αλλά και της φορολογικής επιβάρυνσης των νοικοκυριών αφετέρου, η δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα σημειώσει κάμψη, οδηγώντας την οικονομία σε ύφεση. Η ύφεση πάντως, σύμφωνα με όλες τις υφιστάμενες ενδείξεις, αναμένεται να είναι περιορισμένη στο σύνολο του έτους.

Για το 2016, ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι, τουλάχιστον το πρώτο εξάμηνο, θα παραμείνει σε αρνητικό έδαφος λόγω της υψηλής μεταφερόμενης επίδρασης (carry-over) από το 2015. Η πορεία της οικονομικής δραστηριότητας το 2016 συνδέεται άρρηκτα με το ρυθμό υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στη συμφωνία, αλλά και με το βαθμό ευρύτερης αποδοχής τους. Απαραίτητες προϋποθέσεις για τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας είναι, μετά την επιτυχή ανακεφαλαιοποίηση των σημαντικών τραπεζών, η περαιτέρω χαλάρωση των κεφαλαιακών ελέγχων και τελικώς η άρση τους, η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης.

Συμπερασματικά, παρά την αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα που επέδειξε η οικονομία το πρώτο εξάμηνο του 2015, το δεύτερο εξάμηνο του έτους η οικονομία επανήλθε στην ύφεση. Στο βαθμό ωστόσο που περιορίζεται η αβεβαιότητα, χαλαρώνουν περαιτέρω οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων και κυρίως εφαρμόζονται με συνέπεια οι όροι της συμφωνίας, η ύφεση θα γίνεται ηπιότερη και θα αυξάνονται οι πιθανότητες ανάκαμψης το δεύτερο εξάμηνο του 2016.

* * *

Η ταχεία υλοποίηση της συμφωνίας θα επιτρέψει στην Ελλάδα να επωφεληθεί από το ευνοϊκό

διεθνές οικονομικό περιβάλλον και από τις πρωτοβουλίες της ΕΚΤ για ενίσχυση της ρευστότητας. Ειδικότερα, η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να καταγράφει θετικούς, αλλά μετρίους, ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ οι προοπτικές εμφανίζονται μεν συνολικά θετικές αλλά με υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, ο οποίος συνδέεται κυρίως με τη σημαντική επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες και με γεωπολιτικούς κινδύνους.

Επιπλέον, ισχυρές αβεβαιότητες και κίνδυνοι προκύπτουν από δύο πρόσφατα μείζονα ζητήματα: Τα μεγάλα προσφυγικά ρεύματα που συρρέουν στην Ευρώπη – κυρίως μέσω Ελλάδος – και η έξαρση της τρομοκρατίας με κορυφαίο γεγονός τις επιθέσεις στο Παρίσι. Η προσπάθεια αντιμετώπισης αυτών των προβλημάτων θα μπορούσε να επιφέρει αλλαγές που θα περιορίζαν την ελεύθερη κίνηση ατόμων και εμπορευμάτων. Αυτό θα έχει σοβαρές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και στο επενδυτικό κλίμα. Στην Ελλάδα ειδικότερα, η συσσώρευση μεγάλων αριθμών προσφύγων θα θέσει σε δοκιμασία τις αντοχές της οικονομίας και της κοινωνίας.

Για να αποτρέψει τον κίνδυνο ανάπτυξης συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα ακολουθεί επεκτατική νομισματική πολιτική. Σύμφωνα με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ που ελήφθη στις 3 Δεκεμβρίου 2015, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώνεται κατά 10 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί σε -30 μονάδες βάσης. Στην ίδια συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου αποφασίστηκε να παραταθεί επί εξάμηνο το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων εκφρασμένων σε ευρώ το οποίο διεξάγεται από το Μάρτιο του 2015. Το πρόγραμμα αναμένεται πλέον να συνεχιστεί μέχρι το Μάρτιο του 2017 ή και αργότερα, έως ότου η τροχιά του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ευθυγραμμιστεί με το μεσοπρόθεσμο στόχο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (πληθωρισμός κάτω αλλά πλησίον του 2%).

Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα και γενικότερα η ελληνική οικονομία επωφελούνται από

τα ιδιαίτερος χαμηλά επιτόκια, τα οποία μεταξύ των άλλων ελαφρύνουν την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Επιπλέον, η εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, την οποία συνεπάγεται η πολύ διευκολυντική κατεύθυνση που έχει λάβει η ενιαία νομισματική πολιτική, συμβάλλει στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων.

Ένα σημαντικό μέρος των αναγκών των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων σε ρευστότητα εξακολουθούσε να καλύπτεται κατά το 2015 μέσω προσφυγής στις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ οι τράπεζες έχουν αντλήσει πολλά κεφάλαια και μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας. Αυτό που περιορίζει τις δυνατότητες των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων να αντλήσουν και άλλη χρηματοδότηση με πολύ χαμηλό κόστος – πράγμα που θα τους επέτρεπε να στηρίξουν εντατικότερα την πραγματική οικονομία στη χώρα μας με πιστώσεις – είναι το γεγονός ότι οι τίτλοι τους οποίους έχει εκδώσει (ή εγγυηθεί) το Ελληνικό Δημόσιο δεν γίνονται αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα στις συνήθεις πράξεις ανοικτής αγοράς. Βεβαίως, οι τίτλοι αυτοί χρησιμοποιούνται για έκτακτη χρηματοδότηση (ELA) από την Τράπεζα της Ελλάδος με σημαντικά υψηλότερο κόστος όμως, σύμφωνα πάντα με το πλαίσιο που έχει καθορίσει για όλα τα κράτη-μέλη το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Προκειμένου οι ελληνικοί τίτλοι να περιληφθούν εκ νέου στις αποδεκτές εξασφαλίσεις από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι κατ' αρχάς αναγκαίο να σημειωθεί πρόοδος με την περαιτέρω εφαρμογή της συμφωνίας, η οποία να αξιολογηθεί θετικά από τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Η θετική αξιολόγηση θα καταστήσει τους ελληνικούς τίτλους επιλέξιμους και για το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, με συνέπεια άμεση και σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας, άρα και της πιστοδοτικής ικανότητας των ελληνικών τραπεζών.

* * *

Η αβεβαιότητα, που αναζωπυρώθηκε κατά τις διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας το πρώτο εξάμηνο του 2015, προκάλεσε μεγάλες εκροές καταθέσεων, παρά το γεγονός ότι το ΑΕΠ αυξανόταν. Οι εκροές αναχαιτίστηκαν με τη θέσπιση τραπεζικής αργίας στα τέλη Ιουνίου και τη νομοθέτηση περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών από λογαριασμούς καταθέσεων, καθώς επίσης και στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό. Εξάλλου, η αβεβαιότητα περιορίστηκε δραστικά με τη συνομολόγηση συμφωνίας μεταξύ κυβέρνησης και Ευρωπαϊών εταιρών στα μέσα Ιουλίου, γεγονός που δημιουργεί τις προϋποθέσεις για σταδιακή επιστροφή των καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα κατά τους επόμενους μήνες. Ήδη οι τραπεζικές καταθέσεις των επιχειρήσεων στην Ελλάδα σημείωσαν αύξηση μετά τον Ιούλιο, ενώ καταγράφηκε επιστροφή τραπεζογραμματίων από την κυκλοφορία στην Τράπεζα της Ελλάδος και επαναπατρισμός κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Παρ' όλα αυτά, οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις, η εκροή καταθέσεων και το συνεχώς αυξανόμενο ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, λόγω της χειροτέρευσης του οικονομικού κλίματος, κατέστησαν αναγκαία την εκ νέου ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, παρά την ανακεφαλαιοποίηση του 2014. Η ΕΚΤ διενήργησε συνολική αξιολόγηση των τεσσάρων σημαντικών ελληνικών τραπεζών. Συνολικά, από την άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στις τέσσερις τράπεζες προέκυψε υστέρηση κεφαλαίων ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το βασικό σενάριο και 14,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το σενάριο δυσμενών εξελίξεων, δηλαδή πολύ χαμηλότερα από το ποσό των 25 δισεκ. ευρώ που είχε προβλεφθεί στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης.

Οι τέσσερις τράπεζες υπέβαλαν στην ΕΚΤ σχέδια κάλυψης των κεφαλαιακών αναγκών με τα οποία εξήγησαν πώς προτίθενται να καλύψουν την υστέρηση κεφαλαίων, εκ των οποίων έγιναν αποδεκτά μέτρα κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 0,6 δισεκ. ευρώ. Κατόπιν της ψήφισης του σχετικού νόμου από τη Βουλή, ολοκληρώ-

θηκε με επιτυχία η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης με αυξημένο ενδιαφέρον από πλευράς ξένων επενδυτών, οι οποίοι επένδυσαν περίπου 5,3 δισεκ. ευρώ στις τέσσερις σημαντικές τράπεζες. Επιπλέον, κεφάλαια ύψους περίπου 2,7 δισεκ. ευρώ αντλήθηκαν μέσω εθελοντικών ασκήσεων διαχείρισης στοιχείων παθητικού (προτάσεις ανταλλαγής ομολόγων με μετοχές). Τα επιπρόσθετα κεφάλαια για τις δύο τράπεζες που δεν κάλυψαν όλες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες από ιδιωτικές πηγές (περίπου 5,4 δισεκ. ευρώ) προέρχονται από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ).

Η ανακεφαλαιοποίηση έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία κεφαλαιακών αποθεμάτων προληπτικής εποπτείας στις τέσσερις σημαντικές τράπεζες, τα οποία θα βελτιώσουν την ανθεκτικότητα των ισολογισμών τους και τη δυνατότητά τους να αντεπεξέρχονται σε ενδεχόμενες αρνητικές μακροοικονομικές διαταραχές καθώς και στην αναγνώριση των απωλειών που θα προκύψουν από την επίλυση του ζητήματος των δανείων σε καθυστέρηση. Σε συνέχεια της ανακεφαλαιοποίησης, η τρέχουσα εκτίμηση για το Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας ανέρχεται σε 18,1% και είναι από τους υψηλότερους στην Ευρώπη (μέσος όρος των σημαντικότερων τραπεζών ανά χώρα σε επίπεδο ΕΕ: 16,7% στο τέλος Ιουνίου 2015).

Η αντιμετώπιση του υψηλού συσσωρευμένου αποθέματος μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί την πλέον σημαντική πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα. Η ψήφιση στις 19 Νοεμβρίου του σχετικού νόμου από τη Βουλή που καθορίζει τους όρους για την προστασία από τους πλειστηριασμούς κύριας κατοικίας ανοίγει το δρόμο για τη διευθέτηση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των νοικοκυριών. Εντός των επόμενων δύο μηνών προβλέπεται, μεταξύ άλλων, η θεσμοθέτηση πλαισίου αδειοδότησης και λειτουργίας εταιριών που θα παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων, η ανάληψη δράσεων για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κοινών πιστούχων και η βελτίωση της διαδικασίας εξωδικαστικής επίλυσης διαφορών για μη εξυπη-

ρευόμενα επιχειρηματικά δάνεια. Επίσης, έως τα τέλη Φεβρουαρίου του 2016, κατόπιν διαβούλευσης με τις τράπεζες και το ΤΧΣ, η Τράπεζα της Ελλάδος θα καθορίσει επιχειρησιακούς στόχους διευθέτησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ έως τα τέλη Μαρτίου 2016 θα αναθεωρήσει τον Κώδικα Δεοντολογίας, ορίζοντας κατευθυντήριες γραμμές αναδιάρθρωσης χρεών για ομάδες δανειοληπτών με βάση σαφή κριτήρια κατηγοριοποίησης δανειακών χαρτοφυλακίων.

Καθώς θα σημειώνεται πρόοδος με την εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής και θα παγιώνεται η υποχώρηση της αβεβαιότητας, το κόστος χρηματοδότησης θα περιοριστεί περαιτέρω, ενώ θα βελτιωθούν και οι συνθήκες ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας. Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης θα συμβάλει όχι μόνο στην επιστροφή καταθέσεων, αλλά και στην αποκατάσταση της πρόσβασης των πιστωτικών ιδρυμάτων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων για άντληση χρηματοδότησης.

Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης θα οδηγήσει στην επανένταξη των ελληνικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις και θα καταστήσει δυνατή τη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ. Κάτι τέτοιο, σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και την αποτελεσματικότερη διαχείριση εκ μέρους των τραπεζών των προβληματικών τους στοιχείων, θα υποβοηθήσει την περαιτέρω υποχώρηση του κόστους δανεισμού και θα αυξήσει την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, παρά τη δυσμενή επίδραση (στη ζήτηση δανείων, στο βαθμό πιστωτικού κινδύνου κ.ά.) της παρούσας οικονομικής ύφεσης.

* * *

Όπως ήδη αναφέρθηκε, παρά τις δυσκολίες η ελληνική οικονομία επέδειξε το πρώτο εξάμηνο του 2015 αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα και το παραγωγικό δυναμικό υπέστη μικρότερες απώλειες από αυτές που αναμένονταν.

Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τους ευνοϊκούς για την ανάπτυξη όρους της συμφωνίας, δίνει στην οικονομική πολιτική τη δυνατότητα να προσανατολιστεί τώρα στη δημιουργία των προϋποθέσεων που θα ευνοήσουν κατ' αρχάς την ταχύτερη δυνατή ανάκαμψη και την επίτευξη διατηρήσιμης, ταχείας ανάπτυξης στο μέλλον. Για να προσεγγιστούν οι στόχοι αυτοί, απαιτούνται:

- **Η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων** που θα πρέπει να ακολουθήσει αμέσως μετά την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Η αντιμετώπιση αυτή όχι μόνο θα ελαφρύνει το βάρος για τους δανειολήπτες που θα συνεργαστούν, αλλά θα επιτρέψει και στις τράπεζες να απελευθερώσουν κεφάλαια τα οποία σήμερα είναι δεσμευμένα σε δάνεια που είναι απίθανο να αποπληρωθούν.
- **Ταχεία εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών** για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και της ανταγωνιστικότητας.
- **Δράσεις για τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας** που θα μειώσουν την ανεργία. Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί, βραχυχρόνια, στις ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, σε στοχευμένα προγράμματα επανεκπαίδευσης και κυρίως σε μεταρρυθμίσεις στο εκπαιδευτικό σύστημα που θα εμπλουτίζουν τις δεξιότητες και θα διευρύνουν τις ευκαιρίες απασχόλησης.
- **Διατήρηση των πρωτογενών πλεονασμάτων**, όπως προβλέπεται στη συμφωνία.
- Παράλληλες δράσεις για την **αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημοσίου τομέα**. Ιδιαίτερη σημασία έχει ο εκσυγχρονισμός της φορολογικής διοίκησης, ο οποίος όχι μόνο θα περιορίσει τη φοροδιαφυγή και τη διαφθορά, αλλά και θα βελτιώσει τη λειτουργία του υγιούς ανταγωνισμού.
- **Ενίσχυση της ικανότητας του δημόσιου τομέα να εφαρμόσει τις διαρθρωτικές αλλαγές που**

απαιτούνται, με τη βελτίωση και απλοποίηση του θεσμικού περιβάλλοντος.

- Η σημαντικότερη προϋπόθεση για να τεθούν οι βάσεις της διατηρήσιμης ανάπτυξης είναι η **αύξηση των επενδύσεων**, έτσι ώστε σύντομα το ποσοστό των επενδύσεων στο ΑΕΠ να προσεγγίσει τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.
- **Η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η ταχεία προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων** που έχουν συμπεριληφθεί στη συμφωνία είναι τα ισχυρότερα μέσα όχι μόνο για την αναζωπύρωση της επενδυτικής δραστηριότητας και την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης, αλλά και για την επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής αφού θα συμβάλουν και στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Κατ' αρχάς οι ιδιωτικοποιήσεις, εφόσον συνοδευθούν από ισχυρή δέσμευση για μελλοντικές επενδύσεις (όπως στην περίπτωση των περιφερειακών αεροδρομίων), θα ενισχύσουν τη ροή επενδυτικών πόρων σε μια οικονομία όπου τα κεφάλαια σπανίζουν. Θα συμβάλουν έτσι στην αύξηση της συνολικής ζήτησης, με θετικά αποτελέσματα στο ΑΕΠ. Το σπουδαιότερο όμως είναι ότι η **αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας** και η απρόσκοπτη πορεία του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων που έχει συμφωνηθεί συνιστούν ένα διπλό ισχυρό μήνυμα προς τις αγορές: πρώτον, ότι η ελληνική κυβέρνηση είναι σταθερά προσηλωμένη στην εφαρμογή της συμφωνίας και, δεύτερον, ότι οι επενδυτές που συμμετέχουν είναι πεπεισμένοι ότι η πορεία της ελληνικής οικονομίας θα είναι ανοδική και οι επενδύσεις τους αποδοτικές. Με άλλα λόγια, η ταχεία πραγματοποίηση των ιδιωτικοποιήσεων και η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας αφενός θα ενισχύσουν ποσοτικά την ανάκαμψη και αφετέρου θα είναι το αποφασιστικό βήμα που θα αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη. Αυτό με τη σειρά του θα βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα και θα λειτουργήσει ως πόλος έλξεως πρόσθετων άμεσων ξένων επενδύσεων και εγχώριων επενδυτικών κεφαλαίων. Αν, πέραν των όσων

προβλέπονται στη Συμφωνία, η πορεία αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας είναι ταχεία και αποτελεσματική, θα μπορούσε όχι μόνο να συμβάλει στην περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους, αλλά και να στηρίξει τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι ιδιωτικοποιήσεις που στηρίζονται στην αξιοποίηση της αδρανούς ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου έχουν μηδενικό εναλλακτικό κόστος ευκαιρίας και, επομένως, υψηλό αναπτυξιακό πολλαπλασιαστή.

* * *

Συμπερασματικά, η επιστροφή στην κανονικότητα και σε διατηρήσιμη ανάπτυξη εδράζεται σε δύο βασικές προϋποθέσεις: Πρώτον, η κυβέρνηση πρέπει να εφαρμόσει τη Σύμβαση που διαπραγματεύθηκε με τους εταίρους και να λάβει τις απαραίτητες πρωτοβουλίες, πέραν της Σύμβασης, προκειμένου να βελτιωθεί το οικονομικό και επενδυτικό κλίμα, αξιοποιώντας το θετικό γεγονός της προσέλκυσης ιδιωτικών κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίηση των σημαντικών τραπεζών.

Δεύτερον, η Βουλή των Ελλήνων, η οποία από το 2010 μέχρι σήμερα στήριξε την προσπάθεια προσαρμογής και συνεπώς τη σωτηρία της ελληνικής οικονομίας, είναι αυτονόητο ότι θα πρέπει να συμβάλει στην ολοκλήρωση του νομοθετικού έργου που υλοποιεί τη Σύμβαση, τη στιγμή μάλιστα που το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής έχει ήδη επιτευχθεί από το 2010 μέχρι σήμερα και απομένει ένα μικρό μόνο μέρος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει επανειλημμένως τονίσει στο παρελθόν την ανάγκη πολιτικής και κοινωνικής συναίνεσης για να αντιμετωπιστούν τα μεγάλα προβλήματα της χώρας. Σήμερα, η συναίνεση που έχει ήδη επιτευχθεί και είναι μια μεγάλη κατάκτηση δεν πρέπει να διαρραγεί. Αντίθετα, πρέπει να διατηρηθεί, για να διασφαλίσει την πολιτική σταθερότητα, να στηρίξει την οριστική έξοδο από την κρίση και να ανοίξει το δρόμο προς την ανάπτυξη.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2015
Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής



ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Γιάννης Στουρνάρας

ΜΕΛΗ

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Ηλίας Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

1	Η συμφωνία με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας και η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών βάσει εκκίνησης για την ανάκαμψη της οικονομίας	15
2	Τα μακροοικονομικά δεδομένα και οι προβλέψεις	17
3	Η ταχεία υλοποίηση της συμφωνίας θα επιτρέψει στην Ελλάδα να επωφεληθεί από το ευνοϊκό διεθνές οικονομικό περιβάλλον και από τις πρωτοβουλίες της ΕΚΤ για ενίσχυση της ρευστότητας	19
4	Το τραπεζικό σύστημα ενδυναμώνεται για να αντιμετωπίσει την πρόκληση των δανείων σε καθυστέρηση	21
5	Οι προϋποθέσεις για τη μετάβαση σε διατηρήσιμη ανάπτυξη	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	27
1.1	Παγκόσμια οικονομία	27
1.2	Ζώνη του ευρώ	31
1.3	Παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ	32
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	33

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.1

0	Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας: σκοπός, κύρια χαρακτηριστικά και χρήση από κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ	36
---	--	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Η χάραξη και η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ από το Ευρωσύστημα	40
---	---	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ.1

Αξιολόγηση τυχόν αρνητικών επιπτώσεων από την άσκηση πολύ διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής	45
---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	53
1.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	53
1.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	58
1.3	Εξελίξεις και προοπτικές στην αγορά ακινήτων	62
2	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	63
3	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	67
3.1	Πληθωρισμός	67
3.2	Κόστος εργασίας	69
3.3	Κέρδη επιχειρήσεων	70
3.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	70
4	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	72

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.1

Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας και η καμπύλη Beveridge στην Ελλάδα	74
--	----

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.2

Κλαδική παραγωγικότητα και εξαγωγική δραστηριότητα	80
--	----

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.3

Η ενσωμάτωση των στοιχείων εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ στη διαδικασία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών	87
--	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικών	91
2	Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις	96
3	Το δημόσιο χρέος	100

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.1

Οι δημοσιονομικές δεσμεύσεις της Ελλάδος στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης	100
--	-----

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ V.2					
Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους	107				
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI					
ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ					
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
1	Τραπεζικές καταθέσεις	112			
2	Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων και δανείων	113			
3	Τραπεζική πίστη	116			
4	Χρηματοπιστωτικές αγορές	118			
4.1	Εξελίξεις στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων	118			
4.2	Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	119			
4.3	Εταιρικά ομόλογα	120			
4.4	Αγορά μετοχών	121			
5	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	122			
			ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.1		
			Περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων – σύντομο ιστορικό και επόμενα βήματα	125	
			ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.2		
			Διαχείριση μη εξυπηρετούμενων δανείων	129	
			ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	137	
			ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	139	

I ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

I Η ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ Η ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΒΑΣΗ ΕΚΚΙΝΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παρούσα Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μία περίοδο που οι διαπραγματεύσεις της κυβέρνησης με τους εταίρους διεξάγονται ομαλά, ενώ ολοκληρώθηκε με επιτυχία και η ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών. Αυτοί οι παράγοντες δημιουργούν εύλογες προοπτικές επιτυχίας της συμφωνίας και επιστροφής στην οικονομική ανάπτυξη. Βασική προϋπόθεση όμως για αυτό είναι η επικράτηση κλίματος πολιτικής σταθερότητας και συναίνεσης, που θα επιτρέψει την απρόσκοπτη εφαρμογή των όρων της συμφωνίας και θα διευκολύνει τη διαπραγμάτευση για την ελάφρυνση του χρέους.

Υπενθυμίζεται ότι η προηγούμενη έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2014-15 υπεβλήθη στη Βουλή των Ελλήνων στις 17 Ιουνίου 2015. Τότε, οι διαπραγματεύσεις με τους εταίρους ήταν σε κρίσιμο σημείο και όλα τα ενδεχόμενα ανοικτά. Η Τράπεζα της Ελλάδος στην έκθεσή της είχε υπογραμμίσει με έμφαση τις αρνητικές συνέπειες μιας ρήξης με τους εταίρους και είχε υποστηρίξει ότι “η συμφωνία είναι ιστορική επιταγή που δεν μπορούμε να αγνοήσουμε”. Λίγες μέρες μετά, στις 28 Ιουνίου, η παράταση της αβεβαιότητας κατέστησε αναγκαία τη θέσπιση τραπεζικής αργίας και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων για να διαφυλαχθούν η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και οι καταθέσεις. Η επιβολή των περιορισμών επέτεινε την αβεβαιότητα και επηρέασε αρνητικά την πραγματική οικονομία.

✓ Η συμφωνία της 12ης Ιουλίου και η ευρεία συναίνεση που διαμορφώθηκε ανέκοψαν τη δυσμενή και αβέβαιη πορεία της οικονομίας

Η δυσμενής και αβέβαιη πορεία της οικονομίας ανεκόπη στη σύνοδο κορυφής της ευρωζώνης της 12ης Ιουλίου 2015, όπου οι ελληνικές αρχές δεσμεύθηκαν σε ένα πλαίσιο προα-

παιτούμενων μέτρων που θα έπρεπε να ψηφιστούν από τη Βουλή, ως προϋπόθεση για τη διαπραγμάτευση ενός νέου προγράμματος με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Η συμφωνία που επετεύχθη στις 12 Ιουλίου 2015 κυρώθηκε από τη Βουλή των Ελλήνων το πρωί της 14ης Αυγούστου, μετά από ολονύκτια συνεδρίαση, με πλειοψηφία πρωτοφανή στα κοινοβουλευτικά χρονικά. Η εφαρμογή της συμφωνίας προωθήθηκε τους επόμενους μήνες με την ψήφιση νομοθετημάτων που αφορούν διαρθρωτικές αλλαγές στο δημοσιονομικό τομέα, τη δημόσια διοίκηση και το ασφαλιστικό. Τέλος, ψηφίστηκε πρόσφατα, πάλι με μεγάλη πλειοψηφία, ο νόμος για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες πέτυχαν να προσελκύσουν επαρκή ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια για την ανακεφαλαιοποίησή τους, ενώ δύο εξ αυτών κάλυψαν με ιδιωτικά κεφάλαια όλες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες. Την περίοδο αυτή βρίσκονται σε εξέλιξη οι διαπραγματεύσεις για την πρώτη αξιολόγηση του προγράμματος.

Είναι βάσιμο να εκτιμηθεί ότι η παρούσα κυβέρνηση έχει πλέον επιλέξει το δρόμο της συνεργασίας και της συνεννόησης με τους εταίρους και έχει απορρίψει την εκδοχή της ρήξης. Η βασική αυτή επιλογή στηρίζεται και από τη συντριπτική πλειοψηφία της αντιπολίτευσης, η οποία παραμένει προσηλωμένη στην ευρωπαϊκή προοπτική. Διαμορφώνεται έτσι, εκ των πραγμάτων, μια ισχυρή διακομματική βάση με ευρωπαϊκό προσανατολισμό, η οποία είναι αυτονόητο ότι θα πρέπει να εγγυηθεί τη συνέχεια στην εφαρμογή της συμφωνίας και να συμβάλει στην πολιτική σταθερότητα, που είναι αναγκαία προϋπόθεση για την επιτυχία του προγράμματος, τη στιγμή μάλιστα που το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής έχει ήδη επιτευχθεί από το 2010 μέχρι σήμερα και απομένει μόνο ένα μικρό μέρος. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι η προσαρμογή που απομένει να υλοποιηθεί δεν πρέπει να γίνει με αύξηση φορολογικών συντελεστών ή των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης που θίγουν την ανταγωνιστικότητα, την ανάπτυξη και τις θέσεις απασχόλησης. Αντίθετα, έμφαση θα πρέπει να δοθεί στη μείωση των μη παραγω-

γικών δαπανών του Δημοσίου και του ευρύτερου δημόσιου τομέα, στη μείωση των φορολογικών δαπανών με την κατάργηση των εναπομένουσών εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις της φορολογίας και της κοινωνικής ασφάλισης και στην πραγματοποίηση ιδιωτικοποιήσεων, ιδιαίτερα μέσω της αξιοποίησης της αδρανούς ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου. Η μείωση των μη παραγωγικών δαπανών του ευρύτερου δημόσιου τομέα μπορεί να προέλθει, μεταξύ άλλων, από την αξιολόγηση των δομών του Δημοσίου, της αναγκαιότητας ύπαρξης εκατοντάδων φορέων που εποπτεύονται από το Δημόσιο και της δυνατότητας μεταφοράς προσωπικού είτε σε τομείς αιχμής (όπως π.χ. σε ελεγκτικούς μηχανισμούς) είτε εκεί όπου υπάρχουν σημαντικές ανάγκες (π.χ. φύλακες σε μουσεία), αυξάνοντας έτσι τη συνολική παραγωγικότητα του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Επιπλέον, η αξιοποίηση της αδρανούς ακίνητης περιουσίας τόσο του Δημοσίου όσο και πολλών ΝΠΔΔ παραμένει ακόμη, σε μεγάλο βαθμό, ζητούμενο, παρά το γεγονός ότι θα μπορούσε να συμβάλει στην επίλυση πολλών οικονομικών προβλημάτων.

Επιπλέον, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η διαμόρφωση κλίματος πολιτικής σταθερότητας και συναίνεσης είναι ο ακρογωνιαίος λίθος για την επιστροφή στην οικονομική και χρηματοπιστωτική κανονικότητα. Μόνο η πλήρης αποκατάσταση κλίματος εμπιστοσύνης, η επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων, η αξιοποίηση της ακίνητης κρατικής περιουσίας και η πραγματοποίηση σημαντικών επενδύσεων μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Για τις τράπεζες, η μεγάλη πρόκληση αλλά και ευκαιρία μετά την επιτυχή ανακεφαλαιοποίησή τους είναι η διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η μείωσή τους στο επίπεδο των υπόλοιπων κρατών-μελών της ευρωζώνης. Το σοβαρό αυτό πρόβλημα απαιτεί αποφασιστικότητα και λύσεις καινοτόμες, λαμβάνοντας υπόψη την εμπειρία άλλων χωρών. Η αποκατάσταση της κανονικότητας και στο χρηματοπιστωτικό τομέα θα συμβάλει στην επιστροφή των καταθέσεων και στην άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

✓ Η νέα συμφωνία εστιάζεται στην ισχυροποίηση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων της οικονομίας

Πέρα από το γεγονός ότι η συμφωνία απέτρεψε τις δυσμενείς εξελίξεις, το περιεχόμενό της είναι σαφώς θετικό, καθώς στηρίζεται σε τέσσερις βασικούς πυλώνες που καλύπτουν τις σημερινές και μελλοντικές ανάγκες της οικονομίας. Οι βασικοί αυτοί πυλώνες είναι:

1. Η διατήρηση και ενίσχυση της δημοσιονομικής ισορροπίας.
2. Η αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.
3. Η εφαρμογή διαρθρωτικών αλλαγών που θα βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα και θα ενισχύσουν την ανάπτυξη.
4. Ο εκσυγχρονισμός του κράτους και της δημόσιας διοίκησης.

Επίσης, η συμφωνία προβλέπει τη σύσταση ενός νέου ανεξάρτητου ταμείου, του οποίου ο πρωταρχικός στόχος είναι να διαχειρίζεται περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας και να προστατεύει, να δημιουργεί και εν τέλει να μεγιστοποιεί την αξία τους, την οποία θα ρευστοποιεί με ιδιωτικοποιήσεις και άλλα μέσα. Η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων θα αποτελέσει μία από τις βασικές πηγές για τη χρηματοδότηση επενδύσεων και την αποπληρωμή ενός τμήματος του νέου δανείου του ΕΜΣ.

Στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, για τη διατήρηση και ενίσχυση της δημοσιονομικής πορείας, προβλέπονται σημαντικά χαμηλότεροι δημοσιονομικοί στόχοι, δηλαδή πρωτογενές έλλειμμα ύψους 0,25% του ΑΕΠ για το 2015 και πρωτογενή πλεονάσματα ύψους 0,5%, 1,75% και 3,5% του ΑΕΠ για το 2016, 2017 και 2018 και έπειτα, αντίστοιχα. Οι νέοι στόχοι αναμένεται να επιτευχθούν με την υιοθέτηση σειράς μέτρων που αφορούν μεταξύ άλλων την ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης, τη βελτίωση της δημοσιονομικής διαχείρισης και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής.

Συνολικά εκτιμάται ότι η νέα συμφωνία, πέρα από τη βιωσιμότητα των δημοσιονομικών στόχων, είναι εστιασμένη στη διεύρυνση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων της χώρας, δεδομένου ότι κατά κύριο λόγο περιλαμβάνει μεταρρυθμίσεις οι οποίες, αν εφαρμοστούν αποτελεσματικά, θα έχουν θετικές επιδράσεις, μεσοπρόθεσμα αλλά και βραχυπρόθεσμα. Συγκεκριμένα το πρόγραμμα προβλέπει:

(α) Μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων, στη δημόσια διοίκηση, στη λειτουργία της δικαιοσύνης, στους θεσμούς και στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η πραγματοποίηση αυτών των αλλαγών θα διευκολύνει την επιχειρηματική δραστηριότητα και θα προσελκύσει νέες επενδύσεις.

(β) Μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Οι κρίσιμες αυτές αλλαγές θα βελτιώσουν τη ρευστότητα, θα εξομαλύνουν τις συνθήκες δανεισμού, θα επιταχύνουν την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα και σταδιακά την επάνοδο των καταθέσεων.

(γ) Αλλαγές που θα διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου να διατηρηθούν σε διαχειρίσιμα επίπεδα. Αυτό κατ' αρχάς θα απελευθερώσει πόρους που θα κατευθυνθούν σε επενδύσεις και θα ενισχύσουν την απασχόληση. Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους θα βελτιώσει το κλίμα με πολλαπλές θετικές επιδράσεις: νέες επενδύσεις, προσέλκυση ξένων επενδύσεων, επιστροφή καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα.

✓ **Η εξάλειψη των μακροοικονομικών ανισορροπιών επιτρέπει τώρα τη στροφή στην ανάπτυξη**

Όπως τονίστηκε παραπάνω, η συμφωνία με τον ΕΜΣ μπορεί να αποτελέσει σημείο εκκίνησης και να διευκολύνει σημαντικά την άσκηση μιας οικονομικής πολιτικής που θα επιδιώξει την ταχύτερη δυνατή επάνοδο της ελληνικής οικονομίας σε αναπτυξιακή τροχιά.

Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι η συμφωνία με τον ΕΜΣ και η έμφαση στις μεταρρυθμίσεις που ευνοούν την ανάπτυξη δεν θα μπορούσαν να υπάρξουν – τουλάχιστον σ' αυτή τη μορφή – αν δεν είχαν αντιμετωπιστεί τα προηγούμενα χρόνια οι μακροοικονομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας: τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και το έλλειμμα στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, η απώλεια ανταγωνιστικότητας, οι δυσκαμψίες και τα εμπόδια στην αγορά εργασίας. Στους τομείς αυτούς τα δύο προηγούμενα προγράμματα πέτυχαν τους στόχους τους, με υψηλό βέβαια κόστος που συνοψίζεται στη μακρά διάρκεια και το μέγεθος της ύφεσης. Καθυστερήσαν όμως σημαντικά στην πραγματοποίηση μεταρρυθμίσεων που θα ενίσχυαν την ανάπτυξη, δηλαδή στην προώθηση των διαρθρωτικών αλλαγών στη λειτουργία του δημόσιου τομέα και στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Αυτό ήταν και ένας από τους πολλούς λόγους για τους οποίους η ύφεση ήταν πολύ βαθύτερη από την αναμενόμενη.

2 ΤΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

✓ **Η παρατεταμένη αβεβαιότητα επιδρά αρνητικά στις αναπτυξιακές προοπτικές**

Οι καθυστερήσεις των προηγούμενων προγραμμάτων στην εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων οδήγησαν σε αντίστοιχες καθυστερήσεις στην εμφάνιση των θετικών επιδράσεων, ενώ το κόστος ήταν άμεσο. Έτσι, μόλις στα τέλη του 2014-αρχές 2015 άρχισαν να καταγράφονται οι επιδράσεις αυτές: άνοδος του ΑΕΠ το 2014 κατά 0,7% και θετικοί ρυθμοί ανόδου τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2015 σε ετήσια βάση. Εκτιμάται ότι η ανάκαμψη θα είχε εδραιωθεί και το συνολικό αποτέλεσμα για το 2015 και το 2016 θα ήταν θετικό (όπως είχε άλλωστε προβλεφθεί), αν δεν είχε μεσολαβήσει η έξαρση της αβεβαιότητας από τους τελευταίους μήνες του 2014. Στην περίοδο αυτή υπήρξαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις, ένα δημοψήφισμα με οξείες αντιπαραθέσεις και μια μακρόσυρτη διαδικασία διαπραγμα-

τεύσεων με αντιφατικά μηνύματα. Η αβεβαιότητα, αλλά και οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία κορυφώθηκαν με την τραπεζική αργία και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων είχαν άμεσες και ορατές αρνητικές επιπτώσεις – τουλάχιστον την πρώτη περίοδο – στις συναλλαγές εξωτερικού και εσωτερικού, οι οποίες απαλύνονται όσο χαλαρώνουν οι έλεγχοι. Οι στρεβλώσεις όμως που επέφεραν στις αγορές κεφαλαίων, προϊόντων και υπηρεσιών έχουν έμμεσες επιπτώσεις που δεν μπορούν ακόμη να αποτιμηθούν με ακρίβεια. Μπορεί όμως βάσιμα να εκτιμηθεί ότι το β' εξάμηνο του 2015 θα εξακολουθούν να επιβαρύνουν την οικονομική δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά βεβαίως, οι έλεγχοι ανέκοψαν την εκροή κεφαλαίων και –ως παράπλευρο όφελος– ενθάρρυναν τη χρήση ηλεκτρονικού χρήματος.

Επιπλέον, το πρώτο εξάμηνο του 2015 χαρακτηρίστηκε από πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής (συμπεριλαμβανομένης της απόδοσης των εσόδων ANFA και SMP), άνοδο των επιτοκίων δανεισμού και απόκλιση των φορολογικών εσόδων από τους στόχους του Προϋπολογισμού. Ως αποτέλεσμα, η ταμειακή διαχείριση για την αντιμετώπιση των υφιστάμενων υποχρεώσεων κατέστη εξαιρετικά δύσκολη και χαρακτηρίστηκε από αναβολές πληρωμών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης, καθώς και βραχυπρόθεσμο δανεισμό διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης για την αποπληρωμή τοκοχρεολυσίων προς το ΔΝΤ και άλλους διεθνείς πιστωτές. Εξαιτίας των προαναφερθέντων παραγόντων που προκάλεσαν δυσμενείς αναθεωρήσεις των δημοσιονομικών προβλέψεων και την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας, κρίθηκε απαραίτητη η λήψη νέων μέτρων προκειμένου να επιτευχθούν οι αναθεωρημένοι δημοσιονομικοί στόχοι που προβλέπονται στη νέα συμφωνία για το 2015 και το 2016. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2016, η καθαρή σωρευτική απόδοση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων Γενικής Κυβέρνησης για το

2015 και το 2016 εκτιμάται σε περίπου 1,5 δισεκ. ευρώ ή 0,9% του ΑΕΠ (0,6% του ΑΕΠ από το σκέλος των εσόδων του ΚΠ και 0,3% του ΑΕΠ από το σκέλος των δαπανών) και 5,7 δισεκ. ευρώ ή 3,3% του ΑΕΠ (1,8% του ΑΕΠ από το σκέλος των εσόδων του ΚΠ και 1,5% του ΑΕΠ από το σκέλος των δαπανών) αντίστοιχα.

✓ **Η οικονομία εκτιμάται ότι επιστρέφει σε ελαφρά αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης το 2015, ωστόσο η ανάκαμψη το δεύτερο εξάμηνο του 2016 είναι πιθανή**

Παρά τις μεγάλες αντιξοότητες των τελευταίων μηνών η οικονομία εμφανίζει αντιστάσεις που φαίνεται ότι θα περιορίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις που αναμενόταν. Τα πιο πρόσφατα δεδομένα δείχνουν ότι οι εξελίξεις είναι ευνοϊκότερες σε σχέση με τις απαισιόδοξες προβλέψεις που είχαν διατυπωθεί το καλοκαίρι.

Ειδικότερα, ηπιότερες του αναμενομένου ήταν οι επιπτώσεις στην οικονομία από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, παρά το αρχικό σοκ της τραπεζικής αργίας. Σ' αυτό συνέβαλαν η ταχεία χαλάρωση των περιορισμών και η βελτίωση της διαχείρισης των ελέγχων, αλλά και η ορθολογική συμπεριφορά των καταναλωτών.

Το πραγματικό ΑΕΠ, αφού αυξήθηκε το 2014, παρουσίασε θετικό ρυθμό μεταβολής 0,7% και το α' εξάμηνο του 2015, ενώ υποχώρησε κατά 1,1% το γ' τρίμηνο ως αποτέλεσμα των κεφαλαιακών ελέγχων. Σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, η οικονομική δραστηριότητα υποστηρίχθηκε από την εγχώρια καταναλωτική ζήτηση, την άνοδο του τουρισμού και τις εξαγωγές αγαθών. Αντίθετα, οι επενδύσεις, τα έσοδα από τη ναυτιλία αλλά και οι εισαγωγές επηρεάστηκαν άμεσα από τους κεφαλαιακούς ελέγχους, τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς των επιχειρήσεων και από την επιβάρυνση του επιχειρηματικού κλίματος.

Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται τα δυο πρώτα τρίμηνα του 2015 αντανα-

κλώντας τη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (λόγω αποπληθωρισμού και ανάκαμψης το 2014), τη ρευστοποίηση αποταμιευτικών πόρων και την αποκλιμάκωση των πιέσεων στην αγορά εργασίας. Το γ' τρίμηνο η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών περιορίστηκε σε χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης (0,3%) εξαιτίας του δημοσιονομικού φόρτου και των κεφαλαιακών ελέγχων. Η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας το γ' τρίμηνο έπεσε κατά 12,9%, ύστερα από δύο εξάμηνα θετικών επιδόσεων, που οφείλονταν όμως κατά κύριο λόγο σε αυξημένες παραλαβές αμυντικού εξοπλισμού.

Με την υπογραφή νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και την κλιμακούμενη εφαρμογή δημοσιονομικών μέτρων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων η εμπιστοσύνη ανέκαμψε. Ωστόσο, όπως φαίνεται και από τα προσωρινά στοιχεία για το γ' τρίμηνο του 2015, στη διάρκεια του β' εξαμήνου, και σε συνάρτηση με τις επιπτώσεις των κεφαλαιακών περιορισμών στη χρηματοδότηση της οικονομίας αφενός αλλά και της φορολογικής επιβάρυνσης των νοικοκυριών αφετέρου, η δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα σημειώσει κάμψη, οδηγώντας την οικονομία σε ύφεση. Η ύφεση πάντως, σύμφωνα με όλες τις υφιστάμενες ενδείξεις, αναμένεται να είναι περιορισμένη στο σύνολο του έτους.

Για το 2016, ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι, τουλάχιστον το α' εξάμηνο, θα παραμείνει σε αρνητικό έδαφος λόγω της υψηλής μεταφερόμενης επίδρασης (carry-over) από το 2015. Προβλέπεται επίσης υποχώρηση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών υπό το βάρος των δημοσιονομικών μέτρων, ενώ η αποκατάσταση της επενδυτικής και εξαγωγικής προσπάθειας αναμένεται να πραγματοποιηθεί σταδιακά και πάντως σε άμεση συνάρτηση με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της χρηματοδότησης της οικονομίας. Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα περάσει σε θετικό έδαφος, καθώς θα γίνει αισθητό το βάρος των αυξήσεων στους έμμεσους φόρους.

Επισημαίνεται ότι η πορεία της οικονομικής δραστηριότητας το 2016 συνδέεται άρρηκτα με το ρυθμό υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στη συμφωνία, αλλά και με το βαθμό ευρύτερης αποδοχής τους. Απαραίτητες προϋποθέσεις για τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας είναι, μετά την επιτυχή ανακεφαλαιοποίηση των σημαντικών τραπεζών, η περαιτέρω χαλάρωση των κεφαλαιακών ελέγχων και τελικώς η άρση τους, η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης.

Συμπερασματικά, παρά την αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα που επέδειξε η οικονομία το α' εξάμηνο του 2015, το β' εξάμηνο η οικονομία επανήλθε στην ύφεση. Στο βαθμό ωστόσο που περιορίζεται η αβεβαιότητα, χαλαρώνουν περαιτέρω οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων και κυρίως εφαρμόζονται με συνέπεια οι όροι της συμφωνίας, η ύφεση θα γίνεται ηπιότερη και θα αυξάνονται οι πιθανότητες ανάκαμψης το β' εξάμηνο του 2016.

3 Η ΤΑΧΕΙΑ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΘΑ ΕΠΙΤΡΕΨΕΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΝΑ ΕΠΩΦΕΛΗΘΕΙ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΝΟΙΚΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Το διεθνές περιβάλλον εμφανίζεται ευνοϊκό, παρότι έχουν αυξηθεί οι κίνδυνοι

Η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να καταγράφει θετικούς, αλλά μέτριους, ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ οι προοπτικές εμφανίζονται μεν συνολικά θετικές αλλά με υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, ο οποίος συνδέεται με τη σημαντική επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες, με γεωπολιτικούς κινδύνους, καθώς και με σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα στο σύνολο των οικονομιών, όπως η ανεπαρκής δαπάνη για επενδύσεις, ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας και το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, το 2015 ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας εκτιμάται

ότι θα διαμορφωθεί σε 3,1%, έναντι 3,4% το προηγούμενο έτος, ως συνέπεια της υποχώρησης των ρυθμών ανάπτυξης στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το 2016, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρά, με τη συμβολή τόσο των προηγμένων όσο και των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών.

Στη ζώνη του ευρώ, η ανάκαμψη συνεχίστηκε με ήπιους ρυθμούς το πρώτο εξάμηνο του 2015. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται από το Ευρωσύστημα ότι θα διαμορφωθεί σε 1,5% για το σύνολο του έτους και 1,7% το 2016, με κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης την εγχώρια ζήτηση, κυρίως την ιδιωτική κατανάλωση. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα παραμείνει πολύ χαμηλός το 2015 και θα αυξηθεί σταδιακά στη συνέχεια, στο 1,0% το 2016. Θετική συμβολή στη σταθερότητα και ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ και της ευρωπαϊκής οικονομίας γενικότερα έχει η έναρξη του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ.

Από την άλλη πλευρά ωστόσο, ισχυρές αβεβαιότητες και κίνδυνοι προκύπτουν από δύο πρόσφατα μείζονα ζητήματα: Τα μεγάλα προσφυγικά ρεύματα που συρρέουν στην Ευρώπη – κυρίως μέσω Ελλάδος – και η έξαρση της τρομοκρατίας με κορυφαίο γεγονός τις επιθέσεις στο Παρίσι. Η προσπάθεια αντιμετώπισης αυτών των προβλημάτων θα μπορούσε να επιφέρει αλλαγές που θα περιόριζαν την ελεύθερη κίνηση ατόμων και εμπορευμάτων. Αυτό θα έχει σοβαρές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και στο επενδυτικό κλίμα. Στην Ελλάδα ειδικότερα, η συσσώρευση μεγάλων αριθμών προσφύγων θα θέσει σε δοκιμασία τις αντοχές της οικονομίας και της κοινωνίας.

Η ΕΚΤ έχει αναλάβει σημαντικές πρωτοβουλίες για να αποσοβήσει τον αποπληθωρισμό και να ενισχύσει τη ρευστότητα στην ευρωζώνη

Για να αποτρέψει τον κίνδυνο ανάπτυξης συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα έχει μειώσει κατά τα τελευταία έτη τα βασικά επιτόκια. Σύμφωνα με την

απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ που ελήφθη στις 3 Δεκεμβρίου 2015, το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης παραμένει στις 5 μονάδες βάσης και το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώνεται κατά 10 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί σε -30 μονάδες βάσης. Το Ευρωσύστημα θα εξακολουθήσει τουλάχιστον κατά τα επόμενα δύο έτη να χορηγεί ρευστότητα στην οικονομία μέσω τακτικών πράξεων ανοικτής αγοράς, δηλαδή αφενός των εβδομαδιαίων πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και αφετέρου των τριμηνιαίων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, χωρίς άλλο περιορισμό εκτός από την υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων για κάλυψη της αντλούμενης χρηματοδότησης με επαρκείς εξασφαλίσεις.

Επιπλέον, από τα τέλη του 2014 διεξάγονται ανά τρίμηνο οι στοχευμένες πράξεις (TLTROs), οι οποίες παρέχουν στα πιστωτικά ιδρύματα μεσομακροπρόθεσμη χρηματοδότηση με διάρκεια μέχρι 4 έτη και πολύ χαμηλό σταθερό επιτόκιο. Οι πράξεις αυτές διέπονται από κανόνες όσον αφορά το ύψος και τη διάρκεια της χορηγούμενης ρευστότητας, οι οποίοι δημιουργούν κατάλληλα κίνητρα ώστε οι συμμετέχουσες τράπεζες κατ' ουσίαν να εντείνουν την πιστοδοτική τους δραστηριότητα προς την πραγματική οικονομία.

Από το Μάρτιο του 2015, το Ευρωσύστημα διεξάγει διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων εκφρασμένων σε ευρώ. Στο πλαίσιο του προγράμματος, το Ευρωσύστημα προβαίνει σε αγορές μεγάλης κλίμακας καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών και άλλων προϊόντων τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, κρατικών χρεογράφων και άλλων τίτλων οι οποίοι έχουν εκδοθεί από φορείς του δημόσιου τομέα στη Νομισματική Ένωση, συμπεριλαμβανομένων υποχρεώσεων περιφερειακών και δημοτικών αρχών, διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών. Επί του παρόντος, στο πλαίσιο του προγράμματος το Ευρωσύστημα πραγματοποιεί αγορές τίτλων συνολικής αξίας 60 δισεκ. ευρώ κάθε μήνα. Το

συνολικής αξίας 60 δισεκ. ευρώ κάθε μήνα. Το πρόγραμμα αναμένεται να συνεχιστεί μέχρι το Μάρτιο του 2017 ή και αργότερα, έως ότου η τροχιά του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ευθυγραμμιστεί με το μεσοπρόθεσμο στόχο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (πληθωρισμός κάτω αλλά πλησίον του 2%).

Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα και γενικότερα η ελληνική οικονομία επωφελούνται από τα ιδιαίτερος χαμηλά επιτόκια, τα οποία μεταξύ των άλλων ελαφρύνουν την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Επιπλέον, η εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, την οποία συνεπάγεται η πολύ διευκολυντική κατεύθυνση που έχει λάβει η ενιαία νομισματική πολιτική, συμβάλλει στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων.

Ένα σημαντικό μέρος των αναγκών των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων σε ρευστότητα εξακολουθούσε να καλύπτεται κατά το 2015 μέσω προσφυγής στις συνήθειες πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ οι τράπεζες έχουν αντλήσει πολλά κεφάλαια και μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας. Αυτό που περιορίζει τις δυνατότητες των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων να αντλήσουν και άλλη χρηματοδότηση με πολύ χαμηλό κόστος – πράγμα που θα τους επέτρεπε να στηρίξουν εντατικότερα την πραγματική οικονομία στη χώρα μας με πιστώσεις – είναι το γεγονός ότι οι τίτλοι τους οποίους έχει εκδώσει (ή εγγυηθεί) το Ελληνικό Δημόσιο δεν γίνονται αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα στις συνήθειες πράξεις ανοικτής αγοράς. Βεβαίως, οι τίτλοι αυτοί χρησιμοποιούνται για έκτακτη χρηματοδότηση (ELA) από την Τράπεζα της Ελλάδος, με σημαντικά υψηλότερο κόστος όμως, σύμφωνα πάντοτε με το πλαίσιο που έχει καθορίσει για όλα τα κράτη-μέλη το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Προκειμένου οι ελληνικοί τίτλοι να περιληφθούν εκ νέου στις αποδεκτές εξασφαλίσεις από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, είναι κατ' αρχάς αναγκαίο να σημειωθεί πρόοδος με

την περαιτέρω εφαρμογή της συμφωνίας, η οποία να αξιολογηθεί θετικά από τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Η θετική αξιολόγηση θα καταστήσει τους ελληνικούς τίτλους επιλέξιμους και για το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, με συνέπεια άμεση και σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας, άρα και της πιστοδοτικής ικανότητας των ελληνικών τραπεζών.

4 ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΝΔΥΝΑΜΩΝΕΤΑΙ ΓΙΑ ΝΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΕΙ ΤΗΝ ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ

Η αβεβαιότητα, που αναζωπυρώθηκε κατά τις διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας το α' εξάμηνο του 2015, προκάλεσε μεγάλες εκροές καταθέσεων, παρά το γεγονός ότι το ΑΕΠ αυξανόταν. Οι εκροές αναχαιτίστηκαν με τη θέσπιση τραπεζικής αργίας στα τέλη Ιουνίου και τη νομοθέτηση περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών από λογαριασμούς καταθέσεων, καθώς επίσης και στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό. Εξάλλου, η αβεβαιότητα περιορίστηκε δραστικά με τη συνολογική συμφωνία μεταξύ κυβέρνησης και Ευρωπαίων εταίρων στα μέσα Ιουλίου, γεγονός που δημιουργεί τις προϋποθέσεις για σταδιακή επιστροφή των καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα κατά τους επόμενους μήνες. Ήδη οι τραπεζικές καταθέσεις των επιχειρήσεων στην Ελλάδα σημείωσαν αύξηση μετά τον Ιούλιο, ενώ καταγράφηκε επιστροφή τραπεζογραμματίων από την κυκλοφορία στην Τράπεζα της Ελλάδος και επαναπατριsmός κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Η ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος ήταν αναγκαία

Παρ' όλα αυτά, οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις, η εκροή καταθέσεων και το συνεχώς αυξανόμενο ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, λόγω της χειροτέρευσης του οικονομικού κλίματος, κατέστησαν αναγκαία την εκ νέου ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, παρά την ανακεφαλαιοποίηση του 2014. Η ΕΚΤ διενήργησε συνολική αξιολόγηση των τεσσάρων

σημαντικών ελληνικών τραπεζών σύμφωνα με την απόφαση της συνόδου κορυφής της 12ης Ιουλίου 2015 και τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης που υπογράφηκε στις 19 Αυγούστου 2015. Στο πλαίσιο της ως άνω αξιολόγησης διενεργήθηκε έλεγχος της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού (Asset Quality Review – AQR) και μια άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, η οποία περιλάμβανε ένα βασικό σενάριο και ένα σενάριο δυσμενών εξελίξεων, προκειμένου να αξιολογηθούν οι ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των επιμέρους τραπεζών. Συνολικά, από την άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στις τέσσερις τράπεζες προέκυψε υστέρηση κεφαλαίων ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το βασικό σενάριο και 14,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το σενάριο δυσμενών εξελίξεων, δηλαδή πολύ χαμηλότερα από το ποσό των 25 δισεκ. ευρώ που είχε προβλεφθεί αρχικά στη Σύμβαση.

Οι τέσσερις τράπεζες υπέβαλαν στην ΕΚΤ σχέδια κάλυψης των κεφαλαιακών αναγκών, με τα οποία εξήγησαν πώς προτίθενται να καλύψουν την υστέρηση κεφαλαίων. Από αυτά τα σχέδια, έγιναν αποδεκτά μέτρα κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 0,6 δισεκ. ευρώ. Κατόπιν της ψήφισης του σχετικού νόμου από τη Βουλή, ολοκληρώθηκε με επιτυχία η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης με αυξημένο ενδιαφέρον από πλευράς ξένων επενδυτών, οι οποίοι επένδυσαν περίπου 5,3 δισεκ. ευρώ στις τέσσερις σημαντικές τράπεζες. Επιπλέον, κεφάλαια ύψους περίπου 2,7 δισεκ. ευρώ αντλήθηκαν μέσω εθελοντικών ασκήσεων διαχείρισης στοιχείων παθητικού (προτάσεις ανταλλαγής ομολόγων με μετοχές). Τα επιπρόσθετα κεφάλαια για τις δύο τράπεζες που δεν κάλυψαν όλες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες από ιδιωτικές πηγές (περίπου 5,4 δισεκ. ευρώ) προέρχονται από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ).

Η επίλυση του προβλήματος των δανείων σε καθυστέρηση

Η ανακεφαλαιοποίηση έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία κεφαλαιακών αποθεμάτων προ-

ληπτικής εποπτείας στις τέσσερις σημαντικές τράπεζες, τα οποία θα βελτιώσουν την ανθεκτικότητα των ισολογισμών τους και τη δυνατότητά τους να αντεπεξέρχονται σε ενδεχόμενες αρνητικές μακροοικονομικές διαταραχές καθώς και στην αναγνώριση των απωλειών που θα προκύψουν από την επίλυση του ζητήματος των δανείων σε καθυστέρηση. Σε συνέχεια της ανακεφαλαιοποίησης, η τρέχουσα εκτίμηση για το Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας ανέρχεται σε 18,1%, που είναι από τους υψηλότερους στην Ευρώπη (μέσος όρος των σημαντικότερων τραπεζών ανά χώρα σε επίπεδο ΕΕ: 16,7% στο τέλος Ιουνίου 2015).

Σύμφωνα με τα στοιχεία τέλους Ιουνίου 2015, το 50% των καταναλωτικών δανείων, το 1/3 των επιχειρηματικών δανείων και το 30% των στεγαστικών δανείων θεωρούνται μη εξυπηρετούμενα. Οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες έχουν συστήσει μονάδες διαχείρισης προβληματικών δανείων, εντούτοις το πρόβλημα συνέχισε να διογκώνεται, με αποτέλεσμα τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (Non-Performing Exposures – NPEs) να έχουν φθάσει στο 42,1% του συνόλου των δανείων τον Ιούνιο του 2015 από 39,9% το Δεκέμβριο του 2014, ενώ με βάση προκαταρκτικά στοιχεία Σεπτεμβρίου 2015 η αύξηση του ποσοστού αυτού για το γ' τρίμηνο εκτιμάται σε περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες. Πάντως, το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις ανέρχεται σε 49,4%, επίπεδο υψηλότερο του μέσου όρου των σημαντικότερων τραπεζών ανά χώρα σε επίπεδο ΕΕ (43% στο τέλος Ιουνίου 2015).

Η αντιμετώπιση του υψηλού συσσωρευμένου αποθέματος μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί την πλέον σημαντική πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα. Στο πλαίσιο της πρόσφατης συμφωνίας με τους εταίρους, η Τράπεζα της Ελλάδος, με βάση μελέτη που είχε αναθέσει σε διεθνή εξωτερικό σύμβουλο, έχει υποβάλει έκθεση για την κατηγοριοποίηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών, καθώς και αξιολόγηση της ικανότητας των τραπεζών να αντιμετωπίσουν κάθε κατηγορία μη εξυπηρετούμενου δανείου.

Επιπλέον, το ΤΧΣ σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος προετοίμασε ανάλυση με σκοπό τον προσδιορισμό των μη κανονιστικών περιορισμών και εμποδίων (διοικητικών, νομικών και οικονομικών) για την ανάπτυξη μιας δυναμικής αγοράς μη εξυπηρετούμενων δανείων. Στο πλαίσιο αυτό, προτείνονται ειδικές δράσεις για την τακτοποίηση μη εξυπηρετούμενων δανείων με εξάλειψη νομικών ή άλλων εμποδίων και παράλληλη προστασία για τα ευάλωτα νοικοκυριά. Επιπλέον προβλέπεται η βελτίωση του θεσμικού και νομικού πλαισίου για θέματα αφερεγγυότητας εταιριών και νοικοκυριών, η δημιουργία ανεξάρτητης αρχής που θα προσδιορίζει τις δυνατότητες πληρωμής των δανειοδοτών, καθώς και η τροποποίηση του νόμου για τον εξωδικαστικό συμβιβασμό προκειμένου να ενθαρρυνθούν οι οφειλότες να συμμετάσχουν. Η επιτάχυνση των διαδικασιών πτώχευσης, η αναμόρφωση του θεσμικού πλαισίου αφερεγγυότητας και η δυνατότητα εξωδικαστικού συμβιβασμού αναμένεται να έχουν θετικές επιδράσεις στη διαχείριση και το ποσοστό ανάκτησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Η ψήφιση στις 19 Νοεμβρίου του σχετικού νόμου από τη Βουλή που καθορίζει τους όρους για την προστασία από τους πλειστηριασμούς κύριας κατοικίας ανοίγει το δρόμο για τη διευθέτηση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των νοικοκυριών. Εντός των επόμενων δύο μηνών προβλέπεται, μεταξύ άλλων, η θεσμοθέτηση πλαισίου αδειοδότησης και λειτουργίας εταιριών που θα παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων, η ανάληψη δράσεων για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κοινών πιστούχων και η βελτίωση της διαδικασίας εξωδικαστικής επίλυσης διαφορών για μη εξυπηρετούμενα επιχειρηματικά δάνεια. Επίσης, έως τα τέλη Φεβρουαρίου του 2016, κατόπιν διαβούλευσης με τις τράπεζες και το ΤΧΣ, η Τράπεζα της Ελλάδος θα καθορίσει επιχειρησιακούς στόχους διευθέτησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ έως τα τέλη Μαρτίου 2016 θα αναθεωρήσει τον Κώδικα Δεοντολογίας,

ορίζοντας κατευθυντήριες γραμμές αναδιάρθρωσης χρεών για ομάδες δανειοληπτών με βάση σαφή κριτήρια κατηγοριοποίησης δανειακών χαρτοφυλακίων.

Στόχος η ενίσχυση της πιστοδοτικής ικανότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων

Καθώς θα σημειώνεται πρόοδος με την εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής και θα παγιώνεται η υποχώρηση της αβεβαιότητας, το κόστος χρηματοδότησης θα περιοριστεί περαιτέρω, ενώ θα βελτιωθούν και οι συνθήκες ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας. Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης θα συμβάλει όχι μόνο στην επιστροφή καταθέσεων, αλλά και στην αποκατάσταση της πρόσβασης των πιστωτικών ιδρυμάτων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων για άντληση χρηματοδότησης.

Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης θα οδηγήσει στην επανένταξη των ελληνικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις και θα καταστήσει δυνατή τη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ. Κάτι τέτοιο, σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και την αποτελεσματικότερη διαχείριση εκ μέρους των τραπεζών των προβληματικών τους στοιχείων, θα υποβοηθήσει την περαιτέρω υποχώρηση του κόστους δανεισμού και θα αυξήσει την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, παρά τη δυσμενή επίδραση (στη ζήτηση δανείων, στο βαθμό πιστωτικού κινδύνου κ.ά.) της παρούσας οικονομικής ύφεσης.

5 ΟΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΕ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Όπως ήδη αναφέρθηκε, παρά τις δυσκολίες η ελληνική οικονομία επέδειξε το α' εξάμηνο του 2015 αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα και το παραγωγικό δυναμικό υπέστη μικρότερες απώλειες από αυτές που αναμένονταν. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τους ευνοϊκούς για την ανάπτυξη όρους της συμφωνίας,

δίνει στην οικονομική πολιτική τη δυνατότητα να προσανατολιστεί τώρα στη δημιουργία των προϋποθέσεων που θα ευνοήσουν κατ' αρχάς την ταχύτερη δυνατή ανάκαμψη και την επίτευξη διατηρήσιμης, ταχείας ανάπτυξης στο μέλλον. Για να προσεγγιστούν οι στόχοι αυτοί, απαιτείται:

- **Η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων**, η οποία θα πρέπει να ακολουθήσει αμέσως μετά την ανακεφαλοποίηση των τραπεζών. Η αντιμετώπιση αυτή όχι μόνο θα ελαφρύνει το βάρος για τους δανειολήπτες που θα συνεργαστούν, αλλά και θα επιτρέψει στις τράπεζες να απελευθερώσουν κεφάλαια τα οποία είναι δεσμευμένα σε δάνεια που είναι απίθανο να αποπληρωθούν.
- **Ταχεία εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών** για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και της ανταγωνιστικότητας.
- **Δράσεις για τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας** που θα μειώσουν την ανεργία. Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί, βραχυχρόνια, στις ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, σε στοχευμένα προγράμματα επανεκπαίδευσης και κυρίως σε μεταρρυθμίσεις στο εκπαιδευτικό σύστημα που θα εμπλουτίζουν τις δεξιότητες και θα διευρύνουν τις ευκαιρίες απασχόλησης.
- **Διατήρηση των πρωτογενών πλεονασμάτων**, όπως προβλέπεται στη συμφωνία.
- Παράλληλες δράσεις για την **αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα**. Ιδιαίτερη σημασία έχει ο εκσυγχρονισμός της φορολογικής διοίκησης, ο οποίος όχι μόνο θα περιορίσει τη φοροδιαφυγή και την διαφθορά, αλλά και θα βελτιώσει τη λειτουργία του υγιούς ανταγωνισμού.
- **Ενίσχυση της ικανότητας του δημόσιου τομέα να εφαρμόσει τις διαρθρωτικές αλλαγές που απαιτούνται**, με τη βελτίωση και απλοποίηση του θεσμικού περιβάλλοντος.
- Η σημαντικότερη προϋπόθεση για να τεθούν οι βάσεις της διατηρήσιμης ανάπτυξης είναι η **αύξηση των επενδύσεων**, έτσι ώστε σύντομα το ποσοστό των επενδύσεων στο ΑΕΠ να προσεγγίσει το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Εκτιμάται ότι, αν αποκατασταθούν οι συνθήκες εμπιστοσύνης και η εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, οι επενδύσεις σταδιακά θα αρχίσουν να αυξάνονται. Η πορεία αυτή ωστόσο πρέπει να επιταχυνθεί, χρησιμοποιώντας αποτελεσματικά όλες τις δυνατότητες που υπάρχουν σήμερα, όπως η αξιοποίηση των νέων χρηματοδοτικών μέσων που παρέχουν η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και το Ευρωπαϊκό Επενδυτικό Σχέδιο (πακέτο Juncker) καθώς και η χρήση των διαρθρωτικών πόρων της ΕΕ.
- Η **αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η ταχεία προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων** που έχουν συμπεριληφθεί στη συμφωνία είναι τα ισχυρότερα μέσα όχι μόνο για την αναζωπύρωση της επενδυτικής δραστηριότητας και την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης, αλλά και για την επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής, αφού θα συμβάλουν και στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Κατ' αρχάς οι ιδιωτικοποιήσεις, εφόσον συνοδευθούν από ισχυρή δέσμευση για μελλοντικές επενδύσεις (όπως στην περίπτωση των περιφερειακών αεροδρομίων), θα ενισχύσουν τη ροή επενδυτικών πόρων σε μια οικονομία όπου τα κεφάλαια σπανίζουν. Θα συμβάλουν έτσι στην αύξηση της συνολικής ζήτησης, με θετικά αποτελέσματα στο ΑΕΠ. Το σπουδαιότερο όμως είναι ότι η **αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας** και η απρόσκοπτη πορεία του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων που έχει συμφωνηθεί συνιστούν ένα διπλό ισχυρό μήνυμα προς τις αγορές: πρώτον, ότι η ελληνική κυβέρνηση είναι σταθερά προσηλωμένη στην εφαρμογή της συμφωνίας και, δεύτερον, ότι οι επενδυτές που συμμετέχουν είναι πεπεισμένοι ότι η πορεία της ελληνικής οικονομίας θα είναι ανοδική και οι επενδύσεις τους αποδοτικές. Με άλλα λόγια, η ταχεία πραγματοποίηση

των ιδιωτικοποιήσεων και η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας αφενός θα ενισχύσουν ποσοτικά την ανάκαμψη και αφετέρου θα είναι το αποφασιστικό βήμα που θα αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη. Αυτό με τη σειρά του θα βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα και θα λειτουργήσει ως πόλος έλξεως πρόσθετων ξένων άμεσων επενδύσεων και εγχώριων επενδυτικών κεφαλαίων. Αν, πέραν όσων προβλέπονται στη Σύμβαση, η πορεία αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας είναι ταχεία και αποτελεσματική, θα μπορούσε όχι μόνο να συμβάλει στην περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους, αλλά και να στηρίξει τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι ιδιωτικοποιήσεις που στηρίζονται στην αξιοποίηση της αδρανούς ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου έχουν μηδενικό εναλλακτικό κόστος ευκαιρίας και επομένως υψηλό αναπτυξιακό πολλαπλασιαστή.

* * *

Συμπερασματικά, η επιστροφή στην κανονικότητα και σε διατηρήσιμη ανάπτυξη εδράζεται σε δύο βασικές προϋποθέσεις: Πρώτον, η κυβέρνηση πρέπει να εφαρμόσει τη Σύμβαση

που διαπραγματεύθηκε με τους εταίρους, και να λάβει τις απαραίτητες πρωτοβουλίες, πέραν της Σύμβασης, προκειμένου να βελτιωθεί το οικονομικό και επενδυτικό κλίμα, αξιοποιώντας το θετικό γεγονός της προσέλκυσης ιδιωτικών κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίηση των σημαντικών τραπεζών.

Δεύτερον, η Βουλή των Ελλήνων, η οποία από το 2010 μέχρι σήμερα στήριξε την προσπάθεια προσαρμογής και συνεπώς τη σωτηρία της ελληνικής οικονομίας, είναι αυτονόητο ότι θα πρέπει να συμβάλει στην ολοκλήρωση του νομοθετικού έργου που υλοποιεί τη Σύμβαση, τη στιγμή μάλιστα που το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής έχει ήδη επιτευχθεί από το 2010 μέχρι σήμερα και απομένει ένα μικρό μόνο μέρος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει επανειλημμένως τονίσει στο παρελθόν την ανάγκη πολιτικής και κοινωνικής συναίνεσης για να αντιμετωπιστούν τα μεγάλα προβλήματα της χώρας. Σήμερα, η συναίνεση που έχει ήδη επιτευχθεί και είναι μια μεγάλη κατάκτηση δεν πρέπει να διαρραγεί. Αντίθετα, πρέπει να διατηρηθεί, για να διασφαλίσει την πολιτική σταθερότητα, να στηρίξει την οριστική έξοδο από την κρίση και να ανοίξει το δρόμο προς την ανάπτυξη.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να καταγράφει θετικούς, αλλά μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ οι προοπτικές εμφανίζονται μεν συνολικά θετικές αλλά με **υψηλό βαθμό αβεβαιότητας**, ο οποίος συνδέεται με τη σημαντική επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες και με σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα στο σύνολο των οικονομιών, όπως είναι η ανεπαρκής δαπάνη για επενδύσεις, ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας και το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, το 2015 ο ρυθμός ανάπτυξης της **παγκόσμιας οικονομίας** εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,1%, έναντι 3,4% το προηγούμενο έτος, ως συνέπεια της υποχώρησης των ρυθμών ανάπτυξης στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το 2016 ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρά, με τη συμβολή τόσο των προηγμένων όσο και των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών.

Στη **ζώνη του ευρώ**, η ανάκαμψη συνεχίστηκε με ήπιους ρυθμούς μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2015. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι θα διαμορφωθεί σε 1,6% για το σύνολο του έτους και 1,8% το 2016,¹ με κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης την εγχώρια ζήτηση, κυρίως την ιδιωτική κατανάλωση. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα παραμείνει πολύ χαμηλός το 2015 και θα αυξηθεί σταδιακά στη συνέχεια, σύμφωνα με την ΕΚΤ, στο 1,1% το 2016. Θετική συμβολή στη σταθερότητα και ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ και της ευρωπαϊκής οικονομίας γενικότερα έχουν η έναρξη του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ, η αξιοποίηση του νέου ενισχυμένου πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ, όπως και η ενεργοποίηση, πρόσφατα, του **Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας** για την Ελλάδα (βλ. Ειδικό θέμα Π.1).

Σε αντίθεση με πολλές αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ο ρυθμός ανάπτυξης στις περισσότερες **οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης**

εκτιμάται ότι θα είναι το 2015 ελαφρά υψηλότερος από ό,τι το προηγούμενο έτος και θα διατηρηθεί σχετικά υψηλός και το 2016 υπό την επίδραση της σταδιακής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ.

I ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ²

I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ο ρυθμός αύξησης της **παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας**, αφού διατηρήθηκε μέτριος και σταθερός για τρία συνεχόμενα έτη στο 3,4%, αναμένεται να υποχωρήσει το 2015 σε 3,1%. Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ παρέμεινε άνισος μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών. Ενώ στις προηγμένες οικονομίες συνεχίστηκε η επιτάχυνση του ΑΕΠ για δεύτερο συνεχόμενο έτος, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες συνεχίστηκε η επιβράδυνση για πέμπτο συνεχόμενο έτος.

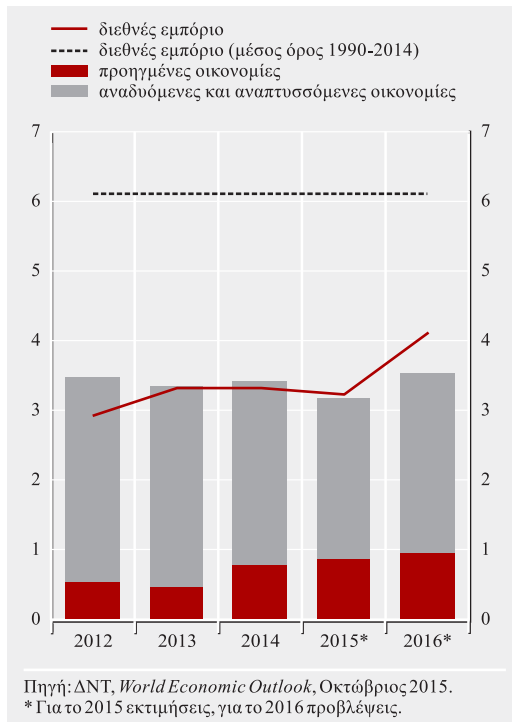
Στις προηγμένες οικονομίες, η ανάκαμψη συνεχίστηκε το 2015, βασισμένη στην επιτάχυνση του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αλλά και στην έξοδο της Ιαπωνίας από την ύφεση, ενώ οι ΗΠΑ διατήρησαν έναν ικανοποιητικό ρυθμό οικονομικής ανόδου. Η εκτιμώμενη επιτάχυνση του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες το 2015 (2,0%, έναντι 1,8% το 2014) στηρίχθηκε περισσότερο στην εγχώρια ζήτηση και λιγότερο στην εξωτερική. Η πτώση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και η υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας ενίσχυσαν το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και την ιδιωτική κατανάλωση (2,3%, έναντι 1,7% το 2014), ενώ οι πραγματικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, παρά τη διατήρηση της επεκτατικής

¹ Οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ είναι ελαφρώς υψηλότερες από τις κατά ένα μήνα προγενέστερες του ΔΝΤ, οι οποίες εκτιμούσαν ρυθμό ανάπτυξης 1,5% για το 2015 και 1,6% για το 2016.

² Κύριες πηγές στοιχείων: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Autumn Economic Forecast*, Νοέμβριος 2015, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2015 και *Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2015, και ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Prelim. Version, 9 Νοεμβρίου 2015. Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και προβλέψεις που ήταν διαθέσιμες μέχρι τα τέλη Νοεμβρίου του 2015.

Διάγραμμα Π.1 Σύνθεση μεταβολής παγκόσμιου ΑΕΠ και ρυθμός μεταβολής διεθνούς εμπορίου

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες, παρέμειναν υποτονικές και μάλιστα επιβραδύνθηκαν (2,6%, έναντι 2,9% το 2014). Παρά τη σημαντική βελτίωσή του την τελευταία διετία, ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ των προηγμένων οικονομιών στο σύνολό τους εξακολουθεί να υπολείπεται του μακροχρόνιου μέσου όρου του (την περίοδο 1980-2008 η μέση αύξηση του ΑΕΠ ήταν 2,8%).

Στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ενισχύθηκε (2,6%, από 2,4% το 2014), καθώς η πτώση της τιμής των καυσίμων και η περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας τόνωσαν το διαθέσιμο εισόδημα και την ιδιωτική κατανάλωση, ενώ στην **Ιαπωνία** εκτιμάται ότι ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ έγινε και πάλι θετικός (0,6%, από -0,1% το 2014), το δημοσιονομικό έλλειμμα συνέχισε να μειώνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ παρά την αύξηση των δημόσιων δαπανών, ενώ ο πληθωρισμός παρέμεινε θετικός. Ισχυρή ανάπτυξη αναμένεται στο **Ηνω-**

μένο Βασίλειο για το 2015 και το 2016 (2,5% και 2,4% αντίστοιχα), αλλά χαμηλότερη έναντι του 2014 (2,9%).

Ο **πληθωρισμός** υποχώρησε σημαντικά και εκτιμάται ότι σχεδόν μηδενίστηκε στις προηγούμενες οικονομίες (0,3%, έναντι 1,4% το 2014). Η ελαφρά μείωση του παραγωγικού κενού υπεραντισταθμίστηκε από την επίδραση της μεγάλης υποχώρησης της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου (-46,4% σε μέσα επίπεδα έτους έναντι του 2014) και των άλλων βασικών εμπορευμάτων. Η υποτιμητική πορεία του ευρώ άσκησε αντίθετες, αυξητικές πιέσεις επί των τιμών και απέτρεψε καταγραφή αρνητικού πληθωρισμού σε επίπεδο έτους.

Το **ποσοστό ανεργίας** συνέχισε να υποχωρεί στις ΗΠΑ για πέμπτο συνεχόμενο έτος και διαμορφώθηκε σε 5,3% το 2015 από 6,2% το 2014, ενώ στην Ιαπωνία παρέμεινε χαμηλό και σχεδόν αμετάβλητο στο 3,5%. Στη ζώνη του ευρώ, όπου το παραγωγικό κενό είναι ακόμη σημαντικό και η ανάκαμψη από την ύφεση του 2012-2013 είναι βραδύτερη, το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί (στο 11,0% από 11,6%), παραμένει εντούτοις ακόμη συγκριτικά πολύ υψηλό.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες**, το ΑΕΠ επιβραδύνθηκε περαιτέρω σε 4,0% το 2015 από 4,6% το 2014, κυρίως λόγω της ύφεσης στις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων Κρατών (-2,7%) και της Λατινικής Αμερικής (-0,3%). Μερικές μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες που εξάγουν βασικά εμπορεύματα (λ.χ. Ρωσία, Βραζιλία και Βενεζουέλα) επλήγησαν ιδιαίτερα από τη μεγάλη πτώση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου, των μετάλλων και των άλλων βασικών εμπορευμάτων. Οι χαμηλές τιμές στις διεθνείς αγορές βασικών εμπορευμάτων, οι ανταγωνιστικές υποτιμήσεις σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες, η μείωση της εισροής ξένων κεφαλαίων και η αύξηση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών αποτελούν τις κυριότερες απειλές για τις προοπτικές των οικονομιών αυτών.

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)			
			2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
			Παγκόσμιο σύνολο	189	100,0	3,4	3,1	3,6										
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	36	42,9	1,8	2,0	2,2	1,4	0,3	1,2	-3,4	-3,1	-2,6					0,4	0,5	0,3
ΗΠΑ		15,9	2,4	2,6	2,8	1,6	0,1	1,1	-4,1	-3,8	-3,6	104,8	104,9	106,0		-2,2	-2,6	-2,9
Ιαπωνία		4,4	-0,1	0,6	1,0	2,7	0,7	0,4	-7,3	-5,9	-4,5	246,2	245,9	247,8		0,5	3,0	3,0
Ην. Βασίλειο		2,4	2,9	2,5	2,4	1,5	0,1	1,5	-5,7	-4,4	-3,0	88,2	88,3	88,0		-5,1	-4,3	-3,9
Ζώνη του ευρώ	19	12,2	0,9	1,6	1,8	0,4	0,1	1,0	-2,6	-2,0	-1,8	94,5	94,0	92,9		3,0	3,7	3,6
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	153	57,1	4,6	4,0	4,5	5,1	5,6	5,1	-2,6	-4,3	-4,0					0,5	-0,1	-0,2
Κίνα		16,6	7,3	6,8	6,3	2,0	1,5	1,8	-1,2	-1,9	-2,3	41,1	43,2	45,9		2,1	3,1	2,8
Ρωσία		3,3	0,6	-3,8	-0,6	7,8	15,8	8,6	-1,2	-5,7	-3,9	17,8	20,4	21,0		3,2	5,0	5,4

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2015, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2015*, Νοέμβριος 2015. Σημειώσεις: Για το 2015 εκτιμήσεις και για το 2016 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2014, 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 κυβερνήσεως.

Στην **Κίνα** η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνεται συνεχώς μετά το 2011 και εκτιμάται ότι θα είναι 6,8% το 2015 και 6,3% το 2016. Η οικονομία σταδιακά προσαρμόζεται σε χαμηλότερους σε σχέση με το παρελθόν αλλά ακόμη υψηλούς και περισσότερο διατηρήσιμους ρυθμούς ανόδου των εξαγωγών, της πιστωτικής επέκτασης και των επενδύσεων. Το καλοκαίρι η κεντρική τράπεζα της Κίνας, προκειμένου να αντιμετωπίσει τη σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας και να δώσει ώθηση στην οικονομία, προέβη σε διαδοχικές μειώσεις του βασικού της επιτοκίου και σε μικρή υποτίμηση του κινεζικού νομίσματος έναντι του δολαρίου, με αποτέλεσμα σημαντικές εκροές κεφαλαίων.

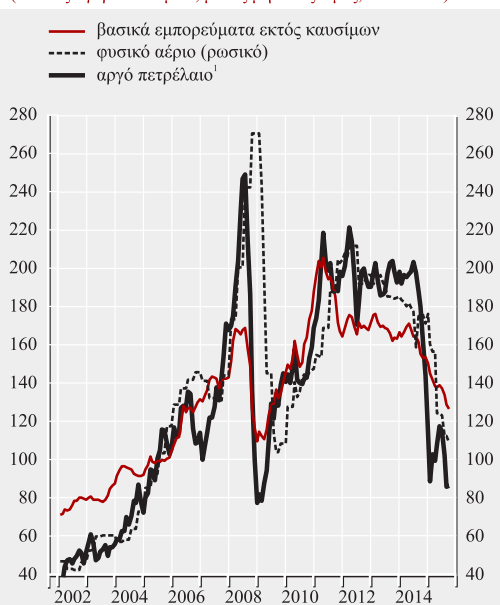
Ο ρυθμός ανόδου του **όγκου του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** υποχώρησε ελαφρώς το 2015 στο 3,2%, από 3,3% το 2014, έναντι ανόδου 4,1% που προβλεπόταν μόλις τον Ιούλιο του 2015. Το διεθνές εμπόριο επη-

ρεάστηκε αρνητικά κυρίως από την αναιμική ζήτηση εισαγωγών από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από την επιτάχυνση του όγκου των εξαγωγών τους, ενδεχομένως λόγω των μειωμένων τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Για το **2016** προβλέπεται ότι το παγκόσμιο εμπόριο θα ανακάμψει, με άνοδο 4,1%. Το διεθνές εμπόριο τα τελευταία έτη χαρακτηρίζεται από χαμηλούς ρυθμούς ανόδου, οι οποίοι υπολείπονται εκείνων που είχαν σημειωθεί πριν από την οικονομική κρίση. Παρατηρείται δηλαδή μείωση της ελαστικότητας του διεθνούς εμπορίου ως προς το παγκόσμιο ΑΕΠ, η οποία εκτιμάται ότι οφείλεται τόσο σε κυκλικούς όσο και σε διαρθρωτικούς παράγοντες.³

3 Βλ. Ειδικό θέμα Π.1 "Η επιβράδυνση του παγκοσμίου εμπορίου: αίτια και προοπτικές", Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2014-2015*, Ιούνιος 2015.

Διάγραμμα Π.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2002-Σεπτέμβριος 2015)

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



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

Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου υποχωρούν συνεχώς από τα μέσα του 2014 και σε μέσα επίπεδα έτους εκτιμάται ότι υποχώρησαν το 2015 κατά 46,4% σε όρους δολαρίου (έναντι επίσης μείωσης 7,5% το προηγούμενο έτος) και κατά 35,9% σε όρους ευρώ, καθώς η γενικά σταθερή διεθνής ζήτηση συνδυάστηκε με την αυξημένη συνολική προσφορά αργού πετρελαίου λόγω του εντεινόμενου διεθνούς ανταγωνισμού για τα παγκόσμια μερίδια αγοράς, κυρίως μεταξύ των αραβικών χωρών-μελών του ΟΠΕΚ αφενός και των ΗΠΑ αφετέρου. Οι ΗΠΑ, μετά την εισαγωγή νέων τεχνολογιών για την εξόρυξη σχιστολιθικών κοιτασμάτων, έχουν μειώσει τα τελευταία έτη την ενεργειακή τους εξάρτηση από το εξωτερικό (βλ. Διάγραμμα Π.2).

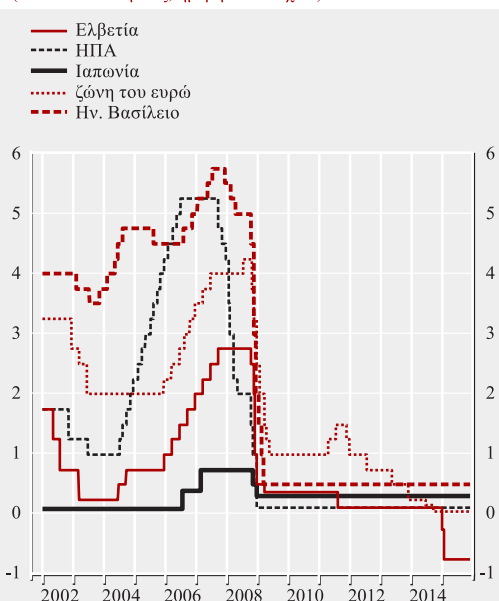
Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων εκτιμάται ότι υποχώρησαν το 2015 κατά 17,9% σε όρους δολαρίου (έναντι επίσης μείωσης 4,0% το προηγούμενο έτος) και κατά 0,7% σε όρους ευρώ, με τους υπο-

δείκτες των μετάλλων και των τροφίμων να υποχωρούν κατά 22,3% και 16,8% αντίστοιχα.

Η νομισματική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες συνεχίζει να είναι εξαιρετικά χαλαρή, διατηρώντας τα σχεδόν μηδενικά βασικά επιτόκια και υποστηρίζοντας έτσι τις προσπάθειες ανάκαμψης του ιδιωτικού τομέα αλλά και της δημοσιονομικής προσαρμογής. Η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας μάλιστα στις αρχές του 2015 καθόρισε αρνητικές τιμές για τα βασικά της επιτόκια προκειμένου να αποθαρρύνει τη μεγάλη εισροή κεφαλαίων και τη συνακόλουθη ανατιμητική πίεση επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα Π.3). Στις ΗΠΑ, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δήλωσε την πρόθεσή της για σταδιακή αύξηση του βασικού της επιτοκίου πριν από το τέλος του 2015.

Διάγραμμα Π.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ιανουάριος 2002-30 Νοεμβρίου 2015)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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

Η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης συνεχίστηκε στις μεγαλύτερες από τις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο και **το ακαθάριστο δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ άρχισε να υποχωρεί για πρώτη χρονιά το 2015**. Η επιτάχυνση του ΑΕΠ και η μείωση του παραγωγικού κενού υποβοήθησαν τις προσπάθειες των κυβερνήσεων. Έπειτα από τη σημαντική διόρθωση των υπερβολικών δημοσιονομικών ανισορροπιών **σε όρους ροών** (ελλείμματα) που επιτεύχθηκε μετά τη μεγάλη ύφεση του 2009, προτεραιότητα πλέον πρέπει να δοθεί και στη διόρθωση των μεγάλων ανισορροπιών **σε όρους αποθεμάτων** (δημόσιο χρέος), ώστε να υποχωρήσουν οι συστημικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία.

Οι **προοπτικές για το 2016** παραμένουν θετικές και οι ρυθμοί ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ και του διεθνούς εμπορίου προβλέπεται ότι θα επιταχυνθούν, παρά την αποδυνάμωση της ανάπτυξης που υποδηλώνουν οι σύνθετοι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας για πολλές μεγάλες οικονομίες το β' εξάμηνο του 2015 εξαιτίας των εξελίξεων στις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας. Το 2016 ο ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ** προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί στο 3,6%, με τη συμβολή τόσο των προηγμένων όσο και των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών. Ο κίνδυνος διόρθωσης των αγορών από την αναμενόμενη αύξηση των επιτοκίων της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ, η χαμηλή παραγωγικότητα και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του δυναμικού προϊόντος, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι στη Μέση Ανατολή και ο κίνδυνος περαιτέρω επιβράδυνσης και ανταγωνιστικών υποτιμήσεων στις αναδυόμενες οικονομίες είναι μεταξύ των κινδύνων που θα αντιμετωπίσει η παγκόσμια οικονομία το 2016.

1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η **ανάκαμψη της ζώνης του ευρώ** συνεχίστηκε για τρίτο έτος το 2015 και η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε στο 1,6% από 0,9% το προηγούμενο έτος. Η εγχώρια ζήτηση ενισχύθηκε περισσότερο από ό,τι η εξωτερική και η ιδιωτική κατανάλωση επιταχύνθηκε στο

1,7% από 0,8% το 2014 (σε σταθερές τιμές). Η πτώση της τιμής του πετρελαίου, η ακόμη περισσότερο διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και το σχετικά πιο αδύναμο ευρώ υπήρξαν θετικοί παράγοντες στην οικονομική δραστηριότητα, οι οποίοι υπερέκρασαν την αρνητική επίδραση των νέων γεωπολιτικών εντάσεων και της συνεχιζόμενης επιβράδυνσης των αναδυόμενων οικονομιών και του διεθνούς εμπορίου.

Όλες πλέον οι οικονομίες της ζώνης του ευρώ αλλά και της ΕΕ-28, συμπεριλαμβανομένων εκείνων οι οποίες βρίσκονται ή βρέθηκαν σε προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, σημειώνουν θετικούς και αυξανόμενους ρυθμούς μεταβολής του πραγματικού προϊόντος, πλην της Ελλάδος η οποία εκτιμάται ότι επέστρεψε σε ελαφρά ύφεση. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, αν και παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος στη Γερμανία, επιταχύνθηκε στη Γαλλία και σημαντικότερα στην Ισπανία (σε 3,1% από 1,4% το 2014), ενώ μετά από τρία χρόνια ύφεσης έγινε θετικός και στην Ιταλία.

Ο **πληθωρισμός** στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να υποχωρεί και σχεδόν μηδενίστηκε το 2015 (0,1%, έναντι 0,4% το 2014), ενώ αναμένεται ότι θα αυξηθεί σταδιακά και θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,0% (Ευρωπαϊκή Επιτροπή) και 1,1% (ΕΚΤ) το 2016. Το σημαντικότερο ρόλο στις εξελίξεις του γενικού επιπέδου τιμών παίζει η πτωτική εξέλιξη των τιμών των εισαγομένων, οι οποίες διαμορφώθηκαν από τη μεγάλη υποχώρηση των διεθνών τιμών κυρίως των καυσίμων, των μετάλλων και των άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και η υποχώρηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ αναμένεται να τονώσουν τη ζήτηση και να ασκήσουν αυξητικές πιέσεις στο γενικό επίπεδο τιμών από τα τέλη του 2015 και μετά.

Το **ποσοστό ανεργίας** αυξήθηκε κατά την περίοδο της κρίσης, άρχισε όμως να υποχωρεί στη συνέχεια, ακολουθώντας με χρονική υστέρηση την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Για το 2015 προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει στο 11%, από 11,6% το 2014. Στις

οικονομίες της ζώνης του ευρώ που αντιμετώπισαν την οξύτερη κρίση και είχαν τις σοβαρότερες εσωτερικές και εξωτερικές ανισορροπίες πριν από αυτή, το ποσοστό ανεργίας, αν και επίσης υποχωρεί, παραμένει ιδιαίτερα υψηλό. Τα υψηλότερα ποσοστά ανεργίας στην ευρωζώνη είχαν το 2015 η Ελλάδα (25,7%), η Ισπανία (22,3%), η Κύπρος (15,6%), η Πορτογαλία (12,6%) και η Ιταλία (12,2%).

Η **νομισματική πολιτική της ΕΚΤ** έγινε ακόμη πιο επεκτατική. Η ΕΚΤ υιοθέτησε νέα σειρά συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αποτραπεί η ανάπτυξη συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, αλλά και για να ενισχυθεί η υποτονική επενδυτική δραστηριότητα. Η ΕΚΤ αποφάσισε την εκκίνηση **προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης** το α' τρίμηνο του 2015, διευρύνοντας το πρόγραμμα αγοράς τίτλων με την προσθήκη αγορών χρεογράφων που εκδίδουν φορείς του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ μέχρι του ανώτατου μηνιαίου ορίου των 60 δισεκ. ευρώ.

Η **δημοσιονομική θέση** γενικά βελτιώθηκε το 2015 σε όσες χώρες αντιμετώπισαν κρίση χρέους, **πλην της Ελλάδος**, η οποία επέστρεψε σε πρωτογενές έλλειμμα και αύξηση του χρέους. Σημαντικό πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι συνεχίζει να καταγράφει η **Ιταλία**, ενώ η **Ιρλανδία** αύξησε το πρωτογενές πλεόνασμά της το 2015. Η **Πορτογαλία** εκτιμάται ότι πέτυχε υψηλό πρωτογενές πλεόνασμα από έλλειμμα το 2014 (+2,0% του ΑΕΠ, από -2,3% το 2014), όπως επίσης η **Κύπρος** (+2,1% του ΑΕΠ, από -6,0% το 2014). Το **ακαθάριστο δημόσιο χρέος** στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρώς για πρώτη φορά ύστερα από πολλά έτη, στο 94,0% του ΑΕΠ το 2015 από 94,5% το 2014. Στην Ιρλανδία, την Κύπρο και την Πορτογαλία το ακαθάριστο δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ υποχώρησε το 2015, ενώ στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Ιταλία συνέχισε να αυξάνεται.

Η ακόμη πιο επεκτατική νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ σε συνδυασμό με τη

δήλωση της πρόθεσης από την ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ για σταδιακή μεταβολή της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στη διάρκεια του 2015 προκάλεσαν την υποχώρηση της **συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ** έναντι του δολαρίου αλλά και έναντι της στερλίνας, υποχώρηση η οποία τους πρώτους δέκα μήνες του 2015 είχε ανέλθει σε 16% και 9,7% έναντι του 2014 (μέσα επίπεδα περιόδου) αντιστοίχως.

Οι **προβλέψεις για την αύξηση του ΑΕΠ το 2016** αναθεωρήθηκαν προς τα άνω μετά το καλοκαίρι και οι προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ παραμένουν θετικές, καθώς οι παράγοντες που επέδρασαν θετικά το 2015 θα συνεχίσουν να επιδρούν ευνοϊκά και το 2016, αν και σε μικρότερο βαθμό. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι το ΑΕΠ θα επιταχυνθεί στο 1,8% το 2016 και στο 1,9% το 2017. Ανασχετικά στην ανάπτυξη θα συνεχίσουν να επιδρούν ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του δυνητικού ΑΕΠ μετά την κρίση, οι δημογραφικές εξελίξεις και η χαμηλή συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής, καθώς και τα υψηλά επίπεδα δανεισμού ιδιωτικού και δημόσιου τομέα.

1.3 ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Εξελίξεις στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδος

Στις 12 Ιουλίου η **σύννοδος κορυφής** της ευρωζώνης κατέληξε σε συμφωνία για την έναρξη των διαπραγματεύσεων ενός νέου προγράμματος στήριξης για την Ελλάδα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ), μετά το ελληνικό αίτημα στις 8 Ιουλίου. Στη συνέχεια, η Ευρωομάδα έδωσε την πολιτική έγκριση για το νέο πρόγραμμα στις 16 Ιουλίου και το συμβούλιο υπουργών οικονομικών της ΕΕ (ECOFIN) ενέκρινε βραχυπρόθεσμο δάνειο “γέφυρα” ύψους 7,16 δισεκ. ευρώ από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (ΕΜΧΣ) για την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων της Ελλάδος προς το ΔΝΤ και την ΕΚΤ

έως την έναρξη του νέου προγράμματος από τον ΕΜΣ.

Τέλος, η Ευρωομάδα έδωσε τη σύμφωνη γνώμη της για το νέο πρόγραμμα και την έναρξη των εθνικών διαδικασιών για την έγκριση της χρηματοδοτικής βοήθειας στις 14 Αυγούστου. Η μέγιστη χρηματοδότηση του προγράμματος καθορίστηκε σε 86 δισεκ. ευρώ, συμπεριλαμβανομένων 25 δισεκ. ευρώ για πιθανά κόστη ανακεφαλαιοποίησης και εξυγίανσης των τραπεζών, καθώς και του ποσού για την αποπληρωμή του δανείου από τον ΕΜΧΣ. Η πρώτη δόση του δανείου, ύψους 13 δισεκ. ευρώ, εκταμιεύθηκε από τον ΕΜΣ στις 20 Αυγούστου. Στις 23 Νοεμβρίου η Ευρωομάδα χαιρέτισε την υλοποίηση του πρώτου πακέτου προαπαιτούμενων από τις ελληνικές αρχές, η οποία επέτρεψε την ίδια ημέρα την επίσημη έγκριση από τον ΕΜΣ της εκταμίευσης 2 δισεκ. ευρώ. Τα μέτρα πολιτικής που ήταν αναγκαία για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών τηρήθηκαν από τις ελληνικές αρχές, ανοίγοντας το δρόμο για την επίσημη απόφαση από τον ΕΜΣ για τη μεταφορά των απαραίτητων κεφαλαίων, αφού ολοκληρωθούν οι σχετικές αξιολογήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις κρατικές ενισχύσεις για κάθε περίπτωση χωριστά. Η ανακεφαλαιοποίηση αποτελεί ένα σημαντικό βήμα προς την αποκατάσταση της ευρωστίας του ελληνικού τραπεζικού τομέα, διασφαλίζοντας τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην Ελλάδα.

Παρεμβάσεις πολιτικής και νομοθετικές προτάσεις

Τον Ιούνιο του 2015 παρουσιάστηκε η “**Έκθεση των πέντε προέδρων**” (Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Συνόδου Κορυφής Ευρωζώνης, Ευρωομάδας, Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου) για την **εμβάθυνση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ)**. Η έκθεση παρουσιάζει ένα σχέδιο δράσης για την ολοκλήρωση της “ουσιαστικής ΟΝΕ” έως το 2025, μέσω μέτρων προώθησης της οικονομικής, χρηματοπιστωτικής, δημοσιονομικής και πολιτικής ενοποίησης. Το σχέδιο περιλαμβάνει τρία στάδια. Το πρώτο, έως το 2017, θα έχει στόχο την αύξηση

της ανταγωνιστικότητας, την ολοκλήρωση της ένωσης κεφαλαιαγορών, την τήρηση υπεύθυνων δημοσιονομικών πρακτικών και την ενίσχυση της δημοκρατικής λογοδοσίας. Στο δεύτερο στάδιο οι κανόνες σύγκλισης θα καταστούν περισσότερο δεσμευτικοί και η τήρησή τους θα είναι προϋπόθεση για τη συμμετοχή ενός κράτους-μέλους στο μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων. Το αργότερο έως το 2025, οπότε και τοποθετείται η έναρξη του τρίτου σταδίου, η διαδικασία αυτή θα έχει ολοκληρωθεί με μία ουσιαστική, σταθερή και οικονομικά εύρωστη ΟΝΕ.

Προς την κατεύθυνση της βαθύτερης ενοποίησης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη δημοσιεύσει προτάσεις για την αναθεώρηση του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, για την υιοθέτηση εθνικών συμβουλίων ανταγωνισμού, για την ενοποιημένη εκπροσώπηση της ζώνης του ευρώ σε διεθνείς οργανισμούς, όπως το ΔΝΤ, και για την υλοποίηση ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος Εγγύησης Καταθέσεων. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε τη συγκρότηση **Ευρωπαϊκού Δημοσιονομικού Συμβουλίου (ΕΔΣ)**, το οποίο θα έχει συμβουλευτικό ρόλο στην Επιτροπή ως προς τη γενική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στην ΕΕ και θα λειτουργεί ως ανεξάρτητος αξιολογητής της εφαρμογής του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου. Το ΕΔΣ δεν θα υποκαθιστά τα εθνικά δημοσιονομικά συμβούλια και θα συνεργάζεται στενά με αυτά.

2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ⁴

Ο **ρυθμός ανάπτυξης** στις περισσότερες οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης εκτιμάται ότι το 2015 θα είναι **υψηλότερος από ό,τι το προηγούμενο έτος** και θα διατηρηθεί σχετικά υψηλός και το 2016 υπό την επίδραση της σταδιακής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ.

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

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)							Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)								
	2012	2013	2014	2015ε	2016π	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015	2012	2013	2014	2015ε	2016π	Απρ. 2015	Μάιος 2015	Ιούν. 2015	
Αλβανία	1,4	1,1	2,2	2,7	3,3	2,8	2,5	2,0	1,9	1,6	2,0	2,3	2,3	1,8	1,4	
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	-2,7	3,5	1,8	4,0	-	2,3	4,4	2,0	-0,1	-0,9	0,6	-	-0,4	-0,5	-	
Βουλγαρία	0,2	1,3	1,5	1,7	1,5	2,3	2,4	2,4	0,4	-1,6	-0,8	0,7	0,5	0,9	0,4	
Μαυροβούνιο	-2,7	3,5	1,8	4,0	4,1	3,2	3,4	4,3	1,8	-0,5	1,6	2,3	1,3	1,6	-	
ΠΓΔΜ	-0,5	2,7	3,8	3,2	3,5	3,2	2,6	3,3	2,8	-0,3	0,2	1,0	0,1	0,3	0,5	
Ρουμανία	0,6	3,5	2,8	3,5	4,1	4,3	3,3	3,4	3,2	1,4	-0,4	-0,3	0,7	1,2	-1,6	
Σερβία	-1,0	2,6	-1,8	0,7	1,4	-2,0	1,0	7,3	7,8	2,1	1,6	3,3	1,8	1,5	1,9	
Τουρκία	2,1	4,2	2,9	3,0	3,2	2,5	3,8	8,9	7,5	8,9	7,4	7,7	7,9	8,1	7,2	
Χώρα	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)							Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)								
	2012	2013	2014	2015ε	2016π	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015	2012	2013	2014	2015ε	2016π				
Αλβανία	-10,2	-10,7	-13,0	-11,0	-11,3	-12,3	-10,9	-3,4	-5,0	-5,2	-3,9	-3,0				
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	-8,9	-5,7	-7,6	-9,0	-	-	-	-2,0	-2,2	1,8	-	-				
Βουλγαρία	-3,0	-0,5	0,7	1,4	1,3	0,7	0,8	-0,6	-0,8	-5,8	-2,8	-2,7				
Μαυροβούνιο	-18,5	-14,5	-15,2	-16,0	-16,7	-	-	-6,0	-5,2	-2,8	-6,3	-5,1				
ΠΓΔΜ	-3,0	-1,8	-1,4	-1,9	-2,0	0,1	0,4	-3,8	-3,9	-4,2	-3,9	-3,7				
Ρουμανία	-4,3	-0,8	-0,4	-0,8	-1,9	-	-	-3,2	-2,2	-1,4	-1,2	-2,8				
Σερβία	-11,6	-6,1	-6,0	-4,7	-4,5	-6,2	-5,3	-6,8	-5,5	-6,7	-3,3	-4,1				
Τουρκία	-6,1	-7,8	-5,8	-5,9	-6,2	-5,8	-5,8	-0,3	-1,6	-1,5	-1,4	-1,7				
Χώρα	Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)				Λόγος δανείων προς καταθέσεις (%)		Δάνεια σε καθυστέρηση (%)									
	2013	2014	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015	2014	Ιουλ. 2015	2013	2014	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015						
Αλβανία	18,0	16,8	15,8	16,0	55,5	55,2	24,0	23,9	22,8	20,9						
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	15,1	15,5	15,1	15,0	115,2	-	14,5	15,1	14,2	14,1						
Βουλγαρία	16,9	20,6	22,0	22,3	80,2	80,2*	17,2	17,2	17,2	17,2						
Μαυροβούνιο	14,4	-	-	-	115,1	-	18,4	16,8	16,7	16,5						
ΠΓΔΜ	16,8	15,6	16,0	16,2	94,7	88,6	10,9	11,6	11,3	11,2						
Ρουμανία	15,0	17,3	18,6	18,1	90,6	91,9	21,9	13,9	13,9	12,8						
Σερβία	19,9	19,4	20,2	21,4	113,7	115,7	21,1	21,1	22,6	22,8						
Τουρκία	15,3	14,0	13,3	13,1	117,9	117,5	3,0	3,0	2,8	2,9						

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Νοέμβριος 2015, *EU Candidate & Pre-accession Countries Economic Quarterly*, Οκτώβριος 2015, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

ε = εκτίμηση.

π = πρόβλεψη.

¹ Οι προβλέψεις για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη προέρχονται από το ΔΝΤ.

Το β' τρίμηνο του 2015 ο **μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** στις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων (Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Μαυροβούνιο, ΠΓΔΜ και Σερβία) κυμάνθηκε στο 2,9%, σχεδόν μία ποσοστιαία μονάδα υψηλότερα του α' τριμήνου. Για το σύνολο του 2015 προβλέπεται⁵ να διαμορφωθεί στο 2,8% και το 2016 στο 3,1%, σε σύγκριση με μόλις 1,5% το 2014. Αυτή η θετική τάση βασίστηκε κατά κύριο λόγο αφενός στην τόνωση της εγχώριας ζήτησης με έμφαση στο σκέλος των επενδύσεων (στην ΠΓΔΜ οι κατασκευές) και αφετέρου στην καλή πορεία των εξαγωγών. Αντίθετα, το σκέλος της ζήτησης που αφορά την κατανάλωση (δημόσια και ιδιωτική) παρέμεινε αδύναμο ή και αρνητικό (Αλβανία και Σερβία), αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό τις συνθήκες στην αγορά εργασίας⁶ και τα εφαρμοζόμενα προγράμματα νοικοκυρέματος των δημοσιοοικονομικών τους.

Στη **Βουλγαρία** η ισχυρή δυναμική του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας συνεχίζει να πρωταγωνιστεί στην αύξηση του προϊόντος, επωφελούμενη και της διεθνούς συγκυρίας,⁷ ενώ στη **Ρουμανία** η εγχώρια ζήτηση (ιδιωτική κατανάλωση και επενδύσεις) δίνει τον τόνο στην ανάπτυξη. Οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ και στις δύο αυτές χώρες προβλέπονται βελτιωμένοι τη διετία 2015-2016 σε σύγκριση με το 2014, ειδικότερα στη Ρουμανία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να ανέλθει στο 3,5% το 2015 και στο 4,1% το 2016, έναντι 2,8% το 2014. Στην **Τουρκία**, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης το β' τρίμηνο του έτους επιταχύνθηκε σε 3,8%, εξέλιξη η οποία βασίστηκε κυρίως στη σημαντική αύξηση (+11,4%) των ιδιωτικών επενδύσεων (μετά από πέντε τρίμηνα επενδυτικής άπνοιας) και στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Για το 2015 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί στα επίπεδα του 2014 (3%), ενώ για το 2016 προβλέπεται να προσεγγίσει το 3,2%.

Ο **πληθωρισμός** το β' τρίμηνο του 2015 σε όλες τις χώρες της περιοχής, με εξαίρεση την Τουρκία, συνέχισε να κινείται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, ενώ στη Ρουμανία και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη το φαινόμενο του απο-

πληθωρισμού συνεχίστηκε. Ο πολύ χαμηλός ή και αρνητικός πληθωρισμός που παρατηρείται στις οικονομίες αυτές οφείλεται στη σχετικά αργή διαδικασία εξάλειψης του παραγωγικού κενού, σε συνδυασμό με τη σημαντική πτώση των διεθνών τιμών ενέργειας και τροφίμων, αλλά και στο γεγονός ότι ως αποτέλεσμα της σύνδεσης αρκετών εθνικών νομισμάτων με το ευρώ, ο εισαγόμενος πληθωρισμός από τη ζώνη του ευρώ είναι ιδιαίτερα χαμηλός. Στην Τουρκία, ο πληθωρισμός συνεχίζει να κυμαίνεται σε επίπεδα 7-8%, αρκετά μακριά από το στόχο της κεντρικής τράπεζας (5%). Το γ' τρίμηνο του 2015 η τουρκική λίρα υποτιμήθηκε κατά 11,7% έναντι του ευρώ και κατά 11,2% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ⁸, εξέλιξη η οποία λειτούργησε αντισταθμιστικά στην πτωτική επίδραση της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας και της σχετικά καλής αγροτικής εσοδείας.

Όσον αφορά το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ετήσια βάση), οι εξελίξεις στις χώρες της περιοχής εμφανίζονται αρκετά ανομοιογενείς. Στην Αλβανία και τη Σερβία τα ελλείμματα το β' τρίμηνο του 2015 σε σχέση με το α' τρίμηνο μειώθηκαν (σε -10,9% από -12,3% και σε -5,3% από -6,2% αντίστοιχα) ενώ στο Μαυροβούνιο αυξήθηκαν. Στην ΠΓΔΜ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά και διαμορφώθηκε σε 0,4% το β' τρίμηνο. Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία η θετική πορεία του εξωτερικού ισοζυγίου ξεκίνησε από το 2013 και εκτιμάται ότι και το 2015 η Βουλγαρία θα καταγράψει πλεόνασμα 1,4%, ενώ η Ρουμανία έλλειμμα 0,8%, ελαφρά υψηλότερο από το

5 Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

6 Τα δυτικά Βαλκάνια αντιμετωπίζουν σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα ιδιαίτερα στον τομέα της αγοράς εργασίας, η οποία χαρακτηρίζεται από χαμηλά επίπεδα απασχόλησης και επίμονα υψηλή ανεργία, ιδίως στους νέους. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι το β' τρίμηνο του έτους οι συνθήκες στην αγορά εργασίας βελτιώθηκαν ελαφρώς, με εξαίρεση την Αλβανία.

7 Οι βουλγαρικές εξαγωγές επωφελούνται από την ανακάμπτουσα ζήτηση στις χώρες της ευρωζώνης, αλλά και από την αυξανόμενη εξωτερική ζήτηση προερχόμενη από χώρες εκτός ευρώ χάρη στην υποτίμηση του εθνικού νομίσματος της Βουλγαρίας που ακολουθεί κατά πόδας την πορεία του ευρώ με το οποίο είναι συνδεδεμένο.

8 Σημειώνεται ότι τα αποτελέσματα των εκλογών της 1ης Νοεμβρίου 2015 οδήγησαν στην άμεση ανατίμηση της τουρκικής λίρας έναντι του δολαρίου κατά 7% περίπου.

0,4% του 2014. Στην Τουρκία, το β' τρίμηνο του 2015 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε αμετάβλητο στο -5,8%, επίπεδο που αντιστοιχεί και στην πρόβλεψη για το σύνολο του 2015.⁹

Ο τομέας των **δημόσιων οικονομικών** των χωρών της περιοχής παρουσιάζει επίσης μικτή εικόνα. Η Αλβανία και η Σερβία κατά το πρώτο οκτάμηνο του έτους επέδειξαν αρκετά καλές επιδόσεις, καθώς και οι δύο χώρες επέτυχαν αυξημένη αποτελεσματικότητα και στις δύο πλευρές εκτέλεσης του προϋπολογισμού. Μάλιστα, στη Σερβία τα αυξημένα έσοδα συνοδεύθηκαν από σημαντικές μειώσεις στον πυρήνα των κρατικών δαπανών (μισθοί και συντάξεις). Αντίθετα, στην ΠΓΔΜ, το Μαυροβούνιο και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη τα δημοσιονομικά ελλείμματα κινήθηκαν ανοδικά. Στην Τουρκία η εκτέλεση του προϋπολογισμού το πρώτο οκτάμηνο του έτους εμφανίζεται βελτιωμένη σε σύγκριση με το αντίστοιχο περυσινό διάστημα, με την πορεία των μεγεθών να στηρίζει τις εκτιμήσεις για δημοσιονομικό έλλειμμα ύψους 1,4% στο σύνολο του έτους.

Με εξαίρεση την Τουρκία και την ΠΓΔΜ, οι ρυθμοί **πιστωτικής επέκτασης** στις χώρες της περιοχής συνεχίζουν να κινούνται σε χαμηλά επίπεδα, κάτω του 2% στις περισσότερες των περιπτώσεων. Στη Σερβία οι αρνητικοί ρυθμοί μεταβολής του πραγματικού τραπεζικού δανεισμού συμβαδίζουν με τις συνθήκες οικονομικής ύφεσης της οικονομίας. Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης είναι αρνητικοί, σε πραγματικούς όρους, και βρίσκονται σε αντίφαση με τη θετική πορεία του ΑΕΠ. Στην Αλβανία, παρά τις πολιτικές ποσοτικής χαλάρωσης και ενί-

σχυσης της ρευστότητας που συστηματικά ακολουθεί η κεντρική τράπεζα (το παρεμβατικό επιτόκιο διατηρείται στο ιστορικά χαμηλό του 2% από τις αρχές του έτους), οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης των εμπορικών τραπεζών παραμένουν χαμηλοί, ιδιαίτερα προς τις επιχειρήσεις. Στις συγκεκριμένες χώρες το φαινόμενο της “ανάπτυξης χωρίς πιστωτική επέκταση” συνδέεται κατά κύριο λόγο με την ιστορική υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα (ιδίως των επιχειρήσεων) και το σχετικά υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων που κληροδότησε η κρίση. Η υπερχρέωση και τα υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων λειτουργούν ως τροχοπέδη στην ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών.¹⁰ Αντίθετα, στην ΠΓΔΜ ο μέσος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης (Απριλίου-Αυγούστου) παρέμεινε ισχυρός (9%). Εντονότερες συνθήκες πιστωτικής επέκτασης συνεχίζει να βιώνει η τουρκική οικονομία, με το μέσο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου να ξεπερνά το 26%. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι, ακόμη και στις οικονομίες της περιοχής που βρίσκονται αντιμέτωπες με το πρόβλημα των υψηλών ποσοστών μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα τραπεζικά τους συστήματα τουλάχιστον από κεφαλαιακής απόψεως χαρακτηρίζονται ως ισχυρά, επιδεικνύοντας δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας άνω του 15%.

- ⁹ Η Τουρκία το α' εξάμηνο του 2015 αποτελούσε τον πέμπτο σε μέγεθος εμπορικό εταίρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Κίνα, την Ελβετία και τη Ρωσία. Το 4,6% των ευρωπαϊκών εξαγωγών (αγαθών) κατευθύνεται προς την Τουρκία, ενώ το 3,5% των εισαγωγών αγαθών προέρχεται από αυτήν.
- ¹⁰ Με εξαίρεση την Τουρκία (2,9%), οι δείκτες των μη εξυπηρετούμενων δανείων στις οικονομίες της περιοχής έχουν ανέλθει σε υψηλά και σε ορισμένες περιπτώσεις πολύ υψηλά επίπεδα. Πρώτες στην κατάταξη βρίσκονται η Σερβία (22,8%) και η Αλβανία (20,9%), ακολουθούμενες από τη Βουλγαρία (17,2%), το Μαυροβούνιο (16,5%), τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη (14,1%), τη Ρουμανία (12,8%) και την ΠΓΔΜ (11,2%).

Ειδικό θέμα II.1

Ο ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ: ΣΚΟΠΟΣ, ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΑΠΟ ΚΡΑΤΗ-ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση δημόσιου χρέους έφεραν αντιμέτωπη την ΕΕ με ορισμένες αδυναμίες στο πλαίσιο διακυβέρνησης των ευρωπαϊκών θεσμών και πολιτικών. Σε

απάντηση, η ΕΕ οδηγήθηκε σε **σημαντική ενίσχυση του συντονισμού των δημοσιονομικών και οικονομικών πολιτικών** στις χώρες της ΕΕ και κυρίως της ζώνης του ευρώ.¹ Στο ίδιο πνεύμα, και με στόχο την αποσύνδεση τραπεζών και κρατών, αποφασίστηκε και προχώρησε η υλοποίηση της Τραπεζικής Ένωσης. Ωστόσο, **το ενισχυμένο πλαίσιο δεν θα ήταν δυνατόν να αποτρέψει ολοκληρωτικά το ενδεχόμενο μιας κρίσης**. Για το λόγο αυτό και με σκοπό να διασφαλιστεί η σταθερότητα της ζώνης του ευρώ στο σύνολό της, αποφασίστηκε η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού διαχείρισης κρίσεων, του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM/ΕΜΣ).²

Ο ΕΜΣ δημιουργήθηκε με προορισμό την παροχή χρηματοδοτικής βοήθειας προς κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ που αντιμετωπίζουν ή απειλούνται από σοβαρές χρηματοδοτικές δυσκολίες. **Κεντρικός σκοπός του ΕΜΣ είναι η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ**, μέσω της ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας των ευρωπαϊκών θεσμών για τη διαχείριση κρίσεων. Ο ΕΜΣ τέθηκε σε λειτουργία τον Οκτώβριο του 2012 και διαδέχθηκε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕFSF/ΕΤΧΣ), το οποίο σταμάτησε να συμμετέχει σε προγράμματα χρηματοοικονομικής ενίσχυσης από τον Ιούλιο του 2013.³ Σε αντίθεση με το ΕΤΧΣ, το οποίο ήταν ένας προσωρινός μηχανισμός βασιζόμενος σε εγγυήσεις των κρατών-μελών, ο ΕΜΣ αποτελεί ένα μόνιμο διεθνές χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που διαθέτει μη καταβεβλημένο κεφάλαιο ύψους 624,3 δισεκ. ευρώ και καταβεβλημένο κεφάλαιο ύψους 80,5 δισεκ. ευρώ, το οποίο παρέχεται από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ σύμφωνα με μία κλειδα συνεισφοράς που αντιστοιχεί στην κλειδα συνεισφοράς στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.⁴

Η κεφαλαιακή διάρθρωση του ΕΜΣ συνέβαλε σημαντικά στην επίτευξη **υψηλής αξιολόγησης από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας**. Ο ΕΜΣ αντλεί κεφάλαια από τις αγορές δανειακών κεφαλαίων μέσω της έκδοσης μακροπρόθεσμων ομολόγων και βραχυπρόθεσμων τίτλων, τα οποία συγκεντρώνονται και εκταμιεύονται στις χώρες που αιτούνται βοήθεια σύμφωνα με τις ανάγκες των προγραμμάτων. Στόχος του ΕΜΣ κατά την έκδοση των δανείων χρηματοπιστωτικών μέσων είναι η εξασφάλιση του χαμηλότερου δυνατού επιτοκίου.

Η **συνολική μέγιστη χρηματοδοτική ικανότητα του ΕΜΣ είναι 500 δισεκ. ευρώ** και έως σήμερα έχουν εκταμιευθεί 62,6 δισεκ. ευρώ. Η χορήγηση της χρηματοοικονομικής βοήθειας, μέσω μιας δέσμης εργαλείων, γίνεται με ευνοϊκούς όρους και με χαμηλά επιτόκια και είναι μακροπρόθεσμης διάρκειας. Με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζονται σημαντικές δημοσιονομικές εξοικονομήσεις στις χώρες που βρίσκονται σε πρόγραμμα στήριξης από τον ΕΜΣ. Το επιτόκιο δανεισμού καθώς και η διάρκεια κάθε δόσης δανείου ή χρηματοοικονομικής βοήθειας διαφέρουν. Το κόστος δανεισμού αποτελείται από το κόστος χρηματοδότησης του ΕΜΣ στις αγορές κεφαλαίων, το οποίο είναι μεταβαλλόμενο, προσαυξημένο κατά ένα περιθώριο για την κάλυψη του λειτουργικού κόστους του ΕΜΣ και για την κάλυψη του κινδύνου των χρηματοδοτικών εργαλείων στήριξης.

Ο ΕΜΣ έχει στη διάθεσή του τα παρακάτω χρηματοδοτικά εργαλεία, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιεί για τη στήριξη των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. **Η χορήγηση της βοήθειας γίνεται με την προϋπόθεση της πιστής τήρησης των όρων ενός προγράμματος οικονομικής προσαρμογής**.

1 Βλ. αναλυτικότερα Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013, Φεβρουάριος 2014.

2 Κυρωτικός νόμος της διακρατικής συμφωνίας δημιουργίας του ΕΜΣ και της Συνθήκης για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και την Οικονομική Διακυβέρνηση στην ΟΝΕ από τη Βουλή των Ελλήνων, Ν. 4063, ΦΕΚ Α' 71/30.3.2012.

3 Το ΕΤΧΣ θα συνεχίσει να διαχειρίζεται τις εκκρεμείς οφειλές από τα δάνεια που έχει χορηγήσει και θα σταματήσει να υφίσταται όταν όλα τα δάνεια θα έχουν αποπληρωθεί.

4 Σύμφωνα με τον Κανονισμό της ΕΕ αριθ. 1360/2015 (Επίσημη Εφημερίδα L 210/1 7.8.2015), η χρηματοδοτική συνδρομή προς κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ γίνεται κατά κανόνα από τον ΕΜΣ, ενώ στην περίπτωση εξαιρετικών καταστάσεων στις οποίες ενδέχεται να χρειαστεί για πρακτικούς, διαδικαστικούς ή οικονομικούς λόγους γίνεται χρήση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (ιδρυτικός Κανονισμός αριθ. 407/2010, Επίσημη Εφημερίδα L 118/1, 12.5.2010), πριν ή παράλληλα με την ενίσχυση από τον ΕΜΣ.

- Χορήγηση δανείων στο πλαίσιο ενός οικονομικού προγράμματος που συμφωνείται με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε συνεργασία με την ΕΚΤ και, όπου κρίνεται απαραίτητο, με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.
- Αγορά ομολόγων και άλλων δανειακών τίτλων στην πρωτογενή αγορά συμπληρωματικά με τη χορήγηση δανείου ή στο πλαίσιο ενός προληπτικού προγράμματος.
- Αγορά ομολόγων στη δευτερογενή αγορά είτε στο πλαίσιο προγράμματος είτε με χωριστούς συγκεκριμένους όρους στην περίπτωση που η οικονομική και χρηματοοικονομική κατάσταση του κράτους-μέλους είναι αρκούντως εύρωστη.
- Χορήγηση προληπτικής χρηματοδοτικής συνδρομής με τη μορφή πιστωτικής γραμμής, με ευελιξία στη δυνατότητα χρήσης της κατά τη διάρκεια ισχύος της και υπό την προϋπόθεση ενισχυμένης εποπτείας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
- Χορήγηση χρηματοδοτικής ενίσχυσης προς τις κυβερνήσεις αποκλειστικά για την ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην περίπτωση που τα ιδρύματα είναι συστημικής σημασίας για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και με την προϋπόθεση ότι το κράτος-μέλος αποδεικνύει την ικανότητά του να αποπληρώσει το δάνειο.
- Απευθείας ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις και ως έσχατο μέτρο και υπό τον όρο υλοποίησης μέτρων για το χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομία του κράτους-μέλους γενικότερα.⁵

Έως σήμερα, ο ΕΜΣ έχει συμμετάσχει σε πρόγραμμα για την **Κύπρο** συνολικού ύψους 9 δισεκ. ευρώ (από τα οποία έχουν εκταμειωθεί 6,3 δισεκ. ευρώ) και έχει χορηγήσει δάνειο στην **Ισπανία** για την ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ύψους 41,3 δισεκ. ευρώ (το οποίο έληξε το Δεκέμβριο του 2013). Στις 19 Αυγούστου 2015 εγκρίθηκε από το Συμβούλιο Διοικητών του ΕΜΣ δανειακή σύμβαση για την παροχή χρηματοδοτικής βοήθειας προς την Ελλάδα μέγιστου ύψους 86 δισεκ. ευρώ και μέχρι σήμερα έχουν εκταμειωθεί οι δύο πρώτες υποδόσεις συνολικού ύψους 15 δισεκ. ευρώ, ενώ 10 δισεκ. ευρώ σε τίτλους του ΕΜΣ διακρατούνται σε χωριστό λογαριασμό για την ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών.

⁵ Η απευθείας ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τον ΕΜΣ αποτελεί, μαζί με τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό και τον Ενιαίο Μηχανισμό Εξυγίανσης, σημαντικό συστατικό της Τραπεζικής Ένωσης. Η ενεργοποίηση του εργαλείου αυτού από τον ΕΜΣ προϋποθέτει τη συμμετοχή του κράτους-μέλους, των ιδιωτών και των εθνικών ταμείων εξυγίανσης (ή του Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης από τον Ιανουάριο του 2016) στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, σύμφωνα με την Οδηγία για την ανάκαμψη και εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων (Οδηγία 2014/59/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα L 173/190) και τον Κανονισμό 2014/806/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα L 225/1.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το 2015, το Ευρωσύστημα εφάρμοσε το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων και συνέχισε να διεξάγει τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, αλλά δεν προχώρησε σε περαιτέρω μειώσεις των βασικών επιτοκίων πριν το Δεκέμβριο, οπότε μειώθηκε προς περισσότερο αρνητικές τιμές το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Παρότι τα μέτρα αυτά προσέδωσαν πολύ διευκολυντική κατεύθυνση στην ενιαία νομισματική πολιτική, ο ρυθμός μεταβολής των τιμών στη ζώνη του ευρώ δεν πλησίασε ουσιαστικά τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος για ρυθμό πληθωρισμού λίγο κάτω από το 2% μεσοπρόθεσμα. Η δυσμενής αυτή κατάσταση είναι εν μέρει άπώτερο αποτέλεσμα της υπό εξέλιξη επιβράδυνσης των αναδυόμενων οικονομιών.

Η επιβράδυνση στις αναδυόμενες οικονομίες, οι συνακόλουθες έντονες διακυμάνσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και η επιταχυνόμενη υποχώρηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων μετά τα μέσα περτίου του 2015 οδήγησαν σε κάποιες αναθεωρήσεις επί τα χείρω των προοπτικών για την εξέλιξη τόσο του ΑΕΠ όσο και ιδίως του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Πάντως, ο ρυθμός πληθωρισμού και ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται σε ορίζοντα διετίας να προσεγγίσουν το 2%.

Σε αυτή την αναμενόμενη επιτάχυνση του πληθωρισμού και της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ συμβάλλει η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Τα μέτρα που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα περιλαμβάνουν, εκτός από τη διατήρηση των βασικών επιτοκίων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, τη διεξαγωγή του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

Στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων, το Ευρωσύστημα αποκτά κρατικά χρεόγραφα ή χρεόγραφα άλλων δημόσιων φορέων (πέραν των κεντρικών κυβερνήσεων των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης),

καθώς επίσης και καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες ή προϊόντα τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, συνολικής αξίας 60 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Όπως καθορίστηκε το Δεκέμβριο του 2015, το πρόγραμμα θα συνεχιστεί τουλάχιστον έως το Μάρτιο του 2017 ή και αργότερα, μέχρι να επιτευχθεί διατηρήσιμη ευθυγράμμιση της πορείας του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ με επίπεδα λίγο κάτω από 2%, που αποτελεί τον πρωταρχικό μεσοπρόθεσμο στόχο του Ευρωσυστήματος.

Το Δεκέμβριο του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε επίσης να επανεπενδύεται το προϊόν της εξόφλησης χρεογράφων που έχουν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων, ώστε η ρευστότητα να παραμείνει μακροχρονίως αυξημένη στη Νομισματική Ένωση. Επιπροσθέτως ανακοινώθηκε ότι, τουλάχιστον κατά τη διάρκεια του 2016 και του 2017, οι πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης (δηλ. τρίμηνης) αναχρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν να χορηγούν στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ απεριόριστη ρευστότητα με σταθερό επιτόκιο.

Επιπλέον των πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, οι στοχευμένες πράξεις παρέχουν στα πιστωτικά ιδρύματα μεσοπρόθεσμα κεφάλαια – το ύψος των οποίων συναρτάται προς την έκταση στην οποία τα πιστωτικά ιδρύματα πιστοδοτούν την “πραγματική οικονομία”, δηλ. εκτός πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση και στεγαστικών δανείων – με πολύ χαμηλό σταθερό επιτόκιο. Τα πιστωτικά ιδρύματα διατηρούν τη χρήση των χρηματοδοτικών πόρων για τη μέγιστη διάρκεια μόνον υπό τη βασική προϋπόθεση ότι θα αποφύγουν να περιορίσουν την πιστοδοτική τους δραστηριότητα (όσον αφορά την πραγματική οικονομία) σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν.

Η εφαρμογή των μέτρων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος έχει ήδη συντελέσει σε υποχώρηση του κόστους και σε αύξηση των ροών χρηματοδότησης κυρίως από το τρα-

πεζικό σύστημα. Τα εν λόγω μέτρα συνοδεύθηκαν επίσης από ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών, ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών και υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (χωρίς βεβαίως να παραβλέπεται ότι και οι δύο αυτές εξελίξεις αντιστράφηκαν εν μέρει στη συνέχεια). Ειδικότερα όσον αφορά την αγορά χρήματος, οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος επέφεραν σημαντική αύξηση της πλεονάζουσας ρευστότητας, με συνέπεια υποχώρηση των διαπραγμαζομένων επιτοκίων σε αρνητικά επίπεδα. Το απόμακρο ενδεχόμενο εκδήλωσης παρενεργειών από την εφαρμογή μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επιτευχθεί ποσοτική χαλάρωση εξετάζεται στο Πλαίσιο III.1 του παρόντος κεφαλαίου.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογραμμίζει την αναγκαιότητα η διευκολυντική νομισματική πολιτική την οποία ακολουθεί να πλαισιώνεται αφενός από την εδραίωση δημοσιονομικής πειθαρχίας, προκειμένου να εξασφαλιστεί η εμπιστοσύνη και να αποφευχθούν οι διαταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές, και αφετέρου από την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ προκειμένου να επιτευχθεί σε μόνιμη βάση επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ και αύξηση της απασχόλησης.

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

Ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ μεταστράφηκε από αρνητικές σε θετικές τιμές στη διάρκεια του 2015 (Δεκέμβριος 2014: -0,2%, Νοέμβριος 2015: +0,1%). Ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος δεν επηρεάζεται αμέσως από τις μεταβολές των τιμών της ενέργειας (ή των μη επεξεργασμένων τροφίμων) αλλά αντανάκλα σε μεγαλύτερο βαθμό από τον πληθωρισμό καθαυτή την ισχύ της συνολικής ζήτησης, έχει σταθεροποιηθεί εδώ και αρκετούς μήνες κοντά στο 1%.

Ο ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 0,1% σε μέση ετήσια βάση το 2015 (προβλέψεις Ευρωσυστήματος Δεκεμβρίου 2015). Τα επόμενα έτη ο ρυθμός πληθωρισμού κατά μέσο όρο στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να αυξηθεί (2016: 1,0%, 2017: 1,6%), εφόσον βεβαίως υλοποιηθεί η αναμενόμενη επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Σε επιτάχυνση του πληθωρισμού θα συντελέσει και το γεγονός ότι οι εγχώριες τιμές στη ζώνη του ευρώ θα επηρεαστούν ανοδικά από την προηγηθείσα υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Πάντως διαγράφεται ο κίνδυνος οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ να επηρεαστούν περαιτέρω από την επιβράδυνση η οποία αναμένεται να καταγραφεί στις αναδυόμενες οικονομίες και ιδίως στην Κίνα. Εκτός από περιορισμό του διεθνούς εμπορίου, οι εξελίξεις στις αναδυόμενες οικονομίες ακολουθούνται από μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Υφίστανται επίσης και γεωπολιτικοί κίνδυνοι. Έτσι, οι προβλέψεις (κυρίως για τον πληθωρισμό) κατά τα επόμενα έτη στη ζώνη του ευρώ αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω. Εξακολουθεί, ωστόσο, να προβλέπεται επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στη Νομισματική Ένωση, ενώ άξια μνείας είναι και η καταγραφόμενη προοδευτική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Στην εξέλιξη αυτή συμβάλλουν: Πρώτον, τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τα οποία σηματοδοτούν σαφώς την αποφασιστικότητά του να στηρίξει τη συνολική ζήτηση στη ζώνη του ευρώ διατηρώντας τα βασικά επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα για μακρό χρονικό διάστημα. Έτσι η ενιαία νομισματική πολιτική επηρεάζει ευνοϊκά τις συνθήκες χρηματοδότησης ιδίως για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους.

Δεύτερον, η πρόοδος που έχει συντελεστεί στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης όσον αφορά τη δημοσιονομική εξυγίανση και την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Τούτο κατ' αρχάς σημαίνει ότι οι περικοπές των δημοσιονομικών ελλειμμάτων οι οποίες απομένει να πραγματοποιηθούν είναι μικρότερες από ό,τι στο παρελθόν και άρα θα έχουν και συγκριτικώς ασθενέστερο συσταλτικό αποτέλεσμα για τη συνολική δαπάνη στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

Τρίτον, η ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αλλά και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων εξαιτίας της υποχώρησης των τιμών του αργού πετρελαίου. Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό με τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και της εμπιστοσύνης που επιτυγχάνουν τα μη συμβατικά μέτρα, ενισχύουν τις καταναλωτικές και τις επενδυτικές δαπάνες αντιστοίχως.

Το Μάρτιο του 2015 ξεκίνησε η εφαρμογή του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων. Με τις αγορές επιδιώκεται αύξηση του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος, η οποία συνεπάγεται χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής πέραν των μειώσεων των βασικών επιτοκίων. Στο πλαίσιο του προγράμματος, το Ευρωσύστημα, ενεργώντας σε αποκεντρωμένη βάση, αποκτά χρεόγραφα σε ευρώ που περιλαμβάνουν (1) τίτλους τους οποίους έχει εκδώσει ο δημόσιος τομέας, δηλ. κρατικά ομόλογα, χρεόγραφα δημόσιων φορέων εκτός κεντρικών κυβερνήσεων συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων επιχειρήσεων, χρεόγραφα διεθνών οργανισμών ή πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών εγκατεστημένων στη ζώνη του ευρώ, (2) καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες τις οποίες έχουν εκδώσει πιστωτικά ιδρύματα τα οποία εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ και (3) προϊόντα τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ.

Το Σεπτέμβριο του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε αύξηση του ανώτατου ορίου επί του ποσοστού της συνολικής αξίας μίας έκδοσης τίτλων που επιτρέπεται να κατέχει το Ευρωσύστημα στο χαρτοφυλάκιό του από 25% σε 33%. Τονίστηκε ότι η αύξηση αυτή δεν θα ισχύσει για εκδόσεις χρεογράφων για τις οποίες θα είχε ως νομικό επακόλουθο την από-

κτηση από το Ευρωσύστημα δικαιώματος αρνησικυρίας επί αποφάσεων των ομολογιούχων σχετικά με αναδιάρθρωση των τίτλων.

Το Δεκέμβριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατέστησε την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ακόμη περισσότερο διευκολυντική – καθώς οι εξελίξεις στις αναδυόμενες οικονομίες είναι πιθανόν να έχουν ως τελικό αποτέλεσμα περαιτέρω περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προχώρησε σε περαιτέρω προσαρμογές (α) της επιλογής των τίτλων προς αγορά και (β) της διάρκειας διεξαγωγής του προγράμματος. Θα συνεχίσουν να πραγματοποιούνται αγορές τίτλων συνολικής αξίας 60 δισεκ. ευρώ κάθε μήνα, για μια περίοδο της οποίας η καταληκτική ημερομηνία μετατίθεται από το Σεπτέμβριο του 2016 στο Μάρτιο του 2017 ή και αργότερα, μέχρις η εξέλιξη του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να γίνει συνεπής με τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό λίγο κάτω από το 2%. Επίσης ανακοινώθηκε ότι στους τίτλους που είναι επιλέξιμοι για κτήση από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς θα περιληφθούν χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδώσει διοικητικές περιφέρειες ή και άλλες τοπικές αρχές (π.χ. δήμοι) στη ζώνη του ευρώ. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να επανεπενδύεται το προϊόν της εξόφλησης τίτλων οι οποίοι έχουν αγοραστεί στο πλαίσιο του προγράμματος, ώστε η αύξηση στη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ την οποία επιτυγχάνει η διεξαγωγή του προγράμματος να διατηρηθεί μακροχρονίως.

Επιπλέον, το Δεκέμβριο του 2015 το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,30%. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα συνεχίσει να παρέχεται μέσω των πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης (δηλ. διάρκειας τριών μηνών) αναχρηματοδότησης απεριόριστη ρευστότητα προς τα πιστωτικά ιδρύματα με σταθερό επιτόκιο τουλάχιστον κατά τη διάρκεια των επο-

μένων δύο ετών ή και περαιτέρω για όσο χρόνο παραστεί ανάγκη.

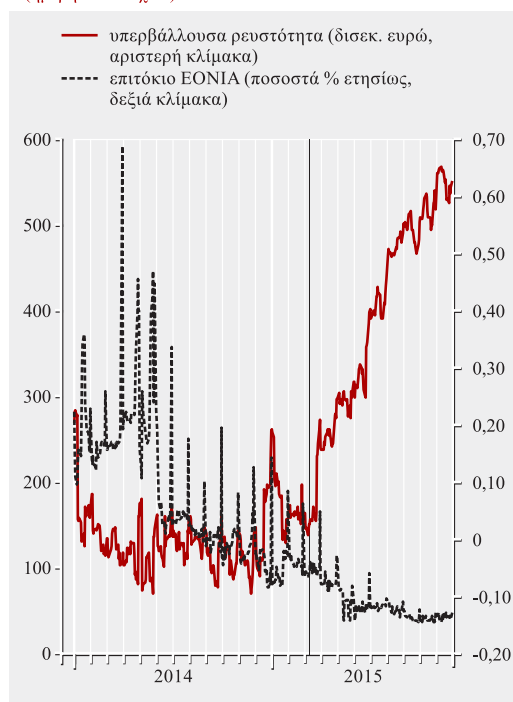
Παράλληλα με το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, συνεχίστηκε το 2015 η διενέργεια από το Ευρωσύστημα των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με τριμηνιαία συχνότητα. Με τις πράξεις αυτές χορηγείται χρηματοδότηση στα πιστωτικά ιδρύματα με πολύ χαμηλό κόστος (ίσο προς το επιτόκιο στις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης όπως καθορίστηκε τον Ιανουάριο του 2015) και διάρκειά¹ μέχρι 4 έτη. Οι όροι διεξαγωγής των πράξεων δημιουργούν κίνητρα ώστε τα πιστωτικά ιδρύματα να αυξήσουν τις χορηγήσεις τους προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ή και τα καταναλωτικά δάνεια προς τα νοικοκυριά.

Συγκεκριμένα, εάν το χρηματοδοτούμενο πιστωτικό ίδρυμα δεν επιτύχει ενίσχυση² της πιστοδοτικής του δραστηριότητας προς την “πραγματική οικονομία” (δηλ. εκτός πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση και εκτός στεγαστικών δανείων) σε σύγκριση με την “περίοδο αναφοράς” (δηλ. το διάστημα από τα μέσα περίπου του 2013 μέχρι τα μέσα περίπου του 2014) καλείται να αποπληρώσει τη χρηματοδότηση το Σεπτέμβριο του 2016, διαφορετικά η πράξη λήγει και εξοφλείται το Σεπτέμβριο του 2018. Εξάλλου, ο όγκος της χρηματοδότησης την οποία δικαιούνται να αντλήσουν τα πιστωτικά ιδρύματα συναρτάται προς την έκταση στην οποία δανειοδοτούν την πραγματική οικονομία. Μέχρι στιγμής έχει παρατηρηθεί ότι οι τράπεζες οι οποίες έχουν συμμετάσχει σε τουλάχιστον μία στοχευμένη πράξη έχουν μειώσει τα επιτόκια στα επιχειρηματικά δάνεια συγκριτικά περισσότερο από αυτές που δεν έχουν συμμετάσχει σε καμία πράξη.

Η διεξαγωγή του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης συνετέλεσε σε αύξηση του πλεονάσματος ρευστότητας στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.1). Αυτό είχε ως συνέπεια την περαιτέρω αποκλιμάκωση των επιτο-

Διάγραμμα III.1 Υπερβάλλουσα ρευστότητα¹ στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ και επιτόκιο EONIA (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2015)

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: 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.

κίων στη διατραπεζική αγορά. Το επιτόκιο EONIA διαμορφώθηκε σε -10 μονάδες βάσης κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015, ενώ το τρίμηνο επιτόκιο Euribor διαμορφώθηκε επίσης σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα κάτω του μηδενός από τον Απρίλιο του 2015. Δεδομένου του ύψους της υπερβάλλουσας ρευστότητας, το εύρος των αυξήσεων του επιτοκίου EONIA που παρατηρούνται στο τέλος κάθε ημερολογιακού μηνός περιορίστηκε σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, ώστε πλέον το EONIA να μην καταγράφει θετικές

¹ Το ύψος της χρηματοδότησης που μπορεί να αντλήσει ένα πιστωτικό ίδρυμα καθορίζεται βάσει τύπου, βλ. Πλαίσιο III.1, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2014.

² Κατ'αρχήν, ενίσχυση απαιτείται μόνο στην περίπτωση πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία είχαν καταγράψει αρνητική καθαρή ροή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία κατά την περίοδο αναφοράς.

τιμές ούτε την τελευταία ημέρα του μηνός κατά την πιο πρόσφατη περίοδο.

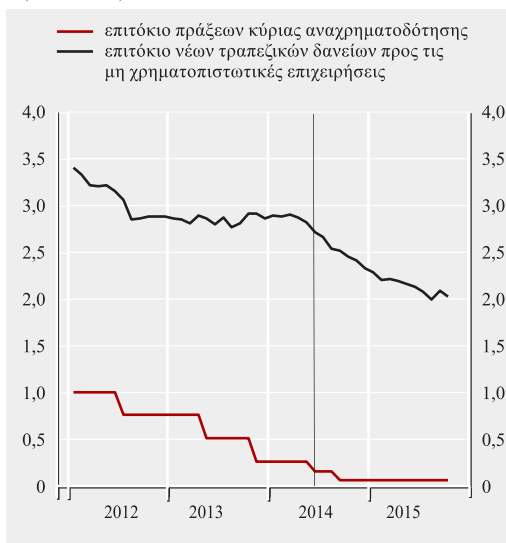
Εξάλλου, η διευκολυντική νομισματική πολιτική την οποία ακολουθεί το Ευρωσύστημα έχει συμβάλει σε βελτίωση του κόστους και των λοιπών μη επιτοκιακών όρων τραπεζικού δανεισμού (π.χ. αξιώσεις των τραπεζών για λήψη εγγυήσεων από τους δανειολήπτες), χωρίς μάλιστα να μεταβληθούν μέχρι λίγο πριν το τέλος του 2015 τα βασικά επιτόκια (βλ. Διάγραμμα III.2). Επιπλέον, παρατηρήθηκε σύγκλιση του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης μεταξύ των κρατών-μελών. Επισημαίνεται ωστόσο ότι μετά τον Απρίλιο του 2015 σημειώθηκε αύξηση του κόστους άντλησης χρηματοδότησης από πηγές (έκδοση μετοχών ή ομολογιακών τίτλων) εκτός του τραπεζικού τομέα.

Η ενιαία νομισματική πολιτική έχει επίσης συμβάλει σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας τραπεζικού δανεισμού προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ. Κατ' αρχάς, ενισχύθηκαν οι ετήσιοι ρυθμοί ανόδου των νομισματικών μεγεθών. Ιδιαίτερο δυναμισμό παρουσίασε η εξέλιξη της ποσότητας χρήματος M1 (Δεκέμβριος 2014: 8,1%, Οκτώβριος 2015: 11,8%) καθώς η μείωση των επιτοκίων καταθέσεων οδήγησε σε μετατοπίσεις κεφαλαίων από καταθέσεις προθεσμίας σε καταθέσεις μίας ημέρας (βλ. Διάγραμμα III.3). Επιπροσθέτως, η αύξηση των καταθέσεων μίας ημέρας αντανάκλα την πίστωση καταθετικών λογαριασμών με το προϊόν της αγοράς χρηματοπιστωτικών στοιχείων εκ μέρους των τραπεζών από φορείς εκτός τραπεζικού τομέα. Ανώτερος στόχος των τραπεζών ήταν να μεταπωλήσουν τα κατά τα ανωτέρω αποκτηθέντα στοιχεία στο Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων.

Βεβαίως, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αν και ενισχύθηκε σταδιακά, παραμένει ακόμη σχετικά υποτονικός (Δεκέμβριος 2014: -1,1%, Οκτώβριος 2015: 0,6%). Αυτό είναι συνεπές με τη χρονική υστέ-

Διάγραμμα III.2 Επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων¹ προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2012-Οκτώβριος 2015)

(ποσοστά %)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Το διάγραμμα απεικονίζει την ακαμψία των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ την περίοδο από τα μέσα του 2012 μέχρι τα μέσα του 2014, παρά τις τότε επανειλημμένες μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος. Τα δανειακά επιτόκια άρχισαν να αποκλιμακώνονται από τον Απρίλιο του 2014 λίγο πριν από την επίσημη ανακοίνωση από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τον Ιούνιο του 2014 ότι δρομολογούνται οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και πρόγραμμα αγοράς τίτλων (η ανακοίνωση του Ιουνίου 2014 αφορούσε μόνο προϊόντα τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών και καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες).

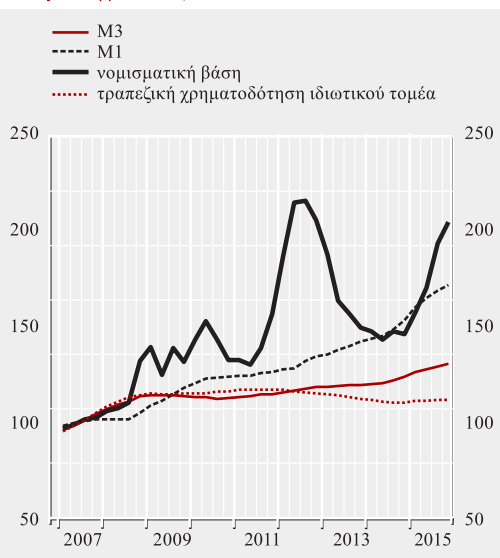
¹ Ο δείκτης του επιτοκίου νέων τραπεζικών δανείων υπολογίζεται χρησιμοποιώντας ως στάθμιση τον κυλιόμενο μέσο όρο 24 μηνών του υφιστάμενου υπολοίπου των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

ρηση η οποία παρατηρείται κατά κανόνα μεταξύ διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας και εξέλιξης του εν λόγω πιστωτικού μεγέθους. Είναι επίσης συνεπές με την τάση για απομόχλευση τόσο εκ μέρους του τραπεζικού όσο και εκ μέρους του μη χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ.

Τέλος, σημειώνεται η αυξητική τάση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, οι οποίες τεκμαίρονται από τις αποδόσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, κατά το α' εξάμηνο του 2015, στην οποία συνέβαλε η χαλάρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (βλ.

Διάγραμμα III.3 Νομισματικά μεγέθη και τραπεζική χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμ. 2007-Οκτώβριος 2015)

(δείκτης 2007=100, μέσο υπόλοιπο τριμήνου και υπόλοιπο στο τέλος Οκτωβρίου 2015)



Πηγή: ΕΚΤ.
Το διάγραμμα δείχνει ότι οι απότομες αυξήσεις της νομισματικής βάσης λόγω της χορήγησης άφθονης ρευστότητας από το Ευρωσύστημα δεν μεταφράστηκαν σε ανάλογες αυξήσεις των ευρύτερων νομισματικών μεγεθών και του πιστωτικού μεγέθους. Απεικονίζεται επίσης ο δυναμισμός της εξέλιξης του νομισματικού μεγέθους M1 και η υποτονικότητα της εξέλιξης του πιστωτικού μεγέθους.

Διάγραμμα III.4). Η αύξηση του αναμενόμενου πληθωρισμού αντιστράφηκε μερικώς κατά το β' εξάμηνο λόγω των επιπτώσεων της επιβράδυνσης στις αναδυόμενες οικονομίες και της συνακόλουθης υποχώρησης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Η διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος συνέβαλε επίσης σε ενίσχυση των δεικτών του αναμενόμενου πληθωρισμού που καταρτίζονται με βάση στοιχεία ερευνών.

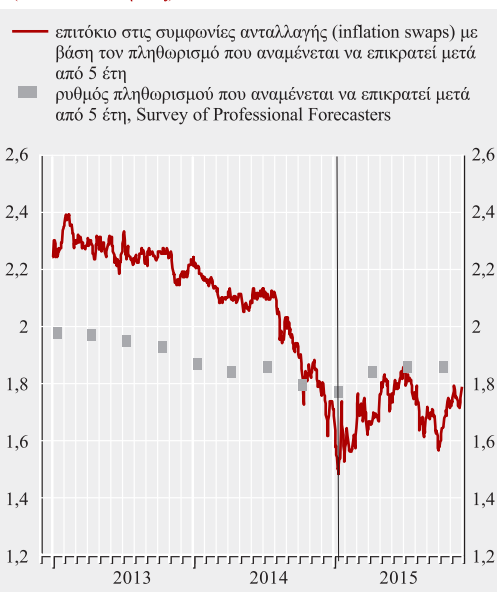
Παραμένουν ωστόσο κίνδυνοι όσον αφορά τη διατήρηση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδα συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών. Οι κίνδυνοι αυτοί απορρέουν από το γεγονός ότι το παραγωγικό κενό στη ζώνη του ευρώ παραμένει μεγάλο, η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ακολούθησε ανοδική πορεία μετά τις αρχές του 2015, ενώ δεν μπορεί να αποκλειστεί περαιτέρω υποχώρηση των τιμών

του αργού πετρελαίου, η οποία, σύμφωνα με τις κανονικότητες οι οποίες έχουν παρατηρηθεί κατά το παρελθόν, θα επηρεάσει όχι μόνο τις βραχυπρόθεσμες, αλλά και τις μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες.

Επανελημμένως κατά τη διάρκεια του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι τα οφέλη που απορρέουν από τη διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής θα μεγιστοποιηθούν μόνον εφόσον τα κράτη-μέλη ακολουθούν κατάλληλη αφενός διαρθρωτική και αφετέρου δημοσιονομική πολιτική. Ειδικότερα επισημάνθηκε η αναγκαιότητα της υιοθέτησης διαρθρωτικών πολιτικών (επιπλέον όσων έχουν, όπως προαναφέρθηκε, ήδη θεσπιστεί) δεδομένης της υψηλής διαρθρωτικής ανεργίας και των χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Το ζητούμενο είναι η παρούσα επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, η οποία πραγματοποιείται στο πλαίσιο του οικονομικού κύκλου με τη βοήθεια βεβαίως της

Διάγραμμα III.4 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2015)

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και Thomson Reuters.
Σημειώνεται ότι η ανάκαμψη των πληθωριστικών προσδοκιών ξεκίνησε λίγες ημέρες πριν από την επίσημη ανακοίνωση του διευρυνμένου προγράμματος (APP) στις 22 Ιανουαρίου 2015.

διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, να λάβει διαρθρωτικό χαρακτήρα, δηλαδή να διατηρηθεί μακροχρονίως. Προκειμένου να αυξηθούν οι παραγωγικές επενδύσεις, η απασχόληση και η παραγωγικότητα, χρειάζονται περαιτέρω μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας και πολιτικές για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, συμπεριλαμβανομένης της ανάπτυξης των δημόσιων υποδομών. Η εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα συνέβαλλε και στην άμεση αντιμετώπιση των επιπτώσεων για τη ζώνη του

ευρώ από τους κραδασμούς που πλήττουν την παγκόσμια οικονομία επί του παρόντος, καθώς θα επέφερε μόνιμη αύξηση του μακροχρονίως αναμενόμενου πραγματικού εισοδήματος, η οποία θα οδηγούσε σε άμεση αύξηση της συνολικής δαπάνης. Τέλος, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει επίσης να προάγει την οικονομική ανάπτυξη, χωρίς όμως να αποκλίνει από τη συνεπή και πλήρη τήρηση του Συμφώνου Σταθερότητας, καθώς μόνο η απαρτέγκλιτη τήρηση του Συμφώνου εξασφαλίζει τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των οικονομικών μονάδων.

Πλαίσιο III.1

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΥΧΟΝ ΑΡΝΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΠΟΛΥ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΤΙΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Με τη διενέργεια προγράμματος αγοράς τίτλων στην παρούσα μεγάλη κλίμακα το Ευρωσύστημα υιοθέτησε πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης (quantitative easing). Επιπλέον, οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων κατά τα προηγούμενα έτη και εσχάτως το Δεκέμβριο του 2015 συμβάλλουν στην επικράτηση γενικώς πολύ χαμηλών (συχνά αρνητικών) επιτοκίων.

Στον ισχυρισμό ότι η ποσοτική χαλάρωση δημιουργεί κινδύνους για το τραπεζικό σύστημα είναι δυνατόν να αντιταχθεί ότι υπάρχουν δίαυλοι μέσω των οποίων η διευκολυντική νομισματική πολιτική μάλλον συμβάλλει σε ενίσχυση (παρά σε αποδυνάμωση) της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Πράγματι, η άνοδος των τιμών, αλλά και της ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων, η οποία συνοδεύει την εφαρμογή από την κεντρική τράπεζα προγραμμαμάτων αγοράς τίτλων, καθιστά ευχερέστερη την κάλυψη των τραπεζικών δανείων με εύκολα ρευστοποιήσιμες εξασφαλίσεις, επιφέροντας έτσι μείωση του πιστωτικού κινδύνου. Γενικότερα, η εφαρμογή μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής αποσκοπεί στην αναχαίτιση εξελίξεων οι οποίες είναι βλαπτικές για τη χρηματοοικονομική ευρωστία, όπως (α) η εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, ο περιορισμός του ρυθμού αύξησης των μισθών ή και η υλοποίηση μειώσεων μισθών και η άνοδος της ανεργίας καθώς επίσης και (β) η αύξηση των πραγματικών επιτοκίων λόγω της υπερβολικής μείωσης του αναμενόμενου πληθωρισμού. Η άνοδος των πραγματικών επιτοκίων είναι ιδιαίτερα δυσμενής για τη δυναμική του χρέους τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα.

Βεβαίως, ενίοτε υποστηρίζεται ότι, αν και αναγκαία για την επίτευξη του στόχου της νομισματικής πολιτικής, η διαμόρφωση των ονομαστικών επιτοκίων επί πολύ χρόνο σε πολύ χαμηλά επίπεδα, σε συνδυασμό μάλιστα με περιορισμό της μεταβλητότητας των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ενδέχεται να έχει ανεπιθύμητες ενέργειες. Αυξάνεται η ελκυστικότητα του δανεισμού και καθίσταται πιθανότερο κάποιοι τομείς της οικονομίας να υπερχρεωθούν. Όταν η περίοδος χαμηλών αποδόσεων και περιορισμένης μεταβλητότητας διαρκεί επί μακρόν, οι επενδυτές (σε χρηματοπιστωτικά στοιχεία) τείνουν να θεωρούν ότι οι συνθήκες αυτές, που συμπεριλαμβάνουν και σπανιότητα περιπτώσεων αθέτησης πληρωμών, θα εξακολουθήσουν και στο μέλλον. Ταυτόχρονα, προκειμένου να βελτιώσουν κάπως το εισόδημά τους (search for yield), οι επενδυτές αναγκαστικά στρέφονται σε τοποθετήσεις οι οποίες επιτυγχάνουν σχετικά υψηλό-

τερες αποδόσεις επειδή συνεπάγονται την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Κατά κανόνα, οι κίνδυνοι αυτοί δεν καλύπτονται ex ante με υψηλότερες προβλέψεις.¹ Παραδείγματος χάριν, έχει επισημανθεί² η πρόσφατη αύξηση των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των ασφαλιστικών εταιριών στη ζώνη του ευρώ στις αναδυόμενες αγορές, όπως επίσης και σε ομόλογα κρατών-μελών τα οποία υπήρξαν κατά τα τελευταία έτη ευάλωτα στην κρίση δημόσιου χρέους.

Εάν οι κίνδυνοι που εγκυμονούν οι τοποθετήσεις σε τέτοια στοιχεία υλοποιηθούν και η ανοδική τάση των τιμών που συντηρεί την κερδοσκοπική συμπεριφορά ανακοπεί (π.χ. λόγω γεωπολιτικών εξελίξεων ή όταν οι ΗΠΑ εισέλθουν σε φάση αυστηροποίησης της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής), θα επακολουθήσουν απότομες πτώσεις των τιμών των εν λόγω στοιχείων. Η χρηματοοικονομική κατάσταση όσων οικονομικών μονάδων τα διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους θα επιδεινωθεί και οι μονάδες αυτές είναι πιθανόν να παρουσιάσουν προβλήματα ρευστότητας ή και φερεγγυότητας. Όπως είναι γνωστό, τα προβλήματα αυτού του είδους είναι δυνατόν να μεταδοθούν και να γενικευθούν, οδηγώντας σε συστημική κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ειδικότερα για τις τράπεζες, δημιουργείται ο κίνδυνος να ακολουθήσουν πισοδοτικές πολιτικές με βάση χαλαρά κριτήρια, δεδομένου του πολύ χαμηλού κόστους το οποίο καταβάλλουν για να αντλήσουν χρηματοδοτικούς πόρους προς αναδανεισμό. Το χαμηλό αυτό κόστος χρηματοδότησης ενθαρρύνει τις τράπεζες να αυξήσουν τη μόχλευσή τους, καθώς επίσης και την έκταση του μετασχηματισμού λήξεων (maturity transformation) που πραγματοποιούν. Οι τράπεζες εκτιμούν ότι ένα ευρύ φάσμα δανειοληπτών είναι δυνατόν να αντιμετωπίσει εύκολα το κόστος εξυπηρέτησης των τραπεζικών δανείων, δεδομένων των πολύ ευνοϊκών επιτοκίων, συνεπώς δεν χρειάζεται να καταβληθούν ιδιαίτερες προσπάθειες και κόστος για πληρέστερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας. Δεν αποκλείεται ωστόσο οι υπεραισιόδοξες αυτές εκτιμήσεις να διαψευστούν, με απώτερο κίνδυνο κλονισμού της σταθερότητας μεμονωμένων τραπεζών ή και του τραπεζικού συστήματος συνολικά.

Επισημαίνεται πάντως ότι στη ζώνη του ευρώ δεν καταγράφεται επί του παρόντος αξιολόγηση γενικευμένη αύξηση του δανεισμού από το τραπεζικό σύστημα, η οποία μάλιστα να χρηματοδοτεί την απόκτηση ακινήτων ή χρηματοοικονομικών στοιχείων.³ Εξάλλου, οι τιμές τόσο των χρηματοπιστωτικών μέσων (π.χ. των μετοχών, των κρατικών τίτλων και των εταιρικών τίτλων) όσο και των ακινήτων (επαγγελματικών ή κατοικιών) δεν έχουν εμφανίσει υπερβολική αύξηση (εκτός μεμονωμένων εξαιρέσεων) πέρα από ό,τι δικαιολογείται από την εξέλιξη των προσδιοριστικών τους παραγόντων (fundamentals). Δεν συμβαίνει δηλαδή οι επενδυτές να έχουν αδικαιολόγητα αισιόδοξες προσδοκίες για την κερδοφορία των επιχειρήσεων ή το ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στις αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων να είναι αναντίστοιχο προς την πραγματική πιθανότητα πτώχευσης.

Εξάλλου, υποστηρίζεται ότι η άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν επιτρέπεται στην παρούσα συγκυρία να ανασχεθεί από το φόβο της πρόκλησης παρενεργειών όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (ή, όπως θα αναπτυχθεί παρακάτω, την οικονομική ανισότητα). Τουναντίον, οι αρμόδιες αρχές πρέπει να στοχεύουν απευθείας στην εξάλειψη του ενδεχομένου ανάπτυξης ανισορροπιών με την υιοθέτηση κατάλληλων μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής με

1 Βλ. Deutsche Bundesbank, *Financial Stability Review* 2014.

2 Βλ. ομιλία του μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ κ. Peter Praet στις 10 Σεπτεμβρίου 2015 με τίτλο “The low interest rate environment in the euro area”.

3 Βλ. π.χ. συνέντευξη τύπου του προέδρου της ΕΚΤ μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ τον Ιανουάριο 2015, Απρίλιο 2015 κ.ά. Βλ. επίσης την ομιλία του κ. Vítor Constâncio στις 25.8.2015 με τίτλο “Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the ECB”.

εφαρμογή όχι απαραίτητως στη Νομισματική Ένωση γενικά, αλλά σε όποια κράτη-μέλη ή τομείς οικονομικής δραστηριότητας παρουσιαστεί ανάγκη. Παραδείγματος χάριν, το ενδεχόμενο υπερθέρμανσης στην αγορά ακινήτων είναι δυνατόν να αποτραπεί με την επιβολή (ή την αυστηροποίηση προϋπαρχόντων) ορίων (α) για το λόγο ύψους χορηγούμενου δανείου προς την αξία του υπέγγυου ακινήτου και (β) για το λόγο του ύψους ή του κόστους εξυπηρέτησης του στεγαστικού δανείου προς το εισόδημα του δανειολήπτη, καθώς επίσης και (γ) με μεταβολές των συντελεστών με τους οποίους σταθμίζονται τα χορηγηθέντα στεγαστικά δάνεια στο πλαίσιο του υπολογισμού των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Από την άλλη πλευρά, έχει υποστηριχθεί ότι αφενός η μείωση των βασικών επιτοκίων από το Ευρωσύστημα και άλλες κεντρικές τράπεζες, η οποία προκάλεσε σημαντική πτώση των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων επιτοκίων, και αφετέρου η άνοδος των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (βλ. το διάγραμμα) λόγω της υποχώρησης των μεσομακροπρόθεσμων επιτοκίων την οποία τροφοδοτεί η ποσοτική χαλάρωση (στη ζώνη του ευρώ, όπως εξάλλου και σε άλλες νομισματικές περιοχές), είναι δυνατόν να έχουν ανεπιθύμητες συνέπειες από τη σκοπιά της κατανομής του εισοδήματος και του πλούτου.

Οι μειώσεις επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ προκάλεσαν καθαρές απώλειες εισοδήματος για τον τομέα των νοικοκυριών.⁴ Αυτό συνάγεται αφού συνυπολογιστούν οι ωφέλειες που προέκυψαν από τη μείωση του κόστους εξυπηρέτησης των τραπεζικών δανείων. Με τραπεζικό δανεισμό (λ.χ. στεγαστικά δάνεια) βαρύνονται συνήθως τα νοικοκυριά με μέλη που είναι σχετικά νεαρής ηλικίας (π.χ. κάτω των 45 ετών). Αντιθέτως, τα νοικοκυριά με γηραιότερα μέλη κατά κανόνα διαθέτουν αποταμιεύσεις μεγαλύτερες από τυχόν υφιστάμενα χρέη που είχαν συναφθεί στο παρελθόν. Κατά συνέπεια, καταγράφουν απώλειες εισοδήματος όταν μειώνονται τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Βεβαίως, μεταξύ του συνόλου των γηραιότερων νοικοκυριών οι αποταμιεύσεις (συμπεριλαμβανομένων και των δικαιωμάτων για μελλοντική λήψη σύνταξης) είναι κάθε άλλο παρά ισομερώς κατανομημένες.

Χαρακτηριστικά για την περίοδο που επικρατούσαν συνθήκες χρηματοπιστωτικής κατάτμησης (financial fragmentation) στη ζώνη του ευρώ,⁵ η βασική επίδραση στην κατανομή του εισοδήματος απέρρεε από την υπερβολική μείωση των επιτοκίων καταθέσεων στις χώρες του πυρήνα της ζώνης του ευρώ (καθώς οι τοποθετήσεις σε αυτές τις χώρες εθεωρούντο ασφαλείς) ταυτόχρονα με δυσ-

Οι τιμές των τίτλων στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2012-Νοέμβριος 2015)

(δείκτης Ιαν. 2012=100)



Πηγή: Thomson Reuters.

Σημειώνεται ότι η έντονη ανοδική πορεία των τιμών των μετοχών ξεκίνησε λίγες εβδομάδες πριν από την έναρξη διεξαγωγής του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, όταν ανακοινώθηκε επισήμως στις 22 Ιανουαρίου 2015 από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το ύψος των μηνιαίων αγορών.

4 Βλ. ομιλία του κ. Yves Mersch, μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, στις 17.10.2014 με τίτλο "Monetary Policy and Economic Inequality".

5 Δηλ. την τετραετία πριν από τη διεξαγωγή των στοχευμένων πράξεων και του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (μέσα του 2010-μέσα του 2014).

νάλογη αύξηση των δανειακών επιτοκίων, ιδίως για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, στα κράτη-μέλη που βρίσκονταν στο επίκεντρο της κρίσης χρέους.⁶

Τα περισσότερα νοικοκυριά στηρίζονται στο εισόδημα από την εργασία. Κάποια από τα συγκριτικώς ευπορότερα νοικοκυριά διακρατούν απευθείας (δηλ. όχι στο πλαίσιο συνταξιοδοτικών προγραμμάτων) χρηματοπιστωτικά μέσα όπως μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια κ.λπ. Τα νοικοκυριά αυτά επωφελούνται από τις αυξήσεις των διανεμόμενων μερισμάτων και την άνοδο των τιμών των τίτλων που συνοδεύουν την ποσοτική χαλάρωση. Ευνοϊκή για την ευημερία των νοικοκυριών που έχουν στην κατοχή τους ακίνητα (αλλά πάλι αρνητική για την ευημερία των νοικοκυριών που, προκειμένου να αγοράσουν μελλοντικά ακίνητο, επί του παρόντος αποταμιεύουν ή αιτούνται στεγαστικό δάνειο) πρέπει να ήταν και η εκτιμώμενη αυξητική επίδραση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής στις τιμές των κατοικιών.

Σε πολλές οικονομίες το μεγαλύτερο μέρος του ιδιωτικού πλούτου που βρίσκεται τοποθετημένο σε χρηματοπιστωτικά στοιχεία δεν έχει επενδυθεί άμεσα από τα νοικοκυριά, αλλά από συνταξιοδοτικά ταμεία για λογαριασμό τους. Έναντι των ταμείων, τα εργαζόμενα μέλη των νοικοκυριών αποκτούν την απαίτηση να τους παρασχεθεί στον κατάλληλο χρόνο σύνταξη. Η Τράπεζα της Αγγλίας κατάρτισε μελέτη⁷ για τις επιπτώσεις της ποσοτικής χαλάρωσης στα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα που προσφέρονται στο Ηνωμένο Βασίλειο.⁸ Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της μελέτης, η ποσοτική χαλάρωση δεν επηρεάζει όσους ήδη λαμβάνουν σύνταξη, αλλά μόνο όσους πρόκειται να συνταξιοδοτηθούν. Η επίπτωση της ποσοτικής χαλάρωσης διαφοροποιείται μεταξύ (α) συνταξιοδοτικών ταμείων που λειτουργούν με βάση καθορισμένες παροχές (defined benefit) και (β) αυτών που λειτουργούν με βάση καθορισμένες εισφορές (defined contribution). Όσον αφορά τα προγράμματα καθορισμένων εισφορών, η ποσοτική χαλάρωση δεν επηρέασε ούτε το ύψος των συντάξεων που θα χορηγηθούν μελλοντικά. Από τη μία πλευρά, αυξήθηκε η αξία της περιουσίας των ταμείων αυτών λόγω της πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών. Εντούτοις, από την άλλη πλευρά, μειώθηκε ο (διαμορφωμένος από τις δυνάμεις της αγοράς) ρυθμός ετήσιας προσόδου (annuity rate) επί της περιουσίας αυτής, με βάση τον οποίο χρηματοδοτείται η καταβολή συντάξεων, λόγω της υποχώρησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Η επίδραση της ποσοτικής χαλάρωσης στα ταμεία που λειτουργούν με βάση καθορισμένες παροχές εξαρτάται από το κατά πόσον τα εν λόγω ταμεία ήταν ελλειμματικά ή όχι, δηλαδή από το αν οι υποχρεώσεις τους (η παρούσα αξία των συντάξεων που καλούνται να χορηγήσουν) υπερέβαιναν την περιουσία τους. Η ποσοτική χαλάρωση συνέβαλε σε επιδείνωση των εν λόγω ελλειμμάτων. Επισημαίνεται ωστόσο ότι η διόγκωση των ελλειμμάτων κατά κανόνα δεν έχει ως αποτέλεσμα περιορισμό των παροχών για όσους ήδη λαμβάνουν σύνταξη. Τα ελλείμματα βεβαίως καλύπτονται από τους εργοδότες, οι οποίοι ενδέχεται είτε να αυξήσουν τις εισφορές των εργαζομένων είτε να μειώσουν τις μισθολογικές τους δαπάνες, ώστε να εξοικονομήσουν πόρους, είτε να αποφασίσουν περιορισμό του ύψους των συντάξεων για αυτούς που θα συνταξιοδοτηθούν στο μέλλον.

Προκειμένου να διαμορφωθεί ολοκληρωμένη εικόνα των συνεπειών της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής για την κατανομή του εισοδήματος και του πλούτου, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι η άνοδος των τιμών των χρηματοπιστωτικών στοιχείων ισοδυναμεί με υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης, εξέλιξη που ενθαρρύνει τις νέες επενδύσεις σε πάγια κεφάλαια, αλλά και τις τρέχουσες καταναλωτικές δαπάνες. Αυτή η επίδραση, καθώς και άλλοι μηχανισμοί

6 Βλ. ομιλία του κ. Benoît Cœuré, μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, στις 8.10.2013 με τίτλο "The Economic Consequences of Low Interest Rates".

7 "The Distributional Effects of Asset Purchases", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, γ' τρίμηνο 2012, σελ. 254-266.

8 Η μελέτη δεν συμπεριέλαβε τις συντάξεις που παρέχονται από το κράτος.

μέσω των οποίων μεταδίδεται η επεκτατική νομισματική πολιτική έχουν ως τελικό αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, από τις οποίες επωφελούνται τα οικονομικώς ασθενέστερα στρώματα του πληθυσμού που κατά κανόνα επηρεάζονται σχετικώς εντονότερα από τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Πάντως, ο πρωταρχικός σκοπός της νομισματικής πολιτικής (στη ζώνη του ευρώ και παρομοίως σε άλλες νομισματικές περιοχές) αφορά την εδραίωση της σταθερότητας των τιμών και δεν περιλαμβάνει την άμβλυνση της οικονομικής ανισότητας.

Έχει επίσης επισημανθεί ότι η ποσοτική χαλάρωση δεν αποτελεί το μόνο αίτιο της ανόδου των τιμών των τίτλων. Διεθνώς οι τιμές των κρατικών ομολόγων ακολουθούν ανοδική τάση από δεκαετιών. Η τάση αυτή ισοδυναμεί με προοδευτική μείωση του λεγόμενου πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας (neutral rate). Αποδίδεται σε αύξηση του όγκου των αποταμιεύσεων παγκοσμίως, σε συνδυασμό με περιορισμό της ζήτησης επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, πρόσφατη αιτία για τον οποίο αποτέλεσε η αύξηση της αβεβαιότητας υπό συνθήκες χρηματοπιστωτικής κρίσης. Εάν το επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων για μεσοπρόθεσμες διάρκειες, το οποίο διαμορφώνεται με τη συμβολή της νομισματικής πολιτικής, απέκλινε επί μακρόν από το επίπεδο το οποίο είναι συνεπές με ισορροπία μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης αποταμιευτικών πόρων, θα προκλήσει μακροοικονομική αστάθεια (κατά Wicksell).⁹ Κατά συνέπεια, τα αναδιανεμητικά αποτελέσματα που αναλύθηκαν παραπάνω δεν θα πρέπει να θεωρούνται ως επιλογές της κεντρικής τράπεζας, αλλά μάλλον αναπόφευκτες παρενέργειες της μακροχρόνιας τάσης υποχώρησης των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων, η οποία εντάθηκε λόγω των πρόσφατων διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Τέλος, ειδικότερα όσον αφορά τη χρηματοοικονομική ευρωστία της κεντρικής τράπεζας έχει σημειωθεί ότι η συσσώρευση εμπορεύσιμων τίτλων στο ενεργητικό της συνεπάγεται την καταγραφή ζημιών, ιδίως όταν πρόκειται για ομόλογα σταθερού επιτοκίου, εφόσον η ποσοτική χαλάρωση επιτύχει να αναθερμάνει την οικονομική δραστηριότητα, να περιορίσει την αβεβαιότητα και να αυξήσει το ρυθμό πληθωρισμού, εξελίξεις που συνδέονται με άνοδο του γενικού επιπέδου των επιτοκίων. Ο κίνδυνος αυτός για τη χρηματοοικονομική ευρωστία της κεντρικής τράπεζας είναι τόσο μεγαλύτερος όσο πιο μακροχρόνια αποδειχθεί η επιτυχία της ποσοτικής χαλάρωσης.

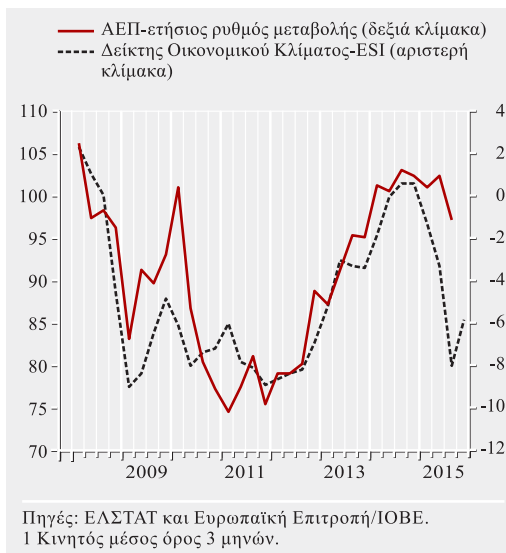
⁹ Βλ. μεταξύ άλλων την ομιλία του κ. Benoît Cœuré, μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, στις 9.10.2013 με τίτλο "The Economic Consequences of Low Interest Rates" και την ομιλία του κ. Ben Broadbent, Υποδιοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας, στις 23.10.2014 με τίτλο "Monetary Policy, Asset Prices and Distribution".

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι εξελίξεις του πρώτου εξαμήνου του 2015 οδήγησαν στην άνοδο της αβεβαιότητας στην οικονομία και στη μερική ανάσχεση της αναπτυξιακής τάσης που καταγράφηκε το 2014. Παρ' όλα αυτά, η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να σημειώνει θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης το πρώτο εξάμηνο του 2015, καθώς στηρίχθηκε κυρίως από την εγχώρια καταναλωτική ζήτηση, την αύξηση των εξαγωγών αγαθών και την άνοδο του τουρισμού. Το γ' τρίμηνο όμως η τραπεζική αργία και η επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών οδήγησαν σε περαιτέρω επιβάρυνση του οικονομικού κλίματος, επηρέασαν αρνητικά κυρίως τις επενδύσεις και τα έσοδα από τη ναυτιλία και έκαμψαν την οικονομική δραστηριότητα. Σε αυτό συνέτεινε και η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η εμπιστοσύνη ανέκαμψε με την κύρωση της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και με τη σταδιακή εφαρμογή των προβλεπομένων στη Συμφωνία δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σε συνάρτηση με τις επιπτώσεις της φορολογικής επιβάρυνσης των νοικοκυριών, εκτιμάται ότι η οικονομική δραστηριότητα θα σημειώσει υποχώρηση στη διάρκεια του δ' τριμήνου, οδηγώντας την οικονομία σε ελαφρά ύφεση για το σύνολο του έτους.

Για το 2016, ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να είναι αρνητικός, καθώς προβλέπεται υποχώρηση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών υπό το βάρος των δημοσιονομικών μέτρων, ενώ η αποκατάσταση της επενδυτικής και εξαγωγικής προσπάθειας αναμένεται να πραγματοποιηθεί σταδιακά και πάντως σε άμεση συνάρτηση με την περαιτέρω βελτίωση της εμπιστοσύνης και της χρηματοδότησης της οικονομίας. Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα περάσει σε θετικό έδαφος, καθώς θα γίνει εμφανές το βάρος των αυξήσεων στους έμμεσους φόρους. Επισημαίνεται ότι η πορεία της οικονομικής δραστηριότητας το 2016 συνδέεται άρρηκτα με το ρυθμό υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στη νέα συμφωνία, αλλά και με το βαθμό ευρύτερης αποδοχής τους από την κοινωνία. Απαραίτητες

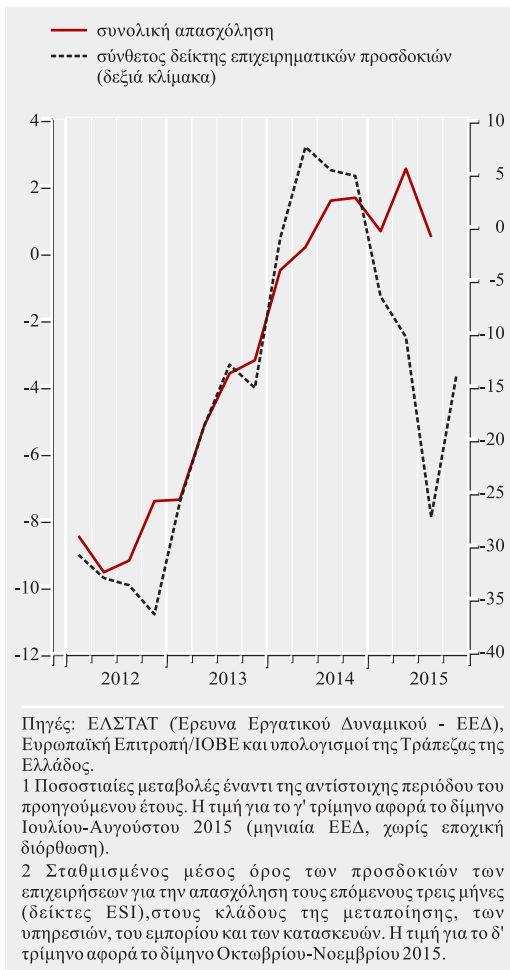
Διάγραμμα IV.1 ΑΕΠ (2008-γ' τρίμ. 2015) και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹



προϋποθέσεις για τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας είναι η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, η χαλάρωση των κεφαλαιακών ελέγχων και η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος.

Το πρώτο εξάμηνο του 2015 χαρακτηρίστηκε από αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης, παρά τις παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους εταίρους και την επιδείνωση του οικονομικού κλίματος, όπως αυτό καταγράφεται από τους σχετικούς δείκτες (βλ. Διαγράμματα IV.1 και IV.2). Στη διάρκεια του γ' τριμήνου οι συνέπειες των κεφαλαιακών περιορισμών έγιναν ορατές (κυρίως στις επενδύσεις και τα έσοδα από ναυτιλία), με αποτέλεσμα το ΑΕΠ να σημειώσει πτώση κατά 1,1% σε ετήσια βάση. Εξισορροπητικά πάντως λειτούργησαν ο δυναμισμός της τουριστικής ζήτησης και το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις είχαν αυξήσει τα αποθέματά τους σε πρώτες ύλες και ενδιάμεσα προϊόντα στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου ώστε να αντιμετωπίσουν περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων. Επιπλέον, τα νοικοκυριά προέβησαν σε ευρεία χρήση πιστωτικών και χρεωστικών καρτών και πιθανώς χρησιμοποίησαν διαθέσιμα που είχαν αποσύρει στο προηγούμενο

Διάγραμμα IV.2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης¹ και προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση²



διάστημα, προκειμένου να διατηρήσουν την κατανάλωσή τους.

Σύμφωνα με τα τριμηνιαία εποχικώς διορθωμένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, **το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές σημείωσε άνοδο κατά 0,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2015. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η ιδιωτική κατανάλωση (κατά 0,9%), αλλά και οι καθαρές εξαγωγές (0,9%)¹ (βλ. Διάγραμμα IV.3).** Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης αντανάκλα κυρίως τις θετικές εξελίξεις του πρώτου εξαμήνου — όπως τη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και την αποκλιμάκωση των πιέσεων στην αγορά εργα-

σίας — και τη ρευστοποίηση αποταμιευτικών πόρων. Η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας το γ' τρίμηνο μειώθηκε, ύστερα από ένα θετικό πρώτο εξάμηνο που οφειλόταν κυρίως στις αυξημένες αμυντικές προμήθειες του α' τριμήνου. Στο εξής καθίσταται επιτακτικά αναγκαία η αναζήτηση επενδυτικών πόρων υποστηρικτικών της οικονομικής δραστηριότητας, μέσα και από τη συνέχιση του προγράμματος αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου.

Οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό, κυρίως λόγω της επιδείνωσης του επιχειρηματικού κλίματος καθώς και λόγω των χρηματοδοτικών περιορισμών των επιχειρήσεων. Αντίθετα, σε αρνητικό έδαφος κινήθηκαν οι εξαγωγές υπηρεσιών εξαιτίας της πτώσης των εσόδων από τη ναυτιλία και παρά την άνοδο της τουριστικής κίνησης. Πάντως, με τις εξελίξεις του γ' τριμήνου βελτιώθηκε σημαντικά και η εικόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αφού οι κεφαλαιακοί έλεγχοι προκάλεσαν μεγάλη μείωση των εισαγωγών, ενώ αντίθετα οι εξαγωγές περιορίστηκαν σε μικρότερο βαθμό.

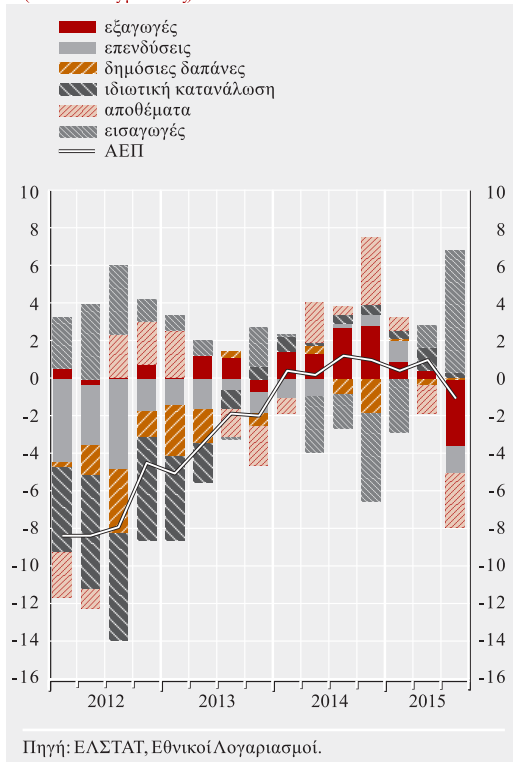
Η απασχόληση αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2015 ως αποτέλεσμα της διατήρησης θετικών ρυθμών ανάπτυξης σε επιμέρους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας, κυρίως του τουρισμού, αλλά και των θεσμικών παρεμβάσεων που επέτρεψαν στις επιχειρήσεις να κάνουν χρήση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης. Όμως, οι απώλειες του δεύτερου εξαμήνου του 2015 στην απασχόληση ενδέχεται να μετριάσουν τη βελτίωση των πρώτων μηνών.

Ο πληθωρισμός το 2016 αναμένεται να επιστρέψει σε θετικούς ρυθμούς, αντανάκλωντας τη μεταφερόμενη επίδραση στην τιμολόγηση των αγαθών και των υπηρεσιών από την αύξηση των έμμεσων φόρων που πραγματοποιήθηκε το τελευταίο πεντάμηνο του 2015, αλλά και την επίπτωση των αυξήσεων στα

¹ Σημειώνεται ότι η θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών οφείλεται στη μείωση των εισαγωγών (1,6%).

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης

(ποσοστιαίες μονάδες)



εισιτήρια των αστικών συγκοινωνιών που θα τεθούν σε ισχύ από 1ης Ιανουαρίου 2016. Ωστόσο, η χαμηλή εγχώρια ζήτηση και η επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας και προϊόντων αναμένεται να οδηγήσουν σε μερική απορρόφηση των αυξήσεων από τους παραγωγούς και να συγκρατήσουν τις πληθωριστικές τάσεις.

Με βάση τα μέχρι σήμερα δεδομένα, εκτιμάται ότι **η οικονομική δραστηριότητα θα καταγράψει ήπια ύφεση το 2015, ενώ θα κινηθεί πτωτικά και το 2016**. Καθοριστικά αναμένεται να επιδράσει ο περιορισμός της καταναλωτικής ζήτησης εξαιτίας της φορολογικής επιβάρυνσης του εισοδήματος των νοικοκυριών. Αντίθετα, η επίδραση από τις καθαρές εξαγωγές αναμένεται να είναι θετική, ως αποτέλεσμα τόσο της ανόδου του τουρισμού όσο και της μείωσης των εισαγωγών αγαθών. **Βασικές παράμετροι** για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα **είναι η ταχεία**

αποκατάσταση των συνθηκών χρηματοδότησης, ο ρυθμός υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος. Τυχόν χαμηλότερη από το προσδοκώμενο ανάπτυξη της ευρωζώνης και ενδεχόμενα γεωπολιτικά προβλήματα με αφορμή την προσφυγική-μεταναστευτική κρίση αποτελούν παράγοντες κινδύνου για την οικονομία.

I ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

I.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

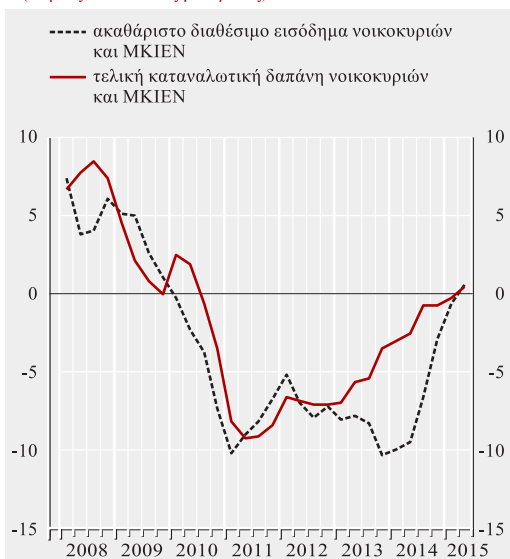
Η οικονομική δραστηριότητα επέδειξε ανθεκτικότητα (+0,7%) το α' εξάμηνο του 2015, παρά τις συνθήκες αβεβαιότητας, αλλά **κατέγραψε αρνητικό ρυθμό μεταβολής το γ' τρίμηνο του έτους (-1,1%)**, κυρίως λόγω της επιβολής των κεφαλαιακών περιορισμών. Ως αποτέλεσμα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά μόλις 0,1% το πρώτο εννεάμηνο του έτους (βλ. Πίνακα IV.1), λόγω της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης (+0,9%) που αντιστάθμισε τη μείωση των επενδύσεων και των εσόδων από τη ναυτιλία, ενώ η μείωση των εισαγωγών συνέβαλε θετικά. **Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, ιδίως κατά το α' εξάμηνο του 2015 (+1,3%) συνδέεται κυρίως με την εξέλιξη του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων** που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (MKIEN)² λόγω της αύξησης της απασχόλησης και της μείωσης των τιμών αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.4).

Ωστόσο, η επιδείνωση του δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών από τον Απρίλιο και μετά (βλ. Πίνακα IV.2, Διάγραμμα IV.5) αντικατοπτρίζει την κλιμάκωση της αβεβαιότητας από το β' τρίμηνο και μετά, ενώ η τραπεζική αργία και η επιβολή κεφαλαιακών περιορισμών που ακολούθησαν επηρέασαν την καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών. Πάντως,

2 Το εισόδημα αυτό, σε τρέχουσες τιμές, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, κατέγραψε αρνητικό ρυθμό μεταβολής το β' τρίμηνο του 2015 (-1,6%), αναστρέφοντας τη θετική πορεία των τελευταίων τριών τριμήνων.

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση και διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών¹ (α' τρίμ. 2008-β' τρίμ. 2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί λογαριασμοί.
1 Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

σημειώνεται ότι οι κεφαλαιακοί περιορισμοί είχαν λιγότερο σοβαρές επιπτώσεις στην κατανάλωση από ό,τι αναμενόταν (βλ. Διάγραμμα IV.5), καθώς η καταναλωτική δαπάνη υποβοηθήθηκε από την ευρεία χρήση πιστωτικών και χρεωστικών καρτών αλλά και από τα διαθέσιμα των νοικοκυριών που είχαν αποσυρθεί από τα τραπεζικά ιδρύματα στη διάρκεια του α' εξαμήνου. Όπως καταγράφεται και από τους δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.6), η εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων (γενικός δείκτης χωρίς καύσιμα και λιπαντικά) τον Ιούλιο υπήρξε μεν ισχυρά πτωτική (-6,0% σε ετήσια βάση), αλλά τα στοιχεία του Αυγούστου και του Σεπτεμβρίου έδειξαν σχετική αποκλιμάκωση των αρνητικών πιέσεων (-1,1% κατά μέσο όρο, σε ετήσια βάση). Ταυτόχρονα, οι πωλήσεις αυτοκινήτων, παρά τις διακυμάνσεις, διατήρησαν υψηλό θετικό ρυθμό ανόδου το δεκάμηνο (+14,1%), ενώ παράλληλα επιβραδύνθηκε και ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης. Η συγκέντρωση των

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2010-εννέαμηνο 2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολή ανά συνιστώσα σε ποσοστιαίες μονάδες, τιμές έτους 2010)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 εννέαμηνο
Ιδιωτική κατανάλωση	-6,4 (-4,4)	-9,9 (-6,8)	-7,9 (-5,5)	-2,5 (-1,7)	0,7 (0,5)	0,9 (0,6)
Δημόσια κατανάλωση	-4,2 (-0,9)	-7,0 (-1,6)	-7,2 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-2,4 (-0,5)	-0,2 (-0,1)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-19,3 (-4,0)	-20,7 (-3,6)	-23,4 (-3,6)	-9,3 (-1,2)	-2,6 (-0,3)	-1,4 (-0,1)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-26,3 (-1,7)	-14,4 (-0,7)	-38,2 (-1,8)	-30,7 (-1,0)	-52,3 (-1,2)	-25,1 (-0,3)
Εγχώρια τελική ζήτηση¹	-8,3 (-9,3)	-11,0 (-12,0)	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,4 (-0,4)	0,4 (0,4)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,5%	-0,7%	-0,6%	-0,8%	0,6%	-0,7%
Εγχώρια ζήτηση	-5,3 (-7,4)	-9,7 (-11,9)	-8,8 (-10,4)	-3,2 (-4,4)	3,3 (1,0)	-2,5 (-0,8)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,4 (0,9)	0,8 (0,2)	1,1 (0,3)	1,7 (0,4)	7,4 (2,1)	-2,5 (-0,7)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,4 (1,0)	-8,2 (2,5)	-9,4 (2,9)	-2,9 (0,9)	7,8 (-2,4)	-5,0 (1,6)
Εξωτερική ζήτηση
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-5,5	-9,2	-7,3	-3,1	0,7	0,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Νοέμβριος 2015, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2010-2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-6,2	-10,2	-12,2	-8,1	-0,4	-1,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-6,9	-8,7	-11,8	-8,4	-0,7	-0,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	-5,5	-6,0	-9,0	-9,1	0,5	-1,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ένδυση-υπόδηση	-11,4	-18,8	-20,6	-2,2	5,4	7,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-12,7	-15,7	-16,3	-6,2	-1,4	-4,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-4,3	-5,2	-12,1	-0,1	7,0	6,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	0,1	-5,9	-12,8	-6,5	-0,4	0,2 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-26,4	-0,5	-3,1	22,9	27,1	-9,5 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-63,4	-74,1	-74,8	-69,4	-54,0	-64 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-37,2	-29,8	-41,7	3,1	30,1	14,1 (Ιαν.-Οκτ.)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας ³	37,1	-16,8	-7,9	-12,8	-10,4	-8,1 (Ιαν.-Οκτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση της κατανάλωσης ⁴	-4,2 (Δεκ.)	-6,4 (Δεκ.)	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,5 (Οκτ.)

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

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

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

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2010-2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	-5,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	58,2	61,4	64,7	62,1 (Ιαν.-Νοέμ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	-4,4 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,4 (Σεπτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ⁴	-10,5	14,5	-0,9	-31,5 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,4	-8,2	22,6	18,1 (Ιαν.-Ιούν.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-30,6	-25,6	-5,8	-1,1 (Ιαν.-Αύγ.)
Παραγωγή τιμέντου	-12,8	3,4	-3,4	-1,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,7	-29,3 (Ιαν.-Νοέμ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού ³	-3,4 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,4 (Οκτ.)

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

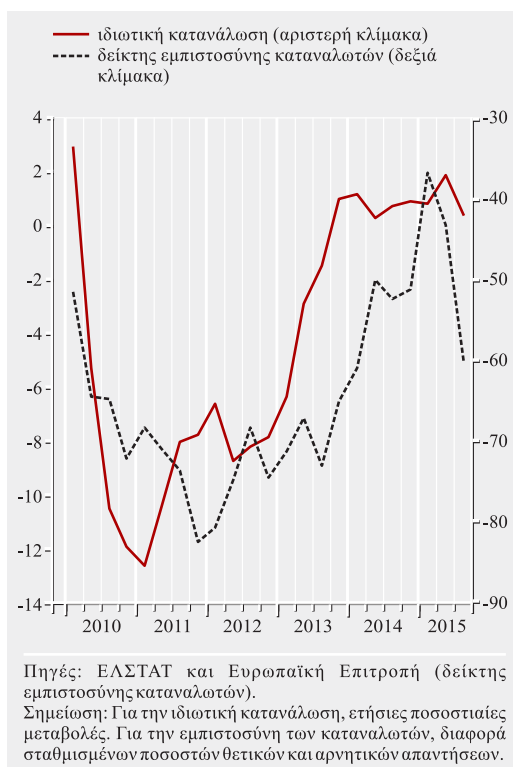
1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).

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

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

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

Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2015)



φορολογικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών το τελευταίο τρίμηνο του έτους και οι αυξήσεις στην έμμεση φορολογία³ εκτιμάται ότι θα συμβάλλουν στην υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης το β' εξάμηνο του 2015.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου εμφάνισαν αύξηση το α' τρίμηνο του 2015, κυρίως χάρη στις προμήθειες στρατιωτικού υλικού, αλλά το β' τρίμηνο **υστέρησαν κατά 0,5%** έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014, **καθώς η κατακόρυφη άνοδος της αβεβαιότητας⁴ αποθάρρυνε τις ιδιωτικές επενδύσεις.** Ταυτόχρονα, η δημοσιονομική ασφυξία — έως ότου επιτευχθεί η συμφωνία με τους εταίρους — στέρησε δημόσιους πόρους από τα έργα υποδομών. Οι εξελίξεις αυτές ήρθαν να επιβαρύνουν περαιτέρω την αναιμική επενδυτική ζήτηση της οικονομίας (βλ. Πίνακα IV.1), το μερίδιο της οποίας στο σύνολο του ΑΕΠ έχει συρρικνωθεί κατά περίπου 12 ποσο-

στιαίες μονάδες από την αρχή της κρίσης ως αποτέλεσμα της ύφεσης αλλά και των δυσχερών συνθηκών δανεισμού που επικρατούν στην οικονομία (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Εκτιμάται ότι οι αρνητικές καθαρές επενδύσεις των πέντε τελευταίων ετών (κατά τα οποία οι ετήσιες αποσβέσεις ξεπέρασαν την ακαθάριστη επενδυτική δαπάνη) έχουν οδηγήσει σε μείωση του καθαρού πραγματικού κεφαλαιακού αποθέματος της οικονομίας κατά 5% περίπου. Πάντως, διατηρείται το κίνητρο των επιχειρήσεων για αντικατάσταση του παραγωγικού τους κεφαλαίου προκειμένου να επεκτείνουν το μερίδιό τους στην αγορά, όπως φαίνεται από την αυξημένη ζήτηση μηχανολογικού εξοπλισμού το εννεάμηνο του 2015 (+4,1%). Αντίθετα, οι επενδυτικοί πόροι που κατευθύνονται στις κατασκευές συνέχισαν να μειώνονται το εννεάμηνο (-15,6%), κυρίως λόγω της υστέρησης των έργων υποδομών αλλά και των επενδύσεων σε κατοικίες, στις οποίες πάντως καταγράφεται αποκλιμάκωση της πτώσης των τελευταίων ετών (-25,1% το εννεάμηνο του 2015, έναντι -52,3% για το σύνολο του 2014). Για το σύνολο του τρέχοντος έτους, εκτιμάται ότι η πορεία των επενδύσεων θα είναι αρνητική, καθώς οι συνθήκες ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα και χρηματοδότησης στα δημόσια οικονομικά⁵ δεν έχουν ακόμη αποκατασταθεί πλήρως (βλ. Πίνακα IV.3). Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις, σε πρώτη φάση και πριν προβούν στην αντικατάσταση και επέκταση του ήδη υπάρχοντος κεφαλαιακού εξοπλισμού, ενδεχομένως θα προχωρήσουν στην εντατικότερη χρησιμοποίησή του.⁶

³ Η αύξηση του συντελεστή ΦΠΑ κατά σχεδόν 10 ποσοστιαίες μονάδες, με ισχύ από 20 Ιουλίου 2015, αφορά περίπου το 1/5 των εγχώριων καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών.

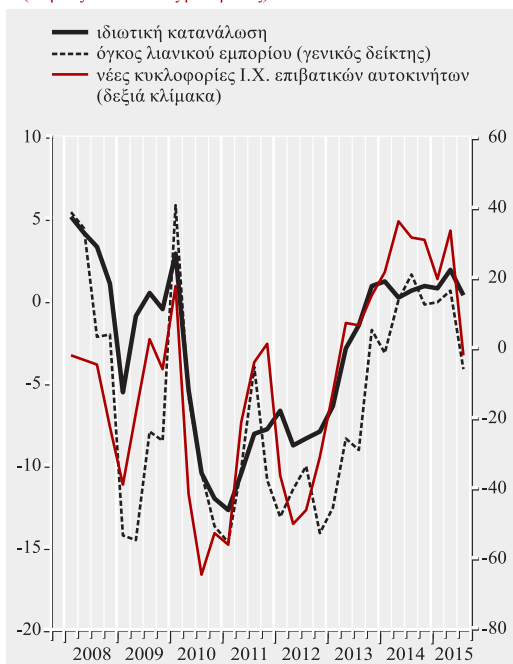
⁴ Ο δείκτης οικονομικού κλίματος που καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Ελλάδα σημείωσε πτώση 20 περίπου μονάδων από τον Ιανουάριο έως τον Αύγουστο του 2015 (από 95,3 σε 75,2), αλλά ανέκαμψε αισθητά τους επόμενους μήνες (Νοέμβριος: 86,5).

⁵ Η χρηματοδότηση των έργων, όπως προκύπτει από την εξέλιξη των πληρωμών του ΠΔΕ στη διάρκεια του 2015, παρουσίασε εξαιρετικά μεγάλη υστέρηση, καθώς οι σχετικές πληρωμές το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου συρρικνώθηκαν κατά 31,5% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και ο στόχος των 6,4 δισεκ. ευρώ του ΠΔΕ είναι πιθανόν να μην επιτευχθεί.

⁶ Ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη μεταποίηση υποχώρησε σημαντικά στη διάρκεια του ενδεκαμήνου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου (65,2, έναντι 68,2 το 2014).

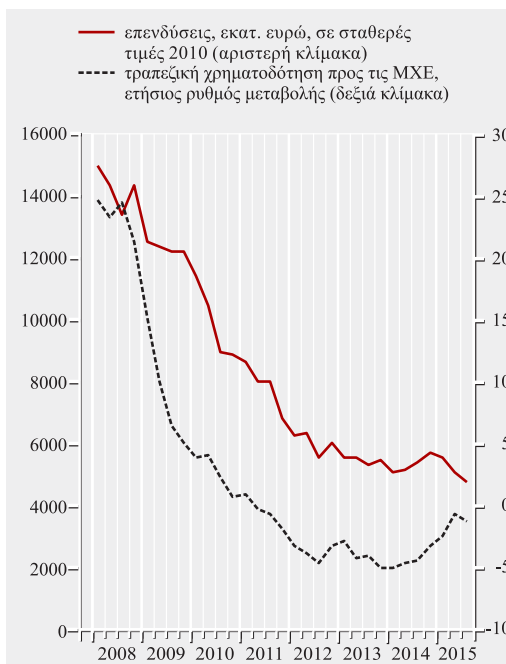
Διάγραμμα IV.6 Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.7 Επενδύσεις και τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2015)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ για τις επενδύσεις και Τράπεζα της Ελλάδος για την τραπεζική χρηματοδότηση προς ΜΧΕ.

Η εξέλιξη της επενδυτικής ζήτησης το 2016, η οποία προβλέπεται ότι θα ανακάμψει από το β' εξάμηνο του έτους, συναρτάται κυρίως με τους εξής παράγοντες: (α) Την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της οικονομίας και της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα. (β) Την αξιοποίηση της ρευστότητας του ΕΣΠΑ, η οποία, σύμφωνα με υπολογισμούς του Υπουργείου Ανάπτυξης, Οικονομίας και Τουρισμού, αναμένεται να αυξηθεί κατακόρυφα το τελευταίο τρίμηνο του 2015,⁷ αλλά και των χρηματοδοτήσεων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ), ιδιαίτερα όσον αφορά την απρόσκοπτη ολοκλήρωση των τεσσάρων μεγάλων αυτοκινητοδρόμων. Από το ρυθμό απορρόφησης της ευρωπαϊκής χρηματοδότησης θα επηρεαστεί και η υλοποίηση του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων το 2016, έτος για το οποίο οι δαπάνες του προβλέπονται αυξημένες κατά 350 εκατ. ευρώ. (γ) Την πορεία του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων και κυρίως

τις εξελίξεις ως προς το θεσμικό φορέα που θα αναλάβει την αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου σε όλη τη διάρκεια του δανείου που συνδέεται με τη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Εκτιμάται ότι η επιτυχής ολοκλήρωση σημαντικών ιδιωτικοποιήσεων, όπως του ΟΛΠ, της ΤΡΑΙΝΟΣΕ-ΕΕΣΣΤΥ, του ΔΕΣΦΑ και του Ελληνικού, θα δώσουν εμφατικό σήμα για την αποκατάσταση του επενδυτικού κλίματος, αλλά και θα προσελκύσουν επενδυτικούς πόρους εκσυγχρονισμού των σχετικών εγκαταστάσεων για τα επόμενα χρόνια. Ταυτόχρονα, η προετοιμασία του νέου φορέα ιδιωτικοποιήσεων θα αποτελέσει εχέγγυο για την επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων. (δ) Τις θεσμικές πρωτοβουλίες της κυβέρνησης (ψήφιση νέου αναπτυξιακού

⁷ Χάφη κυρίως σε δύο πρόσφατες ευνοϊκές διευκολύνσεις, σε συμφωνία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, που αφορούν την υποκατάσταση του 5% της εθνικής συμμετοχής με ευρωπαϊκούς πόρους και την αύξηση της προκαταβολής του επόμενου ΕΣΠΑ από 7% σε 14%.

νόμου και αναδιάρθρωση του νομικού πλαισίου για τις στρατηγικές επενδύσεις), στο βαθμό που αυτές θα είναι σε θέση να απελευθερώσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον.

Τέλος, οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να κινηθούν σε αρνητικούς ρυθμούς και το 2016 καθώς, παρά τη σταδιακή αποκλιμάκωση των συναφών βραχυχρόνιων δεικτών,⁸ η φορολογική επιβάρυνση στα ακίνητα και οι περιορισμοί στη χρηματοδότηση αποθαρρύνουν τις επενδύσεις.

1.2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας σημείωσε άνοδο κατά 0,6% σε σταθερές τιμές έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2014, λόγω της αύξησης της παραγωγής το α'

εξάμηνο του έτους. Ανταποκρινόμενοι στις εξελίξεις της ζήτησης (την ενίσχυση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών και την άνοδο του τουρισμού), θετικά συνέβαλαν οι κλάδοι των υπηρεσιών που συνδέονται με το εμπόριο και την τουριστική κίνηση, ενώ υστέρησαν κυρίως ο κατασκευαστικός κλάδος και σε μικρότερο βαθμό οι τομείς της βιομηχανίας και της ενέργειας (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.8).

Η εικόνα της βιομηχανικής παραγωγής το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (βλ. Διάγραμμα IV.9) είναι σταθεροποιημένη (+0,2%), αλλά η μεταποίηση παρουσιάζει θετικό πρόσημο (+1,2%) κυρίως λόγω της απόδοσης της

8 Ο όγκος των οικοδομικών αδειών κατέγραψε μικρή μείωση κατά 1,1% στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου, ενώ ο δείκτης οικοδομικών εργασιών της ΕΛΣΤΑΤ εμφάνισε αύξηση κατά 14,8% το α' εξάμηνο του 2015.

Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές

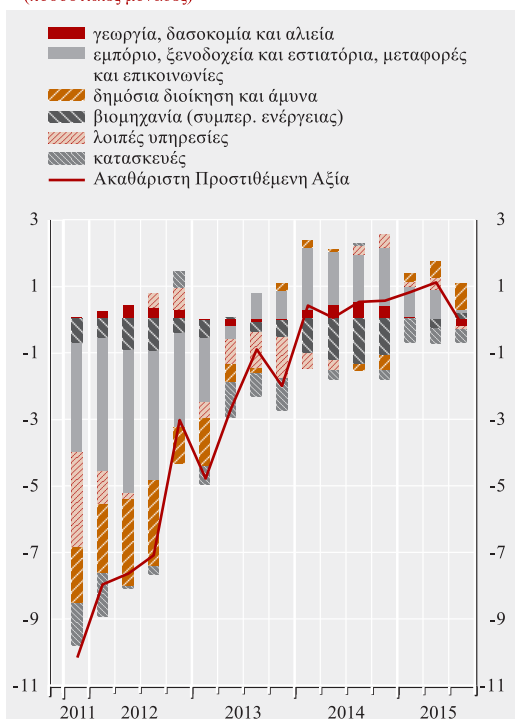
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2010)

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

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Νοέμβριος 2015, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Διάγραμμα IV.8 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της παραγωγής

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

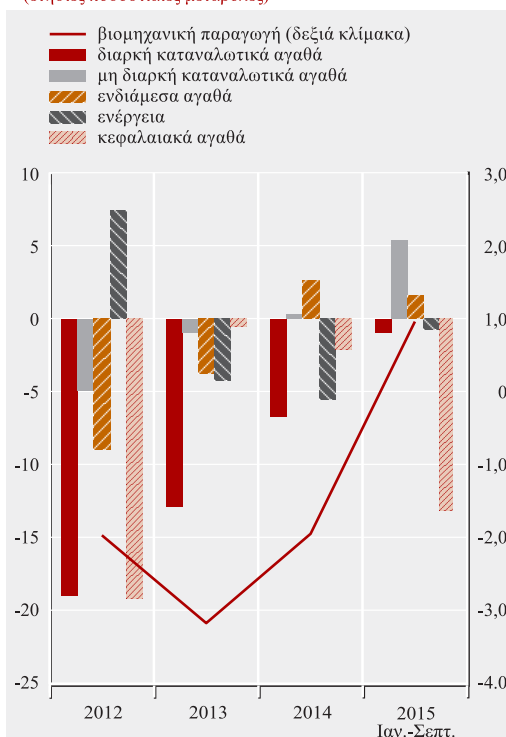
Σημείωση: Τα στοιχεία των τομέων και της Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας αναφέρονται σε σταθερές τιμές έτους 2010 και είναι εποχικώς διορθωμένα.

παραγωγής των μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών (+1,8%) και των ενδιάμεσων αγαθών (+1,0%). Ο κλάδος της βιομηχανίας χαρακτηρίστηκε από ραγδαία επιδείνωση των προσδοκιών (βλ. Διάγραμμα IV.10), όμως οι επιδόσεις του, όπως καταγράφονται από τους δείκτες της ΕΛΣΤΑΤ, επέδειξαν σχετική αντοχή, υποβοηθούμενες και από την ταχεία χαλάρωση των κεφαλαιακών ελέγχων μετά τον Ιούλιο.

Η υποχώρηση του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο είναι σημαντική (18,6%) και συνδέεται τόσο με την επιβράδυνση των έργων υποδομής όσο και με τη συνεχιζόμενη συρρίκνωση της οικοδομικής δραστηριότητας (βλ. Πίνακα IV.4). Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου παραμένουν ιδιαίτερα απαισιόδοξες, παρότι το γεγονός ότι ο σχετικός δείκτης

Διάγραμμα IV.9 Βιομηχανική παραγωγή (2012-Σεπτέμβριος 2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

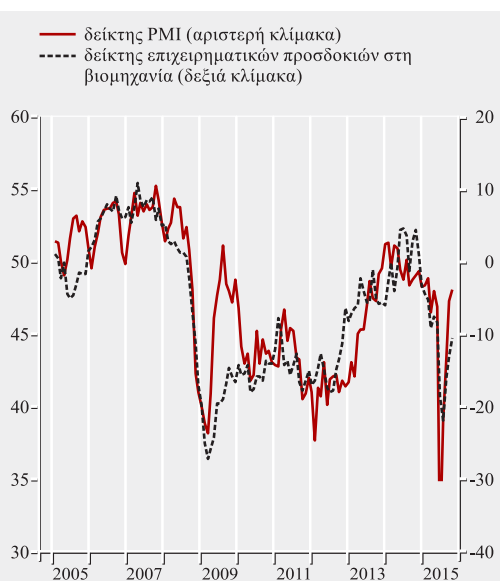


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

κέρδισε το Νοέμβριο σχεδόν 20 μονάδες σε σύγκριση με τις εξαιρετικά χαμηλές τιμές των καλοκαιρινών μηνών.

Η προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών συνέχισε να αυξάνεται με ετήσιο ρυθμό 1,5% το εννεάμηνο του 2015 και συνέβαλε κατά 1,2 ποσοστιαίες μονάδες στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο. Ανοδικά κινήθηκαν κυρίως οι κλάδοι του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων, των μεταφορών-επικοινωνιών και των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων, ενώ υποχώρησαν οι κλάδοι ενημέρωσης-επικοινωνίας, τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας και χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων. Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών σε τρέχουσες

Διάγραμμα IV.10 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία² (Ιανουάριος 2008-Νοέμβριος 2015)



Πηγές: Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών και IOBE/Ευρωπαϊκή Επιτροπή για το δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία.

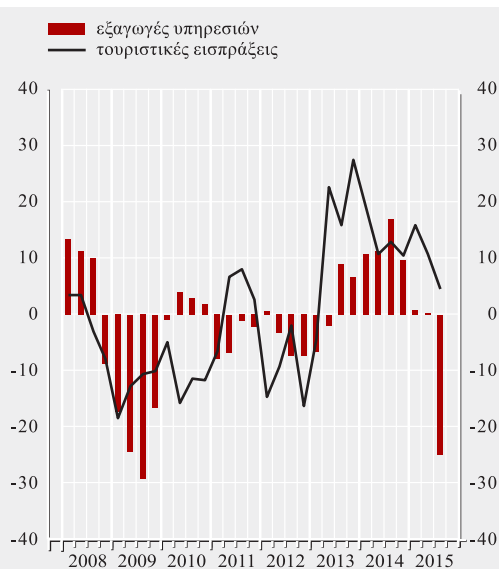
1 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση.
2 Εποχικά διορθωμένη σειρά, διαφορές ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.

τιμές (βλ. Πίνακα IV.5), τα οποία καταγράφουν άνοδο για τις υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, όπως ο κλάδος των υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης, ο κλάδος των αεροπορικών μεταφορών και ο κλάδος ταξιδιωτικών πρακτορείων, ή αυτές που συναρτώνται με την ιδιωτική κατανάλωση, όπως η εμπορία αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών.

Ο τουρισμός επέδειξε ισχυρή ανθεκτικότητα έναντι των προβλημάτων που δημιουργήθηκαν μετά την επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών,⁹ όπως τεκμαίρεται από το γεγονός ότι

⁹ Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η πτώση των τιμών των τουριστικών πακέτων στις ξένες αγορές. Έτσι, σε αρκετές περιοχές τα κενά των κρατήσεων που δημιουργήθηκαν τον Ιούνιο του 2015 από την κατάργηση της εγχώριας ταξιδιωτικής αγοράς καλύφθηκαν από τους ξένους τουρίστες με εκπτώσεις και προσφορές. Παράλληλα, στη διαμόρφωση των αυξητικών τάσεων της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης ιδιαίτερη συμβολή είχαν και οι οδικές αφίξεις.

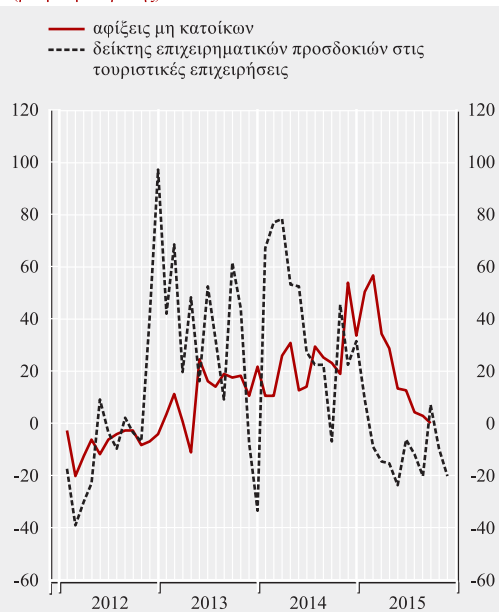
Διάγραμμα IV.11 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2015)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ.
Σημείωση: Οι εξαγωγές υπηρεσιών αναφέρονται σε σταθερές τιμές έτους αναφοράς 2010 και εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Διάγραμμα IV.12 Τουριστικές αφίξεις και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2012-Νοέμβριος 2015)

(ρυθμοί μεταβολής)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και IOBE (προσδοκίες).

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2009-2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες							
1. Εμπόριο							
Χονδρικό εμπόριο	-8,9	-5,9	-13,5	-12,1	-12,1	0,2	-2,3 (Ιαν.-Ιούν.)
Λιανικό εμπόριο	-10,2	-1,2	-7,2	-11,0	-8,6	-1,1	-2,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	-15,7	-36,5	-26,5	-29,3	-3,1	18,6	14,6 (Ιαν.-Ιούν.)
2. Μεταφορές							
Χερσαίες μεταφορές	-31,5	-18,2	-1,7	-3,2	-4,1	-4,4	-4,7 (Ιαν.-Ιούν.)
Θαλάσσιες και αεροπορικές μεταφορές	-22,8	-8,5	-2,6	-15,4	-7,4	-8,1	-0,4 (Ιαν.-Ιούν.)
Αεροπορικές μεταφορές	-11,7	-7,0	-0,9	-1,1	3,9	7,1	3,9 (Ιαν.-Ιούν.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-32,2	-10,8	-7,9	-4,8	-7,0	5,5	6,8 (Ιαν.-Ιούν.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια							
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-9,1	-8,2	-7,4	-17,2	4,8	13,7	10,9 (Ιαν.-Ιούν.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία							
Τηλεπικοινωνίες	-8,9	-11,3	-8,9	-5,1	-11,7	-4,3	0,2 (Ιαν.-Ιούν.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλεοπτικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	1,4	-6,6	-28,4	-4,9	-5,0	-0,8	-12,4 (Ιαν.-Ιούν.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	-6,7	-2,0	-27,1	-16,4	-7,9	12,6	-13,5 (Ιαν.-Ιούν.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες							
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,4	-7,3	-0,3	4,5	0,9	2,5	3,8 (Ιαν.-Ιούν.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-18,6	-20,4	-19,6	-12,3	-14,0	-15,0	21,2 (Ιαν.-Ιούν.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-18,4	-23,8	-21,2	-16,7	-20,9	-7,1	-4,7 (Ιαν.-Ιούν.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-9,9	-24,5	-35,2	-27,0	11,3	6,4	9,1 (Ιαν.-Ιούν.)
B. Επιβατική κίνηση							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-1,5	-5,0	-6,3	-10,4	-3,2	21,2	19,8 (Ιαν.-Οκτ.)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	9,9	-5,1	4,2	-5,8	44,6	14,4	16,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-3,8	-6,0	-0,8	-17,5	1,0	12,7	-6,1 (Ιαν.-Αύγ.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες	-28,3	-9,3	-2,9	-11,2	28,4	23,9	-19,0 (Ιαν.-Νοέμ.)

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

για τρίτη συνεχή χρονιά σημειώθηκε ρεκόρ σε αφίξεις και εισπράξεις. Τους εννέα πρώτους μήνες του 2015 οι αφίξεις τουριστών σημείωσαν αύξηση κατά 8,6% ενώ οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (εξαιρουμένων των εισπράξεων από κρουαζιέρες) αυξήθηκαν κατά 6,7% συνεισφέροντας θετικά στην εξέλιξη των εξαγωγών υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.11). Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΣΕΤΕ, συνολικά

για το 2015 οι αφίξεις ξένων τουριστών θα φθάσουν τα 26 εκατ. έναντι 24,2 εκατ. το 2014 (+7%) και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε τρέχουσες τιμές) αναμένεται να προσεγγίσουν τα 14,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 13,4 δισεκ. ευρώ (+8%). Ανοδικά κινείται και η δραστηριότητα της κρουαζιέρας, όπως καταγράφεται από τις αυξημένες αφίξεις κρουαζιερόπλοιων και ροές επιβατών προς τα ελληνικά λιμάνια.

Σημειώνεται ότι η δυναμική πορεία των τουριστικών αφίξεων και των εσόδων από τον τουρισμό ξεπέρασε τις προσδοκίες των επιχειρηματιών στις τουριστικές επιχειρήσεις όπως καταγράφονται από τους σχετικούς δείκτες προσδοκιών του IOBE (βλ. Διάγραμμα IV.12). **Οι προοπτικές της εγχώριας τουριστικής βιομηχανίας για το 2016 είναι θετικές**, παρά το γεγονός ότι ενδέχεται η ζήτηση τουριστικών υπηρεσιών να υποστεί πιέσεις λόγω των αυξημένων συντελεστών του ΦΠΑ στις υπηρεσίες διαμονής και εστίασης.¹⁰

1.3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στη διάρκεια του 2015 συνεχίστηκαν, αν και με μικρότερη ένταση, **οι πιέσεις στις εμπορικές αξίες**, τις τιμές και τα μισθώματα τόσο των κατοικιών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων (βλ. Διαγράμματα IV.13, IV.14 και IV.15). Στη δυσκολία ανάκαμψης της αγοράς έχουν συμβάλει, εκτός των άλλων, η οικονομική αβεβαιότητα, η επιβολή των κεφαλαιακών ελέγ-

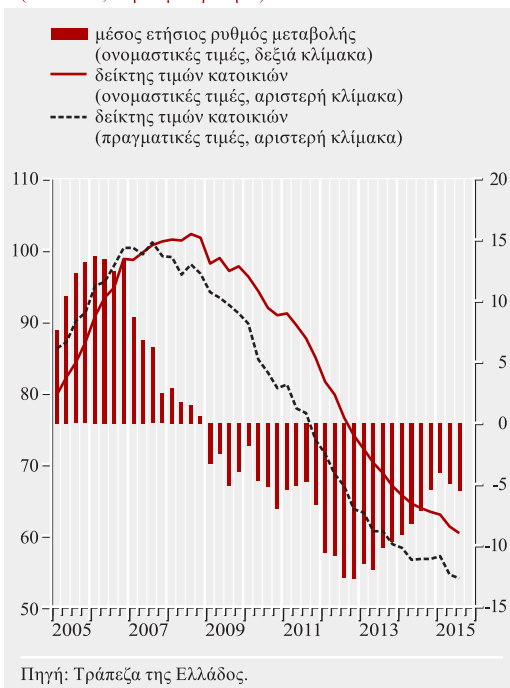
χων και η έλλειψη ρευστότητας, το υψηλό ποσοστό ανεργίας και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο (επικείμενη αναπροσαρμογή αντικειμενικών αξιών κ.ά.). Επιπλέον, οι πρώτες ενδείξεις σταθεροποίησης της αγοράς ακινήτων που καταγράφηκαν από τους τελευταίους μήνες του 2014 και σχεδόν έως το α' τρίμηνο του 2015 ως αποτέλεσμα της βελτίωσης του οικονομικού κλίματος και των προσδοκιών δεν είχαν συνέχεια.

Στην αγορά των κατοικιών, η μείωση των τιμών συνεχίστηκε και το 2015, αν και με πιο συγκρατημένους ρυθμούς. Ειδικότερα, τα στοιχεία που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα δείχνουν ότι οι τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,0% τους πρώτους εννέα μήνες του 2015, έναντι μείωσης κατά 7,5% το 2014. Σωρευτικά από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως το γ' τρίμηνο

¹⁰ Από 1.10.2015 ο ΦΠΑ στη διαμονή ανήλθε στο 13% και στην εστίαση στο 23%, με σταδιακή κατάργηση των μειωμένων κατά 30% συντελεστών στα νησιά του Αιγαίου.

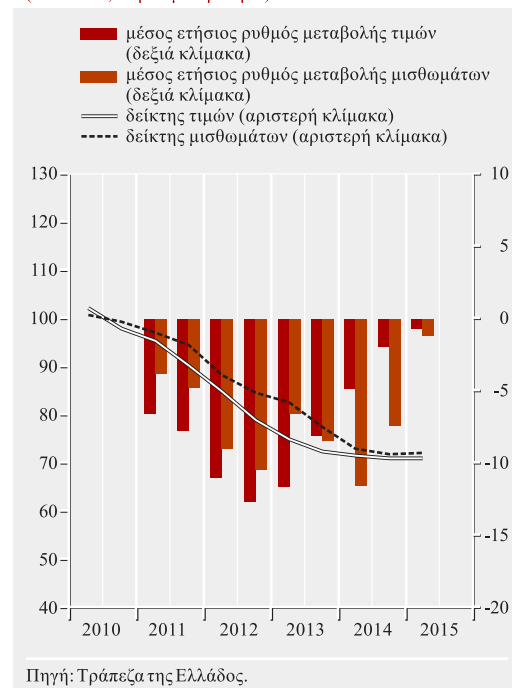
Διάγραμμα IV.13 Δείκτης τιμών κατοικιών

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



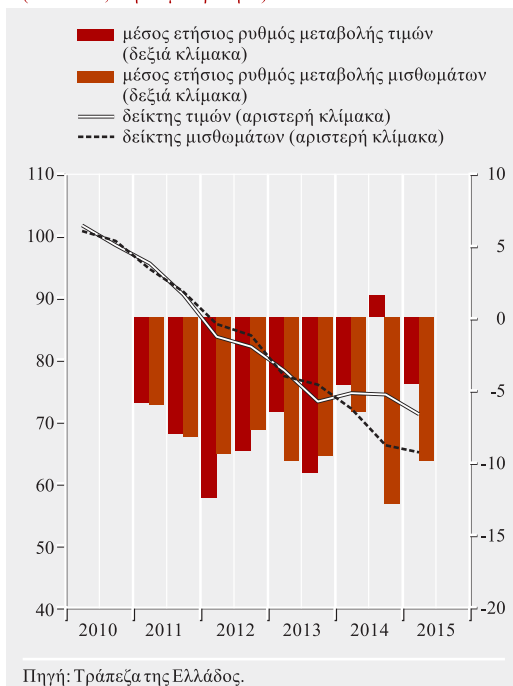
Διάγραμμα IV.14 Δείκτες γραφείων

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



Διάγραμμα IV.15 Δείκτες καταστημάτων

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



του 2015 οι τιμές των διαμερισμάτων έχουν μειωθεί κατά 40,9%.

Οι πτωτικές τάσεις στις τιμές των κατοικιών εκτιμάται ότι **θα συνεχιστούν** και το επόμενο διάστημα. Η ανάκαμψη της αγοράς κατοικιών αναμένεται με σχετική υστέρηση, καθώς συνδέεται κυρίως με την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, την αύξηση της απασχόλησης, αλλά και τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα.

Στον κλάδο των επαγγελματιών ακινήτων, το επενδυτικό ενδιαφέρον που εκδηλώθηκε από το α' εξάμηνο του 2014 δεν συνεχίστηκε, λόγω της οικονομικής αβεβαιότητας. Παράλληλα, οι πιέσεις για επαναδιαπραγμάτευση και μείωση των ενοικίων συνεχίστηκαν κυρίως σε συνοικιακά καταστήματα, σε αποθηκευτικούς χώρους και σε λιγότερο πλεονεκτικά κτίρια γραφείων. Σημειώνεται ωστόσο ότι τα μισθώματα γραφείων υψηλών προδιαγραφών δεν διαφοροποιήθηκαν σημαντικά και μάλιστα σε

ορισμένες περιπτώσεις παρατηρήθηκαν αυξητικές τάσεις στα επίπεδα των ζητούμενων τιμών, καθώς το απόθεμα των κενών και διαθέσιμων χώρων υψηλών προδιαγραφών συρρικνώνεται. Πιο αναλυτικά, κατά το α' εξάμηνο του 2015 οι ονομαστικές τιμές γραφειακών χώρων για το σύνολο της χώρας παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες, ενώ τα μισθώματα των γραφείων για το σύνολο της χώρας αυξήθηκαν κατά 0,5% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2014. Αντίστοιχα, οι ονομαστικές τιμές καταστημάτων παρουσίασαν μείωση 4,4% για το σύνολο της χώρας, ενώ τα μισθώματα των καταστημάτων υποχώρησαν κατά 1,8% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2014. Η δυναμική του κλάδου των αποθηκών υψηλών προδιαγραφών που καταγράφηκε το 2014, αλλά και το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον για τουριστικές ξενοδοχειακές μονάδες κατά την ίδια περίοδο έχουν προσωρινά ανακοπεί, ωστόσο αναμένεται να ενισχυθούν εκ νέου με την αποκατάσταση του επιχειρηματικού κλίματος.

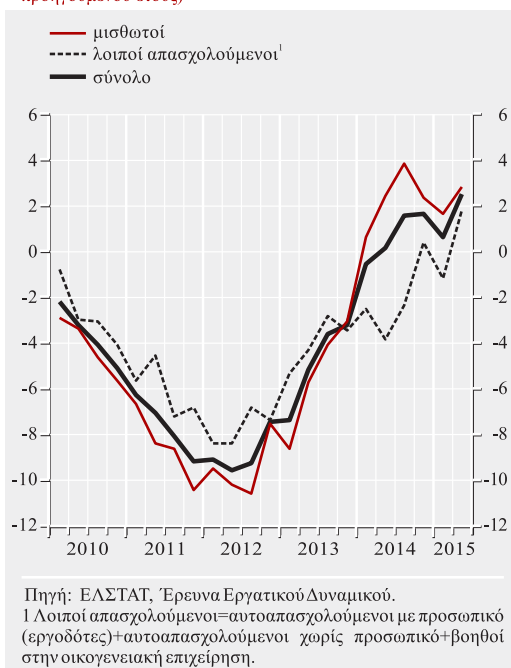
2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Το α' εξάμηνο του 2015 συνεχίστηκαν οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας που ξεκίνησαν το 2014. Η συνεχής αύξηση της απασχόλησης από το γ' τρίμηνο του 2014 έως και το β' τρίμηνο του 2015 και η μείωση του αριθμού των ανέργων συνοδεύθηκαν από σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας. Το μέσο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 27,2% το α' εξάμηνο του 2014 σε 24,6% το β' τρίμηνο του 2015, παραμένοντας ωστόσο σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο σε σύγκριση με το μέσο όρο στην ΕΕ-28 (9,5%). Η επιδείνωση του οικονομικού κλίματος, η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και η επιβολή τραπεζικής αργίας στο τέλος του α' εξαμήνου του 2015 περιόρισαν την αποκλιμάκωση της ανεργίας και το ποσοστό ανεργίας τον Αύγουστο, με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, υποχώρησε σε 24,6%.

Στην αύξηση της απασχόλησης το α' εξάμηνο του 2015 εκτιμάται ότι επέδρασαν η διατήρηση

Διάγραμμα IV.16 Απασχόληση (2010-β' τρ.2015)

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



θετικών ρυθμών ανάπτυξης και η αντίστοιχη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας σε επιμέρους τομείς της οικονομίας και ειδικότερα του τουρισμού, η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς περισσότερο ευέλικτες μορφές μετά την άρση των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας και η διατήρηση του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων στο χαμηλό επίπεδο που είχε διαμορφωθεί μετά τις μειώσεις των προηγούμενων ετών.

Στη θετική μεταβολή της απασχόλησης κατά το α' εξάμηνο του έτους, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, συνέτεινε η σημαντική αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης** (2,2% το α' εξάμηνο του 2015). Οριακή αύξηση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων (0,3%), κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των **αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό** (7,8%) εξαιτίας της έναρξης λειτουργίας μικρών επιχειρήσεων που υπερέκλυσε τη μείωση των **αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό** (-1,4%) και τη μείωση των **βοηθών στην**

οικογενειακή επιχείρηση (-0,6%) (βλ. Διάγραμμα IV.16). Ενδεικτικά, από τα στοιχεία του ΙΚΑ για το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου 2015 προκύπτει ότι ο αριθμός των επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 4,9% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2014.

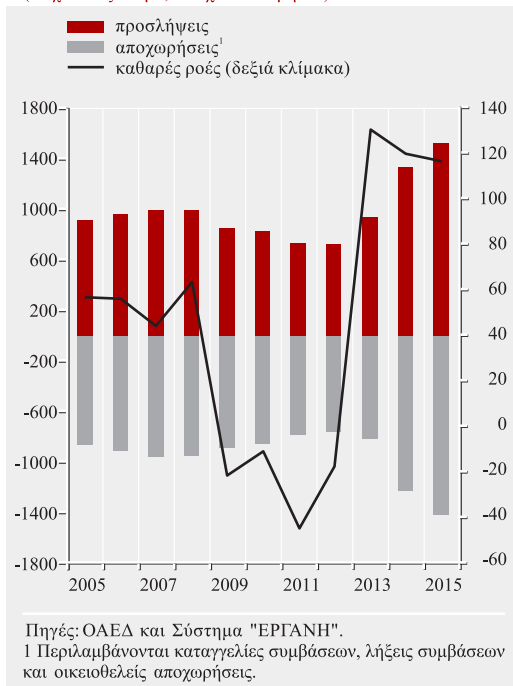
Όσον αφορά την εξέλιξη της απασχόλησης σε κλαδικό επίπεδο, οι **υπηρεσίες τουρισμού** (δραστηριότητες παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης) εμφάνισαν σημαντική αύξηση της απασχόλησης σε ετήσια βάση για δεύτερη συνεχή χρονιά (10,7% το α' εξάμηνο του 2015 και 10,2% το α' εξάμηνο του 2014), με αποτέλεσμα την αύξηση του μεριδίου τους στη συνολική απασχόληση. Καταλυτική ήταν επίσης η ανάκαμψη της απασχόλησης στο **εμπόριο** (4,3%, έναντι -2,2% το α' εξάμηνο του 2014), όπου απασχολείται το 18,2% του συνόλου των εργαζομένων, τη **μεταποίηση** (4%, έναντι -3,4% το α' εξάμηνο του 2014) και τις **επαγγελματικές υπηρεσίες** (9%, έναντι -3,3% του 2014). Αντίθετα, η απασχόληση συνέχισε να υποχωρεί στις **κατασκευές**, τις **χρηματοοικονομικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες** και τη **δημόσια διοίκηση**.

Η θετική εικόνα της αγοράς εργασίας το α' εξάμηνο του 2015 που προκύπτει από τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ επιβεβαιώνεται από τις θετικές και αυξημένες σε ετήσια βάση **καθαρές ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα** (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ). Η θετική εικόνα ανακόπηκε τον Ιούλιο του 2015, και τον Οκτώβριο το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης παραμένει αρνητικό για τέταρτο συνεχόμενο μήνα. Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης εμφανίζεται θετικό, αν και χαμηλότερο σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω των αυξημένων προσλήψεων το τρίμηνο Μαρτίου-Μαΐου σε υπηρεσίες σχετικές με τον τουρισμό που αντιστάθμισαν τις σημαντικές απώλειες της περιόδου Ιουλίου-Οκτωβρίου (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Οι εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης αποτυ-

Διάγραμμα IV.17 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία δεκαμήνου)



πώνουν την επιδείνωση των σχετικών προοπτικών, καθώς όλα τα υπό εξέταση μεγέθη παραμένουν σε αρνητικά επίπεδα. Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης παρουσίασαν σημαντική υποχώρηση την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 σε όλους τους υπό εξέταση κλάδους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής).

Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** συνεχίζει να αυξάνεται (9,8% του συνόλου των απασχολούμενων το α' εξάμηνο του 2015, έναντι 6,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2009), καθώς η άρση των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας επέτρεψε τη χρήση περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης, ενώ εξακολούθησε να είναι δύσκολη η εύρεση εργασίας πλήρους απασχόλησης. Η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων από τα τέλη του α' εξαμήνου συνέτεινε στην αλλαγή της σύνθεσης της απασχόλησης. Τους πρώτους δέκα μήνες του 2015 το ποσοστό των συμβάσεων

μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης στο σύνολο των νέων προσλήψεων αυξήθηκε (δεκάμηνο 2015: 55,3%, δεκάμηνο 2014: 49,8%) και υπερβαίνει αυτό των συμβάσεων πλήρους απασχόλησης.¹¹

Ως συνέπεια των ανωτέρω, το **ποσοστό απασχόλησης** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών αυξήθηκε το α' εξάμηνο του 2015 κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014 (50,1%), υπολείπεται όμως σημαντικά του μέσου ποσοστού απασχόλησης στην ΕΕ-28 την ίδια περίοδο (65,1%).

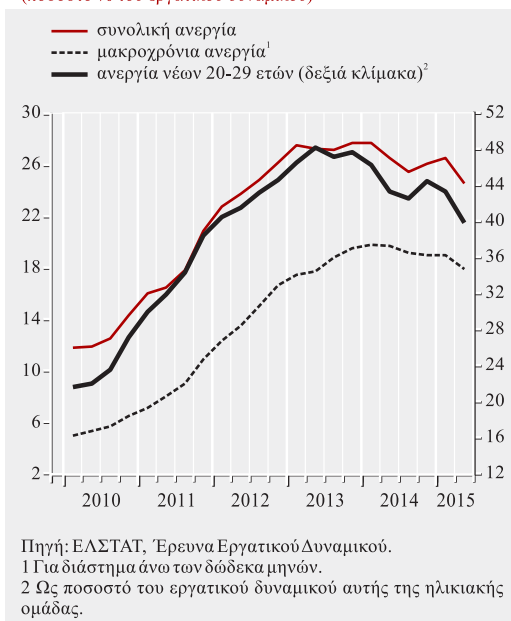
Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αποτυπώθηκε σε όλες τις ηλικιακές κατηγορίες και ήταν μεγαλύτερη στις νεότερες ηλικιακές κατηγορίες. Το ποσοστό **ανεργίας των νέων 20-29 ετών** μειώθηκε σε ετήσια βάση από 44,8% το α' εξάμηνο του 2014 σε 41,6% το 2015, διατηρώντας όμως τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28. Φαίνεται ότι τα προγράμματα απασχόλησης, οι νομοθετικές αλλαγές στο διάστημα 2012-2014 που επέτρεψαν την πρόσληψη των νέων (κάτω των 25 ετών) με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς και ο υψηλός βαθμός απασχόλησης νέων κατά το α' εξάμηνο στις τουριστικές υπηρεσίες και το εμπόριο συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων.

Η αποκλιμάκωση της ανεργίας συνοδεύθηκε από μείωση του **ποσοστού μακροχρόνιας ανεργίας**, από 19,5% το 2014 σε 18,5% το α' εξάμηνο του 2015, με το 72,4% των ανέργων να είναι άνεργοι για διάστημα 12 μηνών και άνω. Η πλειοψηφία των μακροχρόνια ανέργων είναι άνω των 30 ετών, χαμηλής εκπαίδευσης και προέρχεται από τους κλάδους που σημείωσαν τις μεγαλύτερες απώλειες σε αριθμό επιχειρήσεων και εργαζομένων κατά τη διάρκεια της μακράς ύφεσης (εμπόριο, κατασκευές και μεταποίηση – βλ. Διάγραμμα IV.18). Η σύν-

¹¹ Τους πρώτους δέκα μήνες του 2015 το 44,7% των νέων προσλήψεων είναι με συμβάσεις πλήρους απασχόλησης, έναντι 50,2% το αντίστοιχο διάστημα του 2014 (βλ. μηνιαία δελτία τύπου Υπουργείου Εργασίας για τα αποτελέσματα από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, Ιανουάριος-Οκτώβριος 2015).

Διάγραμμα IV.18 Ποσοστά ανεργίας (2010-β' τρίμ. 2015)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



θεση της ανεργίας και ειδικότερα της μακροχρόνιας ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση και τη βελτίωση της αντιστοιχίας των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Πρόσφατη μελέτη¹² επισημαίνει ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης έχει επιδεινωθεί η αντιστοιχία των επαγγελματικών δεξιοτήτων μεταξύ ζήτησης και προσφοράς εργασίας, καθώς η κρίση μείωσε τον αριθμό των θέσεων εργασίας.¹³

Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης του ΟΑΕΔ μπορούν να συμβάλουν προς αυτή την κατεύθυνση με τον κατάλληλο σχεδιασμό και στόχευση και την ορθή αξιοποίηση των διαθέσιμων, κυρίως ευρωπαϊκών, πόρων.¹⁴

Επιπρόσθετα, βάσει της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης (Ν. 4336/2015), η χώρα αναλαμβάνει την υποχρέωση έως το τέλος του έτους να παρουσιάσει πρόοδο ως προς τον εκσυγχρονισμό και την επέκταση των προγραμμάτων μαθητείας μέσω μιας σειράς δράσεων, που περιλαμβάνουν: (α) την

εισαγωγή ενός νέου πλαισίου ποιότητας, (β) τη δημιουργία του συστήματος προσδιορισμού των αναγκών της αγοράς εργασίας σε δεξιότητες, (γ) τη βελτίωση του πλαισίου συνεργασίας και συντονισμού διαφορετικών φορέων του Δημοσίου με στόχο την αύξηση της αποτελεσματικότητας των δράσεών τους και (δ) τις συμπράξεις με τον ιδιωτικό τομέα με μεγαλύτερη συμμετοχή του.¹⁵ Όσον αφορά τις λοιπές ενέργειες του νέου προγράμματος, μεταξύ άλλων, θα δρομολογηθεί διαβούλευση με τη συμμετοχή διεθνών οργανισμών συμπεριλαμβανομένης και της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας (ΔΟΕ), με σκοπό την επανεξέταση ορισμένων υφιστάμενων πλαισίων της αγοράς εργασίας υπό το φως των βέλτιστων πρακτικών σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο. Η οργάνωση και τα χρονοδιαγράμματα θα συμφωνηθούν με τα θεσμικά όργανα, ενώ δεν θα πραγματοποιηθεί καμία αλλαγή στο τρέχον πλαίσιο συλλογικών διαπραγματεύσεων πριν από την ολο-

¹² Cedefop (European Centre for the Development of Vocational Training), "Matching skills and jobs in Europe, Insights from Cedefop's European skills and jobs survey", 2015.

¹³ Στο πλαίσιο των πρωτοβουλιών για την καταπολέμηση της μακροχρόνιας ανεργίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε τα κράτη-μέλη της ΕΕ να θεσπίσουν σύστημα που θα εγγυάται την καλύτερη υποστήριξη και επανένταξη των εγγεγραμμένων μακροχρόνια ανέργων. Η πρόταση της Επιτροπής θα υποβληθεί στο Συμβούλιο των Υπουργών της ΕΕ για να συζητηθεί και να εγκριθεί. Η εφαρμογή των μέτρων θα ξεκινήσει όταν τα κράτη-μέλη καταλήξουν σε συμφωνία και η στήριξη των μέτρων θα προέλθει από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ("Μακροχρόνια ανεργία: Η Ευρώπη παίρνει μέτρα για να βοηθήσει 12 εκατομμύρια μακροχρόνια ανέργους να επιστρέψουν στην εργασία", Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, 17.9.2015).

¹⁴ Το διάστημα Δεκεμβρίου 2015-Μαρτίου 2016 εκτιμάται ότι θα δημιουργηθούν 104.000 θέσεις εργασίας, ενώ από το Μάρτιο του 2016 έως το τέλος του 2016 θα δημιουργηθούν επιπλέον 150.000 θέσεις εργασίας. Τα προγράμματα του ΟΑΕΔ απευθύνονται στους δυναμικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας και ενισχύουν τις επιχειρήσεις με παροχή εγγυημένης απασχόλησης, υπό την προϋπόθεση ότι ένα ποσοστό των ανέργων θα συνεχίζει να εργάζεται και μετά τη λήξη του προγράμματος. Στόχος των προγραμμάτων είναι η παροχή κατάρτισης και συμβουλευτικών υπηρεσιών στους άνεργους ή στους νέους επιχειρηματίες και η πιστοποίηση γνώσεων, ενώ παράλληλα θα σχεδιαστούν ολοκληρωμένες χωρικές παρεμβάσεις σε περιοχές με υψηλά ποσοστά ανεργίας με βάση την τοπική βαρύτητα και το διαθέσιμο παραγωγικό δυναμικό κάθε περιοχής. Όσον αφορά τα προγράμματα του ΟΑΕΔ για τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, συνεχίζουν να υλοποιούνται τα προγράμματα κοινωφελούς χαρακτήρα, των οποίων δικαιούχοι είναι μόνο άνεργοι εγγεγραμμένοι στα μητρώα ανέργων του ΟΑΕΔ (βλ. δελτία τύπου, Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, 2015).

¹⁵ Μεσοπρόθεσμα, στην ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου, και συνακόλουθα στην αύξηση των προοπτικών απασχόλησης του εργατικού δυναμικού ώστε να επιτευχθεί ο στόχος της στρατηγικής "Ευρώπη 2020" για το ποσοστό απασχόλησης, θα συμβάλει και η προβλεπόμενη από το νέο πρόγραμμα μεταρρύθμιση του εκπαιδευτικού συστήματος σύμφωνα με τις διεθνώς βέλτιστες πρακτικές.

κλήρωση της επανεξέτασης.¹⁶ Το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα προβλέπει επίσης την ολοκλήρωση της κωδικοποίησης και του εξορθολογισμού της εργατικής νομοθεσίας, καθώς και την ανάπτυξη ολοκληρωμένου πλαισίου δράσης ενάντια στην αδήλωτη και την ανασφάλιστη εργασία.

Κατά τη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2015 αναμένεται ότι θα ανακοπεί η πρόοδος των πρώτων μηνών, με την επιδείνωση να επικεντρώνεται στο τέλος του έτους. Η περαιτέρω διατήρηση της αποκλιμάκωσης της ανεργίας θα εξαρτηθεί από τη σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος και της οικονομικής δραστηριότητας και τη συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών. Επιπλέον, η συνεχής βελτίωση και επέκταση των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης, με παράλληλη αύξηση της αποτελεσματικότητας των δράσεων αυτών, αποτελούν κατευθύνσεις που είναι αναγκαίες προκειμένου να αποφευχθούν οι κίνδυνοι που συνοδεύουν την υψηλή και επίμονη ανεργία. Οι κίνδυνοι αυτοί επιτείνονται στην παρούσα συγκυρία που ευνοεί τη διατήρηση του υψηλού ποσοστού ανεργίας και αφορά ιδίως τους νέους, για τους οποίους μπορεί να είναι μακροχρόνιες οι αρνητικές επιπτώσεις της ανεργίας κατά την περίοδο εισόδου στην αγορά εργασίας, καθώς και τους μακροχρόνια ανέργους. Ωστόσο, το ίδιο σημαντικές είναι και οι δράσεις κατά της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας, προκειμένου να διασφαλιστεί η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εργασίας, καθώς και για τον υγιή ανταγωνισμό και την ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς.

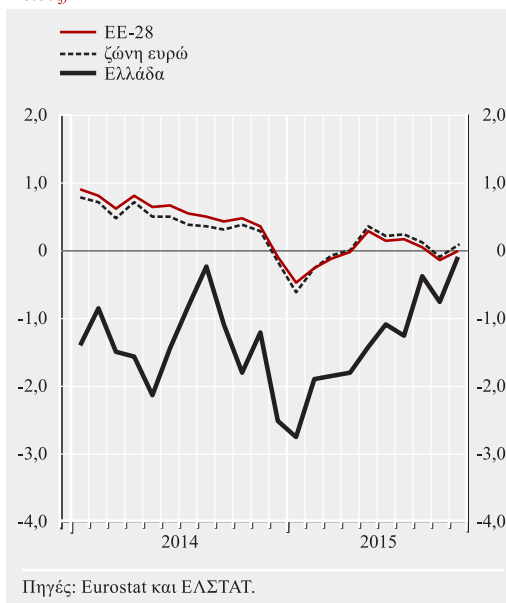
3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

3.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ, βλ. Διάγραμμα IV.19), **καταγράφει**

Διάγραμμα IV.19 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



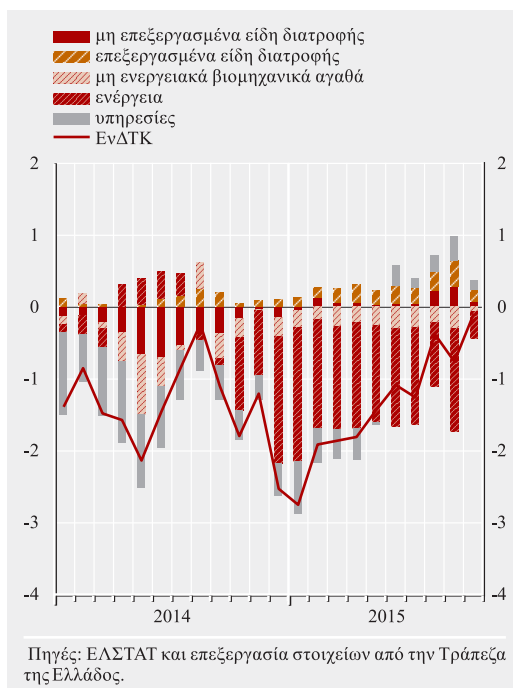
από την αρχή του τρέχοντος έτους έντονους αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής. Στα μέσα του έτους υπήρξε επιβράδυνση των αρνητικών ετήσιων ρυθμών, κυρίως λόγω σημαντικών αυξήσεων σε συγκεκριμένες υπηρεσίες (αεροπορικά εισιτήρια, έξοδα διαμονής σε ξενοδοχεία). Έτσι, από τον Ιούνιο ο υποδείκτης των υπηρεσιών καταγράφει θετικούς ετήσιους ρυθμούς, οι οποίοι, σε συνδυασμό με αυξήσεις στα είδη διατροφής, οδηγούν το γενικό δείκτη σε επιβραδυνόμενους αποπληθωριστικούς ρυθμούς.

Έντονη επιβράδυνση του αποπληθωρισμού όμως **παρατηρήθηκε κυρίως από τον Αύγουστο λόγω της μετάταξης σημαντικού αριθμού επεξεργασμένων ειδών διατροφής αλλά και υπηρεσιών από το μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) στον κανονικό συντελεστή (23%).** Υπηρεσίες όπως η εστίαση μετατάχθηκαν στον κανονικό συντελεστή, ενώ ο ΦΠΑ στα ξενο-

¹⁶ Ειδικότερα, αρχικά με τον Ν. 4331/2015 επεκτάθηκε η διάρκεια της μετενέργειας των συλλογικών συμβάσεων εργασίας από τρίμηνη που ήταν (σύμφωνα με τον Ν. 4046/2012 και την ΠΥΣ 6/2012) σε εξαμήνη, αλλά στη συνέχεια με τον Ν. 4336/2015 επανήλθε στην τρίμηνη διάρκειά της.

Διάγραμμα IV.20 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (2014-2015)

(ΕνΔΤΚ σε μεταβολές %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)

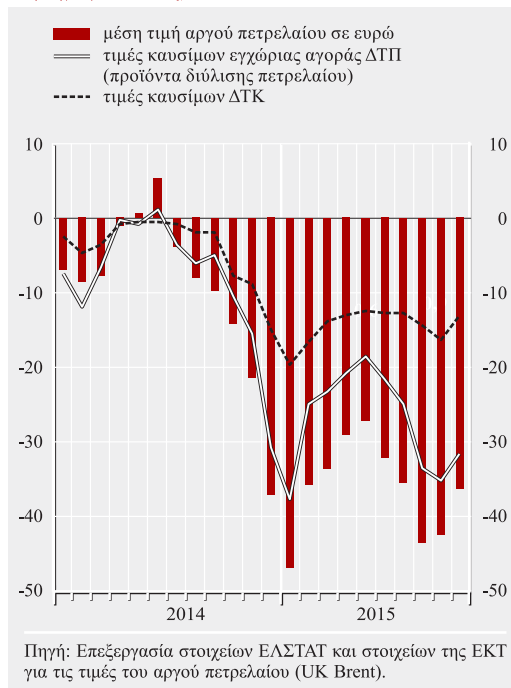


δοχεία αυξήθηκε στο 13% από το 6,5%. Έτσι, οι υπηρεσίες, κυρίως λόγω της έμμεσης φορολογίας, μαζί με τα είδη διατροφής (επεξεργασμένα και μη) συμβάλλουν πλέον πληθωριστικά, σε αντίθεση με τις άλλες δύο κύριες συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού, τα ενεργειακά αγαθά και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, των οποίων η συμβολή στο γενικό πληθωρισμό παραμένει αρνητική.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός (βλ. Διάγραμμα IV.20) **παρά τις επιβαρύνσεις από την έμμεση φορολογία παραμένει και το 2015 σε αρνητικό έδαφος.** Σ' αυτό έχουν συμβάλει κατά κύριο λόγο τα ενεργειακά αγαθά που καθ' όλη τη διάρκεια του έτους κινήθηκαν και συνεχίζουν να κινούνται με έντονα πτωτικούς ετήσιους ρυθμούς. Πιο συγκεκριμένα, η έντονα καθοδική πορεία των ενεργειακών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.21) οφείλεται πρωτίστως στις πολύ χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρε-

Διάγραμμα IV.21 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2014-Οκτώβριος 2015)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



λαίου Brent (το 2014 η τιμή του πετρελαίου Brent ήταν 74,48 ευρώ/βαρέλι, ενώ το δεκάμηνο του 2015 υποχώρησε σε 50,15 ευρώ/βαρέλι) αλλά και στη μεταφερόμενη επίδραση κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2015 από τη μείωση του ειδικού φόρου στο πετρέλαιο θέρμανσης κατά 30% που έλαβε χώρα τον Οκτώβριο του 2014. Επιπλέον, οι τιμές των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, που είναι κυρίως εισαγόμενα είδη και υπόκεινται σε μεγάλο βαθμό σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, καταγράφουν το δεκάμηνο σαφώς εντονότερους αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής, λόγω της αναιμικής εγχώριας ζήτησης και των δευτερογενών επιδράσεων από τις χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου.

Το 2015 ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αναμένεται να καταγράφει για τρίτη συνεχόμενη χρονιά αρνητικό μέσο ετήσιο ρυθμό, αλλά με σαφή επιβράδυνση λόγω της αυξημένης έμμε-

σης φορολογίας. Το βάρος της έμμεσης φορολογίας όμως θα είναι ιδιαίτερα εμφανές μέσα στο 2016. Στο μεγαλύτερο μέρος του έτους θα υπάρχει η μεταφερόμενη επίδραση από τις αυξήσεις/μετατάξεις ειδών σε υψηλότερο συντελεστή ΦΠΑ που έλαβαν χώρα κατά το τελευταίο πεντάμηνο του 2015, καθώς και οι αυξήσεις στα εισιτήρια των μέσων μαζικής μεταφοράς, από 1ης Ιανουαρίου 2016. Ως εκ τούτου, **ο πληθωρισμός το 2016 αναμένεται να επιστρέψει σε θετικούς ρυθμούς**. Σημειώνεται πάντως ότι μέρος της αύξησης των έμμεσων φόρων φαίνεται να απορροφάται από τους παραγωγούς, στην προσπάθειά τους να διατηρήσουν τα μερίδια αγοράς.

3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Οι πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος αλλά και των εθνικών λογαριασμών που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ επιβεβαιώνουν ότι το 2014 **οι ρυθμοί μείωσης των μέσων ονομαστικών αποδοχών** και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας **επιβραδύνθηκαν δραστικά σε σύγκριση με τη διετία 2012-2013**, ενώ στον επιχειρηματικό τομέα καταγράφηκε πολύ περιορισμένη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Στη διάρκεια του 2015 δεν πραγματοποιήθηκαν ορισμένες αλλαγές στην πολιτική για την αγορά εργασίας που αρχικά σχεδίαζε η νέα κυβέρνηση μετά τις εκλογές του Ιανουαρίου, π.χ. όσον αφορά τις κατώτατες αποδοχές και τους κανόνες για τις συλλογικές διαπραγματεύσεις. Τελικά, στη Συμφωνία δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που κυρώθηκε με το Ν. 4336/15 προβλέφθηκε διαδικασία διαβούλευσης – με τη συμβολή και της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας και ανεξάρτητων εμπειρογνομόνων – για την επανεξέταση της νομοθεσίας που αφορά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις, την άσκηση του δικαιώματος της απεργίας και τις ομαδικές απολύσεις υπό το φως των βέλτιστων διεθνών πρακτικών, προκειμένου να προωθηθεί βιώσιμη ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς.

Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία, εκτιμάται ότι το 2015 οι μέσες ονομαστικές ακαθάριστες αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας θα αυξηθούν κατά 0,4%, ενώ η αντίστοιχη πραγματική αύξηση θα φθάσει το 1,4%, λόγω του συνεχιζόμενου αρνητικού πληθωρισμού. Εξάλλου, στον επιχειρηματικό τομέα η πραγματική αύξηση των μέσων καθαρών αποδοχών (λόγω και των μεταφερόμενων επιδράσεων

Πίνακας IV.6 Αποδοχές και κόστος εργασίας (2014-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2014	2015 (εκτίμ.)	2016 (πρόβλ.)
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές)			
– στο σύνολο της οικονομίας	-2,3	0,4	0,5
– στο Δημόσιο/τομέα γενικής κυβέρνησης ¹	-0,8	1,0	1,0
– στον επιχειρηματικό τομέα	-2,2	0,5	0,9
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές) στο σύνολο της οικονομίας	-0,9	1,4	...
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	0,1	1,8	1,1
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	-2,1	0,4	0,6
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος			
– στο σύνολο της οικονομίας	-0,5	2,0	2,0
– στον επιχειρηματικό τομέα ²	0,3	2,0	...

Πηγή: Εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

¹ Μέση μισθολογική δαπάνη.

² Ο επιχειρηματικός τομέας περιλαμβάνει τις ιδιωτικές και τις δημόσιες επιχειρήσεις και τις τράπεζες.

από τη μείωση των εργοδοτικών και των εργατικών ασφαλιστικών εισφορών στα μέσα του 2014 βάσει του Ν. 4254) θα φθάσει το 2%. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2015 εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,0% τόσο στο σύνολο της οικονομίας όσο και στον επιχειρηματικό τομέα, κυρίως λόγω της μείωσης της παραγωγικότητας (βλ. Πίνακα IV.6).

Το 2016 ενδεικτικά προβλέπεται ότι στο σύνολο της οικονομίας **οι μέσες ονομαστικές ακαθάριστες αποδοχές θα αυξηθούν κατά 0,5%**, ενώ **το κόστος εργασίας** ανά μονάδα προϊόντος **θα αυξηθεί κατά 2% στο σύνολο της οικονομίας** και ενδεχομένως περισσότερο στον επιχειρηματικό τομέα.

3.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το α' εξάμηνο του 2015 παρατηρήθηκε βελτίωση των σημαντικότερων μεγεθών των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 165 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,¹⁷ η αύξηση των πωλήσεων φθάνει το 6,6% και των μικτών κερδών το 12,9%. Ταυτόχρονα, τα καθαρά επιχειρηματικά κέρδη προ φόρων ανέρχονται σε περίπου 428 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας αύξηση της τάξεως του 28% έναντι του 2014 και βελτίωση στα περιθώρια μικτού και καθαρού κέρδους (από 15,1% και 3% το 2014 σε 16% και 3,6% αντίστοιχα), ενώ ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης παραμένει αμετάβλητος. Σημειώνεται ότι η βελτίωση μεγεθών και δεικτών εντοπίζεται κυρίως στη βιομηχανία, ενώ στο εμπόριο τα περιθώρια κέρδους υποχώρησαν ελαφρά σε σχέση με το 2014.

Αντίθετη εικόνα προκύπτει από τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ, όπου καταγράφονται ενδείξεις υποχώρησης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων εμφανίζεται μειωμένο, σε τρέχουσες τιμές, κατά 4,0% το α' εξάμηνο έναντι της ίδιας περιόδου του 2014, κυρίως λόγω

της αύξησης του εισοδήματος από εξαρτημένη εργασία κατά 6,1%.

3.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η σωρευτική απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας (κατά 21,7%) με βάση το σχετικό κόστος εργασίας την οποία υπέστη η ελληνική οικονομία την περίοδο 2000-2009 **ανακτήθηκε την περίοδο 2010-2014 λόγω των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και της παρατεταμένης ύφεσης**. Σύμφωνα με τον ευρύτερο δείκτη πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος της Τράπεζας της Ελλάδος, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας έναντι των κύριων εμπορικών εταιριών της Ελλάδος σχεδόν εξαλείφθηκε το 2014. Για το 2015 εκτιμάται ότι η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία θα υποχωρήσει κατά 2,6%, υποδηλώνοντας περαιτέρω βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος εργασίας κατά 3,8% έναντι των κύριων εμπορικών εταιριών και κατά 0,7% έναντι της ευρωζώνης (βλ. Πίνακα IV.7).¹⁸ Η Ελλάδα πλέον έχει την τέταρτη καλύτερη επίδοση μετά τη Γερμανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία στην εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας κόστους εργασίας μετά το 2000.

Αντίθετα, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας (κατά 18,9%) την περίοδο 2000-2009 με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή δεν έχει ακόμη ανακτηθεί, λόγω της βραδείας μείωσης των τιμών καταναλωτή που οφείλεται στην επιβολή έμμεσων φόρων (την περίοδο 2010-2011) και την αργή υλοποίηση μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων. Σύμφωνα με τον ευρύτερο δείκτη πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή τους οποίους καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας έναντι των κυριότερων εμπορικών εται-

¹⁷ Στις 165 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιστήρια.

¹⁸ Σημειώνεται ότι ο αντίστοιχος εναρμονισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας της ΕΚΤ έχει υποχωρήσει κατά 3,3% κάτω από το επίπεδο του 2000 ήδη από το β' τρίμηνο του 2015.

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

	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
			Ευρύς δείκτης έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων				Δείκτης έναντι των χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ²		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ²			
			Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)			Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,5	126,3	4,0	109,2	1,0	116,3	2,3
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,4	123,3	-2,4	112,6	3,1	117,8	1,3
2011	112,7	0,5	118,8	0,3	121,7	-1,3	113,1	0,4	116,6	-1,0
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	112,5	-7,6	111,3	-1,6	110,4	-5,3
2013	112,7	1,9	113,8	-0,7	104,2	-7,4	108,7	-2,3	101,2	-8,3
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	101,6	-2,5	106,7	-1,8	98,2	-3,0
2015**	110,6	-2,6	107,3	-3,9	97,7	-3,8	104,9	-1,7	97,5	-0,7

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτιμήσεις.

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

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

ρων είχε υποχωρήσει στο 11,7% το 2014.¹⁹ Το 2015 εκτιμάται ότι θα επιτευχθεί σημαντική βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις σχετικές τιμές κατά 3,9% έναντι των σημαντικότερων εμπορικών εταίρων και κατά 1,7% έναντι της ευρωζώνης.

Η ευνοϊκή εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας επιδρά ήδη, αν και με χρονική υστέρηση, στην παρατηρούμενη άνοδο του όγκου των ελληνικών εξαγωγών πλην καυσίμων, παρά τη μεγάλη συρρίκνωση της παραγωγικής βάσης που σημειώθηκε από την έναρξη της κρίσης. Η αποκατάσταση της ομαλότητας στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και άρα της δυνατότητας υλοποίησης παραγωγικών επενδύσεων για την επέκταση και διαφοροποίηση της παραγωγικής τους ικανότητας θα ευνοή-

σει την ακόμη μεγαλύτερη εξωστρέφεια παλαιών και νέων εξαγωγικών επιχειρήσεων.

Ωστόσο, **η συνολική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας** σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, **παρουσιάζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας**. Σύμφωνα με το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, η Ελλάδα παρέμεινε στην 81η θέση μεταξύ 140 χωρών, ενώ σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας στο επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας η Ελλάδα έπεσε κατά δύο θέσεις και βρέθηκε στην 60ή μεταξύ 189 χωρών. Παρότι η Ελλάδα

¹⁹ Σύμφωνα με τον αντίστοιχο δείκτη της ΕΚΤ η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας είχε υποχωρήσει σε 11,3% το 2014 και σε 6,9% το γ' τρίμηνο του 2015.

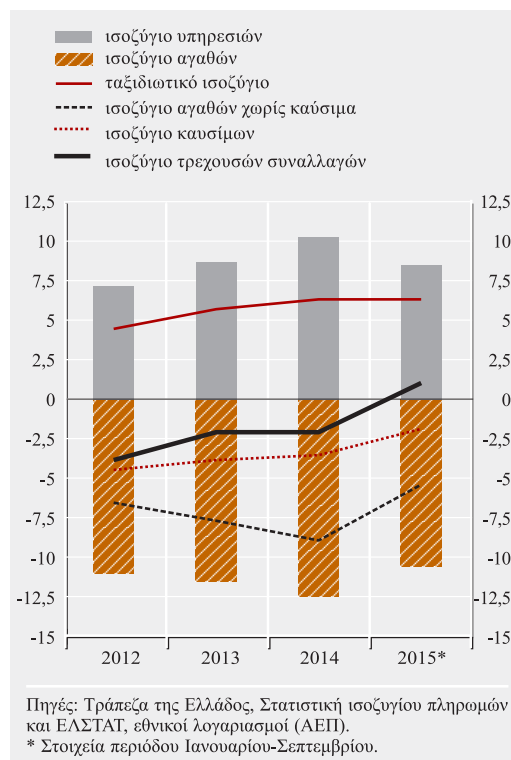
είναι η χώρα που έχει ανταποκριθεί στον καλύτερο δυνατό βαθμό στις συστάσεις του ΟΟΣΑ για υιοθέτηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, συνεχίζει να κατατάσσεται στους περισσότερους από τους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας στη χειρότερη θέση τόσο μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ-28 όσο και μεταξύ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

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, **το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε πλεόνασμα** ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ, έναντι πολύ μικρότερου πλεονάσματος (53,3 εκατ. ευρώ) το αντίστοιχο διάστημα του 2014. Η σημαντική αυτή βελτίωση **οφείλεται στη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών**, κυρίως λόγω της σημαντικής πτώσης των εισαγωγών. **Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών**, παρά τη συνεχιζόμενη και το 2015 άνοδο της τουριστικής κίνησης, **περιορίστηκε, λόγω της μεγάλης πτώσης των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές** το γ' τρίμηνο ως συνέπεια της επιβολής ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων.

Η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να συνεχιστεί με την καταγραφή πλεονάσματος (0,3% του ΑΕΠ) στο τέλος του έτους.²⁰ Το περιβάλλον για τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών είναι αρκετά ευνοϊκό, καθώς αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά η ζήτηση από τις αγορές των προηγμένων οικονομιών (κυρίως της ΕΕ) και διατηρούνται τα οφέλη που προέκυψαν από την αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, καθώς και από την πτώση των τιμών του πετρελαίου και την υποτίμηση του ευρώ. Η περαιτέρω θετική εξέλιξη της εξα-

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



γωγικής δραστηριότητας προϋποθέτει τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και κυρίως την ενίσχυση των επενδύσεων, η οποία θα επιτρέψει την ποιοτική αναβάθμιση του εξαγόμενου προϊόντος, την εδραίωση της θέσης των ελληνικών επιχειρήσεων στις ξένες αγορές και τη διεύδυση σε νέες. Η αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης για την προοπτική ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας είναι απαραίτητη για την προσέλκυση όχι μόνο εγχώριων αλλά και ξένων επενδύσεων, οι οποίες μπορούν να ενισχύσουν ακόμη περισσότερο την εξαγωγική επίδοση της ελληνικής οικονομίας.

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών από την αρχή του έτους αντανάκλασε σε μεγάλο βαθμό τη βελτίωση του ισοζυγίου των καυσίμων, ως αποτέλεσμα της πτώσης των διε-

²⁰ Η συγκεκριμένη πρόβλεψη δεν περιλαμβάνει το ενδεχόμενο επιτάχυνσης των εισροών από κοινοτικά κονδύλια το τελευταίο τρίμηνο του έτους.

θνών τιμών του πετρελαίου, καθώς επίσης και τη μείωση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, οι οποίες είχαν επιβαρύνει σημαντικά το ισοζύγιο αγαθών το 2014.

Η βελτίωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία, ειδικότερα, οφείλεται κυρίως στις εξελίξεις του γ' τριμήνου του 2015.²¹ Η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων προκάλεσε μεγάλη μείωση των εισαγωγών όλων των κατηγοριών αγαθών και ειδικότερα πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών, ενώ οι εξαγωγές περιορίστηκαν σε πολύ μικρότερο βαθμό. Συνολικά, **οι εξαγωγές αγαθών²² σημείωσαν άνοδο** περίπου 4% σε πραγματικούς όρους το πρώτο εννεάμηνο του 2015, παρά τους περιορισμούς ρευστότητας και το κλίμα αβεβαιότητας. Οι επιπτώσεις από την επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων αντισταθμίστηκαν από την καλή επίδοση το α' εξάμηνο του έτους και τη βελτίωση της διαχείρισης των ελέγχων, με αποτέλεσμα να αποκατασταθεί σε μεγάλο βαθμό η ομαλή ροή των εισαγωγών και ιδιαίτερα εκείνων που αποτελούν εισροές για την παραγωγή άλλων αγαθών.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2015 περιορίστηκε, λόγω της μείωσης των καθαρών εισπράξεων από μεταφορές παρά την άνοδο της τουριστικής κίνησης και τη βελτίωση του ταξιδιωτικού ισοζυγίου, καθώς και τη μικρή αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών. Οι αφίξεις μη κατοίκων ταξιδιωτών αυξήθηκαν, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά 8,6% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014 (οι αεροπορικές αφίξεις το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015 σημείωσαν άνοδο κατά 5,7%), ενώ φαίνεται ότι η επιβολή των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων από τον Ιούλιο του 2015 και μετά δεν επηρέασε σε σημαντικό βαθμό την ταξιδιωτική κίνηση.²³ Οι αντίστοιχες εισπράξεις αυξήθηκαν μόνο κατά 4,7%, λόγω μείωσης της δαπάνης ανά ταξίδι (κατά 4,0%) και της μέσης διάρκειας παραμονής.²⁴ Οι προοπτικές για τις εξελίξεις στον τουριστικό κλάδο, ο οποίος παρά την επιβολή των ελέγχων στην κίνηση

κεφαλαίων διατήρησε τη δυναμική του, είναι ευνοϊκές και ενισχύονται μέχρι τώρα και από τις επικρατούσες γεωπολιτικές συνθήκες της Μεσογείου.

Οι καθαρές εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών κατά το επισκοπούμενο διάστημα μειώθηκαν κατά 27,8% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014, γεγονός που οφείλεται αποκλειστικά στην επιβολή των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, οι οποίοι οδήγησαν στη μείωση των εισροών που αφορούν εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές το γ' τρίμηνο κατά 54% σε σχέση με τις αντίστοιχες περυσινές. Αυτό οφείλεται στη μη καταγραφή της σχετικής δραστηριότητας, στο βαθμό που οι εν λόγω συναλλαγές διενεργήθηκαν εκτός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος λόγω των ελέγχων. Όσον αφορά τις προοπτικές της ελληνικής ναυτιλίας για το 2015, θετική εικόνα προκύπτει τόσο από την πορεία των ναύλων²⁵ όσο και από το βελτιωμένο κλίμα εμπιστοσύνης σχετικά με τις εξελίξεις της διεθνούς μεταφορικής δραστηριότητας,²⁶ ενώ η επιβράδυνση των αναδυόμενων οικονομιών και κυρίως της Κίνας μπορεί να έχει αρνητική επίδραση. Επίσης, μια πιθανή κατάργηση του

²¹ Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασε αύξηση το α' εξάμηνο του 2015 σε σχέση με το 2014 παρά την ταχεία άνοδο των εξαγωγών, διότι παράλληλα ανέανυνταν και οι εισαγωγές.

²² Εκτός από τις εξαγωγές καυσίμων, σημαντική άνοδο σημείωσαν οι εξαγωγές και στους κλάδους των τροφίμων, ποτών και καπνού, χημικών, μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων και μηχανημάτων και εξοπλισμού. Επίσης, οι εξαγωγές προς τις αγορές της ευρωζώνης και της Ευρωπαϊκής Ένωσης γενικότερα αυξάνονται με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι οι εξαγωγές προς τρίτες χώρες.

²³ Αύξηση αφίξεων παρατηρήθηκε τόσο από τις χώρες της ζώνης του ευρώ όσο και από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ, τη Σουηδία και την Ελβετία. Μεγάλη αύξηση παρουσίασαν και οι οδικές αφίξεις, κυρίως από βαλκανικές χώρες (Τουρκία, Ρουμανία, Βουλγαρία, ΠΓΑΜ), οι οποίες αντιστάθμισαν τη μείωση της ταξιδιωτικής κίνησης από τη Ρωσία. Επίσης, σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος για το α' εξάμηνο του 2015, η αύξηση των αφίξεων κρουαζιερόπλοιων και του αριθμού των επισκεπτών κρουαζιέρας επέδρασαν θετικά στις αντίστοιχες εισπράξεις παρά τη μείωση των διανυκτερεύσεων εκτός των κρουαζιερόπλοιων.

²⁴ Αξίζει να αναφερθεί ότι οι χαμηλότεροι ρυθμοί αύξησης των αφίξεων και των αντίστοιχων εισπράξεων κατά το 2015 σε σχέση με το 2014 οφείλονται στο γεγονός ότι οι αντίστοιχοι ρυθμοί ήταν εξαιρετικά υψηλοί το 2014, το οποίο ήταν έτος-ρεκόρ για τα πραγματοποιηθέντα τουριστικά μεγέθη.

²⁵ Σημειώνεται ότι την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015 οι ναύλοι (σύμφωνα με τον ClarkSea Index) κατέγραψαν αύξηση περίπου 31,2% σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καθώς οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα ενώ οι ναύλοι ξηρού φορτίου μειώθηκαν κατά 25% σε σχέση με περυσί.

²⁶ Moore Stephens, Shipping confidence survey, September 2015.

προνομιακού φορολογικού καθεστώτος του ναυτιλιακού κλάδου μπορεί να ωθήσει πολλές ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες σε μετεγκατάσταση, με αρνητικό αποτέλεσμα στο ισοζύγιο μεταφορών.

Τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων παρουσίασαν ελλείμματα ύψους 41 εκατ. ευρώ και 260 εκατ. ευρώ αντίστοιχα το εννεάμηνο. Την ίδια περίοδο το ισοζύγιο κεφαλαίων εμφάνισε πλεόνασμα 553 εκατ. ευρώ, έναντι 1,8 δισεκ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2014, λόγω χαμηλότερης απορρόφησης των κοινοτικών κονδυλίων έως το Σεπτέμβριο του 2015. Ωστόσο, η απορρόφηση των διαρθρωτικών κονδυλίων επιταχύνθηκε τον Οκτώβριο μετά την εφαρμογή των αποφάσεων σε επίπεδο ΕΕ για μηδενική εθνική συμμετοχή στα προγράμματα της περιόδου 2007-2013 και για αύξηση των προκαταβολών στα κονδύλια της περιόδου 2014-2020. Ως αποτέλεσμα, το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015 οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία ανήλθαν σε 2,4 δισεκ. ευρώ. Οι σωρευτικές εισροές των διαρθρωτικών κονδυλίων του ΕΣΠΑ 2007-2013 (συμπεριλαμβανόμενων των προκαταβολών) από την αρχή της περιόδου μέχρι το τέλος Οκτωβρίου του 2015 ανήλθαν περίπου σε 19,5 δισεκ. ευρώ, με αποτέλεσμα το ποσοστό απορρόφησης των πόρων των διαρθρωτι-

κών ταμείων να ανέλθει στο 95% της κοινοτικής χρηματοδότησης της περιόδου 2007-2013. Μεταξύ Ιανουαρίου 2014 και Οκτωβρίου 2015, οι σωρευτικές εισροές (προκαταβολές) από το νέο ΕΣΠΑ 2014-2020 ανήλθαν σε περίπου 895 εκατ. ευρώ. Το 2016 η απορρόφηση των κοινοτικών κονδυλίων αναμένεται να επιταχυνθεί περαιτέρω μέσω της έναρξης των δράσεων της νέας προγραμματικής περιόδου που βρίσκονται στο στάδιο της προδημοσίευσης.

Στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2015, στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών η αύξηση των καθαρών απαιτήσεων στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου υπεραντιστάθμισε την καθαρή μείωση που παρατηρήθηκε στις λοιπές επενδύσεις. Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, οι καθαρές απαιτήσεις των κατοίκων από άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό σημείωσαν αύξηση κατά 292 εκατ. ευρώ, ενώ οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, σημείωσαν μείωση κατά 280 εκατ. ευρώ. Η αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων στο μέλλον θα εξαρτηθεί από την αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και από την πρόοδο των ιδιωτικοποιήσεων.

Ειδικό θέμα IV.1

ΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΗΣ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ ΚΑΙ Η ΚΑΜΠΥΛΗ BEVERIDGE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας

Η παρατηρούμενη επί σειρά ετών υψηλή ανεργία αναγνωρίζεται πλέον ως ένα από τα σημαντικότερα προς επίλυση οικονομικά και κοινωνικά προβλήματα της χώρας. Το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα αυξήθηκε από περίπου 10% το 2009 σε 27,5% το 2013 και παραμένει με διακυμάνσεις σε πολύ υψηλό επίπεδο (το β' τρίμηνο του 2015 ήταν 25,2%). Σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι, από 26,5% το 2014, θα διαμορφωθεί σε περίπου 25,7% το 2015, ενώ προβλέπεται οριακή αύξηση σε 25,8% το 2016. Όπως γίνεται αντιληπτό, η διατήρηση της ανεργίας σε αυτά τα επίπεδα υπονομεύει τις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, καθώς οδηγεί σε απώλεια ανθρωπίνου κεφαλαίου και επιβαρύνει σημαντικά το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και τα δημόσια οικονομικά της χώρας.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, εξετάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τη δυναμική του ποσοστού ανεργίας, δηλαδή οι ροές εργαζομένων εντός και εκτός της ανεργίας.¹ Προκειμένου να διερευνηθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας στην Ελλάδα, αξιοποιούνται στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ για την περίοδο α' τρίμηνο 2001 – β' τρίμηνο 2015. Δηλαδή χρησιμοποιούνται συγκεντρωτικά στοιχεία από τα ερωτηματολόγια της ΕΕΔ, που αφορούν κάθε φορά την τρέχουσα και την προ έτους κατάσταση απασχόλησης των συμμετεχόντων στην έρευνα (απασχολούμενοι (E), άνεργοι (U), μη οικονομικά ενεργός πληθυσμός (I)).

Με βάση τα εν λόγω στοιχεία, υπολογίζονται τριμηνιαίες ροές μεταξύ των τριών καταστάσεων απασχόλησης. Για παράδειγμα, η μετάβαση από την κατάσταση ανεργίας την περίοδο t-1 (U_{t-1}) στην κατάσταση απασχόλησης την περίοδο t (E_t) υποδηλώνεται ως $U_{t-1}E_t$. Διαιρώντας το μέγεθος αυτό με τον αριθμό των ανέργων την περίοδο t-1 (U_{t-1}) (δηλαδή $U_{t-1}E_t/U_{t-1}$) προκύπτει η μέση τριμηνιαία πιθανότητα μετάβασης από την ανεργία στην απασχόληση. Αντίστοιχα, κατόπιν εποχικής διόρθωσης των στοιχείων, υπολογίζονται οι υπόλοιπες ροές/πιθανότητες (π.χ. από την απασχόληση στην ανεργία $E_{t-1}U_t/E_{t-1}$, από την ανεργία σε έξοδο από το εργατικό δυναμικό $U_{t-1}I_t/U_{t-1}$ κ.λπ.).

Εν συνεχεία, ακολουθώντας την ανάλυση της Smith (2011),² υπολογίζονται οι άμεσοι ρυθμοί μετάβασης (instantaneous transition rates), οι οποίοι καταγράφουν το μέσο αριθμό θέσεων που καλύπτονται ή χάνονται το εξεταζόμενο τρίμηνο. Αναλυτικότερα, το $\lambda_{t,UE}$ ($\lambda_{t,UE} = -\ln(1 - \frac{U_{t+1} * E_t}{U_{t-1}})$) αφορά το ρυθμό μετάβασης από την ανεργία στην απασχόληση (job finding rate) και το $\lambda_{t,EU}$ είναι ο ρυθμός μετάβασης από την απασχόληση στην ανεργία (job separation rate). Προκειμένου να υπολογιστεί ο συνολικός ρυθμός μετάβασης στην ανεργία s_t (inflow rate), λαμβάνονται υπόψη τόσο ο ρυθμός μετάβασης από την απασχόληση στην ανεργία ($\lambda_{t,EU}$) όσο και ο ρυθμός μετάβασης από την απασχόληση (E) σε αργία (δηλαδή, εκτός εργατικού δυναμικού I) και εν συνεχεία στην ανεργία (U), δηλαδή $E \rightarrow I \rightarrow U$. Αντίστοιχα, ο συνολικός ρυθμός μετάβασης εκτός ανεργίας ή εύρεσης εργασίας f_t (outflow rate) υπολογίζεται ως το άθροισμα του ρυθμού μετάβασης από την ανεργία στην απασχόληση ($\lambda_{t,UE}$) συν το ρυθμό μετάβασης στην απασχόληση μέσω I (εκτός εργατικού δυναμικού), δηλαδή $U \rightarrow I \rightarrow E$.³

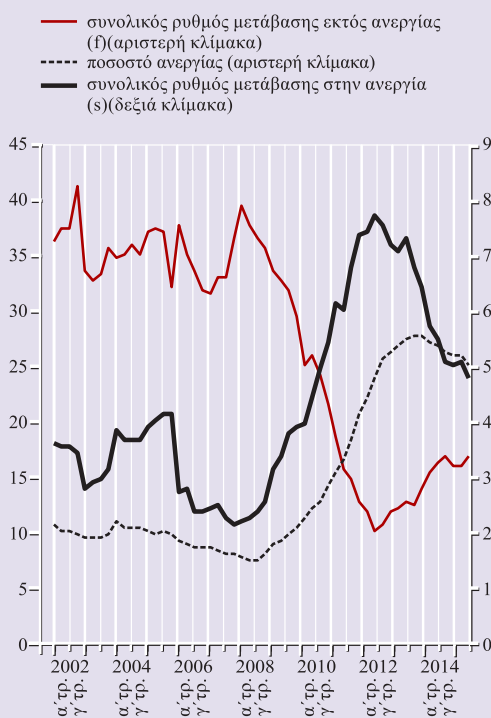
Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα Α, έως το τέλος του 2008 ο συνολικός ρυθμός μετάβασης εκτός ανεργίας (f) διαμορφωνόταν κατά μέσο όρο στο 35%, ενώ ο συνολικός ρυθμός μετάβασης στην ανεργία (s) ήταν κατά μέσο όρο περίπου 3%. Ωστόσο, από το 2009 και έπειτα, οπότε άρχισε να υποχωρεί η οικονομική δραστηριότητα και να αυξάνεται το ποσοστό ανεργίας, παρατηρήθηκε μια σημαντική κάμψη του συνολικού ρυθμού εύρεσης εργασίας (f) και μια αντίστοιχη αύξηση του ρυθμού μετάβασης στην ανεργία (s) έως το β' τρίμηνο του 2012 (περίοδος που χαρακτηρίστηκε από έντονες πολιτικές αντιπαραθέσεις και δύο εκλογικές αναμετρήσεις), όταν οι δύο ρυθμοί κατέγραψαν την ελάχιστη και μέγιστη τιμή τους αντίστοιχα (10% και 8% για το ρυθμό μετάβασης εκτός ανεργίας και το ρυθμό μετάβασης στην ανεργία αντίστοιχα). Εν συνεχεία, παρά το γεγονός ότι το ποσοστό ανεργίας συνέχισε την ανοδική του πορεία (καταγράφοντας την ανώτατη τιμή του το γ' τρίμηνο του 2013), η εξέλιξη των δύο ρυθμών σκιαγραφήσε ενδείξεις βελτίωσης (σε άμεση σχέση με τη σταδιακή υποχώρηση της ύφεσης), με το ρυθμό f να αυξάνεται σε 17% και το ρυθμό s να υποχωρεί στο 5% το β' τρίμηνο του 2015.

1 Το ποσοστό ανεργίας $u_t = \frac{U_t}{U_t + E_t}$ μεταβάλλεται σε συνεχή χρόνο (continuous time) ως ακολούθως: $\dot{u}_t = s_t * e_t - f_t * u_t = s_t * (1 - u_t) - f_t * u_t$. Όπου s και f είναι, αντίστοιχα, οι ρυθμοί μετάβασης εντός και εκτός ανεργίας. Ενώ e και u είναι αντίστοιχα, το ποσοστό των απασχολούμενων και των ανέργων.

2 Smith, J. (2011), "The ins and outs of UK unemployment", *Economic Journal*, 121, 402-444.

3 Δηλαδή $s_t = \lambda_{t,EU} + \frac{\lambda_{t,EI} * \lambda_{t,IU}}{\lambda_{t,IU} + \lambda_{t,IE}}$ και $f_t = \lambda_{t,UE} + \frac{\lambda_{t,UI} * \lambda_{t,IE}}{\lambda_{t,IU} + \lambda_{t,IE}}$.

Διάγραμμα Α Συνολικοί ρυθμοί μετάβασης εντός και εκτός ανεργίας και ποσοστό ανεργίας (%)



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Η εξέλιξη των δύο ρυθμών (βλ. Διάγραμμα Α) ερμηνεύεται, μεταξύ άλλων, από την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, οι οποίες συνέβαλαν στην ενίσχυση της ευελιξίας της. Ειδικότερα, η χαλάρωση των περιορισμών που επηρεάζουν τις απολύσεις και τις προσλήψεις το 2010-2011 συνοδεύθηκε από επιτάχυνση του ρυθμού μετάβασης στην ανεργία (s), ενώ παράλληλα η κάμψη των προσλήψεων και των διαθέσιμων κενών θέσεων εργασίας (job vacancies) περιορίσε το ρυθμό εύρεσης εργασίας (f). Αντίθετα, οι αλλαγές που έλαβαν χώρα μετέπειτα – και αφορούσαν, για παράδειγμα, τον καθορισμό των κατώτατων αποδοχών, τις μεταβολές στο πλαίσιο των συλλογικών διαπραγματεύσεων και την αύξηση του ρόλου των επιχειρησιακών συμβάσεων – συνέβαλαν στην υποχώρηση των ονομαστικών αμοιβών και οδήγησαν σε κάμψη του ρυθμού μετάβασης στην ανεργία (s) από το τέλος του 2012 και έπειτα. Επιπλέον, την ίδια περίοδο το νέο πιο ευέλικτο καθεστώς στην αγορά εργασίας⁴ έδωσε τη δυνατότητα να αρχίσει σταδιακά η αύξηση του ρυθμού εύρεσης εργασίας (f). Στις παραπάνω εξελίξεις συνέβαλαν αποφασιστικά και ο περιορισμός της αβεβαιότητας και η σταδιακή ομαλοποίηση της

οικονομίας από το τέλος του 2012 και έπειτα, γεγονότα που οδήγησαν σε διαμόρφωση πιο ευνοϊκών προοπτικών για την εύρεση εργασίας.

2. Η συμβολή των ρυθμών μετάβασης εντός και εκτός ανεργίας (covariance contributions) στη διακύμανση της ανεργίας

Ακολουθώντας τις μελέτες των Petrongolo and Pissarides (2008), Smith (2011), Fujita and Ramey (2009) και Elsby, Hobijn and Sahin (2013), υπολογίζεται η συμβολή (β, covariance contribution) των επιμέρους ρυθμών μετάβασης (s, f) στη διακύμανση (variance) της μεταβολής της ανεργίας ισορροπίας και της υφιστάμενης ανεργίας.⁵

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το 58% των μεταβολών στο επίπεδο ισορροπίας της ανεργίας και το 52% στην περίπτωση της υφιστάμενης ανεργίας οφείλεται σε μεταβολές του συνολικού ρυθμού μετάβασης στην ανεργία (s, inflow rate, βλ. τον πίνακα). Παράλληλα ο συνολικός ρυθ-

4 Καθώς πλέον οι νέοι εργαζόμενοι θα μπορούσαν να απασχοληθούν με χαμηλότερες αμοιβές και με λιγότερους ρυθμιστικούς περιορισμούς όσον αφορά τη δυνατότητα απόλυσής τους.

5 Το ποσοστό ανεργίας σε επίπεδο ισορροπίας υπολογίζεται ως $u_{ss} = \frac{s_t}{s_t + f_t}$ βασίζεται στην υπόθεση ότι τόσο η ανεργία όσο και η απασχόληση δεν μεταβάλλονται στο επίπεδο ισορροπίας. Το υφιστάμενο ποσοστό ανεργίας διαφέρει από το ποσοστό ανεργίας σε επίπεδο ισορροπίας, ωστόσο οι δύο σειρές έχουν αρκετά υψηλή συσχέτιση (90,4%). Βλ. Elsby, M.W.L., B. Hobijn and A. Sahin (2013), “Unemployment dynamics in the OECD”, *Review of Economics and Statistics*, 95(2), 530-548. Fujita, S. and G. Ramey (2009), “The cyclicalities of separation and job finding rates”, *International Economic Review*, 50(2), 415-430. Petrongolo, B. and C. Pissarides (2008), “The ins and outs of European unemployment”, *American Economic Review*, 98(2), 256-262.

Η συμβολή των ρυθμών μετάβασης στην ανεργία και την απασχόληση (β , covariance contributions) στη διακύμανση της ανεργίας

β	Ρυθμός μετάβασης	Ανεργία στο επίπεδο ισορροπίας	Υφιστάμενο ποσοστό ανεργίας
β_s	στην ανεργία	0,58	0,52
β_f	εκτός ανεργίας	0,41	0,48

Σημειώσεις: Τα β_s και β_f δεν αθροίζονται στη μονάδα λόγω προσεγγιστικών αποκλίσεων (approximation error). Οι ρυθμοί μετάβασης έχουν υπολογιστεί με βάση τη μεθοδολογία της Smith (2011). Το επίπεδο ισορροπίας της ανεργίας υπολογίζεται ως $s/(s+f)$. Περίοδος α' τρίμηνο 2001–β' τρίμηνο 2015.

μός μετάβασης εκτός ανεργίας (f , outflow rate) ερμηνεύει περίπου το 41% των μεταβολών της ανεργίας ισορροπίας και το 48% των μεταβολών της υφιστάμενης ανεργίας.⁶

Προκειμένου να διαπιστωθεί αν τα συμπεράσματα που απορρέουν από τον πίνακα ισχύουν για όλη την υπό εξέταση περίοδο, υπολογίστηκαν κυλιόμενες, για μια περίοδο 4 ετών, συμβολές κάθε επιμέρους ρυθμού μετάβασης (β_s , β_f - rolling 4 year betas) στη μεταβλητότητα της ανεργίας ισορροπίας (βλ. Διάγραμμα Β). Από την αρχή της υπό εξέτασης περιόδου έως και το τέλος του 2012, ο συνολικός ρυθμός μετάβασης στην ανεργία (s , inflow rate) είχε τον πρωταρχικό ρόλο στη μεταβλητότητα της ανεργίας, όπως ακριβώς προκύπτει και από τα στοιχεία του πίνακα. Ειδικά για την περίοδο 2009-2012, που παρατηρήθηκε η ραγδαία αύξηση της ανεργίας, η εξέλιξη αυτή αντανακλά αφενός την επίδραση της ύφεσης και αφετέρου τη μεγαλύτερη ευελιξία στις απολύσεις ως αποτέλεσμα των διαρθρωτικών αλλαγών. Όμως από το α' τρίμηνο του 2013 και έπειτα, ενισχύθηκε σημαντικά ο ρόλος του συνολικού ρυθμού μετάβασης εκτός ανεργίας (f , outflow rate), με συνέπεια να αποτελεί τον πρωταρχικό ερμηνευτικό παράγοντα των διακυμάνσεων του ποσοστού ανεργίας. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στον περιορισμό της αβεβαιότητας για τις προοπτικές της χώρας και την ομαλοποίηση των οικονομικών συνθηκών, ο οποίος συνέβαλε σε αύξηση της ζήτησης εργασίας (αύξηση κενών θέσεων, προσλήψεων κ.λπ.), γεγονός που υποβοηθήθηκε από την υιοθέτηση ενός πιο ευέλικτου νομοθετικού πλαισίου στο εργατικό δίκαιο, καθώς και από τον αναβαθμισμένο ρόλο των επιχειρησιακών συμβάσεων που οδήγησαν σε υποχώρηση του κόστους εργασίας.

3. Η καμπύλη Beveridge

Η σημασία του ρυθμού εύρεσης εργασίας για τις πρόσφατες εξελίξεις στην αγορά εργασίας αντανακλάται και στην εξέλιξη του ποσοστού των κενών θέσεων,⁷ που αποτελεί ένα δείκτη της ζήτησης εργασίας από την πλευρά των επιχειρήσεων. Η σχέση μεταξύ κενών θέσεων και ανεργίας παρουσιάζεται με τη μορφή της καμπύλης Beveridge, η οποία περιγράφει τις κυκλικές συνθήκες στην αγορά εργασίας και την αποτελεσματικότητα της αγοράς εργασίας να αντιστοιχίζει (match) ανέργους με κενές θέσεις εργασίας. Για παράδειγμα, σε περιόδους άνθησης περιορίζεται το ποσοστό ανεργίας και αυξάνεται το ποσοστό των κενών θέσεων που επιθυμούν να καλύψουν οι επιχειρήσεις, ενώ το αντίστροφο συμβαίνει σε περιόδους ύφεσης. Δηλαδή οι κυκλικές διαταραχές της οικονομίας οδηγούν σε μια κίνηση κατά μήκος της καμπύλης Beveridge. Ωστόσο,

6 Σύμφωνα με τους Elsby, Hobijn and Sahin (2013), η συμβολή του συνολικού ρυθμού μετάβασης στην ανεργία (s , inflow rate) διαμορφώνεται σε 20% και η συμβολή του συνολικού ρυθμού μετάβασης εκτός ανεργίας (f , outflow rate) σε 80% σε χώρες που κατατάσσονται ως αγγλοσαξονικές και οι οποίες χαρακτηρίζονται από πιο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, έναντι 50% και 50% αντίστοιχα σε χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης με πιο συντηρητικές δομές στις εργασιακές σχέσεις. Σύμφωνα με τον Shimer (2012), το 90% της μεταβλητότητας της ανεργίας στις ΗΠΑ από το 1990 και έπειτα ερμηνεύεται από το ρυθμό εύρεσης εργασίας και μόλις το 10% από το ρυθμό μετάβασης στην ανεργία, γεγονός που οδηγεί τον Shimer στο συμπέρασμα ότι ο ρυθμός μετάβασης στην ανεργία είναι ακυκλικός, δηλαδή δεν αυξάνεται σε περιόδους ύφεσης. Βλ. Shimer, R. (2012), "Reassessing the ins and outs of unemployment", *Review of Economic Dynamics*, 15, 127-148.

7 Ποσοστό κενών θέσεων = κενές θέσεις/(κενές θέσεις + κατειλημμένες θέσεις).

Διάγραμμα Β Κυλιόμενες εκτιμήσεις των βs και βf και κυλιόμενος μέσος όρος ποσοστού ανεργίας (%)



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.
 Σημείωση: Κυλιόμενες εκτιμήσεις βs, βf για περίοδο 4 ετών και κυλιόμενος μέσος όρος περιόδου για το ποσοστό ανεργίας. Στον οριζόντιο άξονα απεικονίζεται κάθε 4ετία.

μειώνεται, δηλαδή η οικονομία κινείται καθοδικά επί της καμπύλης Beveridge (βλ. Διάγραμμα Γ). Από το 2013 και έπειτα η σταδιακή κάμψη του ρυθμού ανόδου του ποσοστού ανεργίας και εν συνεχεία η σταδιακή αποκλιμάκωσή του συνοδεύθηκε με αύξηση του ποσοστού κενών θέσεων. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η επίπτωση της ύφεσης σταδιακά υποχωρεί και απεικονίζεται στο Διάγραμμα Γ με μια ανοδική κίνηση πάνω στην καμπύλη Beveridge.

Προκύπτει όμως η εικόνα μιας παράλληλης προς τα έξω μετατόπισης της καμπύλης Beveridge από το τέλος του 2013 και έπειτα. Δηλαδή, ενώ στο τέλος του 2011 ένα ποσοστό κενών θέσεων ύψους 0,9% ήταν συμβατό με ποσοστό ανεργίας της τάξεως του 17%, τώρα είναι συμβατό με ποσοστό ανεργίας 25-26%. Αυτό υποδηλώνει κάμψη της αποτελεσματικότητας της αγοράς εργασίας στην αντιστοίχιση κενών θέσεων και ανέργων (matching efficiency) παρά τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ενίσχυσαν την ευελιξία της από το 2010-2011 και έπειτα. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στην παραγωγική αναδιάρθρωση της οικονομίας από τους μη διεθνώς εμπορεύσιμους στους διεθνώς εμπορεύσιμους κλάδους που έλαβε χώρα τα τελευταία χρόνια εξαιτίας της κρίσης και η οποία συνοδεύθηκε από αναδιάρθρωση της ζήτησης δεξιοτήτων.

Διάγραμμα Γ Η καμπύλη Beveridge (δ' τρ. 2009—β' τρ. 2015)

(κατακόρυφος άξονας ποσοστό κενών θέσεων, οριζόντιος άξονας ποσοστό ανεργίας)



Πηγή: Eurostat, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.
 Σημείωση: Ποσοστό κενών θέσεων = κενές θέσεις / (κενές θέσεις + κατειλημμένες θέσεις), ποσοστό ανεργίας ατόμων ηλικίας 15-74 ετών. Προκειμένου να εξαλειφθεί η εποχικότητα, τα στοιχεία είναι μέσοι όροι 4 τριμήνων, π.χ. η παρατήρηση για το δ' τρίμηνο του 2004 είναι ο μέσος όρος των τεσσάρων τριμήνων του 2004.

η κάμψη της αποτελεσματικότητας της αγοράς εργασίας στο να αντιστοιχίζει κενές θέσεις με ανέργους οδηγεί σε προς τα έξω μετατόπιση της καμπύλης Beveridge.

Στην Ελλάδα από το τέλος του 2009 και έπειτα, εξαιτίας της χειροτέρευσης των οικονομικών συνθηκών, το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται και το ποσοστό των κενών θέσεων

4. Σύνοψη και συμπεράσματα

Από τα αποτελέσματα της ανάλυσης προκύπτει το συμπέρασμα ότι κατά την έναρξη της κρίσης παρατηρήθηκε επιτάχυνση του ρυθμού μετάβασης στην ανεργία. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την επίδραση της ύφεσης, καθώς και την καθιέρωση πιο ευέλικτων εργασιακών σχέσεων από το 2010-2011 και έπειτα, γεγονός που διευκόλυνε τις απολύσεις. Η κάμψη των προσλήψεων και των κενών διαθέσιμων θέσεων εργασίας περιόρισαν το ρυθμό εύρεσης εργασίας και ακολούθως οδήγησαν σε αύξηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο περιορισμός της αβεβαιότητας για τις προοπτικές της χώρας και η ομαλοποίηση των οικονομικών συνθηκών από το τέλος του 2012 και έπειτα συνέβαλαν σε σταδιακή αύξηση της ζήτησης εργασίας. Στο πλαίσιο αυτό, οι διαρθρωτικές αλλαγές που έλαβαν χώρα από το 2012 και έπειτα, οι οποίες αφορούσαν μεταξύ άλλων τον καθορισμό του κατώτατου μισθού, την αναμόρφωση του πλαισίου των συλλογικών διαπραγματεύσεων και την προώθηση των επιχειρησιακών συμβάσεων, κατέστησαν δυνατή την υποχώρηση του κόστους εργασίας και συνέβαλαν στην κάμψη του ρυθμού μετάβασης εκτός ανεργίας. Ταυτόχρονα, το νέο πιο ευέλικτο καθεστώς στην αγορά εργασίας έδωσε τη δυνατότητα να αρχίσει σταδιακά η αύξηση του ρυθμού εύρεσης εργασίας, καθώς πλέον οι νέοι εργαζόμενοι μπορούσαν να απασχοληθούν από τις επιχειρήσεις με χαμηλότερες ονομαστικές αμοιβές και με λιγότερους ρυθμιστικούς περιορισμούς.

Συνεπώς, σε περιόδους κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας, η έξοδος από την απασχόληση προς την ανεργία αποτελεί την κύρια συνιστώσα της μεταβολής του ποσοστού ανεργίας, ενώ σε περιόδους σταθεροποίησης και οικονομικής άνθησης αυξάνεται η σημασία του παράγοντα εύρεσης εργασίας. Υπογραμμίζεται λοιπόν η σημασία της δημιουργίας νέων θέσεων απασχόλησης για την αντιμετώπιση του προβλήματος της ανεργίας. Σε διαφορετική περίπτωση, υπάρχει ο κίνδυνος, ακόμη και σε συνθήκες ανάκαμψης στις οποίες παρατηρείται υποχώρηση του ρυθμού μετάβασης στην ανεργία, να διατηρηθούν τα υψηλά ποσοστά ανεργίας, με αρνητικές συνέπειες για τις παραγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας (κατάσταση που περιγράφεται ως ανάκαμψη χωρίς δημιουργία θέσεων εργασίας – jobless recovery).

Επίσης, η προς τα έξω μετατόπιση της καμπύλης Beveridge την περίοδο μετά το 2013 συνεπάγεται κάμψη της αποτελεσματικότητας της αγοράς εργασίας στην αντιστοίχιση κενών θέσεων και ανέργων, η οποία είναι επακόλουθο της παραγωγικής αναδιάρθρωσης της οικονομίας τα χρόνια της ύφεσης από τους μη διεθνώς εμπορεύσιμους σε διεθνώς εμπορεύσιμους κλάδους.

Οι μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα από το 2010-2011 και έπειτα στην αγορά εργασίας υποβοηθούν την αποτελεσματική αντιστοίχιση κενών θέσεων και ανέργων, καθώς σε περίοδο οικονομικής άνθησης καθίσταται πιο εύκολη η πρόσληψη νέων εργαζομένων, με αποτέλεσμα την ταχύτερη αποκλιμάκωση της ανεργίας. Ωστόσο, περαιτέρω παρεμβάσεις πολιτικής κρίνονται αναγκαίες. Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να επιταχυνθούν μεταρρυθμίσεις όπως η αναβάθμιση του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, η βελτίωση της αποδοτικότητας των δημόσιων υπηρεσιών, η υιοθέτηση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου και γενικότερα η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού προς την επιχειρηματικότητα, καθώς και η άρση των περιορισμών στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών.⁸ Υψίστης σημασίας κρίνονται η άρση των κεφαλαιακών περιορισμών (capital controls) και η αποκατάσταση των συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομίας.

⁸ Η απελευθέρωση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα επιφέρει κάμψη των τιμών (λόγω περιορισμού του περιθωρίου κέρδους εξαιτίας της αύξησης του ανταγωνισμού) και θα ενισχύσει με αυτό τον τρόπο το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών που επλήγη τα προηγούμενα χρόνια από τη μείωση των αποδοχών και την αύξηση της φορολογίας.

Οι δράσεις αυτές θα συμβάλουν στην προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων, προκειμένου να αυξηθεί ο ρυθμός δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας. Λόγω όμως της συντελούμενης παραγωγικής κλαδικής αναδιάρθρωσης, ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει επίσης να δοθεί στις ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και στη μαθητεία και επανεκπαίδευση των ανέργων. Κάτι τέτοιο θα βελτιώσει και θα ανανεώσει τις δεξιότητες και γνώσεις τους, προκειμένου να αυξηθεί η πιθανότητα απορρόφησής τους στους νέους εξωστρεφείς τομείς οικονομικής δραστηριότητας οι οποίοι αναδείχθηκαν την περίοδο της κρίσης.

Ειδικό θέμα IV.2

ΚΛΑΔΙΚΗ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΕΞΑΓΩΓΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ¹

Η ανταγωνιστικότητα μιας χώρας συνδέεται στενά με την εξαγωγική της επίδοση και τελικά με το βιοτικό επίπεδο των πολιτών της. Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας κατά τα έτη 1995-2007 οδήγησε σε σημαντική επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Μέρος της απώλειας ανταγωνιστικότητας ανακτήθηκε κατά την περίοδο της κρίσης μέσω της ανακατανομής των πόρων της ελληνικής οικονομίας προς υψηλής παραγωγικότητας και εξωστρεφείς κλάδους όπως στον τουρισμό, τον αγροτικό τομέα, τη μεταποιητική παραγωγή και σε υπηρεσίες (π.χ. “Αεροπορικές μεταφορές”, “Ασφαλιστικά, ανασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, εκτός από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση”). Δεδομένου ότι εμπειρικά έχει καταδειχθεί ότι η εξαγωγική δραστηριότητα των επιμέρους τομέων οικονομικής δραστηριότητας συνδέεται με την παραγωγικότητά τους,² στην παρούσα ανάλυση εξετάζονται οι πηγές ανάπτυξης σε επίπεδο τομέων την περίοδο 1995-2014 και στη συνέχεια αναλύονται τα αποτελέσματα της κλαδικής ανάπτυξης και παραγωγικότητας σε συνάρτηση με τις εξαγωγικές επιδόσεις.

Συγκεκριμένα, η ανάπτυξη υπολογίζεται κατά τομείς δραστηριότητας και αναλύεται στις συνιστώσες της: αύξηση της απασχόλησης, αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου και αύξηση της Συνολικής Παραγωγικότητας των Συντελεστών (κατάλοιπο Solow) για τις υποπεριόδους 1995-2007 και 2008-2014. Εν συνεχεία, τα αποτελέσματα της κατά τομέα ανάλυσης σε συνιστώσες εξετάζονται περαιτέρω, εστιάζοντας σε χαρακτηριστικά “εξωστρέφειας” κάθε κλάδου, δηλαδή το βαθμό στον οποίο μπορεί να θεωρηθεί ότι παράγει εμπορεύσιμα προϊόντα (αγαθά ή/και υπηρεσίες), καθώς και την εξαγωγική επίδοση των επιμέρους κλάδων.

1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Για τον υπολογισμό της ανάπτυξης κατά τομέα διαμετρύεται η ακόλουθη συνάρτηση παραγωγής σταθερών αποδόσεων κλίμακας:

$$Y_i = A_i + \alpha L_i + (1-\alpha)K_i \quad (1)$$

όπου για κάθε τομέα i , Y_i είναι ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής, A_i είναι η αύξηση της Συνολικής Παραγωγικότητας των Συντελεστών παραγωγής (ΣΠΣ), L_i η αύξηση των ωρών εργασίας,

1 Η παρούσα ανάλυση βασίστηκε στη μελέτη της Gibson, H. (2010), “Ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας κατά τομέα την περίοδο 1995-2003”, μελέτη 4.2 στην έκδοση “Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Απίτες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής”, Τράπεζα της Ελλάδος.

2 Βλ. Berthou, A. et al (2015), “Assessing European firms’ exports and productivity distributions: the CompNet trade module”, ECB Working Paper 1788.

K_t η αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου³ και α_i το μερίδιο συμβολής της εργασίας, οπότε $(1 - \alpha_i)$ είναι το μερίδιο συμβολής του κεφαλαίου.

Κύρια πηγή στατιστικής πληροφόρησης για τη διενέργεια της υπολογιστικής διαδικασίας είναι οι νέοι αναθεωρημένοι εθνικοί λογαριασμοί της ΕΛΣΤΑΤ (ESA 2010),⁴ που παρέχουν λεπτομερείς ετήσιες σειρές για την ελληνική οικονομία σε διψήφιο επίπεδο για το διάστημα 1995-2014. Η ανάπτυξη ορίζεται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της Ακαθάριστη Προστιθέμενης Αξίας (ΑΠΑ). Ο ρυθμός αύξησης της εισροής εργασίας ορίζεται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των ωρών εργασίας.

Τα μερίδια συμβολής της εργασίας (α_i) σε διψήφιο επίπεδο υπολογίζονται ως ο λόγος των τομεακών δαπανών για αποδοχές (που συμπεριλαμβάνουν τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης) προς το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα κάθε τομέα με διόρθωση ώστε να ληφθεί υπόψη η αυτοαπασχόληση.⁵

2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ

2.1 Μεταβολές στην παραγωγή πριν και μετά την κρίση

Η ανάπτυξη κατά τομέα για τις περιόδους 1995-2007 και 2008-2014, καθώς και η συμβολή των αυξήσεων του κεφαλαίου, της εργασίας και της ΣΠΣ εμφανίζονται στο Διάγραμμα Α(1 και 2) (όπου οι τομείς κατατάσσονται σύμφωνα με το μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της ΑΠΑ). Τα διαγράμματα Α1 και Α2 προκύπτουν από συγκέντρωση στοιχείων σε διψήφιο επίπεδο.⁶

Κατά την προ κρίσης περίοδο (1995-2007) καταγράφονται θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης σε όλους τους τομείς της οικονομίας (πλην του αγροτικού τομέα) με τις υψηλότερες επιδόσεις να εμφανίζονται στους τομείς Μεταφορά, αποθήκευση και επικοινωνία (μέσος ρυθμός ανάπτυξης 8,9%), στις Κατασκευές (7,3%) και στον τομέα της Ενέργειας (3,9%). Η υψηλότερη παραγωγικότητα (αύξηση ΣΠΣ) και η υψηλότερη παραγωγικότητα της εργασίας καταγράφεται στους τομείς Μεταφορά, αποθήκευση και επικοινωνία, στον τομέα της Ενέργειας και στον τομέα Ορυχεία-λατομεία⁷.

Την περίοδο της κρίσης (βλ. Διάγραμμα Α2) καταγράφονται αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης στους περισσότερους τομείς της οικονομίας με τις υψηλότερες απώλειες να παρατηρούνται στον κλάδο

3 Για τον υπολογισμό του κεφαλαιακού αποθέματος χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των διαρκών αποθεμάτων, σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο: $K_{t,i} = (1 - \delta) K_{t-1,i} + \text{ΑΕΠΚ}_{t,i}$, όπου δ είναι ο συντελεστής απόσβεσης, K_t είναι το αρχικό απόθεμα κεφαλαίου τη χρονική στιγμή t και ΑΕΠΚ, οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου τη χρονική στιγμή t . Οι συντελεστές απόσβεσης διαφοροποιούνται ανά τομέα και για τον υπολογισμό τους χρησιμοποιούνται οι συντελεστές απόσβεσης κατά τομέα για δύο είδη επενδύσεων, σε εξοπλισμό και κτίρια, από το NIESR (1999) και ακολούθως εξάγεται ο συντελεστής απόσβεσης για κάθε συγκεκριμένο τομέα ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των συντελεστών απόσβεσης για τον εξοπλισμό και κτίρια στον τομέα αυτόν. Η στάθμιση γίνεται με βάση τα μέσα ποσοστά των επενδύσεων σε εξοπλισμό και κτίρια όπως αυτά προκύπτουν από την κατανομή των ΑΕΠΚ κατά τομέα σε εξοπλισμό και κτίρια την περίοδο 1995-2014.

4 Νέοι αναθεωρημένοι ετήσιοι εθνικοί λογαριασμοί για τα έτη 1995-2013 και 2η εκτίμηση για το 2014, ΕΛΣΤΑΤ, Οκτώβριος 2015.

5 Η διόρθωση του μεριδίου εργασίας του τομέα i για την αυτοαπασχόληση γίνεται, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, βάσει της υπόθεσης ότι οι αυτοαπασχολούμενοι στον τομέα i λαμβάνουν εισόδημα από εργασία ίσο με τις μέσες αποδοχές στον τομέα. Έτσι, το συνολικό εισόδημα από εργασία στον τομέα i ισούται με το εισόδημα από μισθούς συν το τεκμαρτό εισόδημα από εργασία των αυτοαπασχολούμενων. Το εναπομένον εισόδημα των αυτοαπασχολούμενων αντανάκλα την απόδοση του κεφαλαίου των αυτοαπασχολούμενων (κέρδη ή ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα).

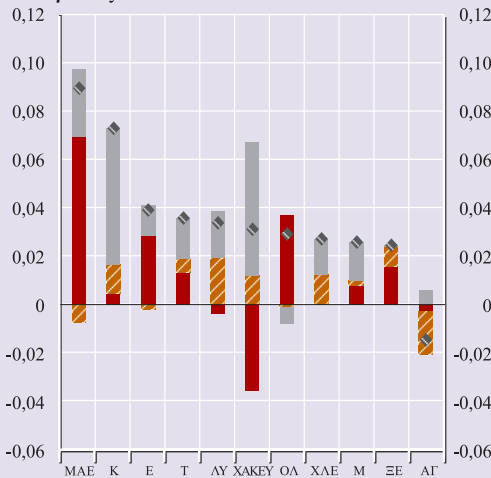
6 Η αντιστοιχία ανάμεσα στους διψήφιους τομείς και τους ευρύτερους τομείς που εμφανίζονται στα Διαγράμματα Α1 και Α2 είναι η εξής: Φυτική και ζωική παραγωγή, θήρα και συναφείς δραστηριότητες, Δασοκομία και υλοτομία, Αλιεία και υδατοκαλλιέργεια (ΑΓ, διψήφιοι κωδικοί NACE Rev. 2, 01-03), Ορυχεία και Λατομεία (ΟΛ, 05-09), Μεταποίηση (Μ, 10-33), Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου, νερού και επεξεργασία λυμάτων (Ε, 35-39), Κατασκευές (Κ, 41-43), Χονδρικό και Λιανικό Εμπόριο (ΧΛΕ, 45-47), Μεταφορά, Αποθήκευση και Επικοινωνία (ΜΑΕ, 49-53 και 58-63), Καταλύματα και δραστηριότητες υπηρεσιών εστίασης (ΞΕ, 55-56), Χρηματοπιστωτικές, Ασφαλιστικές, Κτηματομεσιτικές και Επιχειρηματικές Υπηρεσίες (ΧΑΚΕΥ, 64-82), Κοινωνικές, Κοινωνικές και Προσωπικές Υπηρεσίες (ΑΥ, 84-99).

7 Στον τομέα των ΧΑΚΕΥ παρατηρείται μεγάλη αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου, λόγω των πολύ υψηλών επενδύσεων κατά την περίοδο 1995-2007 (μέσος ρυθμός αύξησης 7,2%). Δεδομένου ότι η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία αυξάνεται με χαμηλότερο ρυθμό (3,1% κατά μέσο όρο), η ΣΠΣ λαμβάνει αρνητική τιμή.

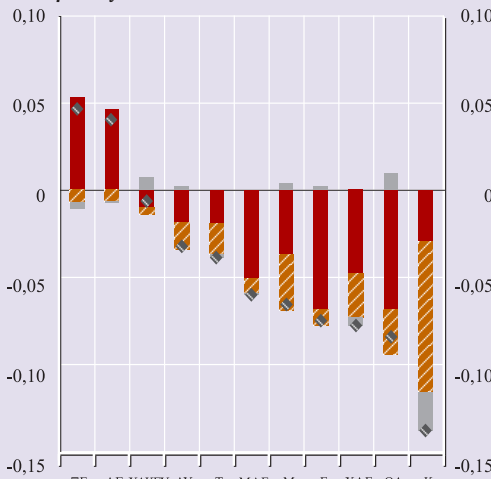
Διάγραμμα Α Τομεακή ανάπτυξη και συνιστώσες της (κατά ρυθμό τομεακής ανάπτυξης)

■ μεταβολή ΣΠΣ
■ μεταβολή αποθέματος κεφαλαίου
■ μεταβολή απασχόλησης
◆ ανάπτυξη τομέα

1. Περίοδος 1995-2007



2. Περίοδος 2008-2014

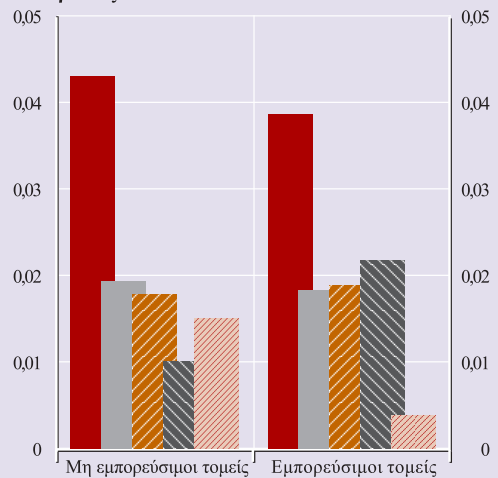


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί Τράπεζας της Ελλάδος. Για επεξήγηση των αρκτικώνόλων για τους διάφορους τομείς, βλ. υποσημείωση 6. Τ= η οικονομία ως σύνολο.

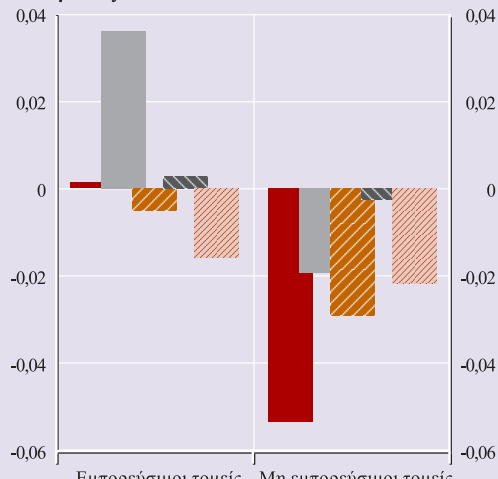
Διάγραμμα Β Σταθμισμένη ανάπτυξη στους τομείς εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων

■ ανάπτυξη τομέα
■ μεταβολή παραγωγικότητας της εργασίας
■ μεταβολή ΣΠΣ
■ μεταβολή αποθέματος κεφαλαίου
■ μεταβολή απασχόλησης

1. Περίοδος 1995-2007



2. Περίοδος 2008-2014



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

των “Κατασκευών” και “Ορυχείων-λατομείων” (-13,7% και -8,4% κατά μέσο όρο αντίστοιχα). Αντίθετα, υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και αύξηση της παραγωγικότητας (αύξηση ΣΠΣ) κατέγραψαν ο τουριστικός κλάδος (4,2% και 5,2% κατά μέσο όρο αντίστοιχα)⁸ και ο αγροτικός τομέας

⁸ Η αύξηση της ΣΠΣ στον τουριστικό κλάδο εν μέρει αποδίδεται στην αύξηση των επενδύσεων σε ξενοδοχεία πέντε αστέρων και στην αναβάθμιση του ξενοδοχειακού δυναμικού της χώρας την περίοδο 2009-2014. Συγκεκριμένα, τα ξενοδοχεία πέντε αστέρων αυξήθηκαν κατά 34% το 2014 σε σχέση με το 2009 και οι κλίνες τους κατά 32% το 2014 σε σχέση με το 2009.

(3,9% και 4,6% κατά μέσο όρο αντίστοιχα). Επίσης, θετικά είναι τα αποτελέσματα της παραγωγικότητας της εργασίας για τους κλάδους του τουρισμού (4,5% κατά μέσο όρο), του αγροτικού τομέα (4,9% κατά μέσο όρο) και των κλάδων “Χρηματοπιστωτικών, ασφαλιστικών και λοιπών επιχειρηματικών υπηρεσιών” (0,9% κατά μέσο όρο). Επομένως, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν αναδιάρθρωση της οικονομίας κατά την περίοδο της κρίσης και μετατόπιση των παραγωγικών πόρων από κλάδους μη εμπορεύσιμων προϊόντων όπως οι κατασκευές και ο τομέας της ενέργειας, σε κλάδους εμπορεύσιμων προϊόντων όπως ο αγροτικός τομέας και ο τουρισμός.

Στη συνέχεια, υπολογίζεται η ανάπτυξη των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας σε διψήφιο επίπεδο και κατατάσσονται οι κλάδοι ανάλογα με το βαθμό στον οποίο ο κάθε κλάδος μπορεί να θεωρηθεί τομέας εμπορευσίμων.⁹ Αρχικά, υπολογίζονται σταθμισμένοι ρυθμοί αύξησης της παραγωγής, της εισροής εργασίας, της εισροής κεφαλαίου, της παραγωγικότητας της εργασίας και της ΣΠΣ για κάθε κατηγορία χρησιμοποιώντας ως στάθμιση την ΑΠΑ των διψήφων τομέων. Επίσης, διορθώνονται οι σταθμισμένοι ρυθμοί αύξησης του κεφαλαίου και της εργασίας με βάση τα μερίδια συμβολής του κεφαλαίου και της εργασίας, έτσι ώστε το άθροισμα των αυξήσεων της ΣΠΣ, του κεφαλαίου και της απασχόλησης να ισούται με την ανάπτυξη του τομέα.

Στο Διάγραμμα Β1 ταξινομούνται οι τομείς σε διψήφιο επίπεδο ως τομείς εμπορευσίμων και μη εμπορευσίμων¹⁰ και παρουσιάζονται οι σταθμισμένοι μέσοι ρυθμοί ανάπτυξης κατά ομάδα για την περίοδο 1995-2007. Αποτέλεσμα της ταξινόμησης είναι η ΑΠΑ να αποδίδεται κατά 43% στον τομέα των εμπορευσίμων και κατά 57% στον τομέα των μη εμπορευσίμων την περίοδο 1995-2007.¹¹ Κατά την προ κρίσης περίοδο μετατοπίζεται η παραγωγή από τους τομείς εμπορευσίμων σε τομείς μη εμπορευσίμων, με τους τομείς εμπορευσίμων να συρρικνώνονται στο 42% της ΑΠΑ το 2007, από 49% της ΑΠΑ το 1996.

Την περίοδο 2008-2014 (βλ. Διάγραμμα Β2) η ανάπτυξη παρουσιάζει μεγαλύτερη συγκέντρωση στους τομείς εμπορευσίμων, με τη μέση ανάπτυξη στους τομείς εμπορευσίμων να ανέρχεται σε +0,13% (έναντι -5,27% για τους τομείς μη εμπορευσίμων), ενώ ο μέσος ρυθμός μεταβολής της ΣΠΣ διαμορφώνεται σε -0,5% για τους τομείς εμπορευσίμων (έναντι -2,8% στους τομείς μη εμπορευσίμων). Η παραγωγικότητα της εργασίας στους τομείς εμπορευσίμων αυξάνεται κατά μέσο όρο κατά 3,5% (έναντι μείωσης -1,9% στους τομείς μη εμπορευσίμων). Κατά την περίοδο της κρίσης παρατηρείται μεταβολή της διάρθρωσης της οικονομίας από τομείς μη εμπορευσίμων σε τομείς εμπορευσίμων, με το ποσοστό των κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα να ανέρχεται στο 49% της συνολικής ΑΠΑ το 2014, από 43% το 2008.

Τα αποτελέσματα της ανάπτυξης και της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής σε διψήφιο επίπεδο στις υποπεριόδους 1995-2007 και 2008-2014 καταδεικνύουν πιθανή μεταβολή του παραγωγικού μοντέλου της οικονομίας. Την περίοδο 1995-2007 οι κλάδοι με την υψηλότερη ανά-

9 Από την ανάλυση παραλείπεται ο διψήφιος τομέας “Διαχείριση ακίνητης περιουσίας” (κωδικός 68), ο οποίος αφορά εισόδημα από μισθώσεις ακινήτων και άρα δεν είναι κατ’ αρχήν εφικτή η εφαρμογή της έννοιας της παραγωγικότητας.

10 Οι τομείς εμπορευσίμων περιλαμβάνουν: Αγροτικός τομέας (διψήφιοι κωδικοί NACE Rev.2 01-03), Ορυχεία- Λατομεία (05-09), Μεταποίηση (10-33), Ξενοδοχεία και Εστιατόρια (55-56), Πλωτές και αεροπορικές μεταφορές (50-51), Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τη μεταφορά δραστηριότητες (52), Εκδοτικές δραστηριότητες (58), Παραγωγή κινηματογραφικών ταινιών, βίντεο και τηλεοπτικών προγραμμάτων (59-60), Δραστηριότητες προγραμματισμού ηλεκτρονικών υπολογιστών (62-63), Ασφαλιστικά, ανασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, εκτός από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση (65), Επιστημονική έρευνα και ανάπτυξη (72), Διαφήμιση και έρευνα αγοράς (73), Άλλες επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (74-75), Δραστηριότητες ενοικίασης και εκμίσθωσης (77) και Δημοσιονομικές δραστηριότητες, τέχνες και διασκέδαση (90-92). Οι τομείς των μη εμπορευσίμων περιλαμβάνουν: Ενέργεια (35-39), Κατασκευές (41-43), Χονδρικό και Λιανικό Εμπόριο (45-47), Μεταφορά και Επικοινωνίες εκτός Πλωτών και αεροπορικών μεταφορών (49, 53 και 61), Δραστηριότητες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (64 και 66) και Λοιπές Υπηρεσίες (71, 78-8788 και 93-99).

11 Εάν οι τομείς “Ασφαλιστικές και Λοιπές Επιχειρηματικές Υπηρεσίες” ανακαταταγούν ως μη εμπορεύσιμες, ο καταμερισμός της παραγωγής μεταξύ των τομέων των μη εμπορευσίμων και των εμπορευσίμων διαμορφώνεται σε 62%-38%. Τα αποτελέσματα είναι προς την ίδια κατεύθυνση και με εναλλακτικούς ορισμούς εμπορευσίμων – μη εμπορευσίμων κλάδων δραστηριότητας.

πτυξη και παραγωγικότητα είναι στην πλειοψηφία τους κλάδοι μη εμπορευσίμων, όπως “Άλλες δραστηριότητες παροχής προσωπικών υπηρεσιών” (μέση ανάπτυξη 6,4% και μέση ΣΠΣ 12,7%), “Κατασκευή λοιπού εξοπλισμού μεταφορών” (μέση ανάπτυξη 10,5% και μέση ΣΠΣ 10,3%), “Χερσαίες μεταφορές και μεταφορές μέσω αγωγών” (μέση ανάπτυξη 3,7% και μέση ΣΠΣ 9,7%) και “Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκενή μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσυκλετών” (μέση ανάπτυξη 7,6% και μέση ΣΠΣ 7,6%).

Αντίθετα, την περίοδο 2008-2014 παρατηρείται αναδιάρθρωση της παραγωγής προς κλάδους παραδοσιακά εμπορευσίμων προϊόντων όπως “Παραγωγή οπτόηθρακα και προϊόντων διύλισης πετρελαίου” (μέση ανάπτυξη 11,1% και μέση ΣΠΣ -0,8%), “Επισκενή και εγκατάσταση μηχανημάτων και εξοπλισμού” (μέση ανάπτυξη 26,6% και μέση ΣΠΣ 31%) “Αεροπορικές μεταφορές” (μέση ανάπτυξη 5,4% και μέση ΣΠΣ 10,7%), “Καταλύματα και δραστηριότητες υπηρεσιών εστίασης” (μέση ανάπτυξη 4,2% και μέση ΣΠΣ 5,6%), “Γεωργία”, “Δασοκομία” και “Αλιεία” (μέση ανάπτυξη 3,5%, 9,1% και 6,6% αντίστοιχα και μέση ΣΠΣ 4,2%, 12,2% και 7,1% αντίστοιχα), αλλά και προς κλάδους με αναπτυσσόμενη εξωστρέφεια όπως “Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τη μεταφορά δραστηριότητες” (μέση ανάπτυξη 5,9% και μέση ΣΠΣ 5,6%), “Ασφαλιστικά, αντασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, εκτός από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση” (μέση ανάπτυξη 4,2% και μέση ΣΠΣ 5,7%).

2.2 Μεταβολές στην εξαγωγική επίδοση

Η ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομικής δραστηριότητας την περίοδο 2008-2014 επιβεβαιώνεται και από την πορεία του λόγου των εξαγωγών προς την ακαθάριστη αξία παραγωγής κατά κλάδο δραστηριότητας.¹² Παρατηρείται σημαντική αύξηση των εξαγωγών ως ποσοστού της ακαθάριστης αξίας παραγωγής μεταξύ των περιόδων 1995-2007 και 2008-2014 τόσο σε κλάδους παραγωγής αγαθών όσο και σε κλάδους υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα Γ).¹³ Μάλιστα, σε 11 από τους 32 κλάδους οι εξαγωγές αντιπροσωπεύουν πλέον πάνω από το 50% της παραγωγής.

Συγκεκριμένα, την περίοδο 2008-2014 αυξάνεται σημαντικά η εξωστρέφεια των κλάδων “Κατασκευή λοιπού εξοπλισμού μεταφορών”, “Κατασκευή ηλεκτρονικών υπολογιστών, ηλεκτρονικών και οπτικών προϊόντων” και “Παραγωγή βασικών φαρμακευτικών προϊόντων και φαρμακευτικών παρασκευασμάτων”. Ως προς τις υπηρεσίες, μεγαλύτερη εξωστρέφεια καταγράφεται στους κλάδους “Δραστηριότητες προγραμματισμού ηλεκτρονικών υπολογιστών και συναφείς δραστηριότητες”, “Αεροπορικές μεταφορές” και “Ασφαλιστικά, αντασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, εκτός από υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση”. Αυξημένη εξωστρέφεια παρουσιάζεται επίσης σε υπηρεσίες όπως “Επιστημονική έρευνα και ανάπτυξη” και “Άλλες επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες” (κλάδοι 72-77).

3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

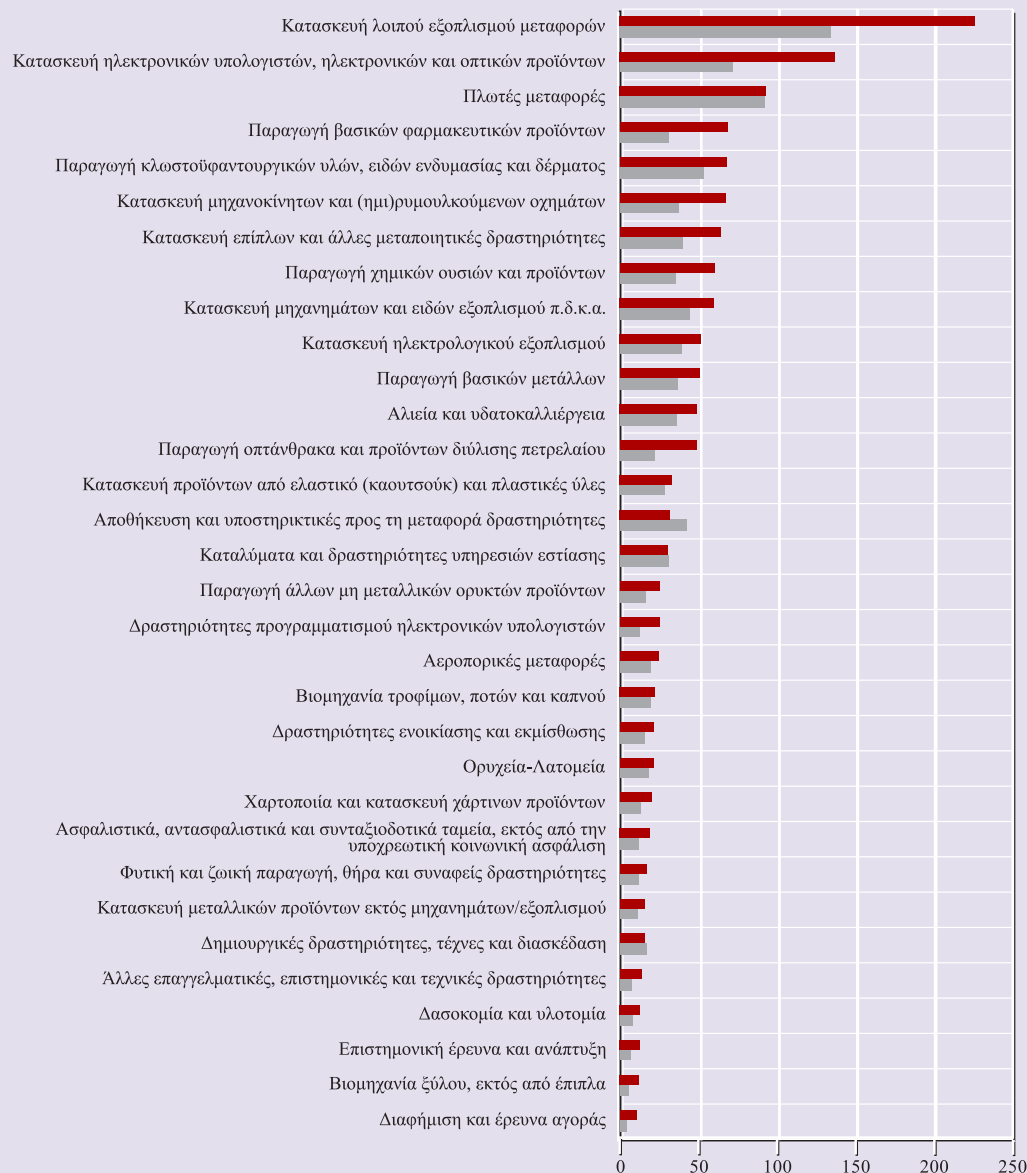
Τα αποτελέσματα από την ανάλυση της τομεακής ανάπτυξης της οικονομίας καταδεικνύουν πιθανή αλλαγή του παραγωγικού μοντέλου της οικονομίας από κλάδους μη εμπορευσίμων την περίοδο 1995-2007 προς κλάδους εμπορευσίμων την πρόσφατη περίοδο 2008-2014. Η μεγαλύτερη εξωστρέφεια των κλάδων στους οποίους η Ελλάδα έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και πιο μακροπρόθεσμα η ποιοτική αναβάθμιση του εξαγωγίμου προϊόντος αποτελούν βασικές προ-

12 Βλ. Mano R. and M. Castillo, IMF WP/15/48, “The level of productivity in traded and non-traded sectors for a large panel of countries”, February 2015.

13 Η εξαγωγική επίδοση υπερβαίνει το 100 σε περίπτωση εξαγωγών αποθεμάτων, ή εξαγωγών προϊόντων που δεν έχουν παραχθεί εγχώρια (και άρα δεν συμπεριλαμβάνονται στην ακαθάριστη αξία παραγωγής). Στους κλάδους 26 και 30 η εξαγωγική επίδοση υπερβαίνει το 100, λόγω υψηλών εισαγωγών που σχετίζονται με τα εμπορικά περιθώρια.

Διάγραμμα Γ Εξαγωγική επίδοση της ελληνικής οικονομίας κατά κλάδο δραστηριότητας την περίοδο 1995-2014¹

■ μέσος όρος περιόδου: 2008-2014
 ■ μέσος όρος περιόδου: 1995-2007



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί, Οκτώβριος 2015.
¹ Εξαγωγική επίδοση = εξαγωγές/ακαθάριστη αξία παραγωγής.

υποθέσεις της μετάβασης της ελληνικής οικονομίας σε ένα διατηρήσιμο μοντέλο ανάπτυξης βασισμένο στις εξαγωγές. Προκειμένου να ενισχυθεί η παραγωγικότητα των εξωστρεφών κλάδων, είναι απαραίτητη η χρηματοδότηση επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και νέες τεχνολογίες και η εφαρμογή των προγραμματισμένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊ-

όντων σύμφωνα με τις συστάσεις του ΟΟΣΑ (Toolkit I και II).¹⁴ Τέλος, απαραίτητη για την ενίσχυση της παραγωγικότητας είναι η προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη δημόσια διοίκηση και στο επιχειρηματικό περιβάλλον, ώστε να μειωθεί το διοικητικό κόστος και να αρθούν τα εμπόδια για τη διεξαγωγή του διασυνοριακού εμπορίου.

¹⁴ Η Ελλάδα έχει πετύχει υψηλό βαθμό ανταπόκρισης στις συστάσεις του ΟΟΣΑ από το 2011 (OECD, *Going for Growth 2013 και Going for Growth 2015*), με αποτέλεσμα να βελτιωθεί η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Anastasatos, T.G. and D. Malliaropoulos, (2013), “The improvement in the Competitive Position of the Greek Economy and Prospects for an Export-led Growth Model”, *Economy & Markets, Eurobank Research*, January.
- Berthou, A. et al, “Assessing European firms’ exports and productivity distributions: the CompNet trade module”, ECB Working Paper 1788.
- Daveri, F. (2002), “The New Economy in Europe (1992-2001)”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 18, no. 3, 345-62.
- Daveri, F. and A. Filippin (2002), “Are real wages and TFP important correlates of sector employment?”, αδημοσίευτη μελέτη.
- Gibson, H. (2010), “Ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας κατά τομέα την περίοδο 1995-2003”, μελέτη 4.2 στην έκδοση *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής*, Τράπεζα της Ελλάδος.
- Gibson, H. and J. Malley (2008), “The Contribution of Sectoral Productivity Differentials to Inflation in Greece”, *Open Economies Review*, 19, 629-50.
- Malliaropoulos, D., (2010), “How much did competitiveness of the Greek economy decline since EMU entry?”, *Economy and Markets*, Eurobank Research, July.
- Mano R. and M. Castillo (2015), “The level of productivity in traded and non-traded sectors for a large panel of countries”, IMF WP/15/48 (February).
- Mylonas, P. and N. Magginas (2011), “First signs of economic rebalancing, but high uncertainty and a tough fiscal program slow the adjustment process”, National Bank of Greece, *Greece – Economic & Market Analysis*, Οκτώβριος.
- O’ Mahony, M. and B. van Ark (2003), *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective*, European Commission Enterprise Publication, 7-273.
- Oulton, N. and S. Srinivasan (2005), “Productivity Growth in UK Industries, 1970-2000: Structural change and the role of ICT”, Bank of England, Working Paper no. 259.
- Παπάζογλου, Χ. (2014), “Ελληνική εξαγωγική επίδοση: Ανταγωνιστικότητα και ξένες άμεσες επενδύσεις”, στο: *Ανταγωνιστικότητα για ανάπτυξη: Προτάσεις πολιτικής*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- van Ark, B., M.O’ Mahony and M.P. Timmer (2008), “The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, no. 1, 25-44.
- van Ark, B. and E. Monnikhof (2000), “Productivity and Unit Labour Cost Comparisons: a Data Base”, *International Labour Office*, 5, 1-42.
- van Ark, B., E. Stuivenwold and G. Ypma (2005), “Unit Labour Costs, Productivity and International Competitiveness”, Research Memorandum, University of Groningen, Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, 1-21.

Η ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΕΛΣΤΑΤ ΣΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), από το Σεπτέμβριο του 2015 και από μήνα αναφοράς Ιούλιο 2015, χρησιμοποιεί τα στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ) στην κατάρτιση του ισοζυγίου αγαθών αντί των στοιχείων διακανονισμών που χρησιμοποιούνταν έως τον Ιούνιο του 2015, μια διαδικασία ευρύτατα διαδεδομένη στα κράτη-μέλη της ΕΕ.¹ Η αλλαγή αυτή είχε ως αποτέλεσμα σημαντικές μεταβολές στο μέγεθος του ισοζυγίου αγαθών και κατά συνέπεια στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ οι μεταβολές των μεγεθών που αφορούν υπηρεσίες είναι αμελητέες.

Με την αλλαγή αυτή χρησιμοποιούνται πλέον οι ίδιες πρωτογενείς πηγές στοιχείων στη διαδικασία κατάρτισης τόσο του ισοζυγίου πληρωμών (ΙΠ) όσο και του Λογαριασμού με την Αλλοδαπή των Εθνικών Λογαριασμών (ΕΛ). Συγκεκριμένα, για τα αγαθά η πηγή είναι τα στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ και για τις υπηρεσίες η Έρευνα Συνόρων της ΤτΕ για τις ταξιδιωτικές και τα στοιχεία διακανονισμών της ΤτΕ για τις λοιπές υπηρεσίες. Σημειώνεται ότι οι διαφορές μεταξύ των ΕΛ και του ΙΠ ήταν συνέπεια των διαφορών στη μεθοδολογική προσέγγιση και στον τρόπο συλλογής των στοιχείων για συναλλαγές που αφορούν αγαθά. Παράλληλα, έχει επιτευχθεί σε μεγάλο βαθμό η εναρμόνιση της μεθοδολογίας κατάρτισης του ΙΠ με τους ΕΛ, ιδίως μετά την υιοθέτηση της μεθοδολογίας της 6ης έκδοσης του Εγχειριδίου του ΔΝΤ για το Ισοζύγιο Πληρωμών (BPM6).²

Τα στοιχεία της αξίας των εξαγωγών και εισαγωγών που ανακοινώνει η ΕΛΣΤΑΤ κάθε μήνα είναι η κύρια πηγή για τις συναλλαγές που αφορούν εμπορεύματα και αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος (πάνω από το 90%) των μεγεθών των εισπράξεων από εξαγωγές και της δαπάνης για εισαγωγές του ισοζυγίου αγαθών.³ Κατά τη διαδικασία όμως της κατάρτισης του ΙΠ προκύπτουν ορισμένες διαφοροποιήσεις από τα στοιχεία που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ κάθε μήνα.

Τα στατιστικά στοιχεία του εξωτερικού εμπορίου περιλαμβάνουν στοιχεία για προμήθειες εφοδίων – κυρίως καυσίμων, από ξένες ναυτιλιακές και αεροπορικές εταιρίες, που καταγράφονται στις εξαγωγές – και στοιχεία για επεξεργασία αγαθών. Οι προμήθειες εφοδίων από ελληνικές εταιρίες στο εξωτερικό δεν καταγράφονται αντίστοιχα στις εισαγωγές από την ΕΛΣΤΑΤ, εφόσον δεν συλλέγονται στα ελληνικά τελωνεία. Για το λόγο αυτό, κατά την κατάρτιση του ΙΠ, στις εισαγωγές αγαθών περιλαμβάνονται και οι προμήθειες εφοδίων με βάση τα στοιχεία που συλλέγονται από την ΤτΕ. Τα στοιχεία που αφορούν επεξεργασία αγαθών εξαιρούνται από την κατάρτιση του ισοζυγίου αγαθών, αλλά τα στοιχεία της ΤτΕ για υπηρεσίες επεξεργασίας και επισκευών

1 “Ισοζύγιο πληρωμών – Ενσωμάτωση στο ισοζύγιο αγαθών των στοιχείων εξωτερικού εμπορίου της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ)”, Δελτίο τύπου, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα, 21.9.2015.

2 Αυτή επέφερε αλλαγές στην ταξινόμηση και παρουσίαση των στοιχείων χωρίς να επηρεάσει το μέγεθος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βλ. “Ισοζύγιο πληρωμών – Μετάβαση στη νέα μεθοδολογία κατάρτισης – BPM6”, Δελτίο τύπου, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα, 23.3.2015).

3 Τα στοιχεία για το ενδοκοινοτικό εμπόριο συλλέγονται μέσω ειδικού εντύπου (δήλωση Intrastat) που υποβάλλουν οι επιχειρήσεις για αξία συναλλαγών που είναι μεγαλύτερη του στατιστικού ορίου αναγγελίας, όπως αυτό προσδιορίζεται από την ΕΛΣΤΑΤ για κάθε έτος. Οι συναλλαγές μικρότερης αξίας, για τις οποίες δεν υπάρχει υποχρέωση υποβολής δήλωσης Intrastat, υπολογίζονται με βάση τους ευρωπαϊκούς κανονισμούς από τα στοιχεία των Ανακεφαλαιωτικών Πινάκων Ενδοκοινοτικών Παραδόσεων και Αποκτήσεων, που υποχρεούνται όλες οι επιχειρήσεις να υποβάλλουν στο Υπουργείο Οικονομικών. Τα στοιχεία για τις εισαγωγές και εξαγωγές από και προς τρίτες χώρες εκτός ΕΕ (Extrastat) συγκεντρώνονται από τα τελωνεία μέσω Ενιαίου Διοικητικού Εντύπου. Στα στοιχεία αυτά ενσωματώνονται και τα προσωρινά στοιχεία των “ελλিপών τελωνειακών διασαφήσεων”, τα οποία συμπληρώνονται και οριστικοποιούνται στη συνέχεια και αφορούν κυρίως πετρελαιοειδή. Σημειώνεται όμως ότι τα στοιχεία για τα “πετρελαιοειδή”, όπως δημοσιεύονται σε μηνιαία βάση από την ΕΛΣΤΑΤ, δεν περιλαμβάνουν το σύνολο των καυσίμων, τα οποία όμως λαμβάνονται υπόψη για την κατάρτιση του ΙΠ.

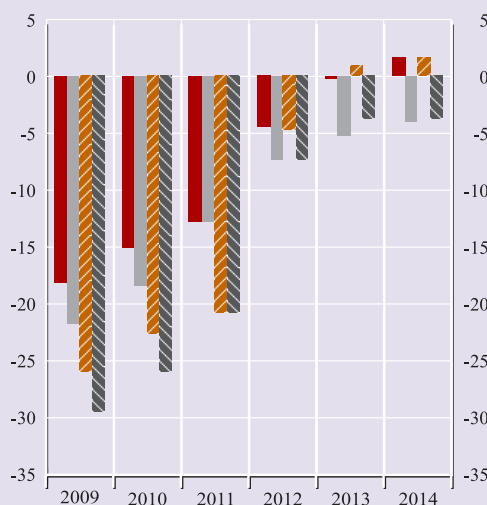
περιλαμβάνονται στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Επίσης, κατά την κατάρτιση του ΙΠ χρησιμοποιούνται τα στοιχεία που συλλέγονται από την ΤτΕ για τις αγοραπωλησίες πλοίων (εξαιρουμένων των στοιχείων που συλλέγονται από την ΕΛΣΤΑΤ) και για τις τριγωνικές συναλλαγές.⁴

Επιπλέον, όσον αφορά τις εισαγωγές, η διαδικασία κατάρτισης του ΙΠ απαιτεί τη μετατροπή της αξίας των εισαγωγών της ΕΛΣΤΑΤ, οι οποίες ανακοινώνονται σε όρους CIF (cost, insurance, freight), σε όρους FOB (free on board), εφαρμόζοντας ένα σταθερό συντελεστή μετατροπής CIF/FOB ύψους 5% (δηλαδή $FOB = (1-0.05) * CIF$). Η διαφορά που προκύπτει κατανέμεται στις μεταφορικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες και καταγράφεται στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Επίσης, στις εισαγωγές περιλαμβάνεται και εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ για το ύψος των μη δηλούμενων εισαγωγών, οι οποίες αφορούν κυρίως παράνομες δραστηριότητες (λαθρεμπόριο αλκοολούχων ποτών, προϊόντων καπνού, ναρκωτικών και άλλων προϊόντων, π.χ. ρούχων).

Διάγραμμα Α Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών

(δισεκ. ευρώ)

- ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παλαιό
- ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών αναθεωρημένο
- ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παλαιό
- ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναθεωρημένο

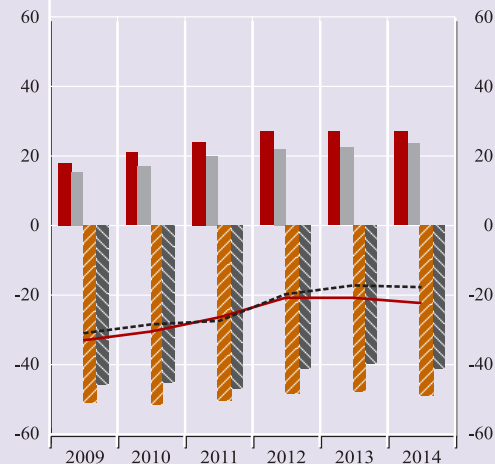


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών - προσωρινά στοιχεία.

Διάγραμμα Β Βασικά μεγέθη ισοζυγίου αγαθών

(δισεκ. ευρώ)

- εξαγωγές αγαθών - αναθεωρημένο
- εξαγωγές αγαθών - παλαιό
- εισαγωγές αγαθών - αναθεωρημένο
- εισαγωγές αγαθών - παλαιό
- ισοζύγιο αγαθών αναθεωρημένο
- ισοζύγιο αγαθών παλαιό



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών - προσωρινά στοιχεία.

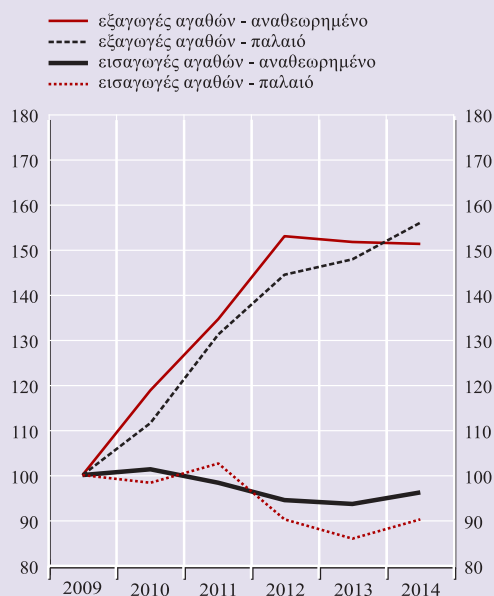
Σε σύγκριση με τα προηγουμένως δημοσιευμένα στοιχεία, τα αναθεωρημένα στοιχεία δείχνουν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (και του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του) σε υψηλότερα επίπεδα, διατηρώντας όμως τη θετική εικόνα των εξελίξεων (βλ. Διάγραμμα Α). Στο διάστημα 2009-2014 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 10,3 ποσοστιαίες μονάδες. Επίσης, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών έφθασαν το 33% του ΑΕΠ το 2014, έναντι 19% το 2009.

⁴ Τριγωνική συναλλαγή πραγματοποιείται όταν κάτοικος αγοράζει αγαθά από μη κάτοικο (εισαγωγή) και τα μεταπωλεί σε άλλο μη κάτοικο (εξαγωγή) χωρίς τα αγαθά να βρίσκονται στο έδαφος του κατοίκου.

Τα αναθεωρημένα στοιχεία δείχνουν υψηλότερα επίπεδα τόσο των εισπράξεων από εξαγωγές όσο και της δαπάνης για εισαγωγές (κατά μέσο κατά 21% και 15% αντίστοιχα) στη διάρκεια της περιόδου 2009-2014 (βλ. Διάγραμμα Β). Σε σχέση με την εικόνα που παρουσίαζαν οι προηγούμενες σειρές, η ανοδική τάση των εξαγωγών φαίνεται όμως να επιβραδύνεται περισσότερο από ό,τι το 2012 και μετά και η μείωση των εισαγωγών ακολουθεί βραδύτερο ρυθμό, με αποτέλεσμα να καταγραφεί μεγαλύτερο (κατά 3,5 και 4,4 δισεκ. ευρώ το 2013 και το 2014 αντίστοιχα) έλλειμμα στο ισοζύγιο αγαθών.⁵ Πάντως, η ανοδική δυναμική των εξαγωγών αγαθών διατηρείται και με την ενσωμάτωση των νέων στοιχείων στο ισοζύγιο και παραμένει ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες για τη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βλ. Διάγραμμα Γ). Η εξέλιξη αυτή σε σημαντικό βαθμό αντανακλά τα οφέλη από την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, αλλά και τη στροφή των ελληνικών επιχειρήσεων στις αγορές του εξωτερικού ως αποτέλεσμα της παρατεταμένης ύφεσης στην εγχώρια οικονομία, παρά τους περιορισμούς ρευστότητας που αντιμετωπίζουν.

Διάγραμμα Γ Εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών

(δείκτης 2009=100)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών - προσωρινά στοιχεία.

⁵ Ειδικότερα για το 2014, το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασε βελτίωση μόνο κατά 1 δισεκ. ευρώ (έναντι 2 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με τα παλιά στοιχεία), λόγω κυρίως των πολύ καλών επιδόσεων του τουρισμού και της ναυτιλίας, ενώ οι εξαγωγές αγαθών εμφανίζονται στάσιμες με τα αναθεωρημένα στοιχεία. Η βελτίωση όμως αυτή δεν αντιστάθμισε τον περιορισμό των εισροών στο ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων το 2014 σε σχέση με το 2013, με αποτέλεσμα το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών να παραμένει σχεδόν αμετάβλητο (ενώ είχε παρουσιάσει μικρή βελτίωση σύμφωνα με τα προηγούμενως δημοσιευμένα στοιχεία).

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

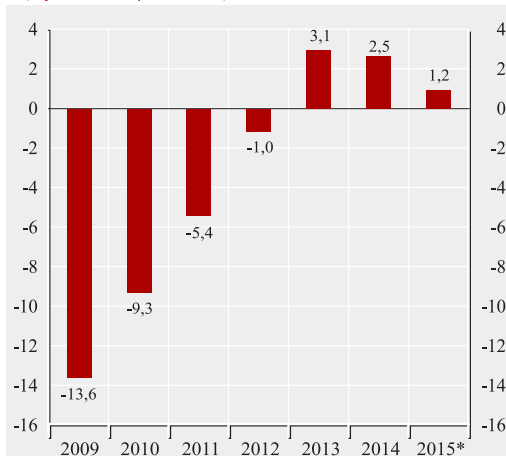
Οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους δανειστές το πρώτο εξάμηνο του έτους, η διακοπή τους τον Ιούνιο του 2015 και η λήξη του δεύτερου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής χωρίς να ολοκληρωθεί η τελευταία αξιολόγησή του οδήγησαν σε παράταση της αβεβαιότητας, στην οποία είχε ήδη εισέλθει η χώρα από τα τέλη του 2014, αλλά και σε κρίση εμπιστοσύνης μεταξύ της Ελλάδος και των εταίρων της στη ζώνη του ευρώ. Η παρατεταμένη περίοδος αβεβαιότητας, σε συνδυασμό με την τραπεζική αργία και τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων από τα τέλη Ιουνίου του 2015, αποτυπώθηκε εμφανώς στους δείκτες εμπιστοσύνης και προκάλεσε δυσμενείς αναθεωρήσεις των δημοσιονομικών προβλέψεων. Η υπογραφή της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης αποτελεί ένδειξη της αμφίδρομης δέσμευσης για παραμονή της χώρας στο ευρώ, ενώ η ευρύτερη αποδοχή του προγράμματος είναι κρίσιμης σημασίας για την επιτυχή εφαρμογή του. Ως καίρια ζητούμενα για την επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής αναδεικνύονται: η εξοικονόμηση – μη παραγωγικών – δαπανών του δημόσιου τομέα, η κατάργηση των εναπομενουσών εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις της φορολογίας και της κοινωνικής ασφάλισης, η αποκατάσταση της χρηματοδότησης του Δημοσίου και η ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων, η σταθεροποίηση του φορολογικού πλαισίου που θα συμβάλει στη δημιουργία περιβάλλοντος φιλικού προς τις επενδύσεις, καθώς και η ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης. Καθοριστική συμβολή στην ίδια κατεύθυνση θα έχει επίσης η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ¹

Η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών που παρατηρήθηκε έως το 2013 ανακόπηκε το 2014 λόγω της πολιτικής ασάθειας που επικράτησε τους τελευταίους μήνες του έτους με σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στα δημοσιονομικά έσοδα. Κατά συνέπεια, το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα δεν παρουσίασε

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Πρόβλεψη.

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

τη βελτίωση που αναμενόταν το 2014 και διαμορφώθηκε χαμηλότερα από εκείνο του 2013 (βλ. Διάγραμμα V.1).

Παράλληλα, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2014 επιδεινώθηκε έναντι του 2013 και απέκλινε από το στόχο του δεύτερου προγράμματος. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), η γενική κυβέρνηση (ΓΚ) για το 2014 παρουσίασε έλλειμμα 3,6% του ΑΕΠ, δραστικά μειωμένο έναντι ελλείμματος ύψους 12,4% του ΑΕΠ το 2013 (βλ. Πίνακα V.1). Εντούτοις, η βελτίωση σε σχέση με το 2013 οφείλεται στην επίπτωση που είχε στο αποτέλεσμα του 2013 η καθαρή κρατική στήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ύψους 10,6% του ΑΕΠ, καθώς, εάν γίνει η σχετική διόρθωση, το αποτέλεσμα του 2014 (-3,6% του ΑΕΠ) εμφανίζεται επιδεινωμένο έναντι του 2013 (-1,8% του ΑΕΠ).

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 25 Νοεμβρίου 2015.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2011	2012	2013	2014
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
– Κεντρική κυβέρνηση	-9,3	-8,3	-14,7	-4,3
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	-0,9	-0,5	2,3	0,7
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-10,5	-6,1	-1,8	-3,6
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-3,3	-1,0	2,2	0,3
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης)²		-1,3	1,2	0,3
Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού				
Δημοσιονομικά στοιχεία²	-11,0	-8,2	-3,0	-2,1
Ταμειακά στοιχεία³	-11,1	-5,6⁴	-7,1⁵	-2,4⁶

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

2 Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης ΚΠ, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2016).

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

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

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

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

Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2016, το αποτέλεσμα της ΓΚ εκτιμάται σε 0,3% του ΑΕΠ, αποκλίνοντας σημαντικά από το στόχο (1,5% του ΑΕΠ). Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται σε προσαρμογές της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης που γίνονται επί του πρωτογενούς αποτελέσματος της ΓΚ κατά ESA (1,4% του ΑΕΠ) και περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων,² τη θετική επίδραση ποσού ύψους 0,4% του ΑΕΠ που αφορά τη διαφορά φυσικών παραλαβών και παραλαβών κατά ΔΥΕ των εξοπλιστικών δαπανών. Η απόκλιση από το στόχο οφείλεται, εκτός από την υστέρηση των εσόδων, και στην αλλαγή στον τρόπο καταγραφής των αμυντικών δαπανών από την ΕΛΣΤΑΤ.

Το πρώτο εξάμηνο του 2015 χαρακτηρίστηκε από παρατεταμένη περίοδο διαπραγματεύσεως με τους εταίρους, πάγωμα της χρηματοδότησης

στο πλαίσιο του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής (συμπεριλαμβανομένης της απόδοσης εσόδων ANFA και SMP),³ άνοδο των επιτοκίων δανεισμού και απόκλιση των φορολογικών εσόδων από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2015. Ως αποτέλεσμα, η ταμειακή

2 Για το 2014 στο πρωτογενές αποτέλεσμα με βάση το πρόγραμμα δεν υπολογίζονται, μεταξύ άλλων, έσοδα της τάξεως του 0,1% του ΑΕΠ από αποκρατικοποιήσεις και εισπράξεις της τάξεως του 0,3% του ΑΕΠ από ANFA και SMP.

3 Τα έσοδα ANFA αφορούν την εκχώρηση στο 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. Το ύψος των κερδών αυτών που θα αποδίδονταν στην Ελλάδα στο πλαίσιο του προηγούμενου προγράμματος και υπό την προϋπόθεση της ομαλής διεξαγωγής του ήταν σωρευτικά 13,4 δισεκ. ευρώ έως το 2020. Από αυτά η Ελλάδα έχει εισπράξει 3,8 δισεκ. ευρώ. Λόγω όμως της λήξης του προηγούμενου προγράμματος χωρίς να ολοκληρωθεί ομαλά η τελευταία αξιολόγησή του, έχει αρθεί η δέσμευση των εταίρων για την απόδοση του υπολειπόμενου ποσού στην Ελλάδα. Η αποκατάσταση της δέσμευσης αυτής ενδέχεται να επαναξιολογηθεί βάσει της επιτυχούς υλοποίησης του νέου προγράμματος.

διαχείριση προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι υφιστάμενες υποχρεώσεις πληρωμών κατέστη εξαιρετικά δύσκολη και χαρακτηρίστηκε από αναβολές πληρωμών προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης και βραχυπρόθεσμο δανεισμό διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης.

Η λήξη του δεύτερου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής χωρίς να ολοκληρωθεί η τελευταία του αξιολόγηση, μετά την απότομη διακοπή των διαπραγματεύσεων στο τέλος Ιουνίου, και η προκήρυξη του δημοψηφίσματος της 5ης Ιουλίου επέτειναν την αβεβαιότητα και δημιούργησαν κρίση εμπιστοσύνης. Η μαζική εκροή καταθέσεων που ως εκ τούτου παρατηρήθηκε δημιούργησε ασφυκτικές συνθήκες έλλειψης ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, με αποτέλεσμα την κήρυξη τραπεζικής αργίας, την εισαγωγή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την επιδείνωση των δεικτών εμπιστοσύνης.

Η μεγάλη αβεβαιότητα και η κρίση εμπιστοσύνης εντεινόταν συνεχώς κατά τη διάρκεια του Ιουνίου, καθώς στο πλαίσιο της έλλειψης ρευστότητας το Ελληνικό Δημόσιο μετατόπιζε την πληρωμή υποχρεώσεών του προς το τέλος του μηνός και κορυφώθηκαν όταν εν τέλει δεν εκπλήρωσε υποχρεώσεις του για πληρωμή χρεολυσίων ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος Ιουνίου και στα μέσα Ιουλίου, κυρίως προς το ΔΝΤ, με αρνητικές συνέπειες στη φερεγγυότητα της χώρας. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στις 8.7.2015 η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου κορυφώθηκε σε 19,34% (έναντι 11,2% στις 2.6.2015 και 6,85% στο τέλος Σεπτεμβρίου 2014), ενώ οι αποδόσεις των ομολόγων μικρότερης διάρκειας ανήλθαν σε πρωτοφανή επίπεδα (2ετή: 57,21%, 4ετή: 36,15%).

Η κατάσταση αποκλιμακώθηκε μετά τη σύνοδο κορυφής της ευρωζώνης στις 12 Ιουλίου, όπου επιτεύχθηκε συμφωνία ανάμεσα στην Ελλάδα και στους ευρωπαϊκούς θεσμούς σχετικά με τη θέσπιση τριετούς προγράμματος χρηματοοικονομικής στήριξης προς την Ελλάδα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Βάσει της συμφωνίας, απο-

φασίστηκε η παροχή προς την Ελλάδα ενός βραχυπρόθεσμου μεταβατικού δανείου (bridge loan) ύψους 7,2 δισεκ. ευρώ, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (ΕΜΧΣ), το οποίο επέτρεψε στη χώρα να εκκαθαρίσει τις προαναφερθείσες καθυστερούμενες οφειλές της και να αποπληρώσει επόμενες, οι οποίες θα έπρεπε να εξοφληθούν έως ότου αρχίσει να λαμβάνει χρηματοδότηση μέσω του νέου προγράμματος από τον ΕΜΣ.

Η σύνοδος τόνισε την ανάγκη να οικοδομηθεί εκ νέου σχέση εμπιστοσύνης με τις ελληνικές αρχές ως προαπαιτούμενο για πιθανή μελλοντική συμφωνία σχετικά με νέο πρόγραμμα του ΕΜΣ. Στο πλαίσιο αυτό, η Ελλάδα δεσμεύθηκε και θεσμοθέτησε με τον Ν. 4334/2015⁴ μια πρώτη δέσμη μέτρων που αφορούν, μεταξύ άλλων, την αναδιάρθρωση του συστήματος ΦΠΑ και τη διεύρυνση της φορολογικής του βάσης για αύξηση των εσόδων, τη βελτίωση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του συνταξιοδοτικού συστήματος, τη διασφάλιση της πλήρους νομικής ανεξαρτησίας της ΕΛΣΤΑΤ και την έναρξη λειτουργίας του Δημοσιονομικού Συμβουλίου. Επίσης, με τον Ν. 4335/2015⁵ θεσπίστηκε δεύτερη δέσμη προαπαιτούμενων μέτρων, τα οποία περιλαμβάνουν τροποποιήσεις του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας αλλά και διατάξεις που ενσωματώνουν στην εθνική νομοθεσία την κοινοτική οδηγία για την εξυγίανση των τραπεζών.

Αφού θεσμοθετήθηκαν τα προαπαιτούμενα μέτρα, η νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης υπογράφηκε στις 19 Αυγούστου 2015 μεταξύ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (εκ μέρους του ΕΜΣ) και της Ελλάδος για τριετές πρόγραμμα χρηματοοικονομικής βοήθειας από τον ΕΜΣ, αφού ως νόμος είχε κυρωθεί από την ελληνική Βουλή με συντριπτική πλειοψηφία 76% στις 14 Αυγούστου (Ν. 4336/2015).⁶ Το

⁴ “Επείγουσες ρυθμίσεις για τη διαπραγμάτευση και σύναψη συμφωνίας με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (Ε.Μ.Σ.)”.

⁵ “Επείγοντα μέτρα εφαρμογής του Ν. 4334 (Α’ 80)”.

⁶ “Συνταξιοδοτικές διατάξεις – Κύρωση του Σχεδίου Σύμβασης Οικονομικής Ενίσχυσης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας και ρυθμίσεις για την υλοποίηση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης”.

πρόγραμμα αφορά παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα έως τον Αύγουστο του 2018 ύψους έως 86 δισεκ. ευρώ και με μέγιστη μέση διάρκεια τα 32,5 έτη, συμπεριλαμβανομένων 25 δισεκ. ευρώ προκειμένου να καλυφθεί το πιθανό κόστος ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι πολιτικές που περιλαμβάνει βασίζονται σε τέσσερις πυλώνες: α) αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, β) διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, γ) ανάπτυξη, ανταγωνιστικότητα και επενδύσεις και δ) εκσυγχρονισμό του κράτους και της δημόσιας διοίκησης. Επίσης, το νέο πρόγραμμα προβλέπει ένα φιλόδοξο σχέδιο αποκρατικοποιήσεων ύψους 50 δισεκ. ευρώ έως την αποπληρωμή του δανείου.

Στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, περιλαμβάνεται αναθεωρημένη δημοσιονομική πορεία βασισμένη στην επίτευξη χαμηλότερων στόχων, δηλ. πρωτογενούς ελλείμματος ύψους 0,25% για το 2015 και πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 0,5%, 1,75% και 3,5% του ΑΕΠ για τα έτη 2016, 2017 και 2018 και εξής, αντίστοιχα. Οι νέοι στόχοι αναμένεται να επιτευχθούν με την υιοθέτηση σειράς μέτρων, μερικά από τα οποία είχαν ήδη θεσμοθετηθεί με τους προαναφερθέντες νόμους, ενώ άλλα περιγράφονταν ως προαπαιτούμενα για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος. Τα μέτρα αυτά αφορούν μεταξύ άλλων την ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης, τη βελτίωση της δημοσιονομικής διαχείρισης και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής.

Η διαδικασία της θέσπισης των προαπαιτούμενων προκειμένου να ολοκληρωθεί η πρώτη αξιολόγηση τον Οκτώβριο καθυστέρησε με την εκλογική αναμέτρηση της 20ής Σεπτεμβρίου, το αποτέλεσμα της οποίας ανέδειξε εκ νέου και σχεδόν χωρίς απώλειες την κυβέρνηση που είχε διαπραγματευθεί και υπογράψει τη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Ως εκ τούτου, η πρώτη αξιολόγηση μετατοπίστηκε προς το τέλος του έτους, ενώ συνεχίστηκε η μεταρρυθμιστική προσπάθεια με τους Ν. 4337/2015⁷, Ν. 4342/2015⁸ και Ν.

4346/2015,⁹ οι οποίοι περιλαμβάνουν συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις και ρυθμίσεις δημοσιονομικού και διαρθρωτικού χαρακτήρα. Παράλληλα, δημοσιεύθηκε πόρισμα της Επιτροπής Σοφών για το ασφαλιστικό σύστημα ως βάση για την ασφαλιστική μεταρρύθμιση. (Οι δημοσιονομικές δεσμεύσεις της Ελλάδος στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης παρουσιάζονται αναλυτικά στο Ειδικό θέμα V.1).

Η χρηματοδοτική βοήθεια στο πλαίσιο του νέου προγράμματος προβλέπεται να εκταμιεύεται σταδιακά βάσει υλοποίησης προαπαιτούμενων μέτρων. Η πρώτη δόση αφορά 26 δισεκ. ευρώ και χωρίστηκε σε επιμέρους υποδόσεις. Με την υπογραφή του νέου προγράμματος εκταμιεύθηκε ποσό ύψους 13 δισεκ. ευρώ, που χρησιμοποιήθηκε ως επί το πλείστον για την αποπληρωμή του προαναφερθέντος μεταβατικού δανείου από τον ΕΜΧΣ και λοιπών χρεολυσίων, ενώ επιπλέον 10 δισεκ. ευρώ κατατέθηκαν σε ειδικό λογαριασμό του ΕΜΣ στο Λουξεμβούργο προκειμένου να χρησιμοποιηθούν, υπό προϋποθέσεις, για να καλυφθεί το κόστος της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Στη συνέχεια με την ψήφιση των επόμενων νόμων και σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της άσκησης αξιολόγησης των κεφαλαιακών αναγκών των τραπεζών,¹⁰ το ποσό των 10 δισεκ. ευρώ χαρακτηρίστηκε διαθέσιμο προς άντληση για τις ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ αποδεσμεύθηκε και ποσό ύψους 2

7 “Μέτρα για την εφαρμογή της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”.

8 “Συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις, ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2012/27/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Οκτωβρίου 2012, ‘Για την ενεργειακή απόδοση, την τροποποίηση των Οδηγιών 2009/125/ΕΚ και 2010/30/ΕΕ και την κατάργηση των Οδηγιών 2004/8/ΕΚ και 2006/32/ΕΚ’, όπως τροποποιήθηκε από την Οδηγία 2013/12/ΕΕ του Συμβουλίου της 13ης Μαΐου 2013 ‘Για την προσαρμογή της Οδηγίας 2012/27/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την ενεργειακή απόδοση, λόγω της προσχώρησης της Δημοκρατίας της Κροατίας’ και άλλες διατάξεις”.

9 “Επείγουσες ρυθμίσεις για την εφαρμογή της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”.

10 Σύμφωνα με το δελτίο τύπου της ΕΚΤ της 31.10.2015, από τη συνολική αξιολόγηση των τεσσάρων σημαντικών ελληνικών τραπεζών προέκυψε συνολική υστέρηση κεφαλαίων ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του βασικού σεναρίου και 14,4 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του σεναρίου δυσμενών εξελίξεων.

δισεκ. ευρώ. Η καταβολή του εναπομείναντος ποσού ύψους 1 δισεκ. ευρώ συναρτάται προς την επιτυχή θεσμοθέτηση των υπόλοιπων προαπαιτούμενων.

Η αναταραχή στο οικονομικό κλίμα τους πρώτους εννέα μήνες του 2015 σε συνδυασμό με καθυστερήσεις στη λειτουργία του φοροεσπρακτικού μηχανισμού προκάλεσαν μεγάλη υστέρηση στα φορολογικά έσοδα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ), συμβάλλοντας παράλληλα στην αύξηση του όγκου των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορολογουμένων προς το Δημόσιο.¹¹ Ως αντιστάθμιση αυτού και προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου, παρατηρήθηκε μεγάλη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) καθώς και των επενδυτικών δαπανών, με αποτέλεσμα τη δημιουργία ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης εις βάρος της πραγματικής οικονομίας.

Ως εκ τούτου και με βάση την καθαρή σωρευτική απόδοση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων Γενικής Κυβέρνησης για το 2015 και το 2016 ύψους περίπου 1,5 δισεκ. ευρώ ή 0,9% του ΑΕΠ (0,6% του ΑΕΠ από το σκέλος των εσόδων του ΚΠ και 0,3% του ΑΕΠ από το σκέλος των δαπανών) και 5,7 δισεκ. ευρώ ή 3,3% του ΑΕΠ (1,8% του ΑΕΠ από το σκέλος των εσόδων του ΚΠ και 1,5% του ΑΕΠ από την πλευρά των δαπανών) αντίστοιχα, ο Προϋπολογισμός 2016 αναθεωρεί προς τα κάτω τους στόχους του Προϋπολογισμού του 2015 και εκτιμά για το 2015 την επίτευξη πρωτογενούς ελλείμματος γενικής κυβέρνησης (σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης) ύψους 0,2% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,0% του ΑΕΠ στον Προϋπολογισμό του 2015, ενώ για το 2016 προβλέπει πρωτογενές πλεόνασμα 0,53% του ΑΕΠ στο πλαίσιο των αναθεωρημένων προς τα κάτω στόχων του νέου προγράμματος.¹²

Δεδομένης της μετάθεσης μεγάλου όγκου φορολογικών υποχρεώσεων στο τελευταίο τρί-

μηνο του έτους και της σημαντικής αύξησης των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο, η εκπλήρωση του αναθεωρημένου ετήσιου στόχου για το 2015 θα κριθεί σημαντικά από το επίπεδο ανταπόκρισης των φορολογουμένων το επόμενο διάστημα. Οι πρώτες ενδείξεις από τα διαθέσιμα στοιχεία του Οκτωβρίου είναι ενθαρρυντικές.

Όσον αφορά το δημόσιο χρέος, ο Προϋπολογισμός 2016 εκτιμά ότι αυτό θα αυξηθεί σε 180,2% του ΑΕΠ το 2015 και περαιτέρω σε 187,8% του ΑΕΠ το 2016. Το υψηλό ποσοστό του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αποτέλεσε επίκεντρο των συζητήσεων κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων του νέου προγράμματος – ειδικότερα για το αν αποτελεί ένδειξη μη βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Ωστόσο, τόσο το ΔΝΤ όσο και οι ευρωπαϊκοί θεσμοί συμφωνούν ότι στην περίπτωση της Ελλάδος ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ δεν αποτελεί ασφαλή ένδειξη για τη δυνατότητα εξυπηρέτησής του χρέους, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες της διάρθρωσής του και των επιμέρους ρυθμίσεων που έχουν συμφωνηθεί στο πλαίσιο των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής. Ως πιο αντιπροσωπευτικό κριτήριο βιωσιμότητας προκρίνεται η εξέλιξη των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης, οι οποίες όμως υπολείπονται εκείνων της κεντρικής διοίκησης (βλ. Ειδικό θέμα V.2). Περαιτέρω συζήτηση για πιθανούς τρόπους ελάφρυνσης της εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους προϋποθέτει την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος.

Το επόμενο διάστημα είναι κρίσιμο για την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης. Η ευρύτερη αποδοχή του προγράμματος είναι η βασικότερη προϋπόθεση για να προχωρήσουν άμεσα οι επιμέρους ενέργειες που θα

¹¹ Το σύνολο των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο έως τον Οκτώβριο του 2015 ανήλθε σε 82,3 δισεκ. ευρώ. Ο όγκος των νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών που προστέθηκαν κατά τους πρώτους δέκα μήνες του έτους ανέρχεται σε 10,4 δισεκ. ευρώ, έναντι 9,7 δισεκ. το αντίστοιχο διάστημα του 2014.

¹² Η εκτίμηση για το 2015 περιλαμβάνει στις προσαρμογές της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης ποσό ύψους 0,2% του ΑΕΠ που αφορά τη διαφορά φυσικών παραλαβών και παραλαβών κατά ΔΥΕ των εξοπλιστικών δαπανών.

οδηγήσουν στην επιτυχή υλοποίησή του. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα οδηγήσουν στην εξοικονόμηση – μη παραγωγικών – δαπανών του δημόσιου τομέα καθώς και στην κατάργηση των εναπομενουσών εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις της φορολογίας και της κοινωνικής ασφάλισης, σε αντιδιαστολή με την υιοθέτηση μέτρων εισπρακτικού χαρακτήρα (όπως αύξηση φορολογικών συντελεστών ή ασφαλιστικών εισφορών) που θίγουν την ανταγωνιστικότητα, την ανάπτυξη και την απασχόληση. Η μείωση των μη παραγωγικών δαπανών του ευρύτερου δημόσιου τομέα μπορεί να προέλθει, μεταξύ άλλων, από την αξιολόγηση των δομών του Δημοσίου, της αναγκαιότητας ύπαρξης εκατοντάδων φορέων που εποπτεύονται από το Δημόσιο και της δυνατότητας μεταφοράς προσωπικού είτε σε τομείς αιχμής (όπως π.χ. σε ελεγκτικούς μηχανισμούς) είτε όπου υπάρχουν σημαντικές ανάγκες (π.χ. φύλακες σε μουσεία). Παράλληλα, η αντιμετώπιση του προβλήματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου κρίνεται σημαντική για την ανακοπή της αρνητικής πορείας του ΑΕΠ μέσα από την ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, η σταθεροποίηση του φορολογικού πλαισίου αποτελεί καθοριστική συνιστώσα για την προσέλκυση επενδύσεων, αφού επιτρέπει μακροπρόθεσμο οικονομικό προγραμματισμό από την πλευρά των επιχειρήσεων. Η απόδοση οποιασδήποτε μεταρρυθμιστικής προσπάθειας όμως δεν θα είναι η μέγιστη χωρίς την επίτευξη φορολογικής συμμόρφωσης. Προς αυτή την κατεύθυνση, είναι επιτακτικά αναγκαία η ενίσχυση της φορολογικής συνείδησης, που θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσα από την επιβράβευση της φορολογικής συνέπειας, το δικαιότερο καταμερισμό του φορολογικού βάρους, την εντατικοποίηση των ελέγχων, την αποδοτικότερη χρήση των φορολογικών εσόδων, καθώς και την εισαγωγή φορολογικών κινήτρων για τη χρήση ηλεκτρονικών συναλλαγών.

Τέλος, ως μέσο επίτευξης διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής θα πρέπει να αναδειχθεί η αποτελεσματική αξιοποίηση της περιουσίας τόσο του Δημοσίου όσο και πολ-

λών ΝΠΔΔ, καθώς αυτό θα συνέβαλλε αφενός στην εξοικονόμηση δαπανών και αφετέρου στην ενίσχυση της ροής των εσόδων που θα μπορούσαν να στηρίξουν την προσπάθεια αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους. Η ενίσχυση του ρόλου του ΤΑΙΠΕΔ κρίνεται ως θετικό βήμα προς αυτή την κατεύθυνση, αφού θα μπορούσε να συμβάλει τόσο στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους όσο και στη δημιουργία επενδυτικών ευκαιριών με δευτερογενείς θετικές συνέπειες στην οικονομική ανάκαμψη.

2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

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

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε επιδείνωση έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου κατά 0,4% του ΑΕΠ, λόγω κυρίως της επιδείνωσης του αποτελέσματος των λοιπών φορέων της γενικής κυβέρνησης (ΟΤΑ, ΟΚΑ και ΝΠΔΔ) που οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση των μεταβιβάσεων προς τον ΚΠ, αλλά και λόγω των μειωμένων μεταβιβάσεων από τον ΚΠ και των μειωμένων εισπραξιών ασφαλιστικών εισφορών.

Αντίθετα, το Κράτος (κεντρική διοίκηση) παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014, λόγω κυρίως των αυξημένων μεταβιβάσεων από τους λοιπούς φορείς της ΓΚ, καθώς και της συγκράτησης των πρωτογενών δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ), όπως αναλύεται παρακάτω.

Συνολικά, τα έσοδα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασαν μείωση στο εννεάμηνο (-8,4%), που οφείλεται κυρίως στη μείωση των άμεσων φόρων, των μεταβιβάσεων και των ασφαλιστικών εισφορών. Αντιστοίχως και οι πρωτογενείς δαπάνες παρουσίασαν μείωση (-7,6%), ως αποτέλεσμα της συγκράτησης των πληρωμών κατά

τη διάρκεια κυρίως του επταμήνου, (αφού από τον Αύγουστο παρατηρείται αντιστροφή αυτής της τάσης) εξαιτίας της περιορισμένης ρευστότητας του Ελληνικού Δημοσίου.

Στον αντίποδα της μείωσης των πρωτογενών δαπανών της ΓΚ, οι ληξιπρόθεσμες οφειλές του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων) παρουσίασαν σημαντική αύξηση, μετά τη φθίνουσα πορεία τους τα προηγούμενα έτη, υπερβαίνοντας το επίπεδο του Δεκεμβρίου του 2013. Συγκεκριμένα, το απόθεμά τους έφθασε τα 6,0 δισεκ. ευρώ περίπου το Σεπτέμβριο του 2015, έναντι 3,8 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2014 και 4,8 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2013, καθώς πάγωσε η προσπάθεια εκκαθάρισής τους που είχε ξεκινήσει το 2013, ενώ παράλληλα δημιουργήθηκαν νέες μέσα στο 2015.

Στον Προϋπολογισμό 2016 γίνεται αναφορά στη συνέχιση της προσπάθειας εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης με στόχο τη σημαντική μείωσή τους έως το τέλος του 2016, υπό την προϋπόθεση της ομαλής χρηματοδότησης στο πλαίσιο του νέου προγράμματος. Συγκεκριμένα προβλέπεται η αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών ύψους 700 εκατ. ευρώ το 2015 και 5.500 εκατ. ευρώ το 2016.

Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015 ο ΚΠ παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, καθώς και έναντι των στόχων περιόδου,¹³ λόγω μεγάλης συγκράτησης των δαπανών του ΚΠ που αντιστάθμισε τη μείωση των εσόδων του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ).

Συγκεκριμένα, στο δεκάμηνο το αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,6% του ΑΕΠ, έναντι 1,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του

2014, βελτιωμένο έναντι του στόχου περιόδου για πρωτογενές πλεόνασμα 1,4% του ΑΕΠ.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του ΚΠ οφείλεται στη μείωση των πρωτογενών δαπανών τόσο του ΤΠ (κατά 7,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο) όσο και του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) (κατά 31,5% σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο), αποκλίνοντας από τους αντίστοιχους στόχους περιόδου κατά περίπου 2,8 δισεκ. ευρώ και 1,0 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Η μεγάλη μείωση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ εστιάζεται κυρίως στις κατηγορίες των δαπανών για ασφάλιση και περίθαλψη καθώς και των λειτουργικών και λοιπών δαπανών. Όπως και στην περίπτωση της μείωσης των δαπανών του ΠΔΕ, είναι αποτέλεσμα της συγκράτησης των πληρωμών κατά τη διάρκεια του επταμήνου εξαιτίας της περιορισμένης ρευστότητας του Ελληνικού Δημοσίου. Από το μήνα Αύγουστο, μετά την εκμείωση της πρώτης δόσης του νέου προγράμματος, παρατηρείται αντιστροφή της τάσης αυτής στις δαπάνες επενδύσεων.

Επίσης, τα προ επιστροφών φόρων έσοδα του ΤΠ ήταν μειωμένα (κατά 4,1%) έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου και παρουσίασαν υστέρηση κατά 2,3 δισεκ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου. Η υστέρηση των εσόδων μειώνεται σε 400 εκατ. ευρώ περίπου αν αφαιρεθούν από το στόχο περιόδου τα έσοδα SMP του 2014¹⁴ και προέρχεται κυρίως από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων και τον ΦΠΑ. Εντούτοις, το μήνα Οκτώβριο τα έσοδα κατέγραψαν σημαντική βελτίωση κυρίως λόγω της είσπραξης της πρώτης δόσης του ΕΝΦΙΑ. Επιπλέον, βελτίωση κατέγραψαν και οι εισπράξεις ΦΠΑ λόγω της αύξησης των φορολογικών συντελεστών. Τα έσοδα αναμένεται να ενισχυθούν περαιτέρω, δεδομένης της συγκέντρωσης των φορολογικών υποχρεώσεων μέχρι το τέλος του έτους. Όσον αφορά

¹³ Βλ. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2015, ΓΑΚ.

¹⁴ Στον Προϋπολογισμό 2016 έχει συμπεριληφθεί η είσπραξη των εσόδων ANFA και SMP για τα έτη 2014 και 2015 στο έτος 2015. Βλ. και υποσημείωση 3.

Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος			Ποσοστά μεταβολή		Ετήσια στοιχεία					Ποσοστιαίες μεταβολές			
	2013	2014	2015*	2014/13	2015*/14	2013	2014	2015	2016	2014/13	2015/14	2016/15		
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11=7:6)	(12=8:7)	(13=9:7)	(14=10:9)
I. Έσοδα	42.949	41.319	39.755	-3,8	-3,8	53.079	51.352	55.603	53.091	53.527	-3,3	8,3	3,4	0,8
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	38.936	37.807	36.659	-2,9	-3,0	48.414	46.637	50.871	48.618	49.108	-3,7	9,1	4,2	1,0
Έσοδα από επιστροφών φόρων	40.882	40.382	38.724	-1,2	-4,1	51.433	49.834	53.171	51.720	50.574	-3,1	6,7	3,8	-2,2
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων	102	269	213			86	384	577	268	1.802				
Επιστροφές φόρων	2.048	2.844	2.278	38,9	-19,9	3.105	3.581	2.877	3.370	3.268	15,3	-19,7	-5,9	-3,0
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	4.013	3.513	3.095	-12,5	-11,9	4.665	4.716	4.732	4.473	4.420	1,1	0,3	-5,2	-1,2
- Ίδια έσοδα	61	56	279			154	66	750	530	250				
- Έσοδα από ΕΕ	3.951	3.457	2.816	-12,5	-18,5	4.511	4.649	3.982	3.943	4.170	3,1	-14,3	-15,2	5,8
II. Δαπάνες	45.906	43.768	40.548	-4,7	-7,4	58.456	55.053	55.705	55.664	55.751	-5,8	1,2	1,1	0,2
(Προγενείς δαπάνες ΚΠ)	40.358	38.666	35.223	-4,2	-8,9	52.412	49.525	49.855	49.834	49.821	-5,5	0,7	0,6	0,0
1. Τακτικός προϋπολογισμός ¹	42.583	39.651	37.726	-6,9	-4,9	51.806	48.460	49.305	49.264	49.001	-6,5	1,7	1,7	-0,5
- Τόκοι	5.548	5.102	5.325	-8,0	4,4	6.044	5.528	5.850	5.830	5.930	-8,5	5,8	5,5	1,7
- Προγενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	35.835	33.825	31.452	-5,6	-7,0	44.227	41.918	41.887	41.924	41.861	-5,2	-0,1	0,0	-0,2
- Εξοφλητικά προγράμματα	237	137	118	-42,2	-13,9	529	345	700	590	598	-34,8	102,9	71,0	1,4
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οπαίων	839	545	701	-35,0	28,6	879	587	818	720	532	-33,2	39,4	22,7	-26,1
εντός γενικής κυβέρνησης	497	411	669			514	442	667	660	380				
εκτός γενικής κυβέρνησης	342	134	32	32	365	145	151	151	60	152				
- Προμήθεια εκταμίευσης δανείων EFSF	124	42	131			127	82	50	200	80				
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	3.324	4.118	2.821	23,9	-31,5	6.650	6.592	6.400	6.400	6.750	-0,9	-2,9	-2,9	5,5
III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-2.958	-2.448	-793			-5.377	-3.701	-102	-2.573	-2.224				
% του ΑΕΠ	-1,6	-1,4	-0,5			-3,0	-2,1	-0,1	-1,5	-1,3				
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-3.647	-1.844	-1.067			-3.392	-1.823	1.566	-646	107				
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	689	-605	274			-1.985	-1.876	-1.668	-1.927	-2.330				
IV. Προγενείς αποτελέσματα ΚΠ	2.590	2.654	4.532			667	1.827	5.748	3.257	3.706				
% του ΑΕΠ	1,4	1,5	2,6			0,4	1,0	3,1	1,9	2,1				
Χρεολίσια	11.667	22.922	25.285	96,5	10,3	12.755	24.818	16.130	27.000	7.240	94,6	-35,0	8,8	-73,2

Πηγή: Υπολογισμοί Οικονομικών.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

τα έσοδα του ΠΔΕ, παρουσιάζουν μείωση κατά 11,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, έναντι ετήσιου στόχου για μείωση κατά 5,2%.

Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)

Στην ίδια κατεύθυνση με τα δημοσιονομικά στοιχεία, το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο δεκάμηνο του 2015 βελτιώθηκε σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2014 (βλ. Πίνακα V.3). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση (κατά 1,0% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,6% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Η βελ-

τίωση αυτή οφείλεται τόσο στο πρωτογενές αποτέλεσμα του ΤΠ (κατά 0,5% του ΑΕΠ), λόγω μείωσης των πρωτογενών δαπανών που υπερέβη τη μείωση των εσόδων, όσο και στο αποτέλεσμα του ΠΔΕ (κατά 0,5% του ΑΕΠ), λόγω μειωμένων δαπανών για επενδύσεις που αντιστάθμισαν τα μειωμένα έσοδα.

Όσον αφορά τα έσοδα του ΤΠ, στο δεκάμηνο παρατηρείται επιβράδυνση του ρυθμού μείωσής τους έναντι του εννεαμήνου, χάρη στην είσπραξη της πρώτης δόσης του ΕΝΦΙΑ, αλλά και χάρη στα αυξημένα έσοδα από ΦΠΑ τον Οκτώβριο λόγω της αύξησης των φορολογικών συντελεστών. Το επόμενο διάστημα αναμένεται περαιτέρω ενίσχυση των εσόδων δεδομένης της συγκέντρωσης των φορολογικών υποχρεώσεων μέχρι το τέλος του έτους.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2013	2014	2014	2015*
Κρατικός προϋπολογισμός	-12.794	-4.209	-2.250	-954
% του ΑΕΠ	-7,1	-2,4	-1,3	-0,5
— Τακτικός προϋπολογισμός ³	-10.785 ⁴	-2.343 ⁵	-1.656 ⁶	-1.229 ⁷
— Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-2.009	-1.866	-594	275

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) 682 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ και β) 998 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2,0 δισεκ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 37,6 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των Ελληνικών Αμυντικών Συστημάτων ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 6.155 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 901 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

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

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 518 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ, β) 480 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 1.310 εκατ. ευρώ που προέρχονται από αποπληρωμή προνομιούχων μετοχών και δ) 328 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 62 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 51 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΟΣ ΑΕ, ΕΑΒ ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 336 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 451 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 236 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ, β) 350 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 556 εκατ. ευρώ που προέρχονται από το ΤΧΣ και δ) 223 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 1 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Όπως προαναφέρθηκε, η μείωση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ καθώς και των δαπανών του ΠΔΕ είναι αποτέλεσμα της συγκράτησης των πληρωμών κατά τη διάρκεια του επταμήνου, εξαιτίας της περιορισμένης ρευστότητας του Ελληνικού Δημοσίου. Από το μήνα Αύγουστο, μετά την εκταμίευση της πρώτης δόσης του νέου προγράμματος, παρατηρείται αντιστροφή αυτής της τάσης και ο ρυθμός μείωσής τους στην περίοδο επιβραδύνεται. Εντούτοις, η εκτέλεση του ΠΔΕ έχει καθυστερήσει σημαντικά, καθώς στο δεκάμηνο έχει πραγματοποιηθεί μόνο το 44% περίπου των ετήσιων συνολικών προϋπολογισμένων δαπανών για δημόσιες επενδύσεις, έναντι 61% πέρυσι. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την καθυστέρηση της αποδέσμευσης της τελευταίας δόσης, καθιστά αβέβαιη την πλήρη εκτέλεσή του.

3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2014 μειώθηκε σε 317.117 εκατ. ευρώ, από 319.215 εκατ. ευρώ το 2013. Εντούτοις, ως ποσοστό του ΑΕΠ παρουσιάζει αύξηση σε 178,6% από 177,0% του ΑΕΠ το 2013, γεγονός που αντανάκλα την επιβαρυντική επίδραση της διαφοράς μεταξύ επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ.

Στον Προϋπολογισμό 2016, το δημόσιο χρέος προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 316.500 εκατ. ευρώ (ή 180,2% του ΑΕΠ) το 2015¹⁵ και σε 327.600 εκατ. ευρώ (ή 187,8% του ΑΕΠ) το 2016. Η πρόβλεψη για το 2015 περιλαμβάνει την επιστροφή των ομολόγων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ύψους 10,9 δισεκ. ευρώ ή περίπου 6,0% του ΑΕΠ¹⁶ από το ΤΧΣ που δεν είχαν χρησιμοποιηθεί για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Επίσης, στις προβλέψεις χρέους λαμβάνεται υπόψη ποσό ύψους 10 δισεκ. ευρώ που αφορά το κόστος για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών το 2015 και 5,5 δισεκ. ευρώ για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών το 2016.

Στις υποθέσεις της πρόβλεψης περιλαμβάνονται επίσης η είσπραξη εσόδων από ANFA και SMP ύψους 3,9 δισεκ. ευρώ το 2015¹⁷ και 1,7 δισεκ. ευρώ το 2016, καθώς και η είσπραξη εσόδων από αποκρατικοποιήσεις ύψους 2 δισεκ. ευρώ το 2016, που αφορούν κυρίως την εκμετάλλευση περιφερειακών αεροδρομίων.

¹⁵ Βάσει των διαθέσιμων στοιχείων κατά ESA, το χρέος της ΓΚ στο τέλος του α' εξαμήνου του 2015 διαμορφώθηκε σε 300.064 εκατ. ευρώ (ή 170,8% του ΑΕΠ).

¹⁶ Το ποσό αυτό αφορά τίτλους EFSF που περιλαμβάνονταν στο πακέτο των 48 δισεκ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, οι οποίοι δεν χρησιμοποιήθηκαν τελικά.

¹⁷ Βλ. υποσημείωση 14.

Ειδικό θέμα V.1

ΟΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΕΣΜΕΥΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗΣ

Στη σύνοδο κορυφής της ευρωζώνης της 12ης Ιουλίου 2015, οι ελληνικές αρχές δεσμεύθηκαν σε ένα πλαίσιο προαπαιτούμενων μέτρων που θα έπρεπε να ψηφιστούν από τη Βουλή των Ελλήνων, ως προϋπόθεση για τη διαπραγμάτευση ενός νέου προγράμματος με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ) στο πλαίσιο της συνθήκης του ΕΜΣ (άρθρο 13). Στην ανακοίνωση που εκδόθηκε μετά τη σύνοδο περιγράφονται οι βασικοί άξονες των προαπαιτούμενων, η εκπλήρωση των οποίων θα έπρεπε να ολοκληρωθεί εντός πολύ σύντομων προθεσμιών (έως τις 15 και 22 Ιουλίου 2015) προκειμένου να επισπευστεί η διαδικασία θέσπισης ενός νέου προγράμματος χρηματοδότησης ώστε να διαμορφωθούν οι προϋποθέσεις για το άνοιγμα των τραπεζών. Επίσης, ανακοινώθηκε η δέσμευση για την ενεργοποίηση ποσού 35 δισεκ. ευρώ για την ανάπτυξη μέσα από διάφορα προγράμματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με παράλληλη αύξηση του ύψους της προκαταβολής κατά 1 δισεκ. ευρώ ώστε να δοθεί άμεση ώθηση στις επενδύσεις. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, αναγνωρίστηκαν επισφάλειες και κατέστη σαφές ότι δεν

μπορεί να πραγματοποιηθεί ονομαστική μείωση του δημόσιου χρέους, ενώ παρέμεινε ανοικτό το ενδεχόμενο να δοθεί μεγαλύτερη περίοδος χάριτος και να επιμηκυνθεί η περίοδος αποπληρωμής, ώστε οι χρηματοδοτικές ανάγκες να διατηρηθούν σε βιώσιμα επίπεδα.

Η πρώτη δέσμη μέτρων που, μεταξύ άλλων, περιλάμβανε και τις προαπαιτούμενες δημοσιονομικές δεσμεύσεις κυρώθηκε από τη Βουλή στις 15 Ιουλίου 2015 με τον Ν. 4334/2015,¹ ο οποίος περιλαμβάνει μέτρα φορολογικής πολιτικής, θέματα ανεξαρτησίας της ΕΛΣΤΑΤ και νομοθετικές ρυθμίσεις στον τομέα της κοινωνικής ασφάλισης. Συγκεκριμένα: α) θεσπίζονται τρεις συντελεστές ΦΠΑ (6%, 13% και 23%), β) καταργείται σταδιακά η έκπτωση του 30% από 1.10.2015 στα ανεπτυγμένα τουριστικά νησιά με το υψηλότερο κατά κεφαλήν εισόδημα και από 1.6.2016 στα λιγότερο ανεπτυγμένα νησιά, γ) αυξάνεται κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες σε 29% ο φορολογικός συντελεστής για τα κέρδη των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.), δ) αυξάνεται η προκαταβολή του φόρου για τις Α.Ε. από 80% σε 100%, ε) αυξάνεται η προκαταβολή του φόρου για τις υπόλοιπες νομικές μορφές (Ο.Ε., Ε.Ε. κ.λπ.) από 55% σε 75%, στ) αυξάνεται ο φόρος ασφαλιστών από 20% στο 25% για τον κλάδο πυρός και από 10% στο 15% για τον κλάδο των αυτοκινήτων, ζ) αναπροσδιορίζεται (αυξητικά) η κλίμακα για την εισφορά αλληλεγγύης – με αναδρομική ισχύ από 1.1.2015 – για τα μικτά εισοδήματα άνω των 30.000 ευρώ, η) αυξάνεται αναδρομικά από 10% σε 13% ο φόρος πολυτελούς διαβίωσης και διευρύνεται η βάση του, θ) ενισχύεται το πλαίσιο λειτουργίας του Δημοσιονομικού Συμβουλίου και ο εποπτικός του ρόλος μέσα από τις ex ante παρεμβάσεις του σε θέματα εκτέλεσης του Κρατικού Προϋπολογισμού και ι) ενισχύεται η ανεξαρτησία της ΕΛΣΤΑΤ. Στον τομέα της κοινωνικής ασφάλισης, ρυθμίζεται η ένταξη όλων των ταμείων και τομέων επικουρικής ασφάλισης στο Ενιαίο Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης (ΕΤΕΑ). Ταυτόχρονα προβλέπεται ότι η κρατική επιχορήγηση των ταμείων διατηρείται έως το 2021 στα ονομαστικά επίπεδα του 2015, η εισφορά υγειονομικής περιθάλψης αυξάνεται στο 6% για τις κύριες συντάξεις και η εφαρμογή της επεκτείνεται και στις επικουρικές συντάξεις και ότι η κατώτατη σύνταξη θα χορηγείται μετά τη συμπλήρωση του 67ου έτους της ηλικίας.

Με τον Ν. 4335/2015² υιοθετήθηκε η δεύτερη δέσμη των προαπαιτούμενων μέτρων προκειμένου να γίνει η έναρξη των διαπραγματεύσεων. Στο νομοσχέδιο περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων τροποποιήσεις του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, αλλά και οι διατάξεις που ενσωματώνουν στην εθνική νομοθεσία την κοινοτική οδηγία για την εξυγίανση των τραπεζών.

Το νέο πρόγραμμα κυρώθηκε από τη Βουλή στις 14.8.2015 με τον Ν. 4336/2015.³ Ο Ν. 4336/2015 περιλαμβάνει ρυθμίσεις για την υλοποίηση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης (προαπαιτούμενα), καθώς και σειρά μελλοντικών δράσεων που αφορούν τέσσερις πυλώνες: α) την αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, β) τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, γ) τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και την οικονομική μεγέθυνση και δ) τις μεταρρυθμίσεις για τον εκσυγχρονισμό του κράτους και της δημόσιας διοίκησης.

Στις παρεμβάσεις που θεσμοθετούνται άμεσα με τον Ν. 4336/2015 συγκαταλέγονται νέα φορολογικά μέτρα, που αφορούν μεταξύ άλλων: α) την αύξηση του συντελεστή προκαταβολής για τους αγρότες από 27,5% στο 55% από το 2015, β) την αύξηση από 55% σε 75% της προκαταβολής φόρου για προσωπικές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες από το 2016 και σε 100% από το 2017, γ) την αυστηροποίηση της ρύθμισης των 100 δόσεων, δ) τροποποιήσεις στο καθε-

1 “Επείγουσες ρυθμίσεις για τη διαπραγμάτευση και σύναψη συμφωνίας με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (ΕΜΣ)”.

2 “Επείγοντα μέτρα εφαρμογής του Ν. 4334 (Α’ 80)”.

3 “Κύρωση του Σχεδίου Σύμβασης Οικονομικής Ενίσχυσης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας και ρυθμίσεις για την υλοποίηση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης”.

στός του ΦΠΑ, δηλ. μείωση από 23% σε 13% του ΦΠΑ για το μοσχαρίσιο κρέας, επιβολή ΦΠΑ 23% σε ιδιωτικά εκπαιδευτήρια⁴ και την πλήρη κατάργηση των μειωμένων συντελεστών του ΦΠΑ σε όλα νησιά έως το τέλος του 2016, ε) τη μείωση των ακατάσχετων ορίων για οφειλές προς το Δημόσιο, στ) την κατάργηση της έκπτωσης φόρου 2% για την εφάπαξ εξόφληση του φόρου εισοδήματος για τα εισοδήματα που αποκτώνται από την 1 Ιανουαρίου 2015 και μετά και ζ) την κατάργηση της επιβολής προληπτικού φόρου 25% στις εισαγωγές.

Ως προς το ασφαλιστικό, ο Ν. 4336/2015 προβλέπει: α) τη διατήρηση του κατώτατου ορίου σύνταξης (364 ευρώ) αμετάβλητου σε ονομαστικούς όρους μέχρι το 2021, β) τη σταδιακή προσαρμογή για όλους όσοι συνταξιοδοτούνται (με κάποιες εξαιρέσεις που σχετίζονται μεταξύ άλλων με ανικανότητα για εργασία και αναπηρία) του ορίου της νόμιμης ηλικίας συνταξιοδότησης στα 67 έτη έως το 2022 ή στην ηλικία των 62 ετών και με 40 έτη εισφορών με άμεση εφαρμογή και γ) την αυξημένη ποινή για τις πρόωρες συνταξιοδοτήσεις 10% επιπλέον της τρέχουσας ετήσιας μείωσης του 6%.

Όσον αφορά τις μελλοντικές δράσεις, σχετικά με τον πρώτο πυλώνα (αποκατάσταση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών), οι ελληνικές αρχές έχουν δεσμευθεί στην επίτευξη πρωτογενούς δημοσιονομικού ελλείμματος 0,25% του ΑΕΠ για το 2015 και στην επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξεως του 0,5% του ΑΕΠ για το 2016, 1,75% του ΑΕΠ για το 2017 και 3,5% του ΑΕΠ για το 2018. Οι αναγκαίες δράσεις για την επίτευξη των νέων στόχων για το 2015 και το 2016 ενσωματώθηκαν στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού 2016, ενώ αναμένεται και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2016-2019 που θα περιλαμβάνει επιπλέον δράσεις.

Στο πλαίσιο της **αποκατάστασης της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών**, το νέο πρόγραμμα περιλαμβάνει δεσμεύσεις για τις ακόλουθες δράσεις:

- Στο σκέλος των δαπανών, μόνιμη μείωση των αμυντικών δαπανών, μείωση του αριθμού των απασχολούμενων και των συμβάσεων του Δημοσίου, μείωση κατά το ήμισυ των δαπανών για τις επιδοτήσεις πετρελαίου.
- Αξιόπιστα διαρθρωτικά μέτρα με απόδοση τουλάχιστον 0,75% του ΑΕΠ με ισχύ από το 2017 και 0,25% του ΑΕΠ με ισχύ από το 2018 για να στηρίξουν την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου στόχου.
- Αναβάθμιση του οργανικού νόμου για τον προϋπολογισμό.
- Θεσμικό πλαίσιο ώστε το Δημοσιονομικό Συμβούλιο να καταστεί πλήρως λειτουργικό.
- Σχέδιο δράσης για την εκκαθάριση των καθυστερούμενων οφειλών του Δημοσίου και εκκαθάριση υπολοίπου καθυστερήσεων ύψους 7,5 δισεκ. ευρώ έως το τέλος του 2016.
- Μεσοπρόθεσμο σχέδιο δράσης για τις καθυστερήσεις πληρωμών (μεταβίβαση υποχρεώσεων ΙΚΑ στον ΕΟΠΥΥ).
- Ενιαίο λογαριασμό του δημόσιου ταμείου για όλες τις οντότητες της κεντρικής κυβέρνησης εντός του 2015.

4 Η διάταξη αυτή καταργήθηκε με τον Ν. 4346/2015 – βλ. παρακάτω.

- Παραμετρικές βελτιώσεις στο συνταξιοδοτικό, με στόχο τη στενότερη σύνδεση μεταξύ εισφορών και παροχών.
- Διεύρυνση και εκσυγχρονισμό της βάσης εισφορών και συντάξεων για τους αυτοαπασχολούμενους.
- Θεσμοθέτηση των βασικών στοιχείων για την καθολική ενοποίηση όλων των ασφαλιστικών ταμείων, περιλαμβανομένης της εναρμόνισης των διαδικασιών καταβολής εισφορών και συντάξεων.
- Κατάργηση, από την 31η Οκτωβρίου 2015, όλων των περιπτώσεων επιβαρύνσεων κατά τη χρηματοδότηση των συντάξεων και αντιστάθμισή τους με μείωση συντάξεων ή αύξηση εισφορών σε συγκεκριμένα ταμεία.
- Αποκατάσταση του συντελεστή βιωσιμότητας (sustainability factor) της μεταρρύθμισης του 2012 ή εξεύρεση αμοιβαίως αποδεκτών εναλλακτικών μέτρων στο συνταξιοδοτικό σύστημα.
- Θέσπιση ισοδύναμων μέτρων για την πλήρη αντιστάθμιση των επιπτώσεων της εφαρμογής της δικαστικής απόφασης σχετικά με τα συνταξιοδοτικά μέτρα του 2012 και κατάργηση των τροποποιήσεων που εισήγαγαν οι Ν. 4325/2015⁵ και 4331/2015.⁶
- Πλήρης διοικητική ενοποίηση όλων των υφιστάμενων ταμείων κοινωνικής ασφάλισης σε έναν ενιαίο ασφαλιστικό φορέα με νέο διοικητικό συμβούλιο και ομάδα διαχείρισης χρησιμοποιώντας την υποδομή και οργάνωση του ΙΚΑ και με δημιουργία κεντρικού μητρώου ασφαλισμένων και παροχή κοινών υπηρεσιών.
- Συνέχιση της μεταρρύθμισης στον τομέα της υγείας.
- Χρήση της διαθέσιμης τεχνικής βοήθειας από διεθνείς οργανισμούς για την επανεξέταση της κοινωνικής πρόνοιας με στόχο την εξοικονόμηση δαπανών ύψους 0,5% του ΑΕΠ σε ετήσια βάση.
- Εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος.

Ως προς το δεύτερο πυλώνα, που αφορά τη **διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας**, στις δεσμεύσεις των ελληνικών αρχών συγκαταλέγονται:

- Η ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης.
- Η τροποποίηση του νόμου για το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.
- Η δημιουργία Υπηρεσίας Πίστωσης και Πλούτου, που θα προσδιορίζει τις δυνατότητες πληρωμής των οφειλετών.
- Η δημιουργία συντονιστικών μηχανισμών για την αντιμετώπιση οφειλετών με μεγάλα δημόσια και ιδιωτικά χρέη.

⁵ “Εκδημοκρατισμός της Διοίκησης – Καταπολέμηση Γραφειοκρατίας και Ηλεκτρονική Διακυβέρνηση. Αποκατάσταση αδικιών και άλλες διατάξεις”.

⁶ “Μέτρα για την ανακούφιση των Ατόμων με Αναπηρία (ΑμεΑ), την απλοποίηση της λειτουργίας των Κέντρων Πιστοποίησης Αναπηρίας (ΚΕ.Π.Α.), καταπολέμηση της εισφοροδιαφυγής και συναφή ασφαλιστικά ζητήματα και άλλες διατάξεις”.

- Η οριστικοποίηση από την Τράπεζα της Ελλάδος στρατηγικής για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και αλλαγή του Κώδικα Δεοντολογίας.

Ως προς τον τρίτο πυλώνα, που αφορά τον **εκσυγχρονισμό του κράτους και της δημόσιας διοίκησης**, στο νέο πρόγραμμα προβλέπεται:

- Η αναδιοργάνωση και ο εξορθολογισμός των διοικητικών δομών και διαδικασιών (καλύτερη αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού, ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας, ηλεκτρονική δημόσια διοίκηση).
- Ένα νέο σύστημα μόνιμης κινητικότητας των δημοσίων υπαλλήλων.
- Η ευθυγράμμιση των μη μισθολογικών παροχών με τις βέλτιστες πρακτικές που επικρατούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση.
- Η μεταρρύθμιση του ενιαίου μισθολογίου.
- Θέσπιση, εντός της Μεσοπρόθεσμης Δημοσιονομικής Στρατηγικής της περιόδου 2016-2019, ανώτατων ορίων για τις μισθολογικές δαπάνες και τα επίπεδα απασχόλησης στο Δημόσιο.
- Ως προς την ΕΛΣΤΑΤ: πρόσβαση της ΕΛΣΤΑΤ στις πηγές διοικητικών δεδομένων σύμφωνα με το άρθρο 17 του Ν. 4174/2013, καθώς και άμεσος διορισμός προέδρου αυτής.

Τέλος, αναφορικά με τον τέταρτο πυλώνα, για την **προώθηση της ανάπτυξης, της ανταγωνιστικότητας και την ενίσχυση των επενδύσεων**, προβλέπονται, μεταξύ άλλων:

- Η αξιοποίηση της πρώτης και δεύτερης εργαλειοθήκης του ΟΟΣΑ.
- Η απελευθέρωση της αγοράς ηλεκτρισμού.
- Η εφαρμογή συστήματος εισροών-εκροών στα καύσιμα.
- Η απλοποίηση των διαδικασιών για την αδειοδότηση των επενδύσεων.
- Η εκπόνηση ενός ολοκληρωμένου σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία.
- Ιδιωτικοποιήσεις με αναμενόμενα ετήσια έσοδα (εξαιρουμένων των τραπεζικών μετοχών) ύψους 1,4 δισεκ. ευρώ, 3,7 δισεκ. ευρώ και 1,3 δισεκ. ευρώ για τα έτη 2015, 2016 και 2017 αντίστοιχα.
- Σύσταση ταμείου διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου.

Κατ' εφαρμογή των προαναφερόμενων δεσμεύσεων του Ν. 4336/2015, ψηφίστηκε στις 16 Οκτωβρίου 2015 ο Ν. 4337/2015,⁷ ο οποίος περιλαμβάνει συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις και ρυθμίσεις δημοσιονομικού και διαρθρωτικού χαρακτήρα.

Στις συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις του Ν. 4337/2015 περιλαμβάνονται η εφαρμογή από 1.9.2015 (αντί 1.1.2015 που προβλεπόταν) του νέου υπολογισμού της σύνταξης σε δημόσιο και ιδιωτικό τομέα,

7 “Μέτρα για την εφαρμογή της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”.

καθώς και η κατάργηση ευνοϊκών ρυθμίσεων στο συνταξιοδοτικό σύστημα που εισήγαγε ο Ν. 4331/2015, όπως η διάταξη που προέβλεπε τη χορήγηση και επαναχορήγηση σύνταξης 360 ευρώ σε ανασφάλιστους υπερήλικες και αυτή που επέτρεπε σε ασφαλισμένους του Ενιαίου Ταμείου Ανεξάρτητα Απασχολούμενων (ΕΤΑΑ) να πληρώνουν μειωμένες εισφορές τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2016. Επίσης, μετά την 1.9.2015 (αντί της 1.1.2019 όπως προβλεπόταν από τον Ν. 3986/2011) τα ποσά της Ειδικής Εισφοράς Συνταξιούχων (επικουρικής ασφάλισης) αποτελούν έσοδο του Ασφαλιστικού Κεφαλαίου Αλληλεγγύης Γενεών (ΑΚΑΓΕ) και ο λογαριασμός στον οποίο τηρούνται δεν έχει ως σκοπό την κάλυψη ελλειμμάτων Φορέων και Κλάδων Επικουρικής Σύνταξης και του Μετοχικού Ταμείου Πολιτικών Υπαλλήλων (ΜΤΠΥ).

Στις ρυθμίσεις δημοσιονομικού και διαρθρωτικού χαρακτήρα, επαναδιατυπώνεται ο ορισμός της “φοροδιαφυγής”, ο οποίος πλέον περιλαμβάνει και την απόκρυψη εισοδήματος από οποιαδήποτε πηγή ή τη μη καταβολή ΦΠΑ. Επίσης, επαναπροσδιορίζεται το πλαίσιο για τις φορολογικές παραβάσεις με εκλογίκευση των προστίμων και ευνοϊκές ρυθμίσεις για εκκρεμείς υποθέσεις πλαστών και εικονικών τιμολογίων με στόχο την αύξηση της εισπραξιμότητας. Με άλλη διάταξη του ίδιου νόμου προβλέπεται η είσπραξη του Ενιαίου Φόρου Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ) από το πρώτο ευρώ και η αναδρομική επιβολή του από την 1.1.2015 σε παραδοσιακούς οικισμούς και ακίνητα άνω των 100 ετών. Για την καλύτερη διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων θεσμοθετείται ο Ενιαίος Λογαριασμός Θησαυροφυλακίου, ενώ για την εξοικονόμηση κόστους και χρόνου θεσμοθετείται η ηλεκτρονική διακίνηση των εγγράφων. Τέλος, καταργούνται οι προληπτικοί έλεγχοι του Ελεγκτικού Συνεδρίου στις δαπάνες τόσο του κράτους όσο και των υπόλοιπων φορέων.

Στο πεδίο του ελέγχου των δαπανών, αυστηροποιούνται οι κυρώσεις για τους φορείς της γενικής κυβέρνησης για τις περιπτώσεις που παρατηρείται υπέρβαση μεγαλύτερη του 10% από τους τριμηνιαίους δημοσιονομικούς στόχους με αναστολή αμοιβών για τα μέλη του Δ.Σ. και παύση των εκτελεστικών μελών. Για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της δημοσιονομικής διαχείρισης και εποπτείας, αυξάνονται οι αρμοδιότητες των Υπηρεσιών Δημοσιονομικού Ελέγχου, οι οποίες μετονομάζονται σε Δημοσιονομικές Υπηρεσίες Εποπτείας και Ελέγχου (ΔΥΕΕ). Οι ΔΥΕΕ αναλαμβάνουν την ευθύνη για τη διενέργεια των δαπανών μέσα από την παροχή τεχνικής υποστήριξης στη Γενική Διεύθυνση Οικονομικών Υπηρεσιών, την παρακολούθηση της ορθής εκτέλεσης του προϋπολογισμού, την παρακολούθηση της επίτευξης των στόχων, τις τακτικές επισκοπήσεις δαπανών και γενικότερα την εποπτεία των φορέων της γενικής κυβέρνησης. Δίνεται επίσης στις ΔΥΕΕ η δυνατότητα να εισηγούνται στην εκάστοτε υπηρεσία του Υπουργείου Οικονομικών επί των σχεδίων νόμων, υπουργικών αποφάσεων και πολιτικών εφόσον αυτές έχουν οικονομική επίπτωση στο ΜΠΔΣ.

Άλλη μία σειρά δημοσιονομικών και ασφαλιστικών παρεμβάσεων περιλαμβάνεται στον Ν. 4342/2015⁸ που ψηφίστηκε στις 5.11.2015 και σύμφωνα με τον οποίο: α) εφαρμόζεται ο υπολογισμός του αναλογικού ποσού σύνταξης που προβλέπεται στον Ν. 3865/2010⁹ και στους συνταξιοδοτούμενους από 1.1.2015 έως 31.8.2015, β) καταργείται η διάταξη που επέτρεπε τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του Μετοχικού Ταμείου Πολιτικών Υπαλλήλων από το λογαριασμό ΑΚΑΓΕ, γ) εξομοιώνεται σταδιακά στα 330 ευρώ ανά χιλιόλιτρο ο ΕΦΚ στο πετρέλαιο κίνησης

8 “Συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις, ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2012/27/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Οκτωβρίου 2012, ‘Για την ενεργειακή απόδοση, την τροποποίηση των Οδηγιών 2009/125/ΕΚ και 2010/30/ΕΕ και την κατάργηση των Οδηγιών 2004/8/ΕΚ και 2006/32/ΕΚ’, όπως τροποποιήθηκε από την Οδηγία 2013/12/ΕΕ του Συμβουλίου της 13ης Μαΐου 2013 ‘Για την προσαρμογή της Οδηγίας 2012/27/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την ενεργειακή απόδοση, λόγω της προσχώρησης της Δημοκρατίας της Κροατίας’ και άλλες διατάξεις”.

9 “Μεταρρύθμιση Συνταξιοδοτικού Συστήματος του Δημοσίου και συναφείς διατάξεις”.

για τους αγρότες, δ) τροποποιείται η ρύθμιση των 100 δόσεων και ενσωματώνεται το περιουσιακό κριτήριο και ε) μεταφέρονται 500 οργανικές θέσεις από το Σώμα Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος (ΣΔΟΕ) στη Γενική Γραμματεία Δημοσίων Εσόδων (ΓΓΔΕ) και αυξάνεται ο αριθμός των υποθέσεων φορολογικού και τελωνειακού ενδιαφέροντος που μεταφέρονται από το ΣΔΟΕ στη ΓΓΔΕ.

Τέλος, στο πλαίσιο της συμφωνίας με τους δανειστές με τον Ν. 4346/2015¹⁰ που ψηφίστηκε στις 19.11.2015, υιοθετείται μία ακόμη δέσμη προαπαιτούμενων. Οι σημαντικότερες ρυθμίσεις του νόμου έχουν ως εξής: α) αίρεται το φορολογικό απόρρητο έναντι της ΕΛΣΤΑΤ, β) αλλάζουν οι όροι για την αποβολή οφειλετών από τη ρύθμιση των 100 δόσεων, γ) προβλέπονται θεσμικές παρεμβάσεις στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), δ) υιοθετείται νέα ρύθμιση για τη μη φορολόγηση των ανεισπρακτων νοικοιών, ε) καταργείται ο ΦΠΑ στην ιδιωτική εκπαίδευση, στ) επιβάλλεται ειδικό τέλος στα τυχερά παιχνίδια (ως πρώτο ισοδύναμο του ΦΠΑ στην εκπαίδευση), ζ) επιβάλλεται ειδικός φόρος στο κρασί (ως δεύτερο ισοδύναμο του ΦΠΑ στην εκπαίδευση), η) αλλάζουν τα τέλη κυκλοφορίας αυτοκινήτων, θ) υιοθετούνται νέα κριτήρια για την προστασία των δανειοληπτών από τους πλειστηριασμούς και ι) διευρύνεται ο μηχανισμός αυτόματης επιστροφής (claw back) για την ενδονοσοκομειακή φαρμακευτική δαπάνη.

Αξίζει να σημειωθεί ότι αναμένεται να θεσπιστεί μια δέσμη φιλόδοξων μέτρων στο συνταξιοδοτικό για την αντιμετώπιση των υφιστάμενων διαρθρωτικών προκλήσεων, καθώς και των πρόσφατων πιέσεων στο σύστημα λόγω της οικονομικής κρίσης. Στο πλαίσιο αυτό, το Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης συγκρότησε στις 21.8.2015 δωδεκαμελή επιτροπή, γνωστή ευρέως ως “Επιτροπή Σοφών”, η οποία κλήθηκε να υποβάλει προτάσεις για ένα νέο ασφαλιστικό σύστημα με σκοπό τη βελτίωση της βιωσιμότητάς του. Οι προκρίθεισες από την Επιτροπή επιλογές δημοσιεύθηκαν στις 15.10.2015 και συνοψίζονται ως εξής:

α) Δημιουργία ενός εθνικού φορέα κοινωνικής ασφάλισης, ο οποίος θα συμπεριλάβει όλους τους φορείς κύριας και επικουρικής ασφάλισης και εφάπαξ παροχών και θα διέπεται από ενιαίους κανόνες για τον υπολογισμό παροχών και εισφορών. Οι ενιαίοι κανόνες θα ισχύουν για παλαιούς και νέους ασφαλισμένους, ενώ προτείνεται και ο επανακαθορισμός των συντάξεων των ήδη συνταξιούχων.

β) Διαχωρισμός “ασφαλιστικών” και “προνοιακών” παροχών. Οι ασφαλιστικές παροχές, ή αλλιώς το αναλογικό τμήμα της σύνταξης, θα προκύπτουν από την εφαρμογή διανεμητικού συστήματος εικονικών λογαριασμών καθορισμένων εισφορών, με στόχο τη μεγαλύτερη ανταποδοτικότητα των εισφορών σε σχέση με τις παροχές. Οι εισφορές των ασφαλισμένων συσσωρεύονται σε Ατομικούς Λογαριασμούς “Νοητής Κεφαλαιοποίησης” (δηλαδή το συσσωρευόμενο κεφάλαιο χρηματοδοτεί τις σημερινές συντάξεις), ενώ το (νοητό) κεφάλαιο που σχηματίζεται στο τέλος του ενεργού βίου από τις συσσωρευμένες εισφορές μετατρέπεται σε ισόβια σύνταξη. Η κρατική χρηματοδότηση περιορίζεται στην καταβολή των αναλογουσών εισφορών για τους ανέργους, για όσους ασθενούν, για εκείνους που ανατρέφουν παιδιά ή φροντίζουν ηλικιωμένους κ.λπ. Η τελική παροχή προς τον συνταξιούχο θα συμπληρώνεται με την εθνική σύνταξη, η οποία θα καταβάλλεται με εισοδηματικά κριτήρια και θα λειτουργεί συμπληρωματικά προς το αναλογικό τμήμα της σύνταξης. Η εθνική σύνταξη είναι προνοιακή παροχή, καθώς έχει στόχο τη διασφάλιση ενός αξιοπρεπούς επιπέδου διαβίωσης για όλους τους συνταξιούχους. Η εθνική σύνταξη θα χρηματοδοτείται από τον Κρατικό Προϋπολογισμό.

¹⁰ “Επείγουσες ρυθμίσεις για την εφαρμογή της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”.

γ) Ως προς την απαραίτητη κάλυψη χρηματοδότησης για τη μεταβατική περίοδο (έως το 2050), προτείνεται η δημιουργία ενός αποθεματικού που θα τροφοδοτείται από τον Κρατικό Προϋπολογισμό, την περιουσία των Ταμείων, καθώς και από συμπληρωματικούς πόρους. Ενδεικτικά, ως συμπληρωματικοί πόροι αναφέρονται η επιβολή εισφοράς στους υψηλά αμειβόμενους ή ένας τραπεζικός φόρος ή ένας φόρος στις μεγάλες περιουσίες και γενικά ένας φόρος εκεί όπου συγκεντρώνεται, παρά την κρίση, ο πλούτος.

Ειδικό θέμα V.2

Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Η ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους εξετάζει τη διαχρονική δυνατότητα ομαλής εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων (άμεσων ή και έμμεσων)¹ της γενικής κυβέρνησης. Παρότι το ενδιαφέρον εστιάζεται κυρίως στην εξέλιξη του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, από μόνο του το μέγεθος αυτό δεν αποτελεί επαρκές κριτήριο, ούτε υπάρχει ένα γενικά αποδεκτό όριο βιωσιμότητας.² Διεθνείς οργανισμοί, όπως το ΔΝΤ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και πιο πρόσφατα η ΕΚΤ, εξετάζουν συμπληρωματικά ένα ευρύτερο φάσμα δεικτών, όπως το ύψος των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών, θέτοντας ενδεικτικά όρια βασισμένα στη διεθνή εμπειρία.

Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί τα επόμενα έτη υπό το βάρος της ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού κλάδου και της επίπτωσης από τη διαφορά μεταξύ του έμμεσου ονομαστικού επιτοκίου και του ονομαστικού ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ (snowball effect). Σύμφωνα με τα τρία εναλλακτικά σενάρια που περιλαμβάνονται στα συνοδευτικά έγγραφα της συμφωνίας του Αυγούστου 2015 για χορήγηση χρηματοοικονομικής βοήθειας μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ), το δημόσιο χρέος εκτιμάται από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς ότι θα κυμανθεί μεσοπρόθεσμα κοντά στο 200% του ΑΕΠ, προτού εισέλθει από το 2017 και μετά σε καθοδική τροχιά υπό την επίδραση των βελτιούμενων δημοσιονομικών αποτελεσμάτων και της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Διάγραμμα Α, όπου παρουσιάζονται τα τρία εναλλακτικά σενάρια και το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος).

Το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος βασίζεται στις μεσοπρόθεσμες προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για την περίοδο 2015-2017 και στις υποθέσεις του βασικού σεναρίου των ευρωπαϊκών θεσμών για τα επόμενα έτη.³ Εκτιμάται ότι το 2022 το δημόσιο χρέος θα διαμορφωθεί κοντά στο 150% του ΑΕΠ και θα αποκλιμακωθεί περαιτέρω κοντά στο 110% του ΑΕΠ έως το 2030. Η ευνοϊότερη δυναμική του χρέους σε σχέση με το βασικό σενάριο των ευρωπαϊκών θεσμών προκύπτει κυρίως από το χαμηλότερο κόστος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, το οποίο εκτιμάται σε 10 δισεκ. ευρώ, έναντι 25 δισεκ. ευρώ στο βασικό σενάριο των θεσμών (βλ. Διάγραμμα Β).

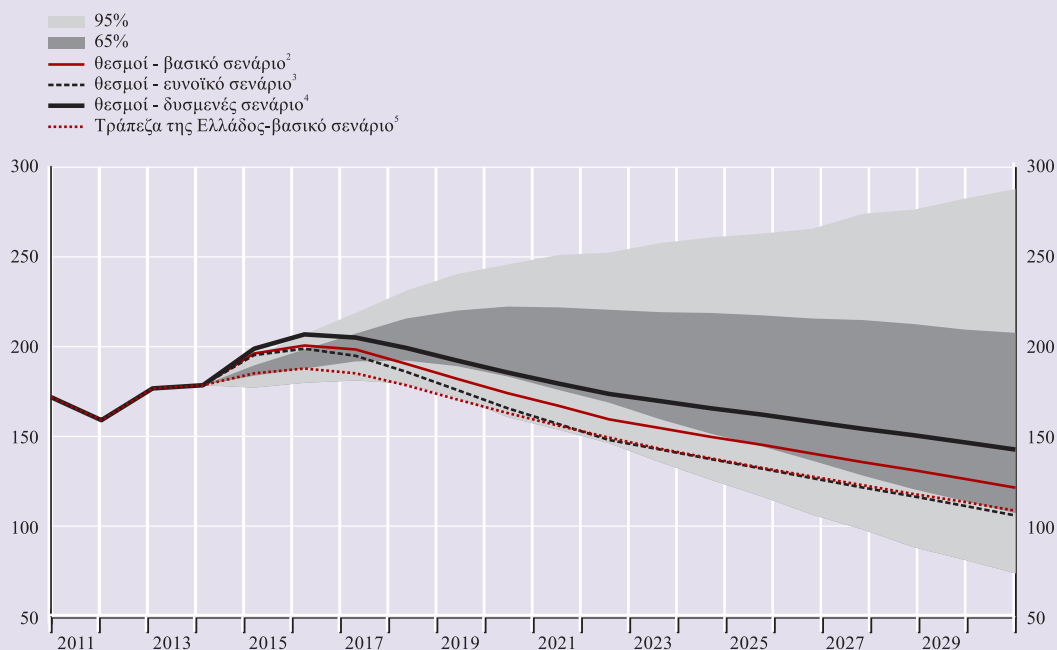
Εντούτοις, οι εκτιμήσεις αυτές υπόκεινται σε σημαντικές αρνητικές επισφάλειες, οι οποίες εντοπίζονται κυρίως: (α) στους όρους με τους οποίους θα σταθεί εφικτό να μετακυλιστεί σε ιδιωτικά

1 Ως άμεσες λογίζονται οι υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης έναντι τρίτων που προκύπτουν από εκδόσεις τίτλων, δανειακές συμβάσεις κ.ά., η ονομαστική αξία των οποίων συνιστά το ακαθάριστο δημόσιο χρέος κατά Μάαστριχτ. Οι έμμεσες υποχρεώσεις δεν συνιστούν ρητή ανάληψη χρέους (και ως εκ τούτου δεν περιλαμβάνονται στον ορισμό του χρέους κατά Μάαστριχτ), αλλά περιλαμβάνουν έμμεσες δεσμεύσεις του Δημοσίου, π.χ. για καταβολή κοινωνικών παροχών, ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις που μπορεί να προκύψουν από την κατάρπωση εγγυήσεων.

2 Η Συνθήκη του Μάαστριχτ προβλέπει τη διατήρηση του δημόσιου χρέους κάτω από το 60% του ΑΕΠ. Το πρώτο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής έθετε ως στόχο τη διασφάλιση καθοδικής τροχιάς του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ μετά το 2013. Στο πλαίσιο του δεύτερου Προγράμματος τέθηκε ως στόχος η αποκλιμάκωση του χρέους κάτω από 120% του ΑΕΠ έως το 2020.

3 Βλ. σημειώσεις Διαγράμματος Α.

Διάγραμμα Α Εκτιμήσεις για την εξέλιξη του δημόσιου χρέους (ως % του ΑΕΠ)¹



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Οι δημοσιοποιημένες εκτιμήσεις των θεσμών αφορούν τα έτη 2015-2020, 2022 και 2030. Τα ενδιάμεσα έτη έχουν υπολογιστεί μέσω γραμμικής παρεμβολής. Τα διαστήματα εμπιστοσύνης αποδίδουν την κατανομή των προβλέψεων σε βάθος 15ετίας βάσει εμπειρικού στοχαστικού υποδείγματος.

2 Το βασικό σενάριο των θεσμών υποθέτει ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ -2,3% το 2015, -1,3% το 2016, 2,7% το 2017, 3,1% το 2018 και 1,75% μακροπρόθεσμα. Τα πρωτογενή αποτελέσματα ως % του ΑΕΠ ανέρχονται σε -0,25% το 2015, 0,5% το 2016, 1,75% το 2017 και 3,5% από το 2018 και έπειτα. Τα έσοδα αποκρατικοποιήσεων ανέρχονται σε 13,9 δισεκ. ευρώ έως το 2022 και το κόστος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών ανέρχεται σε 25 δισεκ. ευρώ.

3 Το ευνοϊκό σενάριο υποθέτει ταχύτερο ρυθμό ανάπτυξης κατά 0,5% ετησίως σε σχέση με το βασικό σενάριο και έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 24,6 δισεκ. ευρώ έως το 2022.

4 Το δυσμενές σενάριο υποθέτει βραδύτερο ρυθμό ανάπτυξης κατά 0,5% ετησίως σε σχέση με το βασικό σενάριο και έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 3,7 δισεκ. ευρώ έως το 2022. Τα πρωτογενή αποτελέσματα ως % του ΑΕΠ ανέρχονται σε -1,0% το 2015, 0,0% το 2016, 1,5% το 2017, 2,0% το 2018 και 3,5% από το 2019 και έπειτα.

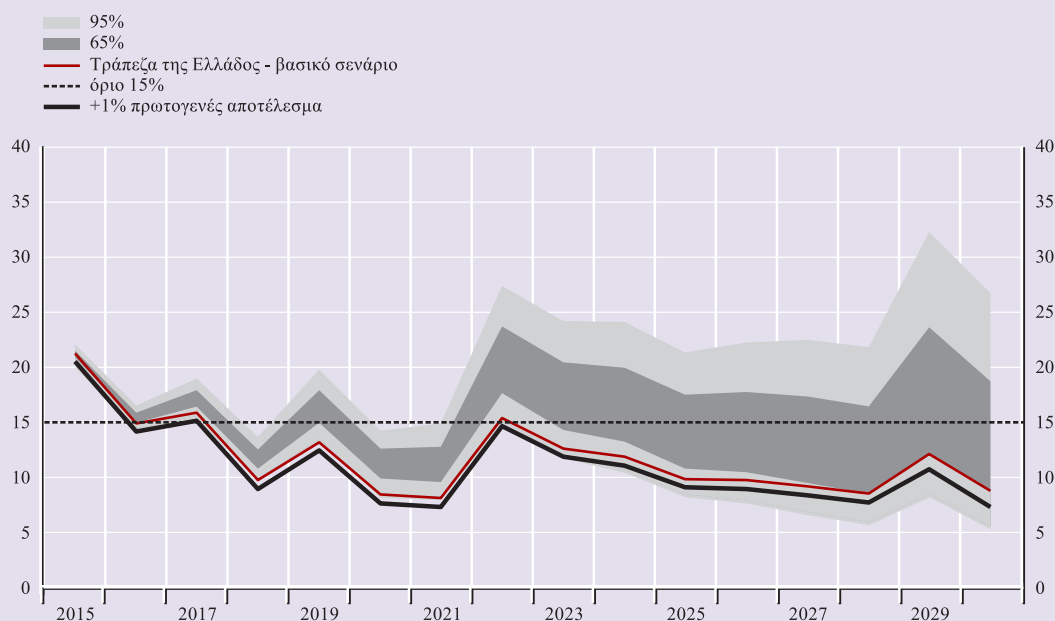
5 Το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος για την τριετία 2015-2017 ακολουθεί τις προβλέψεις του Ευρωσύστηματος και πρωτογενή αποτελέσματα, όπως προβλέπονται στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Το κόστος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών ανέρχεται σε 10 δισεκ. ευρώ το 2015. Από το 2018 και έπειτα ισχύουν οι υποθέσεις του βασικού σεναρίου των θεσμών. Δεν περιλαμβάνεται εκτίμηση για την προσαρμογή μεταξύ εθνικολογιστικών και ταμειακών ροών.

χαρτοφυλάκια το χρέος του επίσημου τομέα κατά την επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές, (β) στη δυνατότητα επίτευξης και διατήρησης των αναθεωρημένων δημοσιονομικών στόχων, λαμβάνοντας υπόψη τις ιστορικές επιδόσεις και τη δημοσιονομική κόπωση μετά από πέντε συναπτά έτη λιτότητας, και (γ) στην εξέλιξη των μακροοικονομικών μεγεθών.⁴ Αντίθετα, οι εκτιμήσεις δεν λαμβάνουν υπόψη το θετικό ενδεχόμενο ανανέωσης της δέσμευσης των εταιρών για απόδοση των κερδών από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP (Securities Markets Programme), η οποία έχει αρθεί μετά τη λήξη του 2ου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής,⁵ καθώς και το ενδεχόμενο οι τελικές ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης και εξυγίανσης του τραπεζικού κλάδου να διαμορφωθούν κάτω από τα 10 δισεκ. ευρώ.

4 Τα διαστήματα εμπιστοσύνης αποδίδουν την αβεβαιότητα αναφορικά με την εξέλιξη των κύριων μακροοικονομικών μεγεθών και του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή σε ορίζοντα 15ετίας, δεδομένων των δημοσιονομικών παραδοχών του βασικού σεναρίου (βλ. επίσης μεθοδολογικές σημειώσεις).

5 Βλ. υποσημείωση 3 του κυρίως κειμένου του κεφαλαίου.

Διάγραμμα Β Ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες γενικής κυβέρνησης (ως % του ΑΕΠ)¹



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τα διαστήματα εμπιστοσύνης αποδίδουν την κατανομή των προβλέψεων σε βάθος 15ετίας βάσει εμπειρικού στοχαστικού υποδείγματος.

Ωστόσο, όπως παρατηρείται από το ΔΝΤ και τους ευρωπαϊκούς θεσμούς, στην περίπτωση της Ελλάδος η εξέλιξη του λόγου χρέους προς το ΑΕΠ δεν αποτελεί ασφαλή ένδειξη για τη δυνατότητα εξυπηρέτησής του, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες της διάρθρωσής του και των επιμέρους ρυθμίσεων που έχουν συμφωνηθεί στο πλαίσιο των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής.⁶ Ως πιο αντιπροσωπευτικό κριτήριο βιωσιμότητας προκρίνεται η εξέλιξη των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης (gross financing needs). Τόσο το ΔΝΤ⁷ όσο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή⁸ εξετάζουν το λόγο των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ και προκρίνουν ως όριο ασφαλείας το 15%.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος βάσει των διαθέσιμων στοιχείων του ΟΔΔΧ,⁹ το βασικό σενάριο υπόκειται σε αυξημένη πιθανότητα υπέρβασης του ορίου του 15% του ΑΕΠ αμέσως μετά τη λήξη της συμφωνίας χρηματοδότησης μέσω ΕΜΣ και ιδιαίτερα στις αρχές της επόμενης δεκαετίας (βλ. Διάγραμμα Β). Οι αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες αυτής της περιόδου σχετίζονται αφενός μεν με τη λήξη τίτλων που διακρατεί η ΕΚΤ, αφετέρου δε, και κυρίως, με τη λήξη των αναβαλλόμενων πληρωμών τόκων επί του δανείου μέσω ΕFSF. Σημειώνεται ότι οι εκτιμώμενες χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης υπολείπονται σημαντικά των αντίστοιχων αναγκών της κεντρικής διοίκησης, καθώς δεν συμπεριλαμβάνουν το βραχυχρόνιο

⁶ Σχετικά με επιμέρους ρυθμίσεις στο πλαίσιο του 2ου Προγράμματος, βλ. Eurogroup statement on Greece, 27.11.2012.

⁷ International Monetary Fund (2015), "Greece – Preliminary draft debt sustainability analysis", IMF country report no. 15/165, June 26.

⁸ European Commission (2014), "Assessing public debt sustainability in EU member states: A guide", *European Economy*, Occasional paper 200, September 2014.

⁹ Τα στοιχεία του ΟΔΔΧ αφορούν την κεντρική κυβέρνηση και βάσει αυτών έχουν εκτιμηθεί οι χρηματοδοτικές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης.

ενδοκυβερνητικό χρέος (έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και γeros), το οποίο μέχρι το τέλος Αυγούστου του 2015 εκτιμάται σε περίπου 6,5% του ΑΕΠ.

Όπως καταδεικνύουν τα διαστήματα εμπιστοσύνης γύρω από το βασικό σενάριο, το ενδεχόμενο τήρησης του ορίου του 15% μέσω ταχύτερων ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης εμφανίζεται ιδιαίτερα απομακρυσμένο, καθώς οι υποθέσεις του βασικού σεναρίου ήδη προσεγγίζουν το κατώτερο όριο της εμπειρικής κατανομής. Εξίσου περιορισμένη εκτιμάται η δυνατότητα τήρησης του ορίου του 15% μέσω πρόσθετης δημοσιονομικής προσπάθειας, καθώς η επίτευξη μόνιμα υψηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων κατά 1% του ΑΕΠ επιφέρει οριακή μόνο βελτίωση (βλ. Διάγραμμα Β). Ως εκ τούτου, η τήρηση του ορίου του 15% δεν εμφανίζεται ρεαλιστική χωρίς κάποια μορφή αναδιάρθρωσης, είτε με τη μορφή μετάθεσης των λήξεων είτε με τη μορφή περαιτέρω μείωσης των επιτοκίων.¹⁰

Μεθοδολογικές σημειώσεις

Χρησιμοποιείται ένα μικρής κλίμακας υπόδειγμα μερικής ισορροπίας για τον ενδογενή προσδιορισμό των κύριων μακροοικονομικών μεγεθών για δεδομένο πρωτογενές αποτέλεσμα και ρυθμό μεταβολής του παραγωγικού κενού, το οποίο εξαλείφεται εντός πενταετίας. Λαμβάνεται υπόψη η επίπτωση του οικονομικού κύκλου στο μέγεθος του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή, ο οποίος είναι χρονικά μεταβλητός και υπολογίζεται ως συνάρτηση του παραγωγικού κενού. Ως δημοσιονομικός κλυδωνισμός λαμβάνεται η μεταβολή στο διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα. Οι δαπάνες τόκων επί του υφιστάμενου χρέους ακολουθούν τις υποθέσεις του ΟΔΔΗΧ. Γίνεται η υπόθεση ότι το επιτόκιο νέου δανεισμού είναι 1% για τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής βοήθειας μέσω ΕΜΣ. Κατά την έξοδο στις αγορές το 2019 γίνεται η υπόθεση ότι ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα έχει επιστρέψει στο 2% περίπου, με αποτέλεσμα το μέσο επιτόκιο να διαμορφωθεί στο 6,7%, το οποίο συγκλίνει προς το 5,6% το 2030.¹¹ Η μεσοσταθμική διάρκεια είναι 32 έτη την περίοδο 2015-2018 και 10 έτη μετά το 2018. Τα διαστήματα εμπιστοσύνης στα Διαγράμματα Α και Β αποδίδουν την κατανομή των προβλέψεων σε βάθος 15ετίας βάσει εμπειρικού στοχαστικού υποδείγματος με ενδογενείς μεταβλητές τον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης, το ρυθμό μεταβολής του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, το παραγωγικό κενό και τον χρονικά μεταβλητό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή.

¹⁰ Η σύνοδος κορυφής στις 12 Ιουλίου 2015 αφήνει ανοιχτό το ενδεχόμενο αναδιάρθρωσης (αποκλείοντας όμως ονομαστικό κούρεμα), υπό την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής των όρων της συμφωνίας και εφόσον ολοκληρωθεί επιτυχώς η πρώτη αξιολόγηση (Euro Summit statement, SN4070/15, Brussels, 12 July 2015).

¹¹ Η υπόθεση αυτή κυμαίνεται ανάμεσα στο βασικό και στο δυσμενές σενάριο του Cline, W.R. (2015), "From populist destabilization to reform and possible debt relief in Greece", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief no. PB15-12.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Καθώς οι διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας κατά το α' εξάμηνο του 2015 συνοδεύθηκαν από αναζωπύρωση της αβεβαιότητας, καταγράφηκαν σημαντικές εκροές καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα και απότομη άνοδος των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Με τη συνομολόγηση νέας συμφωνίας στα μέσα Ιουλίου, η αβεβαιότητα άρχισε να υποχωρεί, όπως επιβεβαιώθηκε από την καθοδική πορεία των αποδόσεων και τη συγκράτηση των εκροών καταθέσεων, η οποία υποβοηθήθηκε βεβαίως από την επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών και στις διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων. Ωστόσο, η επιδείνωση των συνθηκών στις αρχές του 2015 έχει συνέπειες για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα μας, γεγονός που κατέστησε αναγκαία την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, σύμφωνα με τα αποτελέσματα νέας Συνολικής Αξιολόγησης που διεξήγαγαν ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός και η Τράπεζα της Ελλάδος.

Η αβεβαιότητα που αναζωπυρώθηκε κατά τις διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας το 2015 προκάλεσε μεγάλες εκροές καταθέσεων το α' εξάμηνο, παρότι το ΑΕΠ αυξανόταν. Οι εκροές αναχαιτίστηκαν με τη θέσπιση τραπεζικής αργίας στα τέλη Ιουνίου και τη νομοθέτηση περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών από λογαριασμούς καταθέσεων, καθώς επίσης και στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό. Το πλέγμα αυτών των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα περιγράφεται στο Ειδικό θέμα VI.1. Η αβεβαιότητα περιορίστηκε δραστικά με τη συνομολόγηση συμφωνίας μεταξύ κυβέρνησης και Ευρωπαίων εταίρων στα μέσα Ιουλίου, γεγονός που δημιουργεί τις προϋποθέσεις για σταδιακή επιστροφή των καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα κατά τους επόμενους μήνες. Ήδη οι τραπεζικές καταθέσεις των επιχειρήσεων στην Ελλάδα εμφάνισαν αύξηση τους δύο μήνες που ακολούθησαν τον Ιούλιο, ενώ καταγράφηκε επιστροφή τραπεζογραμματίων από την κυκλοφορία στην Τράπεζα της Ελλάδος και επαναπατριsmός κεφαλαίων από το εξωτερικό. Την περίοδο υπό επισκόπηση

(τους πρώτους δέκα μήνες του 2015), τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού προς επιχειρήσεις και, σε μικρότερο βαθμό, τα επιτόκια στεγαστικών δανείων υποχώρησαν τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους. Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας κατέστη δυνατόν να μειωθούν μόνον αφού σταμάτησαν οι εκτεταμένες εκροές καταθέσεων.

Ο περιορισμός του ετήσιου ρυθμού μείωσης κυρίως της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και, σε μικρότερο βαθμό, της καταναλωτικής πίστης, ιδίως κατά το α' εξάμηνο του 2015, αντανάκλα πρωτίστως την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Η τραπεζική αργία και η επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις καταθέσεων, στις διασυνοριακές πληρωμές και στην κίνηση κεφαλαίων φαίνεται ότι επιβράδυναν την περαιτέρω ενδυνάμωση της πιστωτικής επέκτασης από το τραπεζικό σύστημα προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Καθώς θα σημειώνεται πρόοδος με την εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής και θα παγιώνεται η υποχώρηση της αβεβαιότητας, τα τραπεζικά επιτόκια θα μειωθούν περαιτέρω. Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης θα συμβάλει όχι μόνο στην επιστροφή καταθέσεων, αλλά και στην αποκατάσταση της πρόσβασης των πιστωτικών ιδρυμάτων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων για άντληση χρηματοδότησης. Άλλες σημαντικές εξελίξεις που θα υποβοηθήσουν την πτωτική τάση των επιτοκίων και θα αυξήσουν την πιστοδοτική ικανότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων είναι η αναμενόμενη επανένταξη των ελληνικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις, η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών και η αποτελεσματικότερη διαχείριση εκ μέρους των τραπεζών των προβληματικών τους στοιχείων. Οι διάφορες πτυχές αυτής της διαχείρισης και συναφή ζητήματα αναλύονται στο Ειδικό θέμα VI.2. Τέλος, επισημαίνεται ότι δεν πρέπει να παραβλέπεται η δυσμενής επίδραση της παρούσας οικονομικής ύφεσης (στη ζήτηση δανείων, στο βαθμό πιστωτικού κινδύνου κ.λπ.).



Δεδομένης αυτής της επιδείνωσης των οικονομικών συνθηκών στη χώρα μας, ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός προέβη εκ νέου σε Συνολική Αξιολόγηση των εγχώριων συστημικών τραπεζών. Η αναγκαία ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως προέκυψε από την εν λόγω άσκηση, καλύφθηκε κατ' αρχάς από ιδιώτες μετόχους και από τις ίδιες τις τράπεζες μέσω διαχείρισης παθητικού, ενώ τα υπολειπόμενα ποσά θα καλυφθούν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Εάν συγκριθούν τα αποτελέσματα των τραπεζών τους πρώτους εννέα μήνες του 2015 με εκείνα της αντίστοιχης περιόδου του 2014, διαπιστώνεται αύξηση των καθαρών εσόδων (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα). Ωστόσο, μετά τις προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι τράπεζες κατέγραψαν αυξημένες ζημιές κατά την πιο πρόσφατη περίοδο.

Η προοδευτική ενίσχυση της αβεβαιότητας κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων το α' εξάμηνο του 2015 αντανακλάται στην ανοδική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από τις αρχές του έτους μέχρι τις αρχές Ιουλίου 2015, ενώ η κλίση της καμπύλης αποδόσεων γινόταν ολοένα και περισσότερο αρνητική. Η επίτευξη συμφωνίας με τους διεθνείς πιστωτές συνοδεύθηκε από αποκλιμάκωση των αποδόσεων. Η εξέλιξη των αποδόσεων των ομολόγων τα οποία έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά ήταν ανάλογη. Η τάση των τιμών των μετοχών ήταν πτωτική πριν από τη συμφωνία. Από τα τέλη Αυγούστου, ωστόσο, ο γενικός δείκτης ακολούθησε σχεδόν αδιάκοπα ανοδική πορεία, παρά τις ειδικές συνθήκες που προκάλεσαν ισχυρή μεταβλητότητα στις τιμές των τραπεζικών μετοχών.

I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων της κυβέρνησης με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας κατά το α' εξάμηνο του 2015, η αβεβαιότητα εντάθηκε. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την καταγραφή αλληπάλληλων εκροών κατα-

θέσεων σημαντικού ύψους από το τραπεζικό σύστημα. Μεγάλο μέρος των καταθέσεων που αποσύρθηκαν από τις τράπεζες αποθησαυρίστηκε με τη μορφή τραπεζογραμματίων. Άλλες καταθέσεις μεταφέρθηκαν σε τράπεζες εκτός Ελλάδος ή αναλώθηκαν προκειμένου να αποκτηθούν άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα (ιδίως αμοιβαία κεφάλαια) στο εξωτερικό.

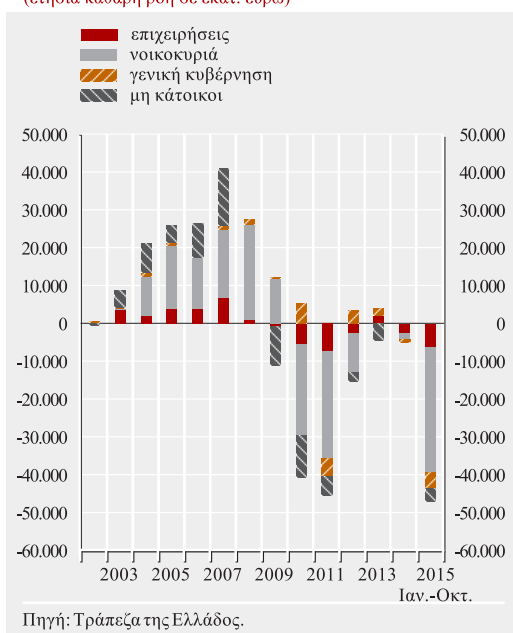
Η αργία των τραπεζών επί τρεις εβδομάδες και η επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς και στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό από τα τέλη Ιουνίου του 2015 αναχαίτισε την εκροή καταθέσεων. Εξάλλου, η συνομιλότητα νέας συμφωνίας με τους πιστωτές στο πλαίσιο συνόδου κορυφής των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ στα μέσα Ιουλίου 2015 εξασφάλισε δραστική υποχώρηση της αβεβαιότητας, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για σταδιακή επιστροφή των καταθέσεων.

Συγκεκριμένα, μεταξύ του τέλους του 2014 και του Ιουνίου του 2015 οι καταθέσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στο τραπεζικό σύστημα μειώθηκαν κατά 38,5 δισεκ. ευρώ (δηλ. κατά 24%) (βλ. Διάγραμμα VI.1). Το σύνολο των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα (που επιπλέον των κατηγοριών που προαναφέρθηκαν περιλαμβάνει τις καταθέσεις της γενικής κυβέρνησης και των κατοίκων εξωτερικού, αλλά δεν περιλαμβάνει διατραπεζικές τοποθετήσεις) μειώθηκε κατά 47,1 δισεκ. ευρώ (ή 25%).

Επισημαίνεται ότι για τον τομέα των νοικοκυριών η μείωση των καταθέσεων προθεσμίας ως ποσοστό του αρχικού υπολοίπου το Δεκέμβριο του 2014 (35%) ήταν σημαντικά μεγαλύτερη της μείωσης των καταθέσεων μίας ημέρας (5%). Αυτό οφείλεται στο ότι η αβεβαιότητα επηρέασε συγκριτικώς δυσμενέστερα την ελκυστικότητα των καταθέσεων προθεσμίας που χρησιμοποιούνται σε μεγαλύτερη έκταση ως επενδυτικά μέσα. Αντιθέτως, η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας κατά το α' εξάμηνο του 2015 επέδρασε θετικά, εν μέρει αντισταθμίζοντας την αρνητική επίδραση της αβεβαιότητας, στη ζήτηση καταθέσεων μίας ημέ-

Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες ανά τομέα (2002-2015)

(ετήσια καθαρή ροή σε εκατ. ευρώ)



ρας, οι οποίες κατ' εξοχήν χρησιμοποιούνται ως μέσο πληρωμής.

Προκειμένου οι τράπεζες να αποδώσουν τα αναλαμβανόμενα ποσά στους καταθέτες, η Τράπεζα της Ελλάδος τις εφοδίασε με πρόσθετα τραπεζογραμμάτια συνολικής αξίας 18 δισεκ. ευρώ το α' εξάμηνο του 2015. Παράλληλα, καταγράφηκε φυγή καταθέσεων προς τράπεζες του εξωτερικού ύψους 5,6 δισεκ. ευρώ, ενώ παρατηρήθηκαν εκροές κεφαλαίων για διασυνοριακές επενδύσεις χαρτοφυλακίου ύψους 7,2 δισεκ. ευρώ.

Την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου 2015 σημειώθηκε άνοδος των καταθέσεων των επιχειρήσεων, παράλληλα με μόνο περιορισμένη μείωση των καταθέσεων των νοικοκυριών, με αποτέλεσμα οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα στις ελληνικές τράπεζες να καταγράφουν αυξήσεις τους μήνες μετά τον Ιούλιο του 2015, για πρώτη φορά από το Σεπτέμβριο 2014. Τόσο οι επιχειρήσεις όσο και τα νοικοκυριά απέφυγαν να ανανεώσουν τις καταθέσεις προθεσμίας που έληγαν, αλλά ανακατένειμαν τα

χαρτοφυλάκιά τους υπέρ των καταθέσεων μίας ημέρας.¹ Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι κατόπιν των περιορισμών που επιβλήθηκαν στις τράπεζες από τα τέλη Ιουνίου 2015 δεν είναι πλέον κατ' αρχήν δυνατή η πρόωρη εξόφληση κατάθεσης προθεσμίας, πράγμα που μειώνει τη ρευστότητα αυτού του στοιχείου. Μάλιστα, η χρησιμοποίηση των καταθέσεων μίας ημέρας για το διακανονισμό συναλλαγών εντάθηκε σημαντικά την περίοδο των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, καθώς διαδόθηκε με ταχύτητα η χρήση χρεωστικών και πιστωτικών καρτών, όπως επίσης και των διαδικτυακών τραπεζικών συναλλαγών. Επίσης, καταγράφηκε επιστροφή τραπεζογραμματίων από την κυκλοφορία στις τράπεζες και, για το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2015 για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, επαναπατρισμός κεφαλαίων κυρίως από τοποθετήσεις σε καταθέσεις στο εξωτερικό.

Ο περιορισμός της αβεβαιότητας εν γένει, καθώς θα προχωρεί η εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, και η ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων θα ενθαρρύνουν την επιστροφή καταθέσεων. Η επιστροφή θα καταστεί ανετότερη στο βαθμό που θα χαλαρώνει το πλέγμα περιορισμών στις αναλήψεις καταθέσεων και τις διασυνοριακές πληρωμές, καθώς αυτές οι εξελίξεις θα βελτιώσουν τη ρευστότητα των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Από την άλλη πλευρά, η ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας από το γ' τρίμηνο του 2015, που αναμένεται να συνεχιστεί βραχυπρόθεσμα, όπως εξάλλου και τα χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων καταθέσεων θα ασκήσουν αρνητική επίδραση στη ζήτηση καταθέσεων.

2 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ

Τα επιτόκια νέων καταθέσεων προθεσμίας, που είχαν ακολουθήσει πτωτική τάση κατά τα

¹ Οι καταθέσεις ταμειυτηρίου αποτελούν το 40% περίπου του συνόλου των καταθέσεων των νοικοκυριών.

προηγούμενα έτη, παρέμειναν κατά βάση σταθερά για τα νοικοκυριά το α' εξάμηνο του 2015, ενώ αυξήθηκαν ελαφρά για τις επιχειρήσεις. Οι τράπεζες απέφυγαν να προβούν σε μειώσεις των επιτοκίων οι οποίες θα ήταν δυνατόν να επιδεινώσουν τις απώλειες καταθέσεων που καταγράφονταν. Όταν επιβλήθηκε εβδομαδιαίο όριο στο ύψος των αναλήψεων μετρητών από λογαριασμούς καταθέσεων, δημιουργήθηκαν κατάλληλες συνθήκες ώστε οι τράπεζες να μειώσουν τα επιτόκια στις νέες καταθέσεις προθεσμίας με ταχύτητα (μέση μηνιαία μείωση επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας νοικοκυριών το 2014: 8 μονάδες βάσης, την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου 2015: 19 μονάδες βάσης) (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Τα επιτόκια καταθέσεων μίας ημέρας, τα οποία παρουσιάζουν πολύ μικρή μεταβλητότητα, μειώνονταν για τα νοικοκυριά συνεχώς αλλά με πολύ αργό ρυθμό στη διάρκεια των πρώτων δέκα μηνών του 2015. Αντιθέτως, τα επιτόκια για καταθέσεις μίας ημέρας επιχειρήσεων αυξήθηκαν το α' τρίμηνο, αλλά μειώνονται έκτοτε.

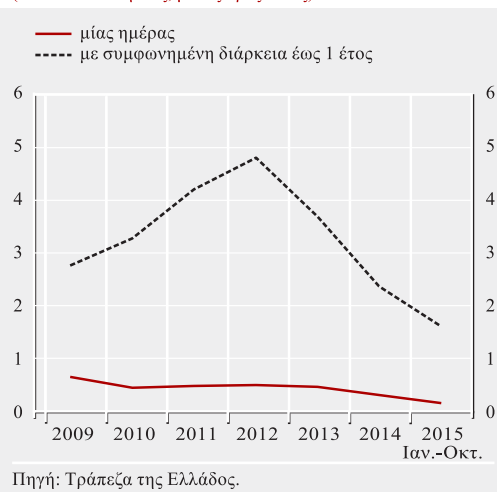
Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε σημαντικά (βλ. Διάγραμμα VI.3). Η τάση υποχώρησης των επιτοκίων επηρέασε τις κατηγορίες των επιχειρηματικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια, όπως επίσης και τις πιστώσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια.²

Το επιτόκιο στεγαστικών δανείων μειώθηκε σε μέση ετήσια βάση. Αντιθέτως, το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταναλωτικής πίστης αυξήθηκε κατά μέσο όρο μεταξύ του έτους 2014 και των πρώτων δέκα μηνών του 2015. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται κυρίως στην αύξηση των επιτοκίων στις πιστώσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια. Πάντως, το συνολικό κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά (συνδυαστικά μέσω στεγαστικών δανείων και καταναλωτικής πίστης) κατέγραψε μείωση (μέσος όρος 2014: 4,8%, μέσος όρος Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015: 4,6%).

Η γενική υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων δικαιολογείται στο μέτρο που η αύξηση

Διάγραμμα VI.2. Επιτόκιο τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά (2009-2015)

(ποσοστό % ετησίως, μέσος όρος έτους)

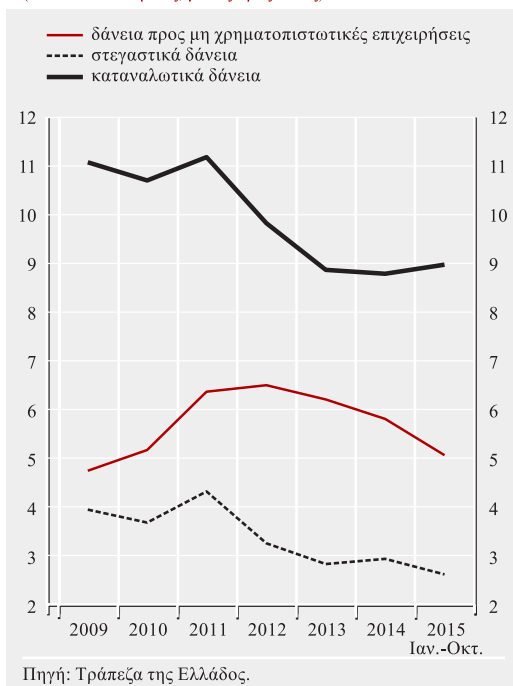


του ΑΕΠ το α' και το β' τρίμηνο του 2015 συνέβαλε σε περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου. Η αύξηση των επιτοκίων καταναλωτικής πίστης πιθανότατα αντανάκλα διαφοροποίηση του πιστωτικού κινδύνου. Βεβαίως, όπως προαναφέρθηκε, το α' εξάμηνο του 2015 αναπτύχθηκε αβεβαιότητα όσον αφορά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Η αβεβαιότητα αυτής της φύσεως πρέπει να συνετέλεσε σε περιορισμό της ζήτησης για τουλάχιστον ένα υποσύνολο των κατηγοριών δανείων (π.χ. τα στεγαστικά δάνεια και εν γένει τα μακροπρόθεσμα επιχειρηματικά δάνεια για τη χρηματοδότηση επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου). Η υποχώρηση της ζήτησης είναι (όπως και η προαναφερθείσα μείωση του πιστωτικού κινδύνου) επίσης συνεπής με μείωση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού. Μείωση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού όμως είναι δυνατόν να προέλθει και λόγω ενίσχυσης της προσφοράς δανειακών κεφαλαίων. Αύξηση επίδραση στην προσφορά τραπεζικών πιστώσεων σε σύγκριση με παρελθόντα έτη πρέπει να άσκησε κατά το 2015 η αναδιάρθρωση και εξυγίανση που είχε προηγηθεί στον τραπεζικό κλάδο. Εξάλλου, την τάση για

² Δηλ. τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως και τους αλληλόχρεους λογαριασμούς των επιχειρήσεων.

Διάγραμμα VI.3 Επιτόκιο τραπεζικών δανείων (2009-2015)

(ποσοστά % ετησίως, μέσος όρος έτους)



μείωση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού στην Ελλάδα πρέπει να τροφοδοτήσει και η αποκλιμάκωση των επιτοκίων Euribor, δεδομένου ότι αυτά χρησιμοποιούνται συχνά ως επιτόκια αναφοράς στις δανειακές συμβάσεις.

Από την άλλη πλευρά, παράγοντες που πρέπει να εμπόδισαν περαιτέρω υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού ήταν, πρώτον, η άνοδος κατά το α' εξάμηνο του 2015 του κόστους άντλησης, εκ μέρους των τραπεζών, χρηματοδοτικών πόρων προς αναδανεισμό, οι μεταβολές του οποίου μετακυλίνουν σε κάποιο βαθμό στα επιτόκια που χρεώνουν οι τράπεζες στους πιστούχους τους. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά αύξηση της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων στην έκτακτη ρευστότητα (ELA) την οποία χορηγεί η Τράπεζα της Ελλάδος. Με βάση το ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο, η έκτακτη ρευστότητα παρέχεται με σημαντικά υψηλότερο επιτόκιο, σε σύγκριση με τις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Η προσφυγή σε έκτακτη χρηματοδότηση κατέστη αναγκαία

ύστερα από την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ (Φεβρουάριος 2015) να σταματήσει η χορήγηση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα έναντι χρεογράφων τα οποία έχει εκδώσει (ή εγγυηθεί) το Ελληνικό Δημόσιο. Πάντως, η αύξηση του κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών αντιστρέφεται σταδιακά από τον Ιούλιο του 2015.

Επιπροσθέτως, κατά την περίοδο υπό επισκόπηση παρατηρήθηκε διατήρηση σε υψηλά επίπεδα του περιθωρίου το οποίο ενσωματώνουν τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών πάνω από το μέσο κόστος αναχρηματοδότησης των τραπεζών. Η εξέλιξη αυτή είναι συνεπής με την αυξητική τάση την οποία κατέγραψαν τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Τέλος, επισημαίνεται ότι σε πραγματικούς όρους³ τα δανειακά επιτόκια ακολούθησαν πτωτική τάση τους πρώτους δέκα μήνες του 2015, η οποία υποβοηθήθηκε και από το σχετικό περιορισμό του ρυθμού αποπληθωρισμού (σε σύγκριση με τα επίπεδα στα οποία είχε διαμορφωθεί στις αρχές του έτους). Αν και παραμένουν ακόμη σχετικά υψηλά, τα δανειακά επιτόκια έχουν αποκλιμακωθεί, υπολογιζόμενα σε πραγματικούς όρους με απλό τρόπο (δηλ. ex post), από τα μέγιστα επίπεδα που είχαν καταγράψει νωρίτερα στη διάρκεια της κρίσης.

Καθώς θα σημειώνεται περαιτέρω πρόοδος με την εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής, οι ελληνικοί τίτλοι θα γίνουν και πάλι αποδεκτοί στις συνήθεις πράξεις νομισματι-

³ Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα προκύπτει όταν από το ονομαστικό επιτόκιο που παρατηρείται το συγκεκριμένο μήνα αφαιρεθεί ο δωδεκάμηνος ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος καταγράφεται τον ίδιο μήνα. Δεδομένου ότι ο ρυθμός πληθωρισμού είναι αρνητικός, ο υπολογισμός αυτός ισοδυναμεί με επαύξηση του ονομαστικού επιτοκίου κατά το απόλυτο μέγεθος του ρυθμού αποπληθωρισμού. Ο υπολογισμός αυτός είναι πιθανόν να υπερεκτιμά το μακροπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο το οποίο θα έπρεπε, χάριν μεγαλύτερης ακρίβειας και συνέπειας με τη θεωρία, να τεκμαίρεται με βάση τις μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, δεδομένου ότι η διατήρηση του πληθωρισμού σε αρνητικά επίπεδα είναι προσωρινό φαινόμενο. Ωστόσο, δεν υπάρχει διαθέσιμος αξιόπιστος δείκτης για το μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού στη χώρα μας.

κής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, εξέλιξη η οποία θα έχει ως συνέπεια την υποχώρηση του κόστους αναχρηματοδότησης των εγχώριων τραπεζών. Αυτή θα μετακλιστεί σε μείωση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών, ενώ παράλληλα θα ασκήσει καθοδική πίεση και στα επιτόκια καταθέσεων. Ωστόσο, τυχόν χαλάρωση των περιορισμών στις εβδομαδιαίες αναλήψεις από λογαριασμούς καταθέσεων ενδέχεται να στενέψει τα περιθώρια για περαιτέρω υποχώρηση των επιτοκίων καταθέσεων. Η αποκλιμάκωση της αβεβαιότητας θα συντελέσει επίσης σε μείωση του πιστωτικού κινδύνου, αν και η έκταση στην οποία αυτό είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί είναι περιορισμένη μέχρις ότου η οικονομία επιστρέψει σε συνθήκες ανάκαμψης του ΑΕΠ. Εξάλλου, στο μέτρο που οι καθυστερήσεις στην εξόφληση τραπεζικών δανείων θα καταστούν λιγότερο συχνές, και στο βαθμό που θα σημειώνεται περαιτέρω πρόοδος με την αντιμετώπιση των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, το περιθώριο διαμεσολάβησης θα συρρικνωθεί, εξέλιξη που επίσης θα συμβάλει σε υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας κατά το α' και το β' τρίμηνο του 2015 καθώς και η μείωση των δανειακών επιτοκίων πρέπει να επέδρασαν θετικά στη ζήτηση για τραπεζικές πιστώσεις. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν επίσης σε σχετικό περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, ο οποίος ενθαρρύνει την προσφορά πιστώσεων. Σε σύγκριση με προηγούμενα έτη η προσφορά τραπεζικής πίστης πρέπει, όπως προαναφέρθηκε, να ενσωματώνει αυξητική επίδραση από την αναδιάρθρωση και εξυγίανση που έχει προηγηθεί στον τραπεζικό κλάδο.

Από την άλλη πλευρά, η αύξηση της αβεβαιότητας στην Ελλάδα κατά το α' εξάμηνο του 2015 πρέπει να άσκησε αρνητική επίδραση τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά τραπεζικών πιστώσεων, ιδίως μακροπρόθεσμων

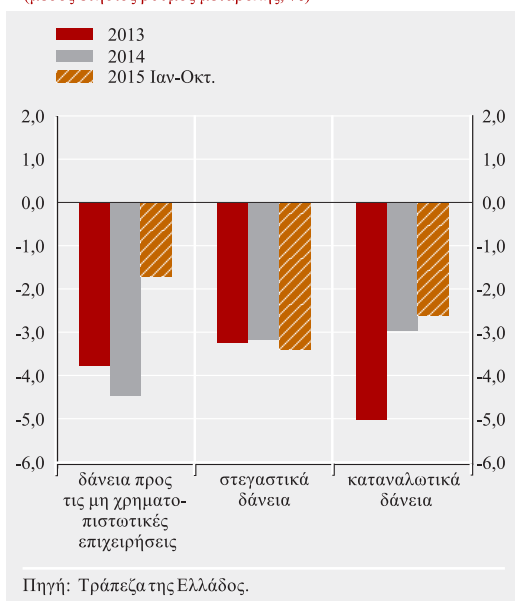
(δηλ. με διάρκεια άνω του έτους), εξαιρουμένων των μακροπρόθεσμων δανείων που χορηγούνται τα τελευταία έτη προκειμένου να αναδιαρθρωθούν βραχυπρόθεσμα χρέη προς το τραπεζικό σύστημα. Πράγματι, στην περίπτωση του τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρατηρείται σημαντικός περιορισμός του ετήσιου ρυθμού μείωσης των βραχυπρόθεσμων δανείων την περίοδο από τα μέσα του 2014, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός μεταβολής των μακροπρόθεσμων δανείων (ο οποίος ωστόσο είναι θετικός) παραμένει στάσιμος συγκριτικά.

Ένας δίαυλος μέσα από τον οποίο η αβεβαιότητα χωρίς αμφιβολία δυσχέρανε γενικώς την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών συνδέεται με το γεγονός ότι προκάλεσε εκτεταμένες εκροές καταθέσεων και απώλεια πρόσβασης στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Σε κάποιο βαθμό οι επιπτώσεις αυτών των εξελίξεων αντισταθμίστηκαν αφενός με άντληση χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, χρησιμοποιώντας (από το Φεβρουάριο και εξής) κυρίως ομόλογα του EFSF ως εξασφαλίσεις, και αφετέρου με προσφυγή στο μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης της Τράπεζας της Ελλάδος. Παρά ταύτα, ο ισολογισμός του τραπεζικού συστήματος (βάσει της συγκεντρωτικής λογιστικής κατάστασης) συρρικνώθηκε κατά 4% στη διάρκεια των πρώτων δέκα μηνών του 2015. Παράλληλα, όπως προαναφέρθηκε, το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, το οποίο επηρεάζει αρνητικά τις δυνατότητες των τραπεζών να χορηγήσουν νέες πιστώσεις προς υγιείς κλάδους, συνέχισε να επιδεινώνεται.

Πάντως, κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2015 παρατηρήθηκε προοδευτικός περιορισμός του ετήσιου ρυθμού μείωσης της τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VI.4). Επί δύο μήνες κατά τη διάρκεια του 2015 η καθαρή ροή τραπεζικών πιστώσεων (δηλ. νέες πιστώσεις μείον χρεολύσια) διαμορφώθηκε σε θετικά επίπεδα, τα οποία ήταν μάλιστα τα υψηλότερα

Διάγραμμα VI.4 Τραπεζική χρηματοδότηση προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά (2013-2015)

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής, %)



των δύο και πλέον τελευταίων ετών. Η συγκράτηση της πτωτικής πορείας των υπολοίπων των καταναλωτικών δανείων ήταν πιο περιορισμένη, ενώ η ετήσια μείωση των στεγαστικών δανείων εμφανίζεται να έχει ενταθεί κατά μέσο όρο τους πρώτους δέκα μήνες του 2015 έναντι του προηγούμενου έτους.

Κυρίως εξαιτίας του γεγονότος ότι κατά τη διάρκεια μέρους της τραπεζικής αργίας περιορίστηκαν οι εργασίες που επιτρέπονταν στις τράπεζες, η (αρνητική) μηνιαία καθαρή ροή και ο (αρνητικός) ετήσιος ρυθμός μεταβολής τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρουσίασαν απότομη αύξηση σε απόλυτο μέγεθος τον Ιούλιο, η οποία συνεχίστηκε, αποδυναμωμένη βεβαίως, και την περίοδο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου. Εκτός από την επίδραση καθαυτής της τραπεζικής αργίας, η αποδυνάμωση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είναι πιθανόν να αντανάκλα την οικονομική επιβράδυνση που εκτιμάται για το γ' τρίμηνο, καθώς επίσης και την επίδραση των περιορισμών στις διασυνοριακές πληρωμές, οι οποίοι ενδεχομένως συνέβαλαν

σε μείωση της ζήτησης για τραπεζική χρηματοδότηση εισαγωγών. Παρόμοια εικόνα αξιοσημείωτης αύξησης του απόλυτου μεγέθους της (αρνητικής) καθαρής ροής τον Ιούλιο του 2015 σε σύγκριση με τους προηγούμενους μήνες, η οποία όμως ακολούθως αντιστράφηκε, παρουσιάζει και η εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά (στεγαστική και καταναλωτική πίστη).⁴

Η υποχώρηση της αβεβαιότητας και η αποτροπή εκτεταμένων εκροών καταθέσεων θα συμβάλουν σε τόνωση της πιστωδοτικής ικανότητας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Προς αυτή την κατεύθυνση θα επιδράσει και η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, η οποία θα αντισταθμίσει τις δυσμενείς επιδράσεις του μεγάλου αποθέματος δανείων σε καθυστέρηση. Προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι τυχόν μελλοντικές επιπτώσεις του εν λόγω αποθέματος, απαιτείται από την πλευρά των τραπεζών ενεργότερη διαχείριση των προβληματικών στοιχείων. Από την άλλη πλευρά, η παρούσα και προβλεπόμενη για το άμεσο μέλλον οικονομική ύφεση περιορίζει τα περιθώρια για (α) αύξηση της ζήτησης τραπεζικών δανείων ή (β) μείωση του πιστωτικού κινδύνου και (γ) μείωση του ποσοστού μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα επιδρούσαν θετικά στην προσφορά τραπεζικών πιστώσεων. Βεβαίως, η υποχώρηση της αβεβαιότητας σε συνδυασμό με την ανακεφαλαιοποίηση θα βοηθήσει να διευρυνθεί η πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων σε πόρους από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Εξάλλου, η αποκατάσταση της επιλεξιμότητας των ελληνικών τίτλων για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής θα επιτρέψει τη χρήση τους στις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής, αλλά και θα ανοίξει το δρόμο για την υπαγωγή

⁴ Εξάλλου, το γεγονός ότι οι αρνητικές μηνιαίες καθαρές ροές τραπεζικής χρηματοδότησης δεν μειώθηκαν σε απόλυτο μέγεθος τον Ιούλιο υποδηλώνει ότι δεν έλαβε χώρα εκτεταμένη διακοπή της εξυπηρέτησης των χρεών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών έναντι των τραπεζών κατά τη διάρκεια της τραπεζικής αργίας. Υπενθυμίζεται ότι η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης ορίζεται ως νέες χορηγήσεις μείον χρεολύσια για υφιστάμενα δάνεια. Συνεπώς, περιορισμός του ύψους των χρεολυσίων οδηγεί, εφόσον οι λοιποί παράγοντες παραμένουν σταθεροί, σε αύξηση της καθαρής ροής. Εάν η ροή είναι αρνητική, η αύξηση συνεπάγεται προσέγγιση προς το μηδέν, δηλαδή ισοδυναμώς μείωση του απόλυτου μεγέθους.

τους στο διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος, εξελίξεις που θα καταστήσουν δυνατή τη σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών με χαμηλό κόστος.

Η υποχώρηση της αβεβαιότητας θα επιτρέψει επίσης την αποκατάσταση της πρόσβασης των μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων στη διεθνή αγορά ομολόγων, από την οποία είχαν αντλήσει σημαντικά ποσά κατά το πρόσφατο παρελθόν. Ήδη η πρώτη έκδοση διεθνούς ομολόγου πραγματοποιήθηκε καθώς πλησιάζουμε το τέλος του 2015. Εξάλλου, τα προγράμματα εγγυοδοσίας και συγχρηματοδότησης τραπεζικών δανείων με βάση κοινοτικούς πόρους θα εξακολουθήσουν να ενθαρρύνουν τη χορήγηση δανείων με ευνοϊκά επιτόκια κυρίως προς τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Σημειώνεται πάντως ότι η αξιοποίηση των προγραμμάτων αυτών μέχρι στιγμής το 2015 αποδείχθηκε πολύ πιο περιορισμένη από ό,τι είναι αναγκαίο για την ενίσχυση της παραγωγής και των επενδύσεων και εφικτό σύμφωνα με τις τεχνικές παραμέτρους (ύψος διαθέσιμων πόρων κ.λπ.) των προγραμμάτων.

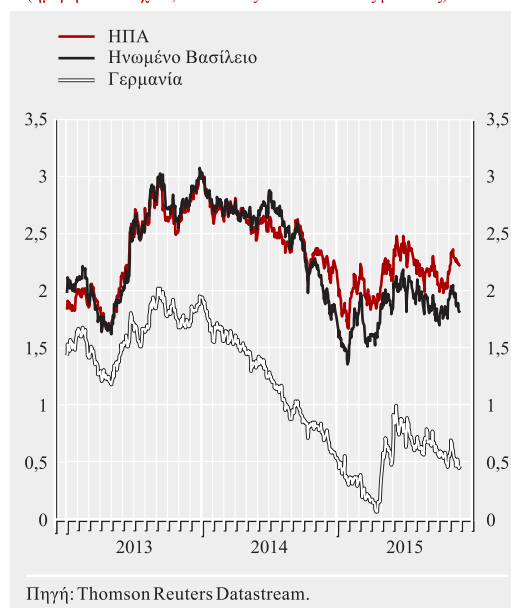
4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

4.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι βασικοί παράγοντες που διαμόρφωσαν το επενδυτικό κλίμα στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το 2015 ήταν ο εξαιρετικά χαμηλός πληθωρισμός στις ανεπτυγμένες οικονομίες σε συνδυασμό με υποτονικούς ρυθμούς ανάπτυξης, η ροπή των επενδυτών για ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου και οι αποφάσεις ή προσδοκίες για τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και το Ευρωσύστημα. Οι παράγοντες αυτοί διαμόρφωσαν συνθήκες ισχυρής ζήτησης για κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης παρά τη διατήρηση των ονομαστικών αποδόσεων σε χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα VI.5), ενώ η υλοποίηση της απόφασης του Ευρωσυστήματος για αγορά κρατικών τίτλων

Διάγραμμα VI.5 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Γερμανίας (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2015)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



οδήγησε στον περαιτέρω περιορισμό των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ.

Από το τέλος του β' τριμήνου του 2015, η τεκμαιρόμενη από τους επενδυτές πιθανότητα για αλλαγή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στην Κίνα οδήγησαν σε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών, πιστώσεων και εμπορευμάτων και σε επαναποθετήσεις κεφαλαίων προς ασφαλή καταφύγια. Η αναταραχή αυτή στις αγορές συνέβαλε στην απόφαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ να διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια.

Οι καλύτερες των αναμενόμενων επιδόσεις της οικονομίας των ΗΠΑ και η ενίσχυση των προσδοκιών για διατήρηση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μείωσαν τη ροπή των επενδυτών για αποφυγή των κινδύνων, με αποτέλεσμα τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών

στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ. Εξάλλου, διαμορφώθηκε εκ νέου πτωτική τάση στις αποδόσεις των ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, ιδίως δε σε εκείνες των βραχυπρόθεσμων τίτλων, οι οποίες διαμορφώθηκαν και πάλι σε μηδενικά ή και αρνητικά επίπεδα. Παρομοίως ιστορικά χαμηλές ήταν οι αποδόσεις που διαμορφώθηκαν και στις νέες εκδόσεις των ομολόγων κρατών-μελών που έχουν ολοκληρώσει (Πορτογαλία) ή βρίσκονται στο τελευταίο στάδιο πριν από την ολοκλήρωση των προγραμμάτων προσαρμογής της ΕΕ και του ΔΝΤ (Κύπρος), καθώς και των ομολόγων ευρωπαϊκών εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα.

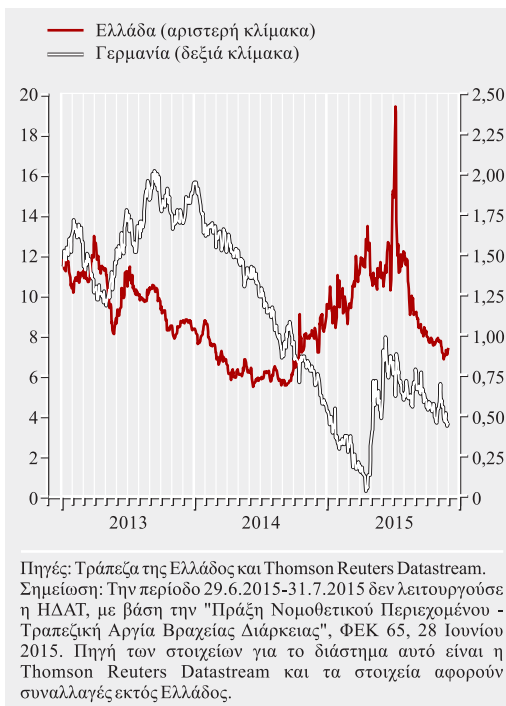
Υπό αυτές τις συνθήκες, πολλά κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ και ευρωπαϊκές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προέβησαν σε νέες εκδόσεις ομολόγων, με ιδιαίτερα χαμηλό τοκομερίδιο. Τέλος, οι ευρωπαϊκές αγορές μετοχών παρουσίασαν ισχυρές αποδόσεις (EuroStoxx-600, +12,5% την περίοδο 2.1.2015-30.11.2015), παρότι τις συνθήκες χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης, ενώ οι αποδόσεις των αγορών μετοχών των ευάλωτων κρατών-μελών ήταν ακόμη μεγαλύτερες (2.1.2015-30.11.2015: Ιρλανδία: +30,9%, Ιταλία: +19,5%, Πορτογαλία: +11,5%).

4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου αποτύπωσε την εξέλιξη των διαπραγματεύσεων μεταξύ της ελληνικής κυβέρνησης και των διεθνών πιστωτών της χώρας και τις συνακόλουθες διακυμάνσεις της επενδυτικής εμπιστοσύνης έναντι της ελληνικής οικονομίας. Οι εκλαμβανόμενοι από τους επενδυτές κίνδυνοι για έξοδο της Ελλάδος από τη ζώνη του ευρώ, κατά το α' εξάμηνο του 2015, οδήγησαν την απόδοση του δεκαετούς τίτλου (με λήξη στις 24.02.2025) σε αύξηση κατά περίπου 1.000 μονάδες βάσης μέχρι τα μέσα Ιουλίου του 2015 (2.1.2015: 9,6%, 8.7.2015: 19,3% – βλ. Διάγραμμα VI.6), οπότε η απόδοση έφθασε σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα του β' τριμήνου του 2012 αμέσως μετά την αναδιάρθρωση του χρέους.

Διάγραμμα VI.6 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2015)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Η έντονη αβεβαιότητα συνέβαλε στην ενίσχυση της αρνητικής κλίσης της καμπύλης αποδόσεων, υποδηλώνοντας την εγγύτητα και το μέγεθος των κινδύνων. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των ομολόγων βραχύτερης διάρκειας αυξήθηκαν εντονότερα σε σύγκριση με εκείνες των δεκαετών ομολόγων (διαφορά αποδόσεων 10ετούς και 2ετούς ομολόγου: -3.787 μ.β. στις 8.7.2015, έναντι -370 μ.β. στις 2.1.2015, βλ. Διάγραμμα VI.7).

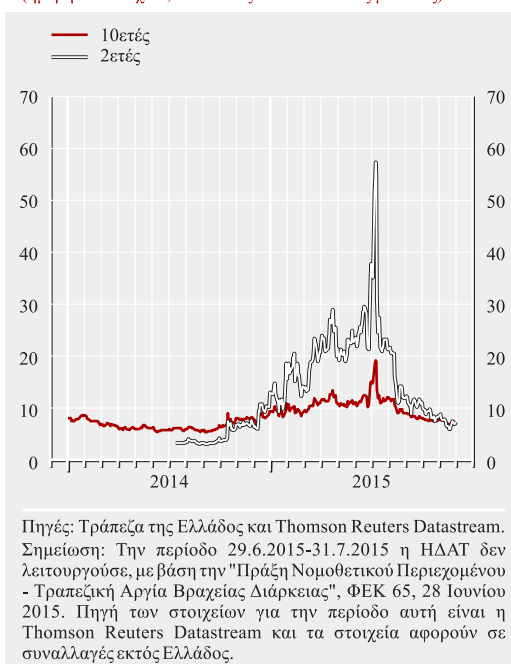
Πρέπει να επισημανθεί ότι οι αρνητικές εγχώριες εξελίξεις δεν είχαν σημαντική επίδραση στα κρατικά ομόλογα των υπόλοιπων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και γενικότερα δεν επηρέασαν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ.⁵ Όπως είχε διαφανεί και από ανάλυση της Τράπεζας της Ελλάδος,⁶ η

⁵ Βλ. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, "Financial Developments", κεφάλαιο 2 στα *Economic Bulletin* υπ' αριθμόν 5 και 6/2015.

⁶ Βλ. Ειδικό θέμα III.1, *Νομισματική Πολιτική 2014-2015*, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούνιος 2015.

Διάγραμμα VI.7 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2014-Νοέμβριος 2015)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



έλλειψη επιδράσεων μετάδοσης μεταβλητότητας σε άλλες αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ αποδίδεται, μεταξύ άλλων, στην ισχυρή και αξιόπιστη προαίρεση του Ευρωσυστήματος να ακολουθήσει πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης με αγορά κυρίως κρατικών ομολόγων.

Η επίτευξη συμφωνίας με τους Ευρωπαίους εταίρους στις 12 Ιουλίου 2015 οδήγησε σε υποχώρηση της επενδυτικής αβεβαιότητας. Συνεπώς, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αποκλιμακώθηκαν και επανήλθαν, έως τον Οκτώβριο, στα επίπεδα του δ' τριμήνου του 2014, ενώ μικρή περαιτέρω αποκλιμάκωση παρατηρήθηκε το Νοέμβριο (30.11.2015, 10ετές: 7,4%). Αντίστοιχη ήταν και η εξέλιξη της διαφοράς μεταξύ των αποδόσεων των ελληνικών και των γερμανικών κρατικών ομολόγων (30.11.2015: 690 μονάδες βάσης, 8.7.2015: 1865 μ.β. και 2.1.2015: 875 μ.β.). Η μείωση των αποδόσεων ήταν μεγαλύτερη για τους πιο βραχυπρόθεσμους τίτλους (30.11.2015: 2ετές 7,4% και 4ετές 7,4%, έναντι 57,2% και 36,4% αντίστοιχα στις 8.7.2015

και έναντι 13,3% και 10,9% αντίστοιχα στις 2.1.2015). Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων παρέμεινε αρνητική έως το τέλος Οκτωβρίου, οπότε και επανήλθε σε θετικές τιμές (διαφορά αποδόσεων 10ετούς και 2ετούς ομολόγου: +17 μ.β. μέσος όρος 30.10-30.11.2015).

Η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος όσον αφορά τα ελληνικά κρατικά ομόλογα προκάλεσε συρρίκνωση της αξίας των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά.⁷ Στην πρωτογενή αγορά, οι τακτικές εκδόσεις εντόκων γραμματίων (Ιαν.-Νοέμ. 2015: 35,6 δισεκ. ευρώ, Ιαν.-Νοέμ. 2014: 34,8 δισεκ. ευρώ) συνέβαλαν στη μερική κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου, αν και με αυξημένο κόστος. Συγκεκριμένα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των εντόκων γραμματίων για την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 διαμορφώθηκε σε 2,75%, έναντι 2,5% την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2014.

4.3 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε διεθνείς κεφαλαιαγορές επηρεάστηκαν αρνητικά από την αύξηση των ιδιοσυγκρατικών⁸ κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Συνεπώς, κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015, η επενδυτική αβεβαιότητα αναφορικά με τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας τις οδήγησε για πρώτη φορά σε τόσο υψηλά επίπεδα. Η αρνητική απόκλιση της αγοραίας τιμής των ομολόγων αυτών από το άρτιο (100) διευρύνθηκε σε συνάφεια με την επιδείνωση της επενδυτικής εμπιστοσύνης έναντι της Ελλάδος, τους πρώτους επτά μήνες του 2015.

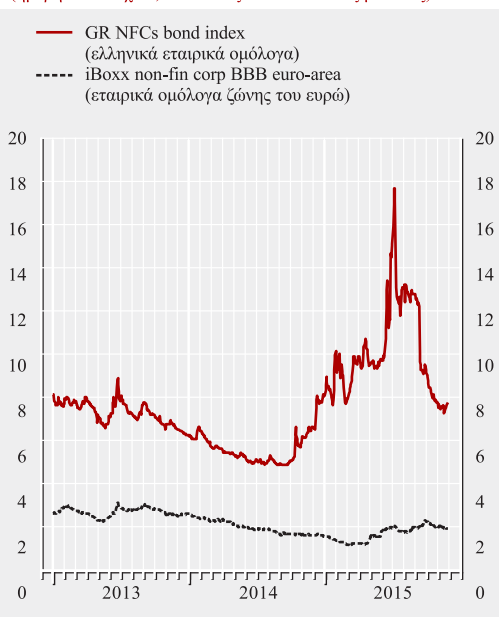
Η απόδοση του δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος κινήθηκε ανοδικά

⁷ Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ περιορίστηκε κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 σε 5 εκατ. ευρώ περίπου, έναντι 44 εκατ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2014. Επίσης, κατά το ίδιο διάστημα, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) υποχώρησε κατά 70% σε 101 εκατ. ευρώ, έναντι 300 εκατ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2014.

⁸ Δηλ. των κινδύνων που προέρχονται από παράγοντες ειδικούς ως προς την ελληνική οικονομία.

Διάγραμμα VI.8 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2015)

(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 εξέδωσαν τίτλους σε αγορές του εξωτερικού από το Δεκέμβριο του 2012 και ύστερα. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο Π. Μηγιάκης, "Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ως πηγή χρηματοδότησης ελληνικών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων", *Οικονομικό Δελτίο* 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014.

κατά τους πρώτους επτά μήνες του 2015 (2.1.2015: 8,1%, 8.7.2015: 17,7%, βλ. Διάγραμμα VI.8), ενώ οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων με συγκρίσιμη πιστοληπτική διαβάθμιση τα οποία έχουν εκδοθεί από επιχειρήσεις στα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ ακολούθησαν πτωτική τάση, επηρεαζόμενες μεταξύ άλλων ευνοϊκά από την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης του Ευρωσυστήματος. Η διαφορά της απόδοσης του δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος από την αντίστοιχη απόδοση των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ (με βάση το δείκτη iBoxx NFC EA BBB) αυξήθηκε σημαντικά (1.570 μ.β. στις 8.7.2015, από περίπου 615 μ.β. την 1.1.2015). Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων έφθασαν σε επίπεδα

συγκρίσιμα με εκείνα εταιριών πολύ χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Στη συνέχεια, λόγω της υποχώρησης της αβεβαιότητας, οι αποτιμήσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων βελτιώθηκαν, προσεγγίζοντας τα επίπεδα του Δεκεμβρίου του 2014 (στις 30.11.2015: 7,7% μέση σταθμική απόδοση). Τα επίπεδα των αποδόσεων των ελληνικών εταιρικών ομολόγων παραμένουν ακόμη πολύ υψηλά, με συνέπεια οι συνθήκες άντλησης περαιτέρω χρηματοδότησης από ισχυρές και εύρωστες ελληνικές επιχειρήσεις να είναι δυσμενείς, ενώ ταυτόχρονα η περίοδος ωρίμανσης των ομολόγων αυτών βραχύνεται.

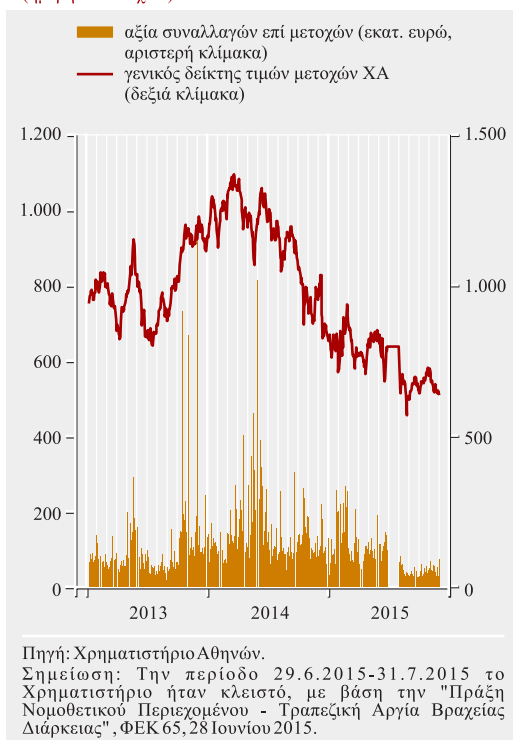
4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Κύριο χαρακτηριστικό της χρηματιστηριακής αγοράς την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 ήταν η έντονη μεταβλητότητα. Αξιοσημείωτο γεγονός αποτέλεσε η προσωρινή διακοπή της λειτουργίας της αγοράς από τα τέλη Ιουνίου έως το τέλος Ιουλίου του 2015, στο πλαίσιο της τραπεζικής αργίας αρχικά και ακολούθως προκειμένου να εξειδικευθεί η εφαρμογή στο χρηματιστήριο των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) υποχώρησε κατά 24%, ενώ η επαναλειτουργία της αγοράς, μετά την επιβολή περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων, στις 3 Αυγούστου 2015 συνοδεύθηκε από μεγάλη πτώση των τιμών όλων των μετοχών (βλ. Διάγραμμα VI.9). Την περίοδο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου του 2015, η μέση ημερήσια μεταβλητότητα των αποδόσεων του γενικού δείκτη ήταν 4,5% (μακροχρόνιος μέσος όρος: 2%).

Μετά την επαναλειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δεδομένης της συμφωνίας με τους πιστωτές η οποία είχε προηγηθεί, ο ΓΔΧΑ αυξήθηκε μέχρι τα τέλη Οκτωβρίου του 2015 κατά 4,6%, απορροφώντας, εκτός των άλλων, και την επίδραση της διεθνούς αναταραχής στα τέλη Αυγούστου του 2015, ενώ το Νοέμβριο ο ΓΔΧΑ υποχώρησε κατά 9,5%. Εντούτοις, την περίοδο Αυγούστου-Νοεμ-

Διάγραμμα VI.9 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2015)

(ημερήσια στοιχεία)



βρίου η μεταβλητότητα υποχώρησε κατά 24% σε σύγκριση με το μέσο επίπεδο του πρώτου εξαμήνου του 2015.

Οι πιέσεις στις μετοχές των τραπεζών ήταν ιδιαίτερα έντονες καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 (απόδοση τραπεζικού δείκτη, 2.1.2015-30.11.2015: -94%), σχετιζόμενες με την αβεβαιότητα που επικράτησε όσον αφορά τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης, με αποτέλεσμα ο δείκτης των τραπεζών να κινηθεί πτωτικά μετά την επαναλειτουργία της αγοράς. Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των τιμών των μετοχών διαφόρων κλάδων. Συγκεκριμένα, οι τιμές των μετοχών των βιομηχανιών και των εταιριών βιομηχανικών υπηρεσιών κινήθηκαν ανοδικά, τόσο κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου (απόδοση από 1.1.2015 έως 26.6.2015: +8,5%) όσο και μετά την επαναλειτουργία του Χρηματιστηρίου

Αθηνών στις αρχές Αυγούστου (απόδοση από 3.8.2015 έως 30.11.2015: +12,7%), εξέλιξη η οποία εν μέρει οφείλεται στην ανακοίνωση βελτιωμένων αποτελεσμάτων εκ μέρους ορισμένων επιχειρήσεων.

Η συνολική κεφαλαιοποίηση των εταιριών οι οποίες είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώθηκε σε 42 δισεκ. ευρώ (28.10.2015), από 46 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2014. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών μειώθηκε κατά 59%, συγκρινόμενη με το σύνολο του 2014 και ανήλθε σε 75 εκατ. ευρώ, ουσιαστικά λόγω της επίδρασης από τους περιορισμούς κίνησης κεφαλαίων (Ιαν.-Ιούν. 2015: 101 εκατ. ευρώ, 3 Αυγ.-30 Νοεμ. 2015: 38 εκατ. ευρώ).

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η αβεβαιότητα κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015 και οι επιπτώσεις της (π.χ. εκροή καταθέσεων, επιδείνωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών, επιβολή περιορισμών στα πιστωτικά ιδρύματα) οδήγησαν τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (ΕΕΜ), στο πλαίσιο των αποφάσεων της συνόδου κορυφής της 12ης Ιουλίου 2015 και της Συμφωνίας μεταξύ της Ελληνικής Κυβέρνησης, της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας στις 19 Αυγούστου 2015, στη διενέργεια νέας άσκησης Συνολικής Αξιολόγησης.⁹ Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος διενήργησε ανάλογες ασκήσεις για τις τράπεζες που δεν εποπτεύει άμεσα ο ΕΕΜ. Στόχος ήταν η επανεκτίμηση των κεφαλαιακών αναγκών των τραπεζών υπό το πρίσμα των νέων συνθηκών που είχαν καταγραφεί και δεν είχαν ληφθεί υπόψη στις υποθέσεις της προηγούμενης άσκησης, η οποία είχε ολοκληρωθεί τον Οκτώβριο του 2014. Υπενθυμίζεται ότι στο πλαίσιο της συμφωνίας έχει προβλεφθεί ποσό 25 δισεκ. ευρώ για τις

⁹ Η Συνολική Αξιολόγηση (Comprehensive Assessment) περιλάμβανε έλεγχο ποιότητας στοιχείων ενεργητικού (Asset Quality Review-AQR) και άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test). Υπενθυμίζεται ότι ένας από τους στόχους που περιγράφονται στη συμφωνία με τους διεθνείς πιστωτές αφορά την εφαρμογή των απαραίτητων πολιτικών για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την ενίσχυση της βιωσιμότητας των ελληνικών τραπεζών.

ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης και εξυγίανσης του τραπεζικού κλάδου.

Όπως ήταν αναμενόμενο, από τη Συνολική Αξιολόγηση, οι υποθέσεις της οποίας ήταν ιδιαίτερος συντηρητικές,¹⁰ προέκυψε η ανάγκη προληπτικής κεφαλαιακής ενίσχυσης των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ και 14,4 δισεκ. ευρώ υπό το βασικό και το δυσμενές σενάριο της άσκησης αντιστοίχως (857 εκατ. ευρώ και 1.021 εκατ. ευρώ για την Τράπεζα Αττικής με βάση ανάλογα σενάρια). Παράλληλα, ενημερώθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος οι συνεταιριστικές τράπεζες για την ανάγκη κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 100 εκατ. ευρώ συνολικά.¹¹ Μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων, ψηφίστηκε σχετικός νόμος από τη Βουλή (Ν. 4340/2015) που καθορίζει τις βασικές αρχές και τους όρους υπό τους οποίους το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) θα συμμετέχει στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών, εφόσον η ιδιωτική συμμετοχή δεν επαρκεί για την πλήρη κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών τους.¹² Επίσης, οι τράπεζες ανακοίνωσαν ενέργειες για τη μείωση των προαναφερθεισών κεφαλαιακών αναγκών (π.χ. προγράμματα διαχείρισης στοιχείων παθητικού, στοιχειοθετημένη πρόθεση πώλησης περιουσιακών τους στοιχείων).

Ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός έκανε αποδεκτά για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες μέτρα κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 0,6 δισεκ. ευρώ, που μείωσαν ισόποσα τις κεφαλαιακές τους ανάγκες. Οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες άντλησαν μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου 8 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 2,7 δισεκ. μέσω εθελοντικών ασκήσεων διαχείρισης στοιχείων παθητικού (liability management exercises). Όλες οι συστημικές τράπεζες κάλυψαν τις κεφαλαιακές ανάγκες του βασικού σεναρίου της Συνολικής Αξιολόγησης από ιδιώτες επενδυτές, μάλιστα η Alpha Bank και η Eurobank Ergasias κάλυψαν από ιδιώτες μετόχους και τις ανάγκες του δυσμενούς σεναρίου (μετά την αναγνώριση των αποδεκτών μέτρων κεφαλαιακής ενίσχυσης). Το ΤΧΣ θα καλύψει τις εναπομένουσες από το Δυσμενές

Σενάριο κεφαλαιακές ανάγκες της Εθνικής Τράπεζας και της Τράπεζας Πειραιώς, αφού γίνει η υποχρεωτική μετατροπή σε κοινές μετοχές των προνομιούχων μετοχών, των υβριδικών κεφαλαίων και του χρέους χαμηλής και υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας που έχουν εκδώσει οι εν λόγω τράπεζες. Σε εξέλιξη βρίσκονται η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Αττικής και οι ενέργειες των συνεταιριστικών τραπεζών.

Εκτιμάται ότι η όλη διαδικασία της ανακεφαλαιοποίησης θα ολοκληρωθεί μέχρι το τέλος του 2015. Όσον αφορά τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες, εφόσον η συμμετοχή ιδιωτών μετόχων στις επερχόμενες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι επαρκής, οι τράπεζες αυτές θα εξυγιανθούν όπως προβλέπεται από το θεσμικό πλαίσιο.

Τα οργανικά αποτελέσματα των τραπεζών πριν από προβλέψεις το εννεάμηνο του 2015 επέδειξαν ανθεκτικότητα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014 (βλ. Πίνακα VI.1). Τα λειτουργικά έσοδα επηρεάστηκαν θετικά από τη σημαντική μείωση των εξόδων για τόκους, η οποία καταγράφηκε παρά την αύξηση της χρήσης του μηχανισμού έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα της Τράπεζας της Ελλάδος (ΕΛΑ), καθώς τα επιτόκια καταθέ-

¹⁰ Για παράδειγμα, το απαιτούμενο όριο του Δείκτη Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών τέθηκε ίσο με 9,5% στο βασικό και ίσο με 8% στο δυσμενές σενάριο, ενώ οι μακροοικονομικές υποθέσεις που χρησιμοποιήθηκαν ήταν ιδιαίτερα απαισιόδοξες (π.χ. ρυθμός ανάπτυξης -2,5% για το 2015).

¹¹ Σημειώνεται ότι σημαντικό μέρος των κεφαλαιακών αναγκών είναι απότοκο της επίδρασης που είχε στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών η επιδείνωση των μακροοικονομικών δεδομένων. Η μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση στις απαιτούμενες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, όπως απορρέει από τον AQR, αφορά τα χαρτοφυλάκια στεγαστικών δανείων, χρηματοδότησης εμπορικών ακινήτων και μεγάλων εταιρικών δανείων. Η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας επέδρασε αρνητικά στο υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, στην αξία του ενεχύρου και στη δυνατότητα δημιουργίας ταμειακών ροών για τις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις και κατ'έκταση στην ικανότητα αυτών να αποπληρώσουν τις τράπεζες.

¹² Στον ίδιο νόμο προβλέπονται, μεταξύ άλλων, τα δικαιώματα των εκπροσώπων του ΤΧΣ στις τράπεζες, καθώς και οι διαδικασίες και τα κριτήρια για την αξιολόγηση των μελών των διοικήσεων των τραπεζών. Επίσης, με την Πράξη Υπουργικού Συμβουλίου (ΠΥΣ) 36/2.11.2015, προσδιορίστηκε ότι η συμμετοχή του ΤΧΣ στην κεφαλαιακή ενίσχυση θα αφορά κατά 25% κοινές μετοχές και κατά 75% υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες (CoCos). Οι ομολογίες αυτές θα φέρουν επιτόκιο 8% για τα πρώτα επτά χρόνια και αναπροσαρμόζόμενο επιτόκιο μετά την περίοδο αυτή (το οποίο ορίζεται λεπτομερώς στην ΠΥΣ) και θα μετατρέπονται σε κοινές μετοχές εάν ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών του πιστωτικού ιδρύματος, υπολογισμένος σε ενοποιημένη ή σε ατομική βάση, διαμορφωθεί κάτω από το 7%.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (Ιαν.-Σεπτ. 2014-Ιαν.-Σεπτ. 2015)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	Ιαν.-Σεπτ. 2014	Ιαν.-Σεπτ. 2015	Μεταβολή (%)	Ιαν.-Σεπτ. 2014	Ιαν.-Σεπτ. 2015	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	5.184	5.242	1,1	7.979	7.664	-4,0
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.392	4.427	0,8	6.417	6.348	-1,1
- Έσοδα από τόκους	8.156	7.378	-9,5	11.383	10.604	-6,8
- Έξοδα τόκων	3.764	2.951	-21,6	4.966	4.256	-14,3
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	792	815	2,9	1.562	1.316	-15,8
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	458	397	-13,3	1.066	994	-6,8
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	69	-142	-	89	0	-100,4
- Λοιπά έσοδα	265	560	111,3	407	322	-20,9
Λειτουργικά έξοδα	-3.178	-2.761	-13,1	-4.640	-4.300	-7,3
Δαπάνες προσωπικού	-1.795	-1.476	-17,8	-2.530	-2.240	-11,5
Διοικητικά έξοδα	-1.140	-1.078	-5,4	-1.689	-1.678	-0,7
Αποσβέσεις	-243	-207	-14,8	-421	-382	-9,3
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)	2.006	2.481	23,7	3.339	3.364	0,7
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-6.115	-9.873	61,5	-6.994	-10.613	51,7
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-224	-1.135	406,7	-236	-1.055	347,0
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	53	-156	-	135	-64	-
Κέρδη προ φόρων	-4.280	-8.683	102,9	-3.756	-8.368	122,8
Φόροι	3.129	3.812	21,8	2.989	3.656	22,3
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	-57	-91	59,6	-235	-162	-31,1
Κέρδη μετά από φόρους	-1.208	-4.962	310,8	-1.002	-4.874	386,5

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

σεων ήταν σημαντικά μειωμένα έναντι του α' εξαμήνου του 2014. Ο περιορισμός των λειτουργικών εξόδων συνεχίστηκε. Έτσι, τα καθαρά έσοδα για τις τράπεζες ενισχύθηκαν, ενώ σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων τα καθαρά έσοδα διατηρήθηκαν στα επίπεδα του α' εξαμήνου του 2014. Τα καθαρά έσοδα ωστόσο δεν επαρκούσαν για να καλύψουν το σχηματισμό αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο εν όψει των νέων συνθηκών που είχαν διαμορφωθεί, με αποτέλεσμα οι τράπεζες και οι όμιλοί τους να καταγράψουν σημαντικού ύψους ζημιές.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών σημείωσε μικρή επιδείνωση κατά το

α' εξάμηνο του 2015, αντιστρέφοντας την εικόνα που είχε δημιουργηθεί κατά τη διάρκεια του 2014. Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων¹³ ανήλθε στο τέλος Ιουνίου του 2015 σε 42,1% επί του συνόλου των ανοιγμάτων, έναντι 39,9% στο τέλος Δεκεμ-

¹³ Επισημαίνεται ότι η έννοια των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προσδιορίζεται από τα τεχνικά πρότυπα της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (European Banking Authority - EBA) με ομοιόμοφο τρόπο για όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κυριότερη διαφορά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σε σχέση με τον ορισμό των δανείων σε καθυστέρηση που χρησιμοποιούσε η Τράπεζα της Ελλάδος κατά το παρελθόν έγκειται στο γεγονός ότι στα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα περιλαμβάνονται και ανοίγματα που είναι μεν ενήμερα ή εμφανίζουν καθυστέρηση μικρότερη των 90 ημερών, αλλά υπάρχουν ενδείξεις ότι ο οφειλέτης ενδέχεται να μην εκπληρώσει πλήρως τις δανειακές υποχρεώσεις του χωρίς ρευστοποίηση των σχετιζόμενων εξασφαλίσεων (τα ανοίγματα αυτά στα αγγλικά χαρακτηρίζονται ως "unlikely to pay").

βρίου 2014, με την επιδείνωση να είναι εμφανής σε όλες τις κατηγορίες δανείων. Από τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, το υψηλότερο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων καταγράφεται στα καταναλωτικά δάνεια 53,3% (Δεκέμβριος 2014: 51,3%), ακολουθούμενα από τα επιχειρηματικά δάνεια 41,1% (Δεκέμβριος 2014: 39,8%) και τα στεγαστικά δάνεια 38% (Δεκέμβριος 2014: 35,6%).

Παράλληλα, οι τράπεζες συνέχισαν τις προσπάθειές τους για ενεργότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, στο βαθμό που επέτρεπε η αβεβαιότητα για τις μακροοικονομικές προοπτικές και την εξέλιξη της διαπραγματεύσεως με τους διεθνείς πιστωτές, με τις προσπάθειες αυτές ωστόσο να αφορούν στην πλειονότητά τους μέτρα βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα.¹⁴

Το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις

ανήλθε σε 49,4%, επίπεδο σημαντικά υψηλότερο του ευρωπαϊκού μέσου όρου (43%), δεδομένου ότι οι τράπεζες ορθώς ακολούθησαν συντηρητική πολιτική σχηματισμού προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση (δηλαδή σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων) ανήλθε σε 12,1% στο τέλος του α' εξαμήνου του 2015 (από 13,8% το 2014) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 12,2% (από 14% το 2014). Σημαντική βελτίωση θα επιφέρουν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, οι οποίες θα υπερκεράσουν την αρνητική επίπτωση από το σχηματισμό αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

¹⁴ Αναλυτικότερα για τα εμπόδια που πρέπει να ξεπεραστούν και τις προτάσεις στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, βλ. Ειδικό θέμα VI.2.

Ειδικό θέμα VI.1

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ – ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΚΑΙ ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ

Σύνοψη

Η αβεβαιότητα που εντάθηκε κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015 τελικά κατέστησε αναγκαία, προκειμένου να διαφυλαχθεί η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, τη θέσπιση τραπεζικής αργίας και την επιβολή περιορισμών στις διασυνοριακές πληρωμές και την κίνηση κεφαλαίων. Οι συντονισμένες ενέργειες και τα προσεκτικά βήματα των αρχών προς την κατεύθυνση της σταδιακής χαλάρωσης των περιορισμών, αλλά και η προνοητική συμπεριφορά των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών την περίοδο πριν από την επιβολή των περιορισμών συνέβαλαν στο μετριασμό των δυσμενών επιπτώσεών τους στην οικονομία. Θετική ήταν η επίδραση των περιορισμών στην ανάπτυξη των εναλλακτικών δικτύων πληρωμών και στη μείωση της χρήσης των μετρητών. Το κρίσιμο στοίχημα, μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, είναι η περαιτέρω σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών, με κύριους άξονες την ενίσχυση των διεθνών εμπορικών συναλλαγών και την αποφυγή ενεργειών που θα διαταράξουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Το πλαίσιο των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων

Η αβεβαιότητα που είχε δημιουργηθεί από την καθυστέρηση στην επίτευξη συμφωνίας με τους εταίρους και τη συνακόλουθη σημαντική εκροή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα κατά το α' εξάμηνο του 2015 (περίπου του 1/3 του υπολοίπου καταθέσεων στο τέλος του 2014) οδήγησαν αναπόφευκτα την ελληνική κυβέρνηση στη λήψη έκτακτων μέτρων για την προστασία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας πριν από τη λήξη της δεύτερης παράτασης του δανειακού προγράμματος (2ου Μνημονίου) μεταξύ ελληνικής κυβέρνησης και δανειστών στις 30 Ιουνίου 2015.

Από τις 28 Ιουνίου 2015, με την Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου (ΠΝΠ) αρ. 65, η χώρα εισήλθε σε καθεστώς περιορισμών στις διασυνοριακές πληρωμές και την κίνηση κεφαλαίων, αρχικώς με την επιβολή τραπεζικής αργίας βραχείας διάρκειας (28.6.2015-19.7.2015) και στη συνέχεια (από 20 Ιουλίου 2015) με τη νομοθέτηση περιορισμών στις επιτρεπόμενες τραπεζικές συναλλαγές. Κατά τη διάρκεια της τραπεζικής αργίας (αλλά και μέχρι σήμερα) οι βασικοί άξονες είναι α) ο περιορισμός στις αναλήψεις μετρητών¹ (με εξαίρεση, για τη διευκόλυνση των τουριστών, τις αναλήψεις μέσω καρτών που έχουν εκδοθεί στο εξωτερικό), β) η πλήρης ελευθερία στις πληρωμές και μεταφορές κεφαλαίων εντός Ελλάδος μέσω ηλεκτρονικής ή τηλεφωνικής τραπεζικής (e-banking) και γ) η ελεγχόμενη ροή πόρων προς το εξωτερικό με έμφαση σε συναλλαγές που διενεργούνται για ανθρωπιστικούς λόγους (π.χ. τρόφιμα, φάρμακα), αλλά και σε εμπορικές συναλλαγές που αμβλύνουν τις επιπτώσεις των περιορισμών στην ελληνική οικονομία. Σημειώνεται ότι άμεση εμπλοκή είχε και έχει η ΕΚΤ, στην οποία η Τράπεζα της Ελλάδος υποβάλλει προς έγκριση έκθεση επιπτώσεων στη ρευστότητα από τις όποιες σχεδιαζόμενες αποφάσεις.

Με την ίδια ΠΝΠ της 28ης Ιουνίου 2015, συστάθηκε στο Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ) Επιτροπή Έγκρισης Τραπεζικών Συναλλαγών (ΕΕΤΣ) οι οποίες κρίνονται αναγκαίες για τη διαφύλαξη δημοσίου ή κοινωνικού συμφέροντος, συμπεριλαμβανομένων φυσικά συναλλαγών με το εξωτερικό για την πληρωμή ιατρικών εξόδων ή εισαγωγών φαρμάκων. Ακολούθως, λίγες ημέρες πριν από τη λήξη της τραπεζικής αργίας, με νέα ΠΝΠ της 14ης Ιουλίου 2015, η Επιτροπή επανασυστάθηκε στη Γενική Γραμματεία Οικονομικής Πολιτικής. Οι υποστηρικτικές της Επιτροπής εργασίες διενεργούνται προσωρινά, για λόγους επιτάχυνσης των διαδικασιών, στην Τράπεζα της Ελλάδος με τη συνδρομή προσωπικού από την Τράπεζα της Ελλάδος (κυρίως επιθεωρητών), το Υπουργείο Οικονομικών, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα, υπήρξε πρόβλεψη για εξαίρεση των συναλλαγών του Δημοσίου και της Τράπεζας της Ελλάδος από τους περιορισμούς, ενώ ταχύτατα ενεργοποιήθηκε το σύστημα διακανονισμού επιταγών προς δημόσιους φορείς.

Η τραπεζική αργία έληξε στις 20 Ιουλίου 2015, οπότε και επαναλειτούργησαν τα πιστωτικά ιδρύματα, με περιορισμούς ωστόσο σε ορισμένες από τις συνήθεις τραπεζικές εργασίες (πλέον των προαναφερθέντων περιορισμών στην ανάληψη μετρητών). Οι σημαντικότεροι από αυτούς περιλαμβάνουν την απαγόρευση προσθήκης συνδικαιούχων σε υπάρχοντες λογαριασμούς, ανοίγματος νέων λογαριασμών, πρόωρης ανάληψης προθεσμιακών καταθέσεων και πρόωρης εξόφλησης δανείων.

Σταδιακά επετράπη, κατ' εξαίρεση, το άνοιγμα νέων καταθετικών λογαριασμών για περιπτώσεις που διευκολύνουν είτε την επιχειρηματική δραστηριότητα (π.χ. εξυπηρέτηση νεοϊδρυθέντων νομικών προσώπων και νεοφυών εταιριών (startups), εκκαθάριση συναλλαγών καρτών από νέες συμβάσεις αποδοχής (acquiring)) είτε την καθημερινότητα του πολίτη (π.χ. πληρωμή μισθοδοσίας, καταβολή νέων συντάξεων και νέων προνοιακών επιδομάτων, πίστωση ποσών από την αλλοδαπή σε ευρώ, νέοι φοιτητές). Μια σειρά από διευκολύνσεις προβλέφθηκαν και για τους φοιτητές εξωτερικού, καθώς επίσης και για όσους ταξιδεύουν σε προορισμούς εκτός Ελλάδος. Επί-

¹ Αρχικά οι αναλήψεις μετρητών περιορίζονταν σε 60 ευρώ ημερησίως ανά χρεωστική κάρτα, ενώ ακολούθως, για τη διευκόλυνση του συναλλακτικού κοινού, δόθηκε και η δυνατότητα σωρευτικής ανάληψης μετρητών από ΑΤΜ ή από τα ταμεία των τραπεζών ποσού μέχρι το ύψος των 420 ευρώ ανά εβδομάδα. Επίσης, κατ' εξαίρεση, για τη διευκόλυνση των συνταξιούχων αλλά και των δικαιούχων επιδομάτων-παροχών από τον ΟΑΕΔ (π.χ. επιδόματα ανεργίας) που πιθανότατα δεν διέθεταν κάρτα ανάληψης μετρητών, ένας σημαντικός αριθμός υποκαταστημάτων (το 1/3 περίπου του συνόλου) λειτούργησαν από την τρίτη ημέρα της τραπεζικής αργίας για αναλήψεις από τα ταμεία των τραπεζών. Ταυτόχρονα, για τη διευκόλυνση όλων των πολιτών, οι τράπεζες προχώρησαν, με κατεπείγουσες διαδικασίες, στην έκδοση μεγάλου αριθμού χρεωστικών καρτών (1,5 εκατ. νέες κάρτες την περίοδο Ιουλίου-Αυγούστου 2015), αλλά και κωδικών για χρήση ηλεκτρονικής τραπεζικής (e-banking).

σης, επετράπη η χρήση πιστωτικών και χρεωστικών καρτών στο εξωτερικό για αγορές αγαθών ή υπηρεσιών έως το ημερήσιο όριο που ορίζεται ανά πιστωτικό ίδρυμα. Προκειμένου για την προσέλκυση στο τραπεζικό σύστημα νέων κεφαλαίων από το εξωτερικό ή από αποθησαυρισμό χαρτονομισμάτων προβλέπεται το άνοιγμα νέων λογαριασμών (για ποσά κατάθεσης τουλάχιστον 10 χιλ. ευρώ) και επιτρέπεται η μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό εφόσον το ισόποσο έχει προηγουμένως πιστωθεί σε εγχώριο λογαριασμό από λογαριασμό εξωτερικού.

Σημαντική συνδρομή στη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα είχαν οι αποφάσεις της Επιτροπής Έγκρισης Τραπεζικών Συναλλαγών, μία εκ των οποίων ήταν και η ενεργοποίηση των ειδικών ανά πιστωτικό ίδρυμα υποεπιτροπών εγκρίσεων με στόχο την αποκέντρωση της επεξεργασίας των αιτημάτων και τη διευκόλυνση των συναλλαγών προς όφελος των συναλλασσομένων και της οικονομίας. Οι υποεπιτροπές αυτές εγκρίνουν συναλλαγές εντός των ορίων που θέτει με αποφάσεις της ΕΕΤΣ. Σημειώνεται ότι τα όρια αυτά έχουν σταδιακά διευρυνθεί και σήμερα διαμορφώνονται σε 150 χιλ. ευρώ ανά πελάτη (από 100 χιλ. ευρώ αρχικά) και 70 εκατ. ευρώ ανά εβδομάδα για κάθε μία συστημική τράπεζα – 308 εκατ. ευρώ για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος (από 15 εκατ. ευρώ ημερησίως συνολικά για όλα τα πιστωτικά ιδρύματα αρχικά). Παράλληλα, έχουν διευκολυνθεί οι διαδικασίες έγκρισης συναλλαγών που αφορούν αιτήματα μέχρι 10 χιλ. ευρώ. Επίσης, για την υποβοήθηση του έργου των υποεπιτροπών εγκρίσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων δημιουργήθηκε από την ΕΕΤΣ ενδεικτικός πίνακας με τον ορισμό σειράς προτεραιότητας μεταξύ των πληρωμών για τις διάφορες κατηγορίες εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών, το σύνολο των οποίων σταδιακά διευρύνθηκε και ουσιαστικά καλύπτει όλες τις συνήθεις εμπορικές και επιχειρηματικές δραστηριότητες, όταν διαπιστώνεται ότι αυτές ασκούνταν και κατά τα προηγούμενα χρόνια, ή νέες δραστηριότητες (εισαγωγές) που διαθέτουν εύλογη τεκμηρίωση. Συναλλαγές ύψους μεγαλύτερου των ορίων που έχουν τεθεί στη δικαιοδοσία των υποεπιτροπών σε επίπεδο πιστωτικού ιδρύματος τελούν υπό την έγκριση της ΕΕΤΣ, η οποία – κατά κανόνα και υπό τον περιορισμό της διαθέσιμης ρευστότητας – εγκρίνει το μέγιστο δυνατό αριθμό των τεκμηριωμένων αιτημάτων σε εύλογο χρονικό διάστημα (2-3 ημέρες).

Επιπτώσεις των περιορισμών

Απολογιστικά, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι μετά τον αρχικό απότομο κλονισμό, τόσο ψυχολογικό όσο και πραγματικό, που υπέστη η οικονομία, από τα μέσα Αυγούστου του 2015 σταδιακά οι συνθήκες άρχισαν να εξομαλύνονται. Σε αυτό συνέβαλαν η γρήγορη προσαρμογή των πολιτών και των τραπεζών στο νέο περιβάλλον αλλά και η επιτυχής συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων φορέων. Τα αποτελέσματα απεικονίζονται στα στατιστικά στοιχεία των εγκρίσεων. Τον Ιούλιο του 2015 οι εγκρίσεις για εισαγωγές έφθασαν τα 2 δισεκ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 47% της ονομαστικής αξίας του συνόλου των εισαγωγών που είχε καταγραφεί τον Ιούλιο του 2014, επηρεαζόμενες αρνητικά, όπως ήταν αναμενόμενο, από το γεγονός ότι το μισό περίπου μήνα οι τράπεζες ήταν κλειστές. Τον Αύγουστο του 2015 το ποσό των εγκρίσεων ανήλθε σε 2,5 δισεκ. ευρώ ή 76% του αντίστοιχου μήνα του 2014 (3,4 δισεκ. ευρώ), ενώ οι εγκρίσεις του μηνός Σεπτεμβρίου 2015 (3,2 δισεκ. ευρώ) προσέγγισαν το 97% του αντίστοιχου μήνα του 2014, υποβοηθούμενες από τα διευρυμένα όρια εγκρίσεων, τις διαδικασίες αποκέντρωσης των εγκρίσεων αλλά και την αποκτηθείσα εμπειρία από την ΕΕΤΣ και τις υποεπιτροπές. Επίσης, η εξαίρεση της ανάληψης μετρητών εκ μέρους των τουριστών που επισκέπτονται την Ελλάδα συνετέλεσε στο να μην υπάρξουν σοβαρές δυσμενείς επιπτώσεις στην τουριστική κίνηση του καλοκαιριού.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι στην πράξη η διάσταση των κεφαλαιακών περιορισμών που αφορά το διεθνές εμπόριο (έλεγχος στις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών) δεν αποτελεί πλέον σοβαρό εμπόδιο στην οικονομική δραστηριότητα. Επίσης, οι σχετικά μεγαλύτερου

μεγέθους επιχειρήσεις αντιμετώπισαν λιγότερα προβλήματα, καθώς είχαν προνοήσει έχοντας αυξήσει τα αποθέματά τους πριν από την επιβολή των περιορισμών, εξάλλου συνήθως τηρούν τραπεζικούς λογαριασμούς στο εξωτερικό για τη διευκόλυνση των δραστηριοτήτων τους. Αυτό φυσικά, αν και είναι θετικό για την απρόσκοπτη πραγματοποίηση των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, ασκεί παράπλευρη αρνητική επίδραση στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, καθώς πολλές συναλλαγές διενεργούνται έξω από αυτό. Εκτιμάται ότι, ακόμη και όταν αρθούν οι περιορισμοί, μικρό μόνο μέρος των συναλλαγών αυτών θα επανέλθει στο εγχώριο σύστημα, με αποτέλεσμα απώλεια αποταμιευτικών πόρων και μείωση της ρευστότητας και της κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών. Μικρή σχετικά ήταν η επίπτωση της τραπεζικής αργίας και του πλέγματος των περιορισμών στην κατανάλωση, καθώς οι πολίτες φαίνεται ότι χρησιμοποίησαν, πέραν των πιστωτικών και χρεωστικών καρτών, μέρος των μετρητών που είχαν αποσύρει από τις τράπεζες και αποθησαυρίσει τους μήνες που προηγήθηκαν της επιβολής των περιορισμών. Αρνητική ήταν η επίπτωση των περιορισμών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, εξέλιξη που αντανακλάται στη σημαντική υποχώρηση του όγκου συναλλαγών από την επανέναρξη των συναλλαγών και μετά, η οποία οφείλεται εν μέρει στους περιορισμούς που έχουν επιβληθεί στους εγχώριους επενδυτές. Τέλος, η ύπαρξη ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, ακόμη και αν στη συντριπτική πλειονότητά τους δεν οδηγεί σε απορρίψεις αιτημάτων, προκαλεί γραφειοκρατικές δυσλειτουργίες και καθυστέρηση, αυξάνοντας το συνολικό κόστος παραγωγής στην ελληνική οικονομία.

Από την άλλη πλευρά, δεν πρέπει να παραβλέπονται αφενός η αναγκαιότητα θεσμοθέτησης των περιορισμών για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και αφετέρου οι θετικές παράπλευρες επιδράσεις των περιορισμών. Οι περιορισμοί συνέβαλαν αποφασιστικά στην αναχαίτιση των εκροών καταθέσεων, συμπεριλαμβανομένης της φυγής κεφαλαίων προς το εξωτερικό, που κλόνιζαν την εμπιστοσύνη και δυσχέραιναν σημαντικά την πιστοδότηση της ελληνικής οικονομίας. Θετική παράπλευρη συνέπεια των περιορισμών ήταν ότι δημιουργήθηκαν ισχυρά κίνητρα στο κοινό να εξοικειωθεί με το πλαστικό χρήμα και τις ηλεκτρονικές συναλλαγές και να αποκτήσει συναλλακτικές συνήθειες για πληρωμές με χρήση εναλλακτικών προς τα μετρητά μέσα. Η εξέλιξη αυτή θα έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις, μεταξύ άλλων προς την κατεύθυνση της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής και του ξεπλύματος χρήματος, καθώς επίσης και του περιορισμού του κόστους συναλλαγών στην ελληνική οικονομία.

Οδικός χάρτης για τη σταδιακή κατάργηση των περιορισμών

Παρά την ικανοποιητική προσαρμογή των συναλλασσομένων στα νέα δεδομένα, η διατήρηση των περιορισμών για μεγάλο χρονικό διάστημα θα έχει αναμφίβολα σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις μακροχρόνιου πλέον χαρακτήρα στο χρηματοοικονομικό και ευρύτερα επενδυτικό τομέα της οικονομίας. Η ύπαρξη οποιωνδήποτε περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, έστω και αν αφορά μέρος των επενδυτών (μόνο τους εγχώριους επενδυτές), κατά βάθος λειτουργεί περιοριστικά και στις επιλογές των διεθνών επενδυτών, συνεπώς επιφέρει γενικότερες στρεβλώσεις στην επιχειρηματικότητα. Η αύξηση του επενδυτικού κινδύνου με τη σειρά της αυξάνει το κόστος κεφαλαίου μειώνοντας τα επενδυτικά σχέδια που θα υλοποιούνταν υπό κανονικές συνθήκες. Η αύξηση της αβεβαιότητας και της αποστροφής προς τον κίνδυνο παρατείνει το φαύλο κύκλο της ύφεσης, οδηγώντας την επενδυτική δυναμική της πραγματικής οικονομίας προς ακόμη χαμηλότερα επίπεδα.

Απαιτείται λοιπόν η διαμόρφωση των κατάλληλων συνθηκών και ένα συντεταγμένο σχέδιο για τη σταδιακή κατάργηση των περιορισμών. Κάθε βήμα χαλάρωσης θα πρέπει να γίνεται κατόπιν προσεκτικής μελέτης με στόχο να μην πληγεί η ρευστότητα των τραπεζών, πράγμα που θα

ανάγκαζε τις αρχές να αναστείλουν τυχόν μέτρα χαλάρωσης. Συνεπώς, σημαντικά μέτρα χαλάρωσης θα ήταν δυνατόν να αποφασιστούν μόνον αφού τεκμηριωθεί ότι επικρατούν συνθήκες μακροοικονομικής, δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και αφού έχει επιστρέψει η εμπιστοσύνη των καταθετών και των επενδυτών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα και γενικότερα στην κατοχή ελληνικών επενδυτικών στοιχείων. Εξάλλου, μετά τη λήψη των όποιων μέτρων χαλάρωσης, θα πρέπει να ακολουθήσει μια περίοδος παρακολούθησης και ανάλυσης των επιπτώσεων στη ρευστότητα των τραπεζών και την εμπιστοσύνη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων πριν από το επόμενο βήμα χαλάρωσης. Επίσης, κάθε νέο μέτρο χαλάρωσης δεν θα πρέπει να υπονομεύει την αποτελεσματικότητα των εναπομενόντων περιορισμών. Για το λόγο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθεί σε τακτική βάση τις συνθήκες ρευστότητας που επικρατούν στο τραπεζικό σύστημα, ενώ εξετάζει και σενάρια στη βάση σχεδιαζόμενων μέτρων χαλάρωσης ώστε να αποφεύγονται διαρροές ρευστότητας και να μη δημιουργείται ανάγκη αυξημένης προσφυγής των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων στον έκτακτο μηχανισμό ρευστότητας.

Ως επιμέρους μέτρα που θα μπορούσαν να εξεταστούν σχετικά σύντομα είναι η μεταφορά περαιτέρω αρμοδιοτήτων στις υποεπιτροπές των τραπεζών και η λελογισμένη αύξηση των εγκριτικών ορίων αν διαπιστωθεί ότι η ζήτηση για εγκρίσεις ρευστότητας ξεπερνά επανειλημμένως τα όρια που έχουν προσδιορισθεί. Επίσης, όταν οι συνθήκες ρευστότητας και εμπιστοσύνης το επιτρέψουν, θα πρέπει να αρθούν σταδιακά περιορισμοί που σχετίζονται με το άνοιγμα νέων λογαριασμών και πρόωρης λήξης προθεσμιακών καταθέσεων, εξέλιξη που θα συμβάλει θετικά στην εμπιστοσύνη των καταθετών. Τέλος, θα πρέπει οι τράπεζες να επανεξετάσουν την τιμολογιακή πολιτική τους στις χρεώσεις των καρτών και των ηλεκτρονικών συναλλαγών, ώστε να δοθεί το απαραίτητο κίνητρο στους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν εναλλακτικούς διαύλους πληρωμών, εξέλιξη που θα ωφελήσει τόσο την πραγματική οικονομία όσο και το χρηματοπιστωτικό σύστημα στη χώρα μας.

Κομβικό σημείο για την ουσιαστική άρση των επενδυτικών περιορισμών θα αποτελέσουν η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος που έχει συμφωνήσει η ελληνική κυβέρνηση με τους εταίρους και η ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Η επίτευξη πολιτικοοικονομικής σταθερότητας και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης θα ξανακτίσει την κεφαλαιακή και την αποταμιευτική βάση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οδηγώντας σε σταδιακή επιστροφή των αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων αλλά και κεφαλαίων από το εξωτερικό. Αυτά τα επανακάμπτοντα κεφάλαια σε συνδυασμό με νέες (ξένες ή/και εγχώριες) επιχειρηματικές πρωτοβουλίες μπορούν να αποτελέσουν το βασικό άξονα ανάκαμψης της οικονομίας.

Ειδικό Θέμα VI.2

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, όπως επανειλημμένα έχει τονιστεί στις Εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, είναι υψίστης σημασίας για την αποκατάσταση του διαμεσολαβητικού ρόλου του τραπεζικού τομέα και την επάνοδο της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων των ελληνικών τραπεζών, πολλαπλάσιο του ευρωπαϊκού μέσου όρου, περιορίζει τους διαθέσιμους πόρους για την εκταμίευση νέων δανείων, αυξάνει το περιθώριο επιτοκίου που πρέπει να χρεώνουν οι τράπεζες ώστε

να αντισταθμίσουν τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν, δηλαδή τις ενδεχόμενες απώλειες εσόδων ή και κεφαλαίου, και προκαλεί ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης που απορροφούν δημόσιους και ιδιωτικούς πόρους.

Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η άμεση αναγνώριση και η αποφασιστική λήψη μέτρων για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποφέρει σημαντικά οφέλη μεσοπρόθεσμα, συμβάλλοντας (α) στην εύρυθμη λειτουργία και θωράκιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και (β) στην ανάκαμψη της οικονομίας από την ύφεση. Προκειμένου να αντιμετωπιστεί ικανοποιητικά το πρόβλημα των καθυστερήσεων, απαιτείται συνδυασμός παραγόντων, μεταξύ των οποίων (1) καταγραφή θετικών ρυθμών ανάπτυξης, (2) μεταρρυθμίσεις στο θεσμικό πλαίσιο, περιλαμβανομένου και του πλαισίου λειτουργίας των δικαστηρίων, (3) θέσπιση κατάλληλων πολιτικών από τις τράπεζες, (4) αποφασιστικότητα στην υλοποίηση των διαφόρων μέτρων αντιμετώπισης και (5) προγραμματισμός από την Πολιτεία και τις τράπεζες σε μεσομακροπρόθεσμη βάση, δεδομένου ότι η επιλογή βραχυχρόνιων λύσεων ενδεχομένως επιτείνει αντί να μειώνει το πρόβλημα.

Τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει βήματα από την Πολιτεία και τις τράπεζες στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του προβλήματος. Ωστόσο, η καθυστέρηση στην υλοποίηση ήδη θεσπισμένων μέτρων, τα εναπομένοντα εμπόδια –θεσμικού κυρίως χαρακτήρα– και η δυσκολία των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να αντεπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους λόγω των δυσμενών οικονομικών συνθηκών δεν έχουν επιτρέψει τον περιορισμό του ύψους των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ η εντονότερη δραστηριοποίηση των τραπεζών σε πολιτικές ενεργού διαχείρισης των δανείων αυτών είναι σχετικά πρόσφατη.

Στη δραστηριοποίηση των τραπεζών σημαντική συμβολή είχε η Τράπεζα της Ελλάδος με την έκδοση της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 42/30.5.2014, αλλά και τον προσδιορισμό των επιλογών που προβλέπει ο Κώδικας Δεοντολογίας της Τράπεζας της Ελλάδος.¹ Με την εν λόγω Πράξη οι τράπεζες υποχρεώθηκαν να καθιερώσουν οργανωτικά ανεξάρτητη μονάδα διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, να θεσπίσουν διακριτή και καταγεγραμμένη στρατηγική διαχείρισης των ως άνω δανείων, να μεριμνήσουν ώστε η υλοποίηση της διαχείρισης να υποστηρίζεται από τα κατάλληλα μηχανογραφικά συστήματα και διαδικασίες, καθώς και να υποβάλλουν περιοδικές αναφορές προς την Τράπεζα της Ελλάδος. Μάλιστα, μέσω στοχευμένων επιτόπιων ελέγχων η Τράπεζα της Ελλάδος εξέτασε και θα συνεχίσει να εξετάζει, σε συνεργασία με τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό, την προσαρμογή των τραπεζών στις απαιτήσεις του θεσμικού πλαισίου. Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος, μέσω της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 47/9.2.2015, απαιτεί ενισχυμένη πληροφόρηση από τις τράπεζες όσον αφορά τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, καθώς και τον τύπο ρυθμίσεων και διευθετήσεων στις οποίες έχουν προβεί.

Με τον Κώδικα Δεοντολογίας έχουν θεσπιστεί οι γενικές αρχές συμπεριφοράς και υιοθετούνται βέλτιστες πρακτικές, οι οποίες έχουν στόχο την ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης, την αμοιβαία δέσμευση και την ανταλλαγή της αναγκαίας πληροφόρησης μεταξύ του δανειολήπτη και του ιδρύματος που έχει χορηγήσει την πίστωση. Στόχος είναι κάθε πλευρά να είναι σε θέση να σταθμίσει τα οφέλη ή τις συνέπειες εναλλακτικών λύσεων εξυπηρέτησης (λύσεις ρύθμισης) ή οριστικού διακανονισμού (λύσεις οριστικής διευθέτησης) των δανείων σε καθυστέρηση ή των μη εξυπηρετούμενων δανείων, προκειμένου να διασφαλιστεί η επιλογή της καταλληλότερης, κατά περίπτωση, λύσης. Ο Κώδικας περιγράφει ιδίως τα βήματα, τις προθεσμίες και το ελάχιστο περιε-

1 Απόφαση ΕΠΑΘ 116/1/25.8.2014 (ΦΕΚ Β' 2289) και άρθρο 1 παρ. 2 και 4 του Ν. 4224/2013 (ΦΕΚ Α' 288), όπως έχει τροποποιηθεί με το άρθρο 12 του Ν. 4281/2014 και συμπληρωθεί με το άρθρο 2 παράγραφος Α υποπαράγραφος Α.4 κεφάλαιο Β του Ν. 4336/2015 (ΦΕΚ Α' 94).

χόμενο της πληροφόρησης που αμοιβαία οφείλουν να παρέχουν οι τράπεζες και οι δανειολήπτες, ώστε να αξιολογούνται σωστά οι κίνδυνοι και η ικανότητα αποπληρωμής κάθε πιστούχου, είτε πρόκειται για φυσικό πρόσωπο είτε για επαγγελματία ή επιχείρηση, και να επιδιώκεται η εξεύρεση της καταλληλότερης για τη συγκεκριμένη περίπτωση λύσης ρύθμισης.²

Πέρα από τη μεγάλη πρόκληση της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, σημαντική είναι και η προσπάθεια που ήδη πραγματοποιείται με στόχο την είσπραξη απαιτήσεων των τραπεζών των οποίων η άδεια έχει ανακληθεί και οι οποίες βρίσκονται σε διαδικασία εκκαθάρισης. Με πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος, η διαχείριση των απαιτήσεων αυτών σε εκκαθάριση γίνεται πλέον με αρκετά ομοιογενή τρόπο, ενώ προωθείται η διαχείριση του συνόλου των εκκαθαρίσεων από έναν ενιαίο διαχειριστή.

Υφιστάμενα προβλήματα και περιορισμοί

Διάφοροι παράγοντες έχουν συντελέσει στην καθυστερημένη αντιμετώπιση του προβλήματος. Πέραν της αρνητικής επίδρασης της οικονομικής ύφεσης, οι παράγοντες αυτοί περιλαμβάνουν εμπόδια που σχετίζονται με το θεσμικό πλαίσιο, τη λειτουργία των δικαστηρίων, την ενημέρωση των πολιτών για τις διαθέσιμες επιλογές τους και τη λειτουργική ετοιμότητα των τραπεζών να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα.

Ειδικότερα, στα σημαντικότερα προβλήματα περιλαμβάνονται η έλλειψη εξειδικευμένων δικαστηρίων και επαρκούς (σε αριθμό και εξειδίκευση) προσωπικού στο δικαστικό σώμα, η έλλειψη αρκούντως αυτοματοποιημένων δικαστικών διαδικασιών ή διαδικασιών εξωδικαστικής επίλυσης διαφορών και η γραφειοκρατία. Τα ανωτέρω οδηγούν σε συσσώρευση μεγάλου όγκου υποθέσεων και σε σημαντική καθυστέρηση έκδοσης τελεσίδικων αποφάσεων.³ Ενδεικτικά, η έκδοση διαταγής πληρωμής⁴ μπορεί να χρειαστεί πάνω από δώδεκα μήνες⁵ (έναντι λίγων ημερών σε άλλες χώρες της Ευρώπης), ενώ πιο πολύπλοκες υποθέσεις μπορεί να χρειαστούν αρκετά χρόνια μέχρι να εκδικαστούν πρωτοδίκως. Η μεγάλη διάρκεια εκδίκασης και το – σε αρκετές περιπτώσεις – υψηλό κόστος προσφυγής στη δικαιοσύνη (π.χ. το κόστος για την έκδοση διαταγής πληρωμής είναι, λόγω του δικαστικού ενσήμου, συνάρτηση του ύψους του ποσού της διαταγής και συνεπώς αρκετά υψηλό για τα μεγαλύτερα δάνεια) τείνουν να αποθαρρύνουν τους πιστωτές από δικαστικές ενέργειες.

Επίσης, η πολυπλοκότητα της νομοθεσίας οδηγεί σε αρκετές περιπτώσεις σε αποφάσεις που στην ουσία προστατεύουν δανειολήπτες οι οποίοι δεν βρίσκονται σε αντικειμενική αδυναμία να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους (“στρατηγικοί κακοπληρωτές”).

Ακόμη και στις περιπτώσεις όπου το θεσμικό πλαίσιο έχει τροποποιηθεί ώστε να προσαρμοστεί στις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές (π.χ. το πτωχευτικό δίκαιο), η έλλειψη πόρων (ενδεικτικά, υπάρχουν μόνο δύο δικαστήρια στην Αθήνα, τα οποία είναι αρμόδια για κάθε είδους υπόθεση και όχι μόνο για εκείνες που αφορούν ζητήματα πτώχευσης) καθιστά την αξιοποίησή του ιδιαίτερα δύσκολη.

2 Λόγω της αβεβαιότητας των προηγούμενων μηνών, ο Κώδικας παρέμεινε επί της ουσίας ανενεργός μέχρι και τις αρχές Οκτωβρίου 2015. Με την απόφαση 148/10/5.10.2015 της Επιτροπής Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων (ΕΠΑΘ) της Τράπεζας της Ελλάδος ο Κώδικας τροποποιήθηκε εκ νέου, δίνοντας τη δυνατότητα στις τράπεζες να αποστείλουν την πρώτη γραπτή υποχρεωτική ειδοποίηση στους δανειολήπτες μέχρι τις 30.12.2015, ανάλογα με την ιεράρχηση των οφειλών με κριτήρια που κάθε τράπεζα έχει επιλέξει και γνωστοποιήσει στην Τράπεζα της Ελλάδος.

3 Ενδεικτικά, οι υποθέσεις του Ν. 3869/2010 για τις οποίες εκκρεμεί η συζήτηση της αίτησης ξεπερνούν τις 130 χιλιάδες.

4 Η διαταγή πληρωμής είναι εκτελεστός τίτλος που εκδίδεται από το δικαστήριο κατόπιν αίτησης δανειστή και διατάσσει τον οφειλέτη να καταβάλει στο δανειστή το χρέος του.

5 Από το Πρωτοδικείο Αθηνών.

Πρόσθετες δυσκολίες προκαλεί η έλλειψη ειδικευμένων διαχειριστών πτώχευσης. Είναι πράγματι επιτακτική ανάγκη να αναπτυχθεί αυτός ο επαγγελματικός κλάδος, ώστε αφενός να επιταχυνθούν οι διαδικασίες (π.χ. στην Ελλάδα ο μέσος χρόνος ολοκλήρωσης των διαδικασιών πτώχευσης ξεπερνά τα 3,5 έτη, έναντι μέσου χρόνου κάτω από τα 2 έτη στις χώρες του ΟΟΣΑ) και αφετέρου να αυξηθεί η ανακτώμενη αξία (π.χ. στην Ελλάδα το ποσοστό ανάκτησης⁶ είναι περίπου 34%, έναντι μέσου ποσοστού περίπου 70% στις χώρες του ΟΟΣΑ). Σημειώνεται ότι διεθνώς παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ ταχύτητας στην ολοκλήρωση των διαδικασιών πτώχευσης και του ποσοστού ανάκτησης, δηλαδή όσο ταχύτερα κινούνται οι διαδικασίες τόσο υψηλότερο είναι και το ποσοστό ανάκτησης.

Σημαντικά αρνητική επίδραση στη διαχείριση των εταιρικών δανείων ασκεί επίσης η έλλειψη επαρκών προπρωχευτικών διαδικασιών, με αποτέλεσμα ελάχιστες μόνο επιχειρήσεις (α) να προσφεύγουν στη δικαιοσύνη για να προστατευθούν προσωρινά από τους πιστωτές τους και (β) να προχωρούν σε διαδικασία λειτουργικής αναδιοργάνωσης.

Εξάλλου, δεν πρέπει να παραγνωρίζονται οι στρεβλώσεις στο ρυθμιστικό πλαίσιο των πλειστηριασμών, είτε αυτές οφείλονται σε απαγορεύσεις διενέργειάς τους είτε στις διαδικασίες διενέργειάς τους. Επίσης, δεν υπάρχει μακροχρόνια και πλήρης πληροφόρηση για την πιστωτική αξιολόγηση των δανειοληπτών από εξειδικευμένες βάσεις όπου τηρούνται δεδομένα οικονομικής συμπεριφοράς (π.χ. Τειρεσίας).

Τέλος, η Πολιτεία δεν προσφέρει στους δανειολήπτες δωρεάν τις απαιτούμενες συμβουλευτικές υπηρεσίες ώστε να διαμορφώνουν οι πιστούχοι πληρέστερη εικόνα των διαθέσιμων επιλογών.⁷ Έτσι, οι δανειολήπτες δυσκολεύονται να σχηματίσουν γνώμη για το κατά πόσον η λύση που προτείνει ο πιστωτής (π.χ. μέσα από τις διαθέσιμες επιλογές του Κώδικα Δεοντολογίας) είναι συμφέρουσα ή όχι, με αποτέλεσμα να εμφανίζονται απρόθυμοι να συμμετάσχουν σε προγράμματα αναδιάρθρωσης των χρεών τους και αντιθέτως να προκρίνουν την επιλογή της προσφυγής στη δικαιοσύνη. Επίσης, πολλές φορές, στην προσπάθειά τους να αποφύγουν το στίγμα της πτώχευσης, οι δανειολήπτες τείνουν να καθυστερούν την ανάληψη πρωτοβουλιών, με αποτέλεσμα να οδηγούνται τελικά σε μη αναστρέψιμη κατάσταση.

Προτάσεις βελτίωσης

Είναι εύλογο οι προτάσεις αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων να είναι αντίστοιχες με τα εμπόδια που έχουν διαγνωστεί. Οι ενέργειες που απαιτείται να αναληφθούν διαχωρίζονται σε εκείνες στις οποίες πρέπει να προχωρήσει η Πολιτεία και σε εκείνες που πρέπει να αναλάβουν οι τράπεζες από μόνες τους.

A. Επιθυμητές ενέργειες εκ μέρους της Πολιτείας

Είναι κατ' αρχάς αναγκαίο να προσληφθούν και να εκπαιδευθούν δικαστικοί λειτουργοί ώστε να καταρτιστεί εξειδικευμένο δικαστικό σώμα και να συσταθεί ειδικός τύπος δικαστηρίων αποκλειστικά για ζητήματα προβληματικών δανείων, αφερεγγυότητας και πτωχεύσεων στα οποία θα εκδικάζονται σε καθημερινή βάση σχετικές υποθέσεις. Η κατηγοριοποίηση των υποθέσεων με βάση κοινά κριτήρια και χρονικό ορίζοντα επίλυσης θα εξυπηρετούσε την επιτάχυνση των διαδικασιών. Με την κατηγοριοποίηση θα καθίστατο δυνατόν να εκδικάζονται ταυτόχρονα πολ-

6 Το ποσοστό ανάκτησης, όπως έχει αντληθεί από βάση δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας, αφορά το ποσό που ανακτάται από ενεργούς πιστωτές μέσω ενεργειών αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων (operational restructuring), ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων ή είσπραξης εσόδων από την επιβολή άλλων μέτρων όπως π.χ. πλειστηριασμοί.

7 Οι τράπεζες έχουν αναπτύξει τέτοιου είδους υπηρεσίες, ωστόσο οι δανειολήπτες είναι επιφυλακτικοί όσον αφορά το βαθμό αμεροληψίας των προτεινόμενων λύσεων.

λές υποθέσεις ή κάποιες να μην εισάγονται προς συζήτηση, εφόσον διαπιστωθεί είτε ότι έχουν μεταβληθεί τα δεδομένα σε σύγκριση με τη χρονική περίοδο κατάθεσης της αίτησης (με αποτέλεσμα να μην είναι πλέον επιλέξιμος ο αιτών) είτε ότι τα κατατεθειμένα δικαιολογητικά είναι ελλιπή. Προς αυτή την κατεύθυνση κινούνται οι Νόμοι 4335/2015 και 4336/2015. Ωστόσο, η υλοποίηση των μέτρων βρίσκεται ακόμη σε αρχικό στάδιο.

Ανεξάρτητα από την επιτάχυνση των δικαστικών διαδικασιών, απαραίτητη είναι και η αύξηση των κινήτρων για την προσφυγή σε εξωδικαστικούς διακανονισμούς και γενικότερα η αναμόρφωση του πλαισίου αφερεγγυότητας φυσικών και νομικών προσώπων, με γνώμονα την αποφυγή των δαπανηρών και χρονοβόρων δικαστικών διαδικασιών. Εμπειρικές μελέτες⁸ καταδεικνύουν ότι, όπου η δανειακή επιβάρυνση του ιδιωτικού τομέα είναι υψηλή, η ποιότητα των πλαισίων αφερεγγυότητας είναι σημαντική για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την τόνωση της επιχειρηματικότητας, καθώς μετριάξει την επίπτωση της απομόχλευσης στην ανάπτυξη. Ένα αποτελεσματικό και πλήρες πλαίσιο αντιμετώπισης της αφερεγγυότητας συμβάλλει σε ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Στην κατεύθυνση αυτή θα βοηθούσε η άμεση ανάπτυξη του επαγγέλματος των συμβούλων αφερεγγυότητας.

Ταυτόχρονα, πρέπει να ληφθούν όλα τα απαραίτητα μέτρα ώστε δανειολήπτες οι οποίοι βρίσκονται προσωρινά σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους να έχουν τη δυνατότητα επιλογών εγκαίρως, δηλαδή πριν μεγεθυνθεί το πρόβλημά τους και ουσιαστικά παύσει πλέον το χρέος τους να είναι βιώσιμο. Ιδιαίτερα κρίσιμη είναι αυτή η παράμετρος στην περίπτωση των επιχειρηματικών δανείων: σε ορισμένες περιπτώσεις θα πρέπει να ενθαρρύνεται ή και να καθίσταται υποχρεωτική η ανταλλαγή χρέους με μετοχές (debt/equity swap), πρακτική που απαντάται συχνά σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Για την αποτροπή δημιουργίας νέας γενεάς μη εξυπηρετούμενων δανείων, σημαντική θα ήταν και η σύσταση ενός φορέα πιστοληπτικής αξιολόγησης, ο οποίος, με βάση τα δεδομένα οικονομικής συμπεριφοράς που θα συγκέντρωνε, θα ήταν σε θέση να παρέχει υπηρεσίες πιστοληπτικής αξιολόγησης υποψήφιων δανειοληπτών στις τράπεζες, υποβοηθώντας τις εγκριτικές τους αποφάσεις.

Η δημιουργία του περιουσιολογίου (αλλά και της ανεξάρτητης υπηρεσίας πίστης και πλούτου) θα ήταν ένα αποφασιστικό βήμα για την καταγραφή της περιουσιακής κατάστασης των δανειοληπτών και συνεπώς για την εκτίμηση της πραγματικής δυνατότητάς τους να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους κανονικά. Η αποτύπωση της πραγματικής περιουσιακής και εν γένει οικονομικής κατάστασης των οφειλετών θα διευκόλυνε την εξεύρεση της πλέον βιώσιμης λύσης για κάθε προβληματικό δάνειο. Στην κατεύθυνση αυτή θα βοηθούσε και η δημιουργία μιας βάσης δεδομένων συνολικού χρέους των επιχειρήσεων και των φυσικών προσώπων τόσο προς τον ιδιωτικό όσο και προς το δημόσιο τομέα, ώστε ανάλογα με τη συνολική επιβάρυνση να επιλέγονται τα κατάλληλα εργαλεία για την αντιμετώπιση των προβληματικών δανείων προς τις τράπεζες ή και των ληξιπρόθεσμων χρεών προς το Υπουργείο Οικονομικών, τους Οργανισμούς Κοινωνικής Ασφάλισης, τους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης κ.λπ.

Σημαντική συμβολή στην αντιμετώπιση των υφισταμένων μη εξυπηρετούμενων δανείων όσο και στον περιορισμό της δημιουργίας νέων θα έχει η ανάπτυξη μεθόδων και εργαλείων για την παροχή χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης και υποστήριξης νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

⁸ Carcea, M.C. et al., "The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU", European Economy Discussion paper 004, September 2015.

Πέραν της τυπικής προσυμβατικής πληροφόρησης που παρέχεται από τις τράπεζες ή τις ενώσεις καταναλωτών, ιδιαίτερα χρήσιμη θα είναι η δημιουργία ανεξάρτητων φορέων στους οποίους θα έχει δωρεάν πρόσβαση ο καταναλωτής και η μικρομεσαία επιχείρηση και οι οποίοι θα τους συμβουλευούν με βάση τις ανάγκες και την οικονομική τους κατάσταση.⁹

Η εξυγίανση χαρτοφυλακίων προβληματικών δανείων συνδέεται επίσης με τη δραστηριοποίηση εξειδικευμένων εταιριών που είτε κατέχουν (Asset Management Companies – AMC) είτε απλώς διαχειρίζονται προβληματικά δάνεια (Servicing Companies). Κατά το παρελθόν πολλές χώρες που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν αντίστοιχο πρόβλημα με το ελληνικό όσον αφορά το υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων (π.χ. η Σουηδία, η Ινδονησία, η Μαλαισία, η Κορέα, η Ταϊλάνδη, αλλά και πιο πρόσφατα η Ιρλανδία, με την περίπτωση της NAMA, και η Ισπανία, με την περίπτωση της SAREB)¹⁰ προέκριναν τη λύση δημιουργίας AMC. Άλλες χώρες (για παράδειγμα η Ρουμανία) προτίμησαν να δημιουργήσουν θεσμικό πλαίσιο για τη λειτουργία servicing companies.

Ως διαχείριση από αυτές τις εταιρίες νοείται ενδεικτικά (1) η νομική και λογιστική παρακολούθηση, (2) η εκχώρηση απαιτήσεων σε τρίτους ή εξουσιοδότηση τρίτων προς είσπραξη αυτών, (3) η διεξαγωγή διαπραγματεύσεων με τους οφειλέτες των προς διαχείριση απαιτήσεων και (4) η σύναψη συμβάσεων συμβιβασμού ή ρύθμισης και διακανονισμού οφειλών, καθώς και κάθε άλλη πράξη ενεργητικής διαχείρισης στο πλαίσιο της ισχύουσας νομοθεσίας.

Η επιλογή ανάλογης λύσης θα ήταν δυνατόν να εφαρμοστεί και στην Ελλάδα, αφού ληφθούν ωστόσο υπόψη οι ιδιαιτερότητες των χαρτοφυλακίων των ελληνικών τραπεζών, δηλαδή (1) ο μεγάλος αριθμός δανείων με σχετικά μικρά υπόλοιπα, (2) η διαφορά της σύνθεσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα οποία χαρακτηρίζονται από ανομοιογένεια σε σύγκριση με τις προαναφερθείσες χώρες, καθώς υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων καταγράφονται σε όλες τις κατηγορίες δανείων και σχεδόν σε όλους τους κλάδους της οικονομίας. Επισημαίνεται ότι η επιλογή σύστασης AMC στην Ιρλανδία και την Ισπανία προκρίθηκε λόγω της συγκέντρωσης σε δάνεια μεγάλου ύψους και ενός ουσιαστικά κλάδου (επαγγελματικά ακίνητα), καθώς η αποτελεσματικότητα τέτοιων σχημάτων απαιτεί μεγάλο όγκο ομοιογενών χαρτοφυλακίων. Εξάλλου, είναι αναγκαίο να εξεταστεί ο τρόπος τιμολόγησης στην περίπτωση τυχόν μεταφορών δανείων σε κάποιο σχήμα ανάλογο με τα προαναφερθέντα. Επιπροσθέτως, πρέπει να αντιμετωπιστεί το θέμα εξεύρεσης χρηματοδότησης. Αν απαιτείται κρατική συμμετοχή (διεθνώς υπάρχουν ελάχιστα παραδείγματα αμιγώς ιδιωτικών AMC ως προς τη χρηματοδότηση), αυτή υπόκειται σε αυστηρό θεσμικό πλαίσιο και έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Τέλος, η Πολιτεία πρέπει να επισπεύσει τις ενέργειες που απαιτούνται για τη δημιουργία μιας ενεργού δευτερογενούς αγοράς μη εξυπηρετούμενων δανείων. Εκτός από τη βελτίωση της ποιότητας χαρτοφυλακίου των τραπεζών και την ανάκτηση πόρων μέσω της πώλησης υφιστάμενων απαιτήσεων, που θα μπορούσαν να διοχετευθούν σε νέες πιστώσεις, η ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς μη εξυπηρετούμενων δανείων θα προσέλυε ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτών,

9 Βλ. για παράδειγμα τις περιπτώσεις των Credit Review Offices (<http://www.creditreview.ie>) και Money Advice and Budgeting Services (<https://www.mabs.ie/>) στην Ιρλανδία, αλλά και την ειδική έκδοση της Ευρωπαϊκής Ένωσης Τραπεζών (European Banking Federation) για τις βέλτιστες πρακτικές και στρατηγικές που ακολουθούν τα κράτη σε πανευρωπαϊκό επίπεδο (http://www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2013/11/GoodPracticesReport_EuropeanMoneyWeek-FINAL.pdf) στην κατεύθυνση της εκπαίδευσης των πολιτών σε χρηματοοικονομικά ζητήματα.

10 Ειδικότερα για το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τις εναλλακτικές προσεγγίσεις εξυγίανσης των χαρτοφυλακίων με βάση ανάλυση περιπτώσεων από τη διεθνή εμπειρία, βλ. Καρφάγλου, Φ. (2015), “Εναλλακτικές προσεγγίσεις για την εξυγίανση χαρτοφυλακίων μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων. Ανάλυση περιπτώσεων”, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 41, Ιούλιος 2015, 49-76.

όπως π.χ. ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και διαχειριστές κεφαλαίων. Οι επενδυτές αυτοί θα μπορούσαν να βοηθήσουν παράλληλα, ενδεχομένως παρέχοντας χρηματοδότηση, στην αναδιάρθρωση επιχειρήσεων και γενικότερα θα συνέβαλλαν στη σταδιακή ανάπτυξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης πέρα από τις τράπεζες.

Είναι αυτονόητο ότι η ανάπτυξη μιας δευτερογενούς αγοράς μη εξυπηρετούμενων δανείων θα απαιτήσει και τη δημιουργία κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου αδειοδότησης και εποπτείας των εταιριών που θα δραστηριοποιηθούν στην εν λόγω αγορά. Στην κατεύθυνση αυτή, θα πρέπει να καθοριστούν άμεσα οι αναγκαίες προϋποθέσεις για την απόκτηση άδειας, ενώ θα πρέπει να γίνεται σαφές ότι οι εταιρίες που θα επιλέξουν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά δανείων θα υπόκεινται σε κανόνες όσον αφορά την προστασία του καταναλωτή όπως αυτοί που διέπουν και τις τράπεζες, συμπεριλαμβανομένου και του Κώδικα Δεοντολογίας. Το πλαίσιο θα πρέπει να προβλέπει επίσης αυστηρές ποινές, περιλαμβανομένης της ανάκλησης άδειας, σε περίπτωση διαπίστωσης παράβασης των κανόνων λειτουργίας όπως αυτοί θα προβλέπονται κατά την αδειοδότηση.

B. Επιθυμητές ενέργειες εκ μέρους των τραπεζών

Σήμερα, αν και με κάποια καθυστέρηση, οι τράπεζες είναι καλύτερα προετοιμασμένες για να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα. Πλέον, σε λειτουργικό επίπεδο, έχουν θεσπιστεί οι απαιτούμενες διαδικασίες και έχει ξεκινήσει η προσπάθεια ενεργού διαχείρισης των προβληματικών δανείων, με τις τράπεζες να έχουν στη διάθεσή τους μια σειρά από επιλογές βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου χαρακτήρα.

Βρισκόμαστε ωστόσο στην αρχή της προσπάθειας, με αποτέλεσμα να μην έχουν γίνει ουσιαστικές ενέργειες για ένα πολύ σημαντικό κομμάτι του χαρτοφυλακίου, ενώ οι ενέργειες οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί σχετίζονται με βραχυχρόνιου τύπου λύσεις, οι οποίες κατά κανόνα δεν επίλυουν το πρόβλημα, αλλά το μεταθέτουν στο μέλλον. Αυτό συμβαίνει διότι οι εξειδικευμένες μονάδες για τη διαχείριση των προβληματικών δανείων ιδρύθηκαν πολύ πρόσφατα στις τράπεζες, ενώ σε πρώτη φάση παρατηρήθηκαν καθυστερήσεις στη μεταφορά δανείων στις μονάδες αυτές. Επίσης, οι διαδικασίες που εφαρμόζουν οι τράπεζες για τη διάγνωση των ιδιαιτεροτήτων κάθε περίπτωσης δανείου και την επιλογή προτεινόμενης λύσης δεν είναι επαρκώς αυτοματοποιημένες. Επιπλέον, οι μονάδες αυτές φαίνεται να είναι οριακά στελεχωμένες, πρόβλημα που θα ενταθεί όσο εντείνονται οι προσπάθειες για πιο ενεργητική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις δεν έχουν τεθεί στις μονάδες αυτές συγκεκριμένοι στόχοι επίδοσης. Εκτιμάται ότι θετικό αντίκτυπο θα έχει η θεσμοθέτηση συγκεκριμένων στόχων από την Τράπεζα της Ελλάδος σε συνεργασία με το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στις αρχές του 2016 τους οποίους οι τράπεζες θα οφείλουν να προσπαθήσουν να επιτύχουν, ενώ θα πρέπει και να ενημερώνουν την Τράπεζα της Ελλάδος αλλά και το ΤΧΣ για την πρόοδο που επιτυγχάνουν.

Ένα άλλο αδύναμο σημείο των τραπεζών αφορά την αδράνειά τους στη διαχείριση απαιτήσεων για τις οποίες έχουν ήδη καταγγείλει τη δανειακή σύμβαση που είχαν συνάψει με τον οφειλέτη. Στις περιπτώσεις αυτές, η μεταβίβαση αριθμού δανείων σε εταιρία εξειδικευμένη στη διαχείριση μη εξυπηρετούμενων δανείων πιθανόν να αποτελεί μια καλή επιλογή, ενώ θα απελευθερώσει ανθρωπινό δυναμικό και άλλους πόρους, ώστε να επικεντρωθούν οι τράπεζες αφενός στην αποφυγή δημιουργίας νέων προβληματικών δανείων και αφετέρου στην αντιμετώπιση δανείων που βρίσκονται στα πρώτα στάδια της καθυστέρησης. Συνήθως, όταν χρονίζουν οι δυσκολίες στην εξυπηρέτηση κάποιου δανείου, μειώνεται δραματικά η εισπραξιμότητα της αντίστοιχης απαίτησης της τράπεζας.

Μια εξήγηση για τη διαπιστωθείσα επιλογή των τραπεζών να βρίσκουν λύσεις βραχυχρόνιου χαρακτήρα αποτελεί το γεγονός ότι για αρκετούς μήνες η αβεβαιότητα δεν επέτρεπε τη λήψη ουσιαστικών μέτρων. Επίσης, η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων παρεμποδίζεται μεταξύ άλλων και από την έλλειψη ευθυγράμμισης μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων στις περιπτώσεις των κοινών πιστούχων. Αυτό θα μπορούσε να ξεπεραστεί είτε μέσω συντονισμού των δράσεων είτε με τη μεσολάβηση ενός φορέα ο οποίος διαθέτει όλη την πληροφόρηση είτε ενδεχομένως μέσω της μεταφοράς τους σε ειδική εταιρία.

Σύνοψη – Συμπεράσματα

Εν κατακλείδι, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι με την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης οι τράπεζες βρίσκονται πλέον σε σημαντικά καλύτερη θέση αφενός για να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων και αφετέρου για να υποστηρίξουν την παροχή χρηματοδότησης σε βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια. Όσον αφορά τον τρόπο διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη όλες οι εναλλακτικές στρατηγικές και μάλλον είναι προτιμότερη η εφαρμογή συνδυασμού λύσεων. Ενδεικτικά, για κάποιες κατηγορίες δανείων η διαχείριση είναι σκόπιμο να πραγματοποιείται από τις τράπεζες, ενώ για άλλες είτε μέσω της αξιοποίησης υπηρεσιών από εξειδικευμένες εταιρίες είτε μέσω πώλησης των απαιτήσεων σε ειδικού τύπου εταιρίες. Σημαντικό ρόλο θα έχει και η Τράπεζα της Ελλάδος μέσω των στόχων που θα θέσει στις τράπεζες (μέχρι το τέλος Φεβρουαρίου του 2016) για την επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και η ουσιαστική επανενεργοποίηση του Κυβερνητικού Συμβουλίου Διαχείρισης Ιδιωτικού Χρέους. Τέλος, ανεξάρτητα από τις προαναφερθείσες δράσεις και την ταχύτητα στην υλοποίησή τους, αναγκαία για το σταδιακό περιορισμό του όγκου των δανείων σε καθυστέρηση είναι η λήψη μέτρων και η προώθηση μεταρρυθμίσεων που θα οδηγούν στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και κατ' επέκταση στην ενίσχυση των εισοδημάτων και τη μείωση της ανεργίας.¹¹

¹¹ Για την επίδραση της οικονομικής δραστηριότητας στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, Πλαίσιο VII.1, 169-172.

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

3 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2015

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει το ανώτατο ποσοστό συμμετοχής που επιτρέπεται να κατέχει το Ευρωσύστημα στη συνολική αξία μίας έκδοσης τίτλων από 25% σε 33%. Η αύξηση αυτή δεν θα ισχύσει για εκδόσεις χρεογράφων για τις οποίες θα είχε ως νομικό επακόλουθο την απόκτηση από το Ευρωσύστημα δικαιώματος αρνησικυρίας σχετικά με ρήτρες συλλογικής δράσης σε περίπτωση αναδιάρθρωσης χρέους.

16 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2015

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι οι εθνικές κεντρικές τράπεζες δύνανται εφεξής να δημοσιοποιούν στοιχεία για την παροχή έκτακτης ρευστότητας (ELA) στις τράπεζες της χώρας τους.

23 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2015

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξηθεί η αναλογία των αγορών που εκτελούνται, στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων (ABSPP), από εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι εκείνων που εκτελούνται από εξωτερικούς διαχειριστές.

Από τις 27 Οκτωβρίου 2015, η κεντρική τράπεζα του Βελγίου θα αρχίσει να ενεργεί ως διαχειριστής για την πραγματοποίηση αγορών τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων, ενώ διεύρυνεται ο αριθμός των περιοχών τις οποίες καλύπτει ως διαχειριστής η κεντρική τράπεζα της Γαλλίας. Επιπρόσθετα, η ΕΚΤ αποφάσισε να επεκτείνει τα συμβόλαια δύο εκ των εξωτερικών διαχειριστών ενεργητικού που είχε διορίσει.

3 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2015

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει, από 9 Δεκεμβρίου 2015, κατά 10 μονάδες βάσης το επιτόκιο της διευκόλυνσης

αποδοχής καταθέσεων, στο -0,30%. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 0,05% και 0,30% αντιστοίχως.

Επίσης, αποφασίστηκε να παραταθεί η διεξαγωγή του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP). Συγκεκριμένα, οι μηνιαίες αγορές χρεογράφων συνολικής αξίας 60 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού θα συνεχιστούν τουλάχιστον μέχρι το Μάρτιο του 2017 ή και αργότερα εφόσον κριθεί απαραίτητο.

Αναφορικά με τα χρεόγραφα που αγοράζει το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, αποφασίστηκε η επανεπένδυση των κεφαλαίων που αποπληρώνονται καθώς τα χρεόγραφα αυτά ωριμάζουν, για όσο διάστημα κρίνεται απαραίτητο.

Επίσης, σχετικά με το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP), αποφασίστηκε να συμπεριληφθούν στον κατάλογο των επιλέξιμων, από τις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες, χρεογράφων, εμπορεύσιμα χρεόγραφα σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από περιφερειακές και τοπικές δημόσιες αρχές στη ζώνη του ευρώ.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης τρίμηνης διάρκειας να εξακολουθήσουν να διεξάγονται μέσω της διαδικασίας των δημοπρασιών με σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό για όσο διάστημα κρίνεται αναγκαίο και τουλάχιστον μέχρι το τέλος της τελευταίας περιόδου τήρησης του 2017.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ





ΠΙΝΑΚΕΣ



1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	143
2	Ισοζύγιο πληρωμών	144
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	145
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	146
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	147
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	148
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	149



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
2011	108,2	3,3	110,0	4,2	105,9	2,3	104,6	1,5	104,8	1,3
2012	109,8	1,5	112,5	2,2	106,5	0,5	105,0	0,3	104,9	0,1
2013	108,8	-0,9	112,6	0,1	104,1	-2,2	103,2	-1,7	102,9	-1,9
2014	107,4	-1,3	111,1	-1,3	102,7	-1,4	102,4	-0,7	102,0	-0,9
2014 I	107,2	-1,3	110,9	-0,5	102,7	-2,4	101,7	-1,0	101,1	-1,2
II	108,6	-1,5	113,0	-1,5	103,0	-1,5	103,2	-1,2	103,0	-1,4
III	107,3	-0,6	110,7	-0,4	102,9	-0,9	102,1	0,0	101,6	-0,1
IV	106,5	-1,8	109,9	-2,6	102,2	-0,8	102,5	-0,7	102,2	-0,8
2015 I	104,7	-2,4	107,1	-3,4	101,7	-0,9	101,0	-0,7	100,2	-0,9
II	106,3	-2,1	109,8	-2,8	101,7	-1,3	102,2	-0,9	101,7	-1,3
III	105,3	-1,8	107,9	-2,6	102,2	-0,7	101,6	-0,5	100,5	-1,2
2013 Ιαν.	109,0	0,2	111,8	1,6	105,5	-1,6	103,3	-1,2	103,0	-1,4
Φεβρ.	107,2	0,1	108,8	1,4	105,1	-1,6	101,0	-1,4	100,2	-1,6
Μάρτ.	109,9	-0,2	113,9	1,0	104,9	-1,7	103,9	-1,2	103,8	-1,4
Απρ.	110,4	-0,6	115,0	0,4	104,7	-1,9	104,7	-1,2	104,7	-1,4
Μάιος	110,2	-0,4	114,7	0,7	104,6	-1,9	104,5	-1,4	104,4	-1,6
Ιούν.	109,9	-0,4	114,6	1,1	104,1	-2,4	104,1	-1,7	104,1	-1,9
Ιούλ.	108,1	-0,7	111,4	0,7	104,0	-2,5	102,3	-2,0	101,9	-2,3
Αύγ.	106,4	-1,3	108,4	-0,2	103,9	-2,7	100,5	-2,1	99,7	-2,5
Σεπτ.	109,2	-1,1	113,8	0,1	103,4	-2,8	103,7	-1,9	103,6	-2,1
Οκτ.	109,1	-2,0	113,9	-1,5	103,2	-2,6	103,8	-1,8	103,7	-1,9
Νοέμ.	107,6	-2,9	111,3	-3,0	103,1	-2,7	102,5	-2,9	102,1	-3,3
Δεκ.	108,6	-1,7	113,2	-1,2	102,9	-2,3	103,4	-1,8	103,2	-1,9
2014 Ιαν.	107,4	-1,5	111,1	-0,5	102,6	-2,7	101,9	-1,4	101,3	-1,6
Φεβρ.	105,9	-1,1	108,6	-0,2	102,6	-2,4	100,4	-0,6	99,5	-0,8
Μάρτ.	108,4	-1,3	113,0	-0,8	102,7	-2,2	102,9	-1,0	102,7	-1,1
Απρ.	108,9	-1,3	113,8	-1,0	102,8	-1,8	103,4	-1,3	103,3	-1,4
Μάιος	108,1	-2,0	112,1	-2,2	103,0	-1,6	102,7	-1,7	102,4	-2,0
Ιούν.	108,7	-1,1	113,3	-1,2	103,1	-1,0	103,4	-0,7	103,3	-0,7
Ιούλ.	107,4	-0,7	110,8	-0,5	103,1	-0,9	102,1	-0,2	101,7	-0,2
Αύγ.	106,1	-0,3	108,6	0,2	102,9	-1,0	101,0	0,4	100,1	0,4
Σεπτ.	108,3	-0,8	112,8	-0,9	102,7	-0,7	103,3	-0,4	103,1	-0,5
Οκτ.	107,3	-1,7	111,1	-2,4	102,5	-0,7	103,0	-0,8	102,8	-0,9
Νοέμ.	106,3	-1,2	109,6	-1,6	102,2	-0,8	102,1	-0,3	101,7	-0,3
Δεκ.	105,8	-2,6	108,9	-3,8	102,0	-0,9	102,5	-0,9	102,1	-1,1
2015 Ιαν.	104,3	-2,8	106,5	-4,1	101,7	-0,9	101,1	-0,8	100,4	-0,9
Φεβρ.	103,7	-2,2	105,3	-3,0	101,8	-0,8	99,9	-0,5	98,8	-0,7
Μάρτ.	106,1	-2,1	109,5	-3,1	101,7	-0,9	102,1	-0,8	101,6	-1,1
Απρ.	106,6	-2,1	110,6	-2,8	101,5	-1,3	102,5	-0,8	102,0	-1,2
Μάιος	105,7	-2,1	108,9	-2,9	101,7	-1,2	101,7	-0,9	101,1	-1,2
Ιούν.	106,4	-2,2	110,0	-2,9	101,8	-1,2	102,4	-1,0	101,9	-1,4
Ιούλ.	105,0	-2,2	107,7	-2,8	101,7	-1,4	101,2	-0,9	100,3	-1,4
Αύγ.	104,5	-1,5	106,4	-2,1	102,5	-0,4	100,7	-0,3	99,1	-1,0
Σεπτ.	106,4	-1,7	109,6	-2,8	102,4	-0,3	102,9	-0,4	102,0	-1,1
Οκτ.	106,3	-0,9	109,5	-1,5	102,3	-0,2	103,2	0,1	102,3	-0,4

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2012	2013	2014	2013	2014	2015
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-4.615,0	-3.691,9	-3.767,4	-907,2	53,3	1.773,7
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)	-4.480,1	-5.030,9	-4.006,3	-1.886,6	-789,4	2.074,7
Εισπράξεις	49.375,4	54.941,4	57.839,3	43.139,1	45.128,1	42.075,3
Πληρωμές	53.855,5	59.972,3	61.845,5	45.025,7	45.917,5	40.000,6
I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1- I.A.2)	-19.651,2	-20.780,3	-22.279,4	-15.311,5	-16.504,7	-12.846,3
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	21.716,9	26.895,6	26.788,0	20.475,5	19.911,6	18.556,9
Καύσιμα	7.426,4	9.485,1	9.049,8	7.492,8	6.909,0	5.014,3
Πλοία (πωλήσεις)	737,8	443,0	626,0	350,4	465,5	159,8
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	13.552,7	16.967,6	17.112,1	12.632,3	12.537,0	13.382,8
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	41.368,1	47.675,9	49.067,4	35.787,0	36.416,2	31.403,3
Καύσιμα	17.646,3	16.398,5	15.384,2	12.620,6	11.500,9	8.293,0
Πλοία (αγορές)	1.780,4	1.926,2	2.799,2	1.283,0	2.292,7	538,8
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	21.941,4	29.351,1	30.884,1	21.883,4	22.622,6	22.571,5
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1- I.B.2)	15.171,1	15.749,4	18.273,2	13.424,9	15.715,2	14.921,1
I.B.1 Εισπράξεις	27.658,5	28.045,8	31.051,3	22.663,6	25.216,5	23.518,4
Ταξιδιωτικό	10.442,5	12.152,2	13.393,1	10.819,1	12.001,4	12.569,6
Μεταφορές	13.310,7	12.060,9	13.130,8	9.033,9	9.769,3	8.064,4
Λοιπές υπηρεσίες	3.905,3	3.832,7	4.527,4	2.810,7	3.445,8	2.884,4
I.B.2 Πληρωμές	12.487,4	12.296,4	12.778,1	9.238,7	9.501,3	8.597,3
Ταξιδιωτικό	1.843,9	1.835,2	2.076,4	1.412,2	1.537,2	1.495,9
Μεταφορές	6.344,7	6.492,2	6.258,6	4.870,7	4.613,7	4.343,3
Λοιπές υπηρεσίες	4.298,8	3.969,1	4.443,1	2.955,8	3.350,3	2.758,1
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	819,7	-457,0	573,6	-360,7	755,4	-40,9
I.Γ.1 Εισπράξεις	6.615,5	6.458,1	6.867,4	5.198,3	5.587,7	4.372,8
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	200,8	209,3	209,9	155,4	156,7	124,3
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.631,4	3.213,7	3.241,5	2.426,4	2.496,6	1.985,3
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	2.783,3	3.035,1	3.416,1	2.616,6	2.934,4	2.263,2
I.Γ.2 Πληρωμές	5.795,8	6.915,1	6.293,8	5.559,0	4.832,4	4.413,8
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	468,0	453,0	491,7	344,8	341,9	333,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.930,7	6.097,1	5.439,6	4.902,4	4.236,6	3.842,5
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	397,2	365,0	362,6	311,9	253,8	237,5
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	-954,6	1.796,1	-334,7	1.340,1	87,3	-260,0
I.Δ.1 Εισπράξεις	2.342,3	4.652,8	2.550,7	3.707,4	2.133,4	1.692,3
Γενική κυβέρνηση	1.276,9	3.375,5	1.441,7	2.702,3	1.281,1	1.035,7
Λοιποί τομείς	1.065,4	1.277,3	1.109,0	1.005,1	852,3	656,6
I.Δ.2 Πληρωμές	3.296,9	2.856,7	2.885,5	2.367,3	2.046,1	1.952,4
Γενική κυβέρνηση	2.250,7	2.068,1	2.054,7	1.767,2	1.438,3	1.345,9
Λοιποί τομείς	1.046,2	788,6	830,8	600,1	607,8	606,5
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	2.327,6	3.040,8	2.510,6	2.782,3	1.789,2	553,2
II.1 Εισπράξεις	2.564,6	3.380,6	2.866,2	3.039,4	2.042,8	831,8
Γενική κυβέρνηση	2.486,0	3.298,9	2.789,8	2.977,8	1.988,2	792,3
Λοιποί τομείς	78,6	81,7	76,4	61,7	54,6	39,5
II.2 Πληρωμές	237,1	339,8	355,6	257,1	253,5	278,6
Γενική κυβέρνηση	13,7	9,7	8,8	3,7	7,7	3,8
Λοιποί τομείς	223,3	330,1	346,7	253,4	245,9	274,8
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)	-2.287,5	-651,1	-1.256,8	1.875,1	1.842,5	2.326,9
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	-2.729,2	2.562,5	634,1	3.758,3	3.706,5	2.243,1
III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-827,1	-2.713,6	-577,4	-1.174,2	-432,3	571,9
Απατήσεις	524,8	-534,2	685,0	-755,7	452,2	292,4
Υποχρεώσεις	1.351,9	2.179,4	1.262,5	418,5	884,5	-279,5
III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	99.903,9	6.583,1	6.978,0	7.497,7	793,3	9.205,4
Απατήσεις	58.086,1	-1.023,6	8.910,1	-1.156,0	5.762,5	-539,4
Υποχρεώσεις	-41.817,8	-7.606,7	1.932,1	-8.653,7	4.969,2	-9.744,7
III.Γ ΔΟΠΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-101.815,1	-1.414,0	-6.222,5	-2.623,2	2.882,4	-7.297,2
Απατήσεις	-17.911,4	-21.187,9	-6.888,7	-18.999,3	-8.006,2	20.695,5
Υποχρεώσεις	83.903,7	-19.773,9	-666,2	-16.376,1	-10.888,6	27.992,6
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	109.093,9	30.061,2	4.000,2	30.624,3	5.997,9	4.982,2
III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	9,0	107,0	456,0	58,0	463,0	-237,0
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV = 0)	-441,8	3.213,6	1.890,9	1.883,2	1.864,0	-83,8
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	5.500	4.172	5.117	4.559	5.015	5.082

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χροσώ, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ ²	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ²	Ταμειτηρίου	Προθεσμίας
2010	209.521	191.985	17.537	22.864	66.706	119.951
2011	174.137	160.785	13.352	19.601	53.439	101.097
2012	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
2013	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
2014	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
2011	205.437	188.537	16.900	22.062	65.552	117.823
Ιαν.	202.815	186.485	16.330	21.222	64.428	117.165
Φεβρ.	199.086	183.271	15.816	20.829	62.102	116.156
Μάρτ.	196.678	181.238	15.439	20.098	62.080	114.499
Απρ.	191.815	176.693	15.122	20.333	60.569	110.914
Μάιος	188.108	174.090	14.019	21.071	59.446	107.592
Ιούν.	187.143	173.430	13.713	19.941	58.552	108.649
Ιουλ.	188.574	174.781	13.793	20.211	58.493	109.871
Αύγ.	183.128	169.558	13.571	19.615	56.210	107.304
Σεπτ.	176.323	163.775	12.548	19.202	54.699	102.422
Οκτ.	172.760	160.229	12.531	18.695	53.236	100.828
Νοέμ.	174.137	160.785	13.352	19.601	53.439	101.097
Δεκ.	168.873	156.189	12.684	17.468	52.178	99.227
2012	164.308	152.074	12.233	17.014	50.621	96.673
Ιαν.	165.283	152.984	12.299	16.593	49.077	99.613
Φεβρ.	165.877	153.382	12.495	17.230	49.317	99.330
Μάρτ.	157.367	145.596	11.771	16.679	48.459	92.229
Απρ.	150.513	139.432	11.081	15.982	46.543	87.988
Μάιος	153.825	142.485	11.340	16.174	46.129	91.522
Ιούν.	153.328	142.182	11.146	15.490	45.545	92.292
Ιουλ.	154.246	143.322	10.924	15.949	45.154	93.143
Αύγ.	155.190	144.228	10.962	15.830	44.533	94.827
Σεπτ.	155.816	144.908	10.908	15.997	43.718	96.100
Οκτ.	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
Νοέμ.	160.897	150.351	10.547	16.014	43.590	101.293
Δεκ.	163.948	153.040	10.908	15.813	43.509	104.625
2013	163.954	153.248	10.707	16.155	43.417	104.382
Ιαν.	162.177	152.434	9.743	16.789	43.492	101.896
Φεβρ.	163.300	153.474	9.826	16.979	43.298	103.023
Μάρτ.	162.563	152.850	9.713	17.455	43.533	101.575
Απρ.	162.275	152.721	9.554	17.467	44.028	100.780
Μάιος	162.050	152.440	9.610	17.523	44.428	100.099
Ιούν.	161.201	151.929	9.272	18.007	44.131	99.063
Ιουλ.	160.230	151.123	9.108	17.531	43.833	98.866
Αύγ.	160.870	151.812	9.058	18.072	43.797	99.001
Σεπτ.	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
Οκτ.	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
Νοέμ.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
Δεκ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
2014	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
Ιαν.	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
Φεβρ.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
Μάρτ.	162.980	153.379	9.601	19.732	42.971	100.277
Απρ.	164.001	154.533	9.469	19.882	43.411	100.708
Μάιος	164.510	154.429	10.082	20.581	43.106	100.823
Ιούν.	164.251	154.137	10.114	20.258	43.192	100.802
Ιουλ.	164.070	154.369	9.700	20.143	43.643	100.284
Αύγ.	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
Σεπτ.	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
Οκτ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
Νοέμ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
Δεκ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
2015	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
Ιαν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
Φεβρ.	120.688	114.287	6.401	18.960	46.762	54.965
Μάρτ.	120.993	114.764	6.229	20.638	47.795	52.560
Απρ.	121.524	115.321	6.203	21.342	48.982	51.200
Μάιος	120.935	114.732	6.202	21.090	49.546	50.299

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματογοράς.

² Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
2010	9,39	9,34	9,51	9,09	8,89		8,07
2011	26,18	22,88	18,97	15,75	12,97		10,72
2012				22,50	20,23	19,04	17,84
2013				10,05	10,24	9,86	9,10
2014	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
2011	Ιαν.	13,78	12,94	13,32	11,73	10,58	8,89
	Φεβρ.	13,40	13,04	13,18	11,40	10,14	8,64
	Μάρτ.	15,33	15,49	14,37	12,44	10,57	8,87
	Απρ.	19,11	18,04	16,30	13,86	11,27	9,40
	Μάιος	24,28	20,87	17,86	15,94	13,19	10,52
	Ιούν.	26,48	22,83	19,04	16,69	13,97	11,54
	Ιούλ.	28,96	24,37	19,66	16,15	13,73	10,98
	Αύγ.	26,74	24,43	19,68	15,90	13,19	10,06
	Σεπτ.	31,51	28,88	22,27	17,78	13,97	10,08
	Οκτ.	34,61	29,53	22,59	18,04	14,16	11,00
	Νοέμ.	34,08	29,31	22,50	17,92	14,20	13,76
	Δεκ.	45,88	34,85	26,90	21,14	16,71	14,85
2012	Ιαν.	68,08	47,04	41,84	25,91	20,10	16,91
	Φεβρ.	77,65	50,35	44,05	29,24	21,51	17,28
	Μάρτ. ¹				19,06	17,91	15,59
	Απρ.				21,48	20,18	17,11
	Μάιος				26,90	24,50	21,37
	Ιούν.				27,82	25,36	23,09
	Ιούλ.				25,82	24,58	22,26
	Αύγ.				24,34	22,73	20,33
	Σεπτ.				20,91	20,30	18,54
	Οκτ.				17,96	17,34	15,98
	Νοέμ.				17,20	15,85	14,50
	Δεκ.				13,33	12,37	11,18
2013	Ιαν.				11,10	10,66	10,28
	Φεβρ.				10,95	10,63	10,39
	Μάρτ.				11,38	11,35	10,89
	Απρ.				11,58	11,60	10,85
	Μάιος				9,07	9,48	9,03
	Ιούν.				10,07	10,19	9,59
	Ιούλ.				10,53	11,06	10,37
	Αύγ.				10,01	10,47	10,13
	Σεπτ.				10,15	10,53	10,11
	Οκτ.				8,74	9,16	8,43
	Νοέμ.				8,41	8,90	8,89
	Δεκ.				8,66	8,87	8,76
2014	Ιαν.				8,18	8,44	8,35
	Φεβρ.				7,70	7,88	7,77
	Μάρτ.				6,90	7,08	7,06
	Απρ.		4,92		6,20	6,43	6,49
	Μάιος		4,95		6,38	6,64	6,82
	Ιούν.		4,25		5,93	6,50	6,59
	Ιούλ.	3,42	4,17		6,10	6,78	6,77
	Αύγ.	3,63	4,45		6,09	6,90	6,95
	Σεπτ.	3,48	4,26		5,89	6,54	6,62
	Οκτ.	5,33	5,88		7,26	8,13	8,03
	Νοέμ.	7,04	7,16		8,10	8,84	8,70
	Δεκ.	9,25	8,55		8,42	8,92	8,58
2015	Ιαν.	12,68	10,92		9,48	9,48	8,76
	Φεβρ.	16,84	13,82		9,72	9,55	8,89
	Μάρτ.	18,11	14,62		10,52	9,85	9,01
	Απρ.	23,94	17,02		12,00	10,90	9,97
	Μάιος	21,52	15,49		10,95	9,89	9,03
	Ιούν.	25,02	17,15		11,43	10,35	9,49
	Ιούλ. ²	-	-		-	-	-
	Αύγ.	15,29	13,21		10,26	9,65	9,29
	Σεπτ.	11,13	9,76		8,54	8,33	8,36
	Οκτ.	9,04	8,12		7,81	7,83	7,72

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στις 12 Μαρτίου 2012 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων ελληνικών ομολόγων μετά την ολοκλήρωση της ανταλλαγής των παλαιών ελληνικών ομολόγων στο πλαίσιο του PSI.

2 Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα καθώς η ΗΑΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ^{1,2}

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο		Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά		
			εκ των οποίων										
			Βιομηχανία	Εμπόριο	Ναυτιλία								
2010	257.846	123.244	116.514	24.269	25.355	17.498	6.730	16.483	118.119	80.507	35.081	2.532	
2011	248.535	120.126	113.045	23.405	24.687	18.008	7.081	15.359	113.050	78.393	32.985	1.672	
2012	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660	
2013	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390	
2014	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463	
2012	Ιαν.	249.087	121.138	111.836	23.325	24.342	17.238	9.302	15.259	112.690	78.104	32.778	1.808
	Φεβρ.	246.841	119.455	110.418	23.138	24.146	16.182	9.037	15.149	112.237	77.857	32.568	1.811
	Μάρτ.	245.113	118.316	110.126	23.054	24.053	16.231	8.190	15.067	111.729	77.601	32.300	1.828
	Απρ.	242.708	116.365	108.730	23.021	23.643	16.300	7.636	15.002	111.341	77.381	32.141	1.818
	Μάιος	242.040	116.193	108.594	22.802	23.495	16.837	7.599	14.975	110.872	77.124	31.911	1.837
	Ιούν.	240.141	114.529	107.224	22.879	23.590	14.803	7.305	15.011	110.601	77.002	31.745	1.854
	Ιούλ.	234.334	112.050	104.863	22.036	22.810	14.994	7.186	13.879	108.406	75.747	30.858	1.801
	Αύγ.	233.035	111.011	104.016	21.976	22.674	14.530	6.995	13.954	108.070	75.482	30.776	1.811
	Σεπτ.	231.818	110.320	103.419	22.011	22.641	14.190	6.902	13.957	107.541	75.098	30.634	1.809
	Οκτ.	230.674	109.599	102.850	22.142	22.351	14.097	6.749	13.854	107.221	74.897	30.509	1.815
	Νοέμ.	229.787	109.241	102.599	22.046	22.243	14.081	6.642	13.843	106.702	74.683	30.381	1.637
	Δεκ.	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660
2013	Ιαν.	225.506	106.485	100.010	22.445	21.785	12.124	6.475	13.650	105.371	73.864	29.898	1.609
	Φεβρ.	224.990	106.393	99.736	22.088	21.653	12.373	6.658	13.619	104.977	73.662	29.684	1.630
	Μάρτ.	228.361	109.975	103.248	22.367	22.212	13.586	6.728	13.698	104.688	73.524	29.511	1.653
	Απρ.	226.310	108.457	101.811	22.196	22.053	13.225	6.647	13.630	104.222	73.273	29.323	1.626
	Μάιος	224.164	107.019	100.539	21.734	21.714	13.072	6.481	13.650	103.494	72.721	29.145	1.629
	Ιούν.	223.817	106.798	100.340	21.728	21.751	12.901	6.459	13.365	103.654	72.613	29.399	1.643
	Ιούλ.	222.457	105.899	99.495	21.630	21.482	12.691	6.405	13.440	103.117	72.252	29.233	1.632
	Αύγ.	221.790	105.519	99.195	21.409	21.307	12.746	6.324	13.392	102.879	72.042	29.192	1.645
	Σεπτ.	220.993	105.033	98.742	21.303	21.239	12.481	6.291	13.391	102.570	71.899	29.042	1.628
	Οκτ.	219.649	104.364	98.063	21.325	21.065	12.486	6.301	13.510	101.775	71.701	28.606	1.468
	Νοέμ.	218.950	103.718	97.102	21.446	20.572	12.050	6.616	13.883	101.349	71.493	28.441	1.415
	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
	Ιούλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429
	Νοέμ.	212.418	101.625	95.435	21.030	19.505	13.467	6.191	13.472	97.321	69.593	26.280	1.448
	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
	Ιούλ.	206.843	97.438	90.063	21.062	18.829	9.982	7.375	13.538	95.868	68.657	25.692	1.519
	Αύγ.	205.596	96.660	89.285	20.916	18.754	9.644	7.375	13.502	95.434	68.293	25.634	1.507
	Σεπτ.	205.174	96.591	89.150	20.907	18.756	9.568	7.441	13.491	95.092	68.032	25.553	1.507
	Οκτ.	204.920	95.517	89.198	20.922	18.729	9.663	7.319	13.841	94.923	67.892	25.522	1.508

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια καθώς και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.

2 Από τον Ιούνιο του 2010 τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις αποτελούν χωριστή κατηγορία και δεν περιλαμβάνονται πλέον στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις.

Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, 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					
2010		0,43	0,38	3,26	0,35	2,53	1,91
2011		0,47	0,40	4,18	0,41	3,55	2,44
2012		0,47	0,42	4,78	0,44	4,19	2,84
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2011	Ιαν.	0,44	0,38	3,74	0,34	3,40	2,18
	Φεβρ.	0,44	0,38	3,75	0,34	3,23	2,18
	Μάρτ.	0,45	0,39	3,76	0,41	3,39	2,21
	Απρ.	0,46	0,39	3,88	0,38	3,56	2,29
	Μάιος	0,46	0,40	3,95	0,35	3,52	2,32
	Ιούν.	0,47	0,41	4,10	0,42	3,38	2,39
	Ιούλ.	0,47	0,40	4,29	0,45	3,82	2,51
	Αύγ.	0,47	0,40	4,31	0,44	3,54	2,51
	Σεπτ.	0,47	0,41	4,37	0,43	3,65	2,55
	Οκτ.	0,48	0,41	4,50	0,44	3,75	2,62
	Νοέμ.	0,48	0,41	4,62	0,43	3,64	2,68
	Δεκ.	0,48	0,41	4,88	0,48	3,76	2,81
2012	Ιαν.	0,47	0,41	4,79	0,41	4,03	2,78
	Φεβρ.	0,47	0,41	4,86	0,46	4,08	2,83
	Μάρτ.	0,47	0,41	4,94	0,53	4,43	2,89
	Απρ.	0,47	0,41	4,96	0,47	4,37	2,92
	Μάιος	0,48	0,42	4,90	0,46	4,26	2,91
	Ιούν.	0,48	0,42	5,01	0,46	4,17	2,94
	Ιούλ.	0,47	0,42	4,82	0,40	4,29	2,86
	Αύγ.	0,47	0,42	4,56	0,40	4,04	2,72
	Σεπτ.	0,46	0,41	4,60	0,45	4,19	2,75
	Οκτ.	0,47	0,42	4,64	0,41	4,12	2,79
	Νοέμ.	0,47	0,42	4,60	0,41	4,20	2,79
	Δεκ.	0,49	0,43	4,70	0,46	4,15	2,85
2013	Ιαν.	0,48	0,42	4,59	0,47	4,23	2,81
	Φεβρ.	0,48	0,42	4,49	0,49	4,22	2,78
	Μάρτ.	0,49	0,42	4,36	0,44	3,95	2,71
	Απρ.	0,49	0,42	4,22	0,44	3,72	2,60
	Μάιος	0,49	0,42	4,06	0,44	3,70	2,51
	Ιούν.	0,41	0,33	3,89	0,49	3,24	2,40
	Ιούλ.	0,47	0,39	3,48	0,46	3,28	2,26
	Αύγ.	0,47	0,39	3,29	0,47	2,91	2,10
	Σεπτ.	0,39	0,33	3,10	0,40	2,82	1,96
	Οκτ.	0,39	0,33	2,97	0,41	2,83	1,90
	Νοέμ.	0,39	0,33	2,83	0,41	2,59	1,81
	Δεκ.	0,37	0,31	2,82	0,45	2,65	1,81
2014	Ιαν.	0,33	0,28	2,80	0,37	2,74	1,77
	Φεβρ.	0,33	0,28	2,80	0,35	2,74	1,74
	Μάρτ.	0,33	0,28	2,81	0,38	2,85	1,76
	Απρ.	0,34	0,27	2,71	0,34	2,55	1,69
	Μάιος	0,33	0,26	2,53	0,36	2,48	1,59
	Ιούν.	0,33	0,26	2,39	0,30	2,40	1,51
	Ιούλ.	0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45
	Αύγ.	0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34
	Σεπτ.	0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32
	Οκτ.	0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23
	Νοέμ.	0,22	0,16	1,88	0,25	1,86	1,19
	Δεκ.	0,21	0,15	1,82	0,26	1,85	1,15
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,31	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12
	Μάιος	0,17	0,13	1,81	0,27	1,89	1,10
	Ιούν.	0,17	0,12	1,81	0,22	1,92	1,09
	Ιούλ.	0,15	0,11	1,31	0,25	1,31	0,78
	Αύγ.	0,15	0,11	1,19	0,25	1,29	0,71
	Σεπτ.	0,15	0,11	1,18	0,22	1,30	0,69
	Οκτ.	0,15	0,11	1,06	0,21	1,19	0,62

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 με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια			Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ			
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων							
						Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ				
2010	14,01	9,79	9,53	3,42	3,67		6,25	5,53	4,27	5,64		
2011	14,67	10,16	9,96	4,28	4,33	10,06	8,76	7,50	6,77	5,74	6,68	
2012	14,64	8,19	8,40	3,32	3,26	10,20	7,68	7,66	6,87	5,92	6,09	
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	
2012	Ιαν.	14,86	8,76	9,17	3,98	3,97	10,36	9,19	7,90	7,20	6,10	6,63
	Φεβρ.	14,83	8,80	9,09	3,77	3,75	10,33	8,58	7,86	7,02	5,81	6,46
	Μάρτ.	14,79	8,19	8,66	3,62	3,53	10,30	8,22	7,80	7,02	6,16	6,38
	Απρ.	14,77	8,34	8,79	3,55	3,44	10,35	7,91	7,78	6,89	6,23	6,34
	Μάιος	14,70	8,27	8,69	3,54	3,40	10,30	7,89	7,69	7,05	5,84	6,21
	Ιούν.	14,66	8,16	8,54	3,42	3,33	10,25	7,79	7,69	6,92	6,55	6,29
	Ιουλ.	14,60	7,88	8,10	3,13	3,07	10,19	7,33	7,61	6,87	5,71	5,92
	Αύγ.	14,52	8,32	8,40	2,99	2,94	10,14	6,82	7,57	6,71	5,82	5,88
	Σεπτ.	14,49	7,75	7,89	3,01	2,95	10,06	7,31	7,54	6,79	5,46	5,77
	Οκτ.	14,51	8,04	8,01	2,88	2,84	10,05	7,17	7,49	6,75	5,70	5,76
	Νοέμ.	14,50	8,11	7,93	2,94	2,88	10,02	7,03	7,49	6,75	5,62	5,63
	Δεκ.	14,49	7,60	7,47	3,04	2,98	10,00	6,96	7,52	6,46	6,07	5,76
2013	Ιαν.	14,48	7,91	7,64	2,99	2,91	10,00	7,03	7,46	6,67	6,40	5,88
	Φεβρ.	14,48	8,10	7,69	3,04	2,96	9,99	7,82	7,52	6,66	5,84	5,79
	Μάρτ.	14,50	7,96	7,57	3,18	3,08	9,98	7,45	7,56	6,62	5,80	5,78
	Απρ.	14,48	7,86	7,40	3,08	2,92	9,96	7,61	7,49	6,78	5,96	5,75
	Μάιος	14,45	7,70	7,60	2,84	2,76	9,91	7,61	7,45	6,52	5,37	5,53
	Ιούν.	14,35	6,63	6,84	2,80	2,74	9,55	7,40	7,43	6,62	6,01	5,54
	Ιουλ.	14,36	7,50	7,28	2,85	2,72	9,46	8,05	7,42	6,47	5,72	5,55
	Αύγ.	14,40	8,41	8,33	2,89	2,74	9,48	7,34	7,36	6,49	5,49	5,54
	Σεπτ.	14,38	7,40	7,47	2,93	2,76	9,29	7,14	7,20	6,63	5,93	5,56
	Οκτ.	14,58	7,51	7,62	2,85	2,77	9,28	6,95	7,19	6,40	6,14	5,61
	Νοέμ.	14,39	7,32	7,60	2,75	2,68	9,13	7,15	7,29	6,20	5,80	5,50
	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	5,18
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,37
	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρεχομένους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.



