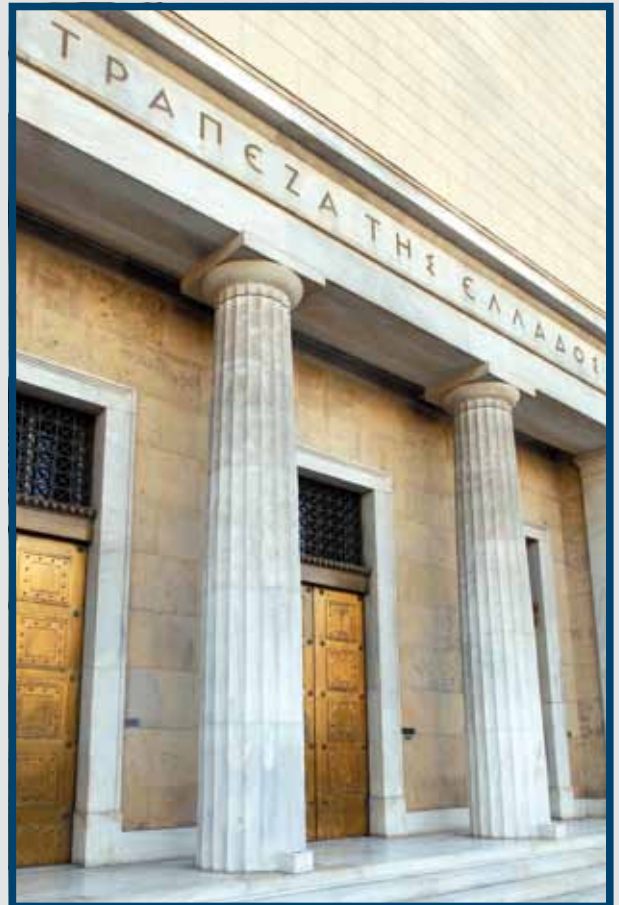


# ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2015



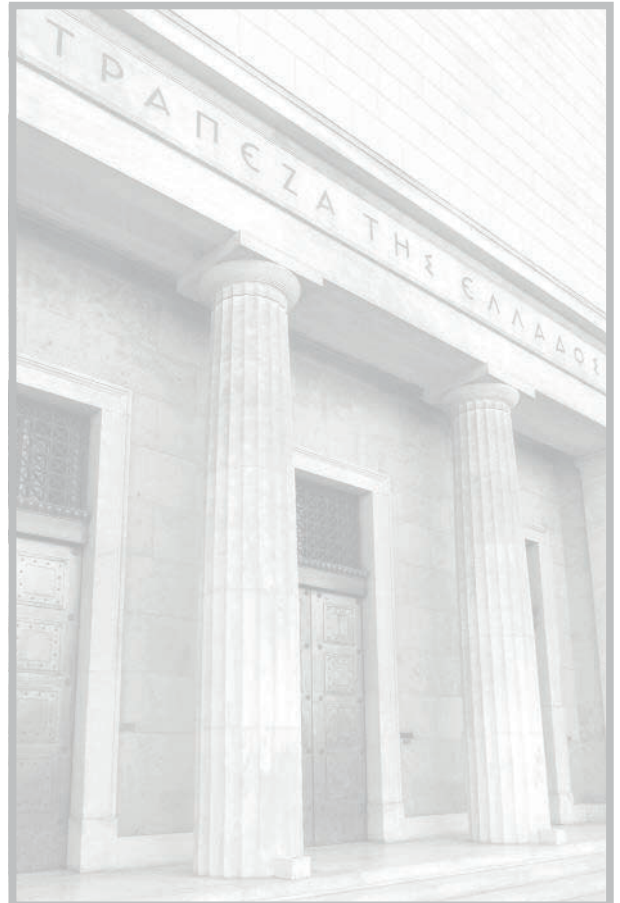
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

# ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2015

ΠΡΟΣ ΤΗΝ 83<sup>η</sup> ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ  
ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΣΤΙΣ 25 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2016



ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

**Διεύθυνση**

Ελ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

**Δικτυακός τόπος**

<http://www.bankofgreece.gr>

**Τηλέφωνο**

+30 210 320.2393

**Fax**

+30 210 323.3025

*Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος*

**ISSN 1105 - 0497**

## ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

<b>Γιάννης Στουρνάρας</b>	<b>Πρόεδρος – Διοικητής</b>	
<b>Ιωάννης Α. Μουρμούρας</b>	<b>Υποδιοικητής</b>	
<b>Θεόδωρος Μ. Μητράκος*</b>	<b>Υποδιοικητής</b>	
Ηλίας Σ. Πλασκοβίτης	Μέλος Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και Σύμβουλος	
Χαράλαμπος Κ. Σταματόπουλος	»	
Γεώργιος-Σπυρίδων Δ. Ταβλάς	»	
Ανδρέας Α. Ανδρεάδης	Σύμβουλος	
Δημήτριος Β. Ασημακόπουλος	»	
Ευάγγελος Δ. Γερασιωτάκης	»	<i>Λήξη θητείας 2016**</i>
Γεώργιος Α. Μυλωνάς	»	
Νικόλαος Ι. Σκορίνης	»	
Μιχαήλ Δ. Χανδρής	»	
<i>Παρίσταται:</i> Σταυρούλα Γ. Μηλιάκου	Επίτροπος του Κράτους	

\* Με το από 9.3.2015 Προεδρικό Διάταγμα (ΦΕΚ ΥΟΔΔ 120/10.3.2015) διορίστηκε ο κ. Θεόδωρος Μ. Μητράκος ως Υποδιοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος με εξαετή θητεία, σύμφωνα με το άρθρο 29 του Καταστατικού.

\*\* Στη Γενική Συνέλευση του έτους 2016 λήγει η θητεία του κ. Ευάγγελου Δ. Γερασιωτάκη, ο οποίος εκλέχθηκε Σύμβουλος από την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 25.2.2013, σύμφωνα με το άρθρο 21 του Καταστατικού.



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015

1	Αποτελέσματα χρήσεως 2015	13
2	Οργάνωση και λειτουργία της Τράπεζας της Ελλάδος	14
3	Μεταβολές στη σύνθεση του Γενικού Συμβουλίου	16

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΝΑΓΚΑΙΑ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΟΔΟ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

1	2016: έτος ρεαλισμού και προσαρμογής	17
2	Το 2015 υπήρξαν κίνδυνοι χρεοκοπίας και εξόδου από την ευρωζώνη, που τελικά αποφεύχθηκαν	17
3	Η μεγάλη πρόκληση του 2015: διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας	19
4	Διεθνές και ευρωπαϊκό οικονομικό περιβάλλον	20
5	Ενιαία νομισματική πολιτική	21
6	Χρηματοπιστωτικό σύστημα	22
7	Προοπτικές για το 2016	24
8	Προϋποθέσεις για την έξοδο από την κρίση και τη διατηρήσιμη ανάπτυξη	26

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	32
2	Οι οικονομίες της Νοτιανατολικής Ευρώπης	42

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	49
---	---------------------------------	----

2	Η χάραξη και η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ από το Ευρωσύστημα κατά το 2015	49
3	Νομισματοπιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ κατά το 2015	58

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	71
2	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	79
3	Εξελίξεις και προοπτικές στην αγορά ακινήτων	98
4	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	100
5	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, της αμοιβής εργασίας και των επιχειρηματικών κερδών – Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια	109
	5.1 Πληθωρισμός	109
	5.2 Κόστος εργασίας	111
	5.3 Κέρδη επιχειρήσεων	113
	5.4 Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια	113
6	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	117
7	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	118
	7.1 Ισοζύγιο αγαθών	125
	7.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών	127
	7.3 Ισοζύγιο πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων – ισοζύγιο κεφαλαίων	129
	7.4 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	129
8	Διεθνής Επενδυτική Θέση και Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος	130

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικών	135
2	Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις (Ιανουάριος-Δεκέμβριος 2015)	146
3	Προϋπολογισμός 2016	159

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ VI  
ΜΕΤΡΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ 167

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII</b>	
<b>ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ</b>	
<b>ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ</b>	
1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 173
2	Τραπεζικές καταθέσεις και επιτόκια 174
3	Επιτόκια δανεισμού και τραπεζική πίστη 175
4	Αποτελέσματα της έρευνας τραπεζικών χορηγήσεων όσον αφορά τη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων 178
5	Τα αποτελέσματα της έρευνας SAFE για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους στην Ελλάδα 181
6	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα 186
7	Εξελίξεις στον κλάδο ιδιωτικής ασφάλισης 190

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ VIII</b>	
<b>Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΚΑΙ ΑΣΚΗΣΗ</b>	
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ</b>	
<b>ΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ</b>	
1	Στόχοι και εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής 197
2	Στρατηγική της πολιτικής για την άσκηση της μακροπροληπτικής αρμοδιότητας 198
3	Εφαρμογή αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στην Ελλάδα 198
3.1	Έννοια και σκοπός του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας 199
3.2	Καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας 199
4	Προσδιορισμός των συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα (O-SII) και καθορισμός του αποθέματος ασφαλείας O-SII 200

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΧ</b>	
<b>ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	
1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 203
2	Διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές 203
3	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου 204
4	Εταιρικά ομόλογα ελληνικών επιχειρήσεων 206
5	Αγορά μετοχών 207

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Χ</b>	
<b>ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ</b>	
<b>ΑΛΛΑΓΗ</b>	
1	Κλιματική αλλαγή: μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπισή της διεθνώς και κύριες εξελίξεις στον τομέα της έρευνας το 2015 213
2	Πρόσφατα στοιχεία για τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ και στην Ελλάδα (2013-2014) 215
3	Πρόσφατη νομοθεσία στην Ελλάδα και άλλα μέτρα πολιτικής σε θέματα περιβάλλοντος, ενέργειας και κλιματικής αλλαγής 218
4	Σύνοψη της δραστηριότητας της Επιτροπής Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) το τελευταίο 12μηνο 219

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	
<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015 ΠΙ</b>	
<b>ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΕΤΗΣΙΑΣ</b>	
<b>ΤΑΚΤΙΚΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ Π61</b>	

<b>ΠΙΝΑΚΕΣ</b>	
III.1	Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας 33
III.2	Βασικοί μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης 43
IV.1	Τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος το 2015 και στις αρχές του 2016 53
IV.2	Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος 54
V.1	Ζήτηση και ΑΕΠ 79
V.2	Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης 81
V.3	Δείκτες επενδυτικής ζήτησης 87
V.4	Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές 89
V.5	Βιομηχανική παραγωγή 90
V.6	Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών 92

V.7	Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	<b>110</b>
V.8	Δείκτες τιμών	<b>111</b>
V.9	Αμοιβές και κόστος εργασίας	<b>112</b>
V.10	Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)	<b>117</b>
V.11	Ισοζύγιο πληρωμών	<b>119</b>
V.12	Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή	<b>131</b>
V.13	Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος	<b>133</b>
VI.1	Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού	<b>136</b>
VI.2	Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	<b>142</b>
VI.3	Έσοδα τακτικού προϋπολογισμού	<b>149</b>
VI.4	Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού και προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων	<b>151</b>
VI.5	Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση	<b>156</b>
VI.6	Πηγές κάλυψης ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού	<b>157</b>
VI.7	Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης	<b>158</b>
VI.8	Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	<b>159</b>
VII.1	Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων	<b>188</b>
VIII.1	Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση	<b>202</b>
X.1	Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου	<b>216</b>
X.2	Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου ανά κατηγορία σε ΕΕ-28 και Ελλάδα	<b>217</b>

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

III.1	Δείκτης τιμών καταναλωτή στις προηγμένες οικονομίες	<b>31</b>
III.2	Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων	<b>34</b>
III.3	Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	<b>35</b>
IV.1	Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ	<b>51</b>
IV.2	Νομισματικά μεγέθη M1 και M3 στη ζώνη του ευρώ	<b>58</b>
IV.3	Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ	<b>59</b>
V.1	Συμβολές στη μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης	<b>72</b>
V.2	ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI	<b>73</b>
V.3	Ιδιωτική κατανάλωση και διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών	<b>80</b>
V.4	Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών	<b>80</b>
V.5	Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	<b>81</b>
V.6	Διαχρονική εξέλιξη της καταναλωτικής δαπάνης	<b>82</b>
V.7	Ποσοστό επενδύσεων ανά είδος στο ΑΕΠ	<b>82</b>
V.8	Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της παραγωγής	<b>89</b>
V.9	Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία	<b>91</b>
V.10	Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών	<b>93</b>
V.11	Τουριστικές αφίξεις και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό	<b>93</b>
V.12	Δείκτης τιμών κατοικιών	<b>99</b>
V.13	Απασχόληση	<b>101</b>
V.14	Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα	<b>101</b>
V.15	Ποσοστά ανεργίας	<b>107</b>



V.16	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και πυρήνας του πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	<b>109</b>	VII.5	Μεταβολή των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα	<b>184</b>
V.17	Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	<b>109</b>	VII.6	Αποτελέσματα των αιτημάτων για τραπεζικό δάνειο στην Ελλάδα	<b>185</b>
V.18	Διάρθρωση των ελληνικών εισαγωγών αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους	<b>126</b>	VIII.1	Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ	<b>200</b>
V.19	Διάρθρωση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών κατά κλάδο	<b>126</b>	IX.1	Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Γερμανίας	<b>204</b>
V.20	Γεωγραφική κατανομή των ελληνικών εξαγωγών αγαθών	<b>126</b>	IX.2	Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	<b>205</b>
V.21	Διάρθρωση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες κατά τόπο προέλευσης ταξιδιωτών	<b>127</b>	IX.3	Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων	<b>205</b>
V.22	Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης	<b>132</b>	IX.4	Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	<b>207</b>
VI.1	Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης	<b>135</b>	IX.5	Γενικός δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	<b>208</b>
VI.2	Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	<b>147</b>		<b>ΠΛΑΙΣΙΑ</b>	
VI.3	Ληξιπρόθεσμες οφειλές γενικής κυβέρνησης προς προμηθευτές	<b>147</b>	III.1	<b>Επιδράσεις στη ζώνη του ευρώ από τις εξελίξεις και τις προοπτικές στην Κίνα και τις άλλες αναδυόμενες οικονομίες</b>	<b>36</b>
VI.4	Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	<b>155</b>		<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ</b> Διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες του κινεζικού γιουάν	<b>38</b>
VI.5	Η επίδραση στην εξέλιξη του δημόσιου χρέους από μια αύξηση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης κατά 1%	<b>158</b>	III.2	<b>Παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ</b>	<b>40</b>
VII.1	Καταθέσεις των επιμέρους τομέων στα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα	<b>174</b>	III.3	<b>Διμερές εμπόριο μεταξύ Ελλάδος και Τουρκίας</b>	<b>45</b>
VII.2	Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά	<b>176</b>		<b>ΠΙΝΑΚΑΣ</b> Εμπορικές συναλλαγές της Ελλάδος με την Τουρκία κατά κατηγορία προϊόντων	<b>46</b>
VII.3	Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα και τη γενική κυβέρνηση	<b>178</b>	IV.1	<b>Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης</b>	<b>55</b>
VII.4	Μεταβολή στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα	<b>183</b>	IV.2	<b>Το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων</b>	<b>56</b>

<b>IV.3</b>	<b>Η έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ: δίαυλοι επενέργειας και αποτελέσματα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, από τη σκοπιά των πιστωτικών ιδρυμάτων</b>	<b>61</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b> Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για τα δάνεια ή τις πιστωτικές γραμμές προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ και παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή	<b>62</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b> Μεταβολή στη ζήτηση δανείων ή πιστωτικών γραμμών από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ και παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή	<b>63</b>			
<b>IV.4</b>	<b>Η λήψη αποφάσεων στο πλαίσιο του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού</b>	<b>65</b>			
	<b>ΣΧΗΜΑ 1</b> Κατανομή αρμοδιοτήτων εντός του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού	<b>66</b>			
	<b>ΣΧΗΜΑ 2</b> Διαδικασία μη διατύπωσης αντίρρησης	<b>68</b>			
<b>IV.5</b>	<b>Η πορεία προς τη χρηματοπιστωτική ένωση σύμφωνα με την έκθεση των πέντε προέδρων για την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης στην Ευρώπη</b>	<b>68</b>			
<b>V.1</b>	<b>Φυγή ανθρώπινου κεφαλαίου: η σύγχρονη τάση μετανάστευσης των Ελλήνων στα χρόνια της κρίσης</b>	<b>74</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b> Μετανάστευση, ανεργία και ύφεση	<b>75</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b> Μετανάστευση Ελλήνων νέων και εισόδημα	<b>75</b>			
<b>V.2</b>	<b>Προσδιοριστικοί παράγοντες και προοπτικές των επιχειρηματικών επενδύσεων στην Ελλάδα</b>	<b>83</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b> Κεφαλαιακό απόθεμα και καθαρές επενδυτικές ροές	<b>83</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b> Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ESI)	<b>85</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ</b> Επενδύσεις και τραπεζική χρηματοδότηση προς ΜΧΕ	<b>85</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Δ</b> Ανασταλτικοί παράγοντες για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις	<b>86</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Ε</b> Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία	<b>86</b>			
	<b>ΠΙΝΑΚΑΣ</b> Σύνθεση της πτώσης των επενδύσεων	<b>84</b>			
<b>V.3</b>	<b>Η αύξηση της συμμετοχής των εμπορεύσιμων στην παραγωγή και η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας</b>	<b>93</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b> Το μερίδιο των εμπορεύσιμων στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ	<b>94</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b> Εμπορεύσιμα έναντι μη εμπορεύσιμων – παραγωγή, τιμές και μεταβολές τιμών	<b>95</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ</b> Οι σχετικές τιμές των εμπορεύσιμων στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ	<b>96</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Δ</b> Μοναδιαίο κόστος εργασίας στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ	<b>97</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Ε</b> Καθαρό περιθώριο κέρδους σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα	<b>98</b>			
<b>V.4</b>	<b>Η θέση των μεταναστών και των παιδιών τους στην ελληνική αγορά εργασίας</b>	<b>103</b>			
<b>V.5</b>	<b>Εναλλακτικές δυνατότητες εξαγωγικής επέκτασης και η συμβολή τους στην οικονομική ανάπτυξη: η περίπτωση της Ελλάδος</b>	<b>120</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b> Ανάλυση μεριδίων αγοράς ελληνικών προϊόντων σε διάφορους προορισμούς	<b>123</b>			
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b> Ανάλυση μεριδίων αγοράς ελληνικών προϊόντων για διαφορετικές κατηγορίες προϊόντων	<b>123</b>			

	<b>ΠΙΝΑΚΑΣ</b>	Ανάλυση μεριδίου αγοράς των ελληνικών προϊόντων	<b>122</b>		
<b>VI.1</b>	<b>Αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας: παράγοντας διατηρήσιμης ανάπτυξης</b>		<b>143</b>		
<b>VI.2</b>	<b>Η συμβολή των δημόσιων επενδύσεων στην οικονομική μεγέθυνση</b>		<b>152</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b>	Ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου (ζώνη του ευρώ)	<b>153</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b>	Ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου γενικής κυβέρνησης	<b>154</b>		
<b>VI.3</b>	<b>Οι αναδιανεμητικές επιδράσεις των δημοσιονομικών μέτρων στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010-2015</b>		<b>160</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ</b>	Η επίδραση των δημοσιονομικών μέτρων στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών	<b>162</b>		
	<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Α</b>	Οι επιδράσεις των δημοσιονομικών μέτρων στους δείκτες ανισοκατανομής εισοδήματος	<b>165</b>		
	<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Β</b>	Οι επιδράσεις των δημοσιονομικών μέτρων στους δείκτες φτώχειας	<b>166</b>		
<b>VII.1</b>	<b>Τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα: παράγοντες προσφοράς και ζήτησης πριν και μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers</b>		<b>191</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b>	Συμβολή παραγόντων στο ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ)	<b>193</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b>	Χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: Άσκησι Ι	<b>194</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ</b>	Χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: Άσκησι ΙΙ	<b>194</b>		
<b>IX.1</b>	<b>Η αλληλεπίδραση του οικονομικού κύκλου με βασικά μεγέθη κερδοφορίας, αποδοτικότητας και ρευστότητας επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών</b>		<b>208</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α</b>	Αποτίμηση των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και οικονομική δραστηριότητα	<b>209</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β</b>	Εξέλιξη λειτουργικών αποτελεσμάτων και οικονομική δραστηριότητα	<b>210</b>		
	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ</b>	Άμεση ρευστότητα και αποδοτικότητα των επενδύσεων	<b>210</b>		
	<b>ΠΙΝΑΚΑΣ</b>	Επιχειρήσεις με συστηματικά καλύτερα μεγέθη από τα τεκμαιρόμενα με βάση την οικονομική δραστηριότητα	<b>211</b>		
<b>X.1</b>	<b>Κύρια σημεία της “Συμφωνίας των Παρισίων” για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής</b>		<b>214</b>		

# ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ κ. ΓΙΑΝΝΗ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑ

ΜΕ ΕΝΤΟΛΗ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΕΠΙ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ 31<sup>ΗΣ</sup> ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2015  
ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

## I ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015

### I ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2015 διαμορφώθηκαν σε 1.162,8 εκατ. ευρώ, έναντι 654,5 εκατ. ευρώ της προηγούμενης χρήσης.

Τα συνολικά καθαρά έσοδα της Τράπεζας για τη χρήση 2015 ανήλθαν σε 1.897,5 εκατ. ευρώ, έναντι 1.118,2 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Τα συνολικά έξοδα διαμορφώθηκαν σε 734,7 εκατ. ευρώ, έναντι 463,7 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014.

Σύμφωνα με το άρθρο 71 του Καταστατικού, προτείνεται στη Γενική Συνέλευση από τα κέρδη της χρήσεως 2015 να διατεθούν για καταβολή μερίσματος 13,3 εκατ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 12% του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας. Το υπόλοιπο των κερδών, ύψους 1.149,5 εκατ. ευρώ, περιέρχεται στο Ελληνικό Δημόσιο.

Αναλυτικά, τα έσοδα και τα έξοδα της Τράπεζας στη χρήση 2015 διαμορφώθηκαν ως εξής:

#### Έσοδα

Τα συνολικά καθαρά έσοδα της Τράπεζας από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, τους τόκους των χαρτοφυλακίων, καθώς και τις προμήθειες και τα λοιπά έσοδα από εργασίες εσωτερικού και εξωτερικού ανήλθαν σε 1.897,5 εκατ. ευρώ, έναντι 1.118,2 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014, σημειώνοντας αύξηση κατά 69,7%.

Ειδικότερα:

Τα καθαρά έσοδα από τόκους, χρηματοοικονομικές πράξεις και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος ανήλθαν σε 1.763,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.003,5

εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση κατά 75,8%.

Τα καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες αυξήθηκαν κατά 22,2% και διαμορφώθηκαν σε 89,8 εκατ. ευρώ, έναντι 73,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Τα έσοδα από μετοχές και συμμετοχές αυξήθηκαν κατά 2,6 εκατ. ευρώ και ανήλθαν σε 31,6 εκατ. ευρώ, έναντι 29,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Τέλος, τα λοιπά έσοδα αυξήθηκαν κατά 1,7% και ανήλθαν σε 12,3 εκατ. ευρώ, έναντι 12,1 εκατ. ευρώ το 2014. Τα έσοδα αυτά προέρχονται κυρίως από τις εργασίες του Ιδρύματος Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ) για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου.

#### Έξοδα

Τα συνολικά έξοδα στη χρήση 2015 αυξήθηκαν κατά 271,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 734,7 εκατ. ευρώ, έναντι 463,7 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014. Η αύξηση οφείλεται κυρίως στις αυξημένες προβλέψεις που απαιτήθηκαν, οι οποίες ανήλθαν σε 408,5 εκατ. ευρώ, έναντι 130,1 εκατ. ευρώ το 2014.

Ειδικότερα:

Τα λειτουργικά έξοδα της Τράπεζας πλην προβλέψεων (δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών, αποσβέσεις και λοιπά έξοδα) μειώθηκαν κατά 7,4 εκατ. ευρώ (-2,2%) και διαμορφώθηκαν σε 326,2 εκατ. ευρώ, έναντι 333,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Στη μείωση των λειτουργικών εξόδων συνέβαλαν κυρίως οι δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών διαμορφώθηκαν σε 256,8 εκατ.

ευρώ, έναντι 258,7 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση εμφανίζοντας μικρή μείωση κατά 1,9 εκατ. ευρώ (-0,7%).

Κατά την κλειόμενη χρήση οι δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος διαμορφώθηκαν σε 6,3 εκατ. ευρώ, έναντι 14,0 εκατ. ευρώ που απαιτήθηκαν κατά το 2014 (μείωση κατά 7,7 εκατ. ευρώ).

Οι λοιπές δαπάνες διαχείρισης παρουσιάζουν αύξηση κατά 2,7 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση και διαμορφώθηκαν σε 49,7 εκατ. ευρώ, έναντι 47,0 εκατ. ευρώ το 2014.

Οι αποσβέσεις της χρήσης μειώθηκαν κατά 0,5 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 13,4 εκατ. ευρώ, έναντι 13,9 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Ο σχηματισμός προβλέψεων για την κάλυψη κινδύνων και υποχρεώσεων της Τράπεζας συνεχίστηκε και στη χρήση 2015, με την ενίσχυσή τους κατά 408,5 εκατ. ευρώ.

Η πρακτική σχηματισμού υψηλών προβλέψεων ακολουθείται στο πλαίσιο της εφαρμοζόμενης από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες του Ευρωσυστήματος αρχής της συντηρητικότητας. Μέσω της διενέργειας προβλέψεων αφενός ισχυροποιείται η οικονομική θέση της Τράπεζας της Ελλάδος, ώστε να ανταπεξέρχεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στα καθήκοντα που της έχουν ανατεθεί, και αφετέρου ενισχύεται η δυνατότητά της να καλύπτει τους κινδύνους που αναλαμβάνει.

Το σωρευτικό ύψος των προβλέψεων στις 31.12.2015 ανέρχεται σε 7.198,5 εκατ. ευρώ.

## 2 ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

### Οργανωτικά θέματα

Στο πλαίσιο της αναδιοργάνωσης του δικτύου των Υπηρεσιακών Μονάδων της Τράπεζας,

διακόπηκε η λειτουργία των Θυρίδων Δράμας και Ξάνθης στις 30 Νοεμβρίου 2015 και μεταφέρθηκαν οι εργασίες τους στο Υποκατάστημα Καβάλας. Την ίδια ημερομηνία διακόπηκε επίσης η λειτουργία των Ταμειακών Αποθεμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤΑΤΕ) στα αντίστοιχα καταστήματα της Εθνικής Τράπεζας. Επιπλέον, έχουν δρομολογηθεί οι απαραίτητες ενέργειες για τη διακοπή της λειτουργίας των Θυρίδων Ρεθύμνου και Αργοστολίου, η οποία έχει προγραμματιστεί για τις αρχές του 2016.

Συγχρόνως, πραγματοποιήθηκαν μεταβολές στο οργανωτικό σχήμα της Τράπεζας για την προσαρμογή του στις σύγχρονες απαιτήσεις. Συγκεκριμένα, οργανωτικές μεταβολές πραγματοποιήθηκαν στις Διευθύνσεις Ανθρώπινου Δυναμικού και Οργάνωσης, Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης, Νομικών Υπηρεσιών, καθώς και στη Μονάδα Εξυγίανσης Πιστωτικών Ιδρυμάτων, η οποία μετεξελίχθηκε σε Διεύθυνση.

### Κτίρια και τεχνικές εργασίες

Όσον αφορά τις εγκαταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το έτος 2015 η Διεύθυνση Τεχνικής και Διοικητικής Υποστήριξης συνέχισε το πρόγραμμα εκτεταμένων εργασιών συντήρησης και αναδιοργάνωσης των υφιστάμενων κτιρίων της, τόσο στο Λεκανοπέδιο της Αττικής όσο και στην περιφέρεια (Υποκαταστήματα και Θυρίδες), ενώ παράλληλα ξεκίνησε ένα πρόγραμμα εκπόνησης μελετών και υλοποίησης συγκεκριμένων έργων με στόχους:

- τη διαρκή ενίσχυση του βαθμού ασφαλείας των κτιρίων και των εγκαταστάσεων,
- την κάλυψη των αυξημένων αναγκών των Διευθύνσεων της Τράπεζας για την καλύτερη λειτουργία τους,
- τη μελέτη και εφαρμογή σχεδίου ενεργειακής διαχείρισης στα στρατηγικής σημασίας κτίρια της Τράπεζας, η οποία θα μπορεί να εξασφαλίσει τη βελτίωση της ενεργειακής και οικονομικής αποδοτικότητας της λειτουργίας

των κτιρίων, τη βελτίωση των συνθηκών εργασίας των εργαζομένων και την προβολή του κοινωνικού χαρακτήρα της Τράπεζας, μέσω της ανάδειξης της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που η ίδια επιδεικνύει. Το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο (Οδηγία 2002/91/ΕΚ, Ν. 3661/2008 και ΚΥΑ Δ6/Β/14826/2008) καθιστά σημαντικό στόχο της Τράπεζας την υιοθέτηση και επίτευξη ενός αποτελεσματικού σχήματος ενεργειακής διαχείρισης.

### Επιτροπή Ελέγχου

Η Επιτροπή Ελέγχου κατά το έτος 2015 παρείχε υποστήριξη προς το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της, με έμφαση στους ακόλουθους τομείς:

- Επισκόπηση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας ως προς την πληρότητα και αξιοπιστία των στοιχείων και της εν γένει πληροφόρησης που περιέχουν, σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο και τη νομοθεσία.
- Υποβολή έκθεσης προς το Γενικό Συμβούλιο για την κατάρτιση και τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας.
- Αξιολόγηση του έργου των εξωτερικών ελεγκτών, ιδίως όσον αφορά τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων, και έλεγχο της ανεξαρτησίας τους.
- Επικαιροποίηση της πολιτικής για την επιλογή και εναλλαγή εξωτερικού ελεγκτή για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας.
- Εποπτεία του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου, στο οποίο περιλαμβάνονται η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης και η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων.
- Παρακολούθηση και έλεγχος της ανεξαρτησίας, επάρκειας και αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης της Τράπεζας.

### Ερευνητικές δραστηριότητες

Στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης οικονομικής έρευνας για θέματα που αφορούν την ελληνική και ευρωπαϊκή οικονομία, η Τράπεζα συμμετείχε στις ερευνητικές δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος. Ερευνητές από την Τράπεζα της Ελλάδος απασχολήθηκαν στην Έρευνα για την Οικονομική Κατάσταση των νοικοκυριών (Household Finance Consumption Survey) και στην επανενεργοποίηση του ερευνητικού δικτύου για τη δυναμική των μισθών (Wage Dynamics Network), στο πλαίσιο του οποίου διενεργήθηκε έρευνα επιχειρήσεων για την αξιολόγηση των αντιδράσεων της αγοράς εργασίας στην κρίση. Τα στοιχεία από την έρευνα επιχειρήσεων για την Ελλάδα και για άλλες χώρες της ΕΕ θα είναι διαθέσιμα σε ερευνητές σύντομα.<sup>1</sup>

Το 2015 δημοσιεύθηκαν δώδεκα δοκίμια εργασίας και εκδόθηκαν δύο τεύχη του Οικονομικού Δελτίου της Τράπεζας της Ελλάδος, τα οποία περιλαμβάνουν αναλύσεις της ελληνικής οικονομίας και άρθρα για επίκαιρα θέματα, καθώς και συνόψεις των δοκιμίων εργασίας.<sup>2</sup>

Συνεχίστηκε το πρόγραμμα επιστημονικής συνεργασίας, με την εκπόνηση κοινών μελετών από ερευνητές της Τράπεζας και ακαδημαϊκών ιδρυμάτων της Ελλάδας και του εξωτερικού και με τη συμμετοχή μεταπτυχιακών φοιτητών σε θέματα που αφορούν: 1) τη διαμέτρηση και προσομοίωση μακροκλαδικού υποδείγματος για την ανάλυση των επιπτώσεων της κρίσης στην Ελλάδα, 2) την αποταμίευση και επένδυση στη ζώνη του ευρώ και 3) τις αναπτυξιακές προκλήσεις για την έξοδο από την κρίση της οικονομίας στη “Σύγχρονη Παλαιά Ελλάδα”.

Τέλος, πραγματοποιήθηκαν σεμινάρια, διαλέξεις και ερευνητικά εργαστήρια με ομιλητές

1 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/index.en.html>.  
2 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. [http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/Papers.aspx?Filter\\_By=13](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/Papers.aspx?Filter_By=13) και [http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/EcoBulletin.aspx?Filter\\_By=1](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/EcoBulletin.aspx?Filter_By=1)) αντίστοιχα.

από την Ελλάδα και το εξωτερικό, με στόχο την ενημέρωση των οικονομολόγων της Τράπεζας και της ακαδημαϊκής κοινότητας σχετικά με τις τελευταίες εξελίξεις στην έρευνα.

### **Κέντρο Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης**

Στο πλαίσιο της προσπάθειας επιμόρφωσης του κοινού σε χρηματοπιστωτικά θέματα, συνεχίστηκε η λειτουργία του Μουσείου της Τράπεζας. Από τα τέλη του 2010 που ξεκίνησε η λειτουργία του, οι επισκέπτες, στην πλειονότητά τους μαθητές λυκείου και φοιτητές οικονομικών σχολών, ξεπέρασαν τους 20.000. Στο τέλος του 2015 παρουσιάστηκε η περιοδική έκθεση “Μιχαήλ Αξελός (1877-1965) – Ανάμεσα σε δύο κόσμους”, με αφορμή τα 50 χρόνια από το θάνατο του πρώτου Έλληνα σχεδιαστή τραπεζογραμματίων και κερμάτων στην Ελλάδα, ο οποίος ήταν και καταξιωμένος ζωγράφος.

### **Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ)**

Η Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής της Τράπεζας της Ελλάδος (ΕΜΕΚΑ), στο πλαίσιο του μνημονίου συνεργασίας που είχαν υπογράψει το Δεκέμβριο του 2014 η Τράπεζα της Ελλάδος, το Υπουργείο Περιβάλλοντος Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής και το Ίδρυμα Ιατροβιολογικών Ερευνών της Ακαδημίας Αθηνών, συνέβαλε αποφασιστικά στη σύνταξη της “Εθνικής Στρατηγικής για την προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή”, η οποία τέθηκε σε διαβούλευση το Δεκέμβριο του 2015.<sup>3</sup>

Επίσης, στο πλαίσιο της 21ης Διάσκεψης των Μερών (COP21) στο Παρίσι, η ΕΜΕΚΑ σε συνεργασία με το Μαριολοπούλειο-Καναγκίνειο Ίδρυμα Επιστημών Περιβάλλοντος και

το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών “Περιβάλλον και Υγεία–Διαχείριση Περιβαλλοντικών Θεμάτων με Επιπτώσεις στην Υγεία” της Ιατρικής Σχολής του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών οργάνωσαν στην Ελλάδα τη μεγαλύτερη, σε παγκόσμιο επίπεδο, δημόσια διαβούλευση για το περιβάλλον (Athens World Wide Views για το Κλίμα και την Ενέργεια).

### **3 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ**

Στις 2.3.2015 αποχώρησε από την Τράπεζα ο κ. Ιωάννης Μ. Παπαδάκης από τη θέση του Υποδιοικητή, λόγω λήξης της θητείας του. Το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας με την από 25.2.2015 (Συνεδρίαση 2η) απόφασή του πρότεινε στο Υπουργικό Συμβούλιο, σύμφωνα με το άρθρο 29 του Καταστατικού, το διορισμό του κ. Θεόδωρου Μ. Μητράκου στη θέση του Υποδιοικητή με εξαετή θητεία. Η πρόταση αυτή έγινε δεκτή από το Υπουργικό Συμβούλιο και ο διορισμός πραγματοποιήθηκε με το από 9.3.2015 Προεδρικό Διάταγμα που δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Στην παρούσα Τακτική Γενική Συνέλευση λήγει η θητεία του κ. Ευάγγελου Δ. Γερασιωτάκη, ο οποίος είχε εκλεγεί Σύμβουλος από την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 25.2.2013, σύμφωνα με το άρθρο 21 του Καταστατικού. Για το λόγο αυτό, η Γενική Συνέλευση θα κληθεί να εκλέξει στη θέση του ένα νέο Σύμβουλο για μία τριετία.

Ο απερχόμενος Σύμβουλος είναι επανεκλέξιμος.

<sup>3</sup> Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Κεφάλαιο Χ.

# II Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΝΑΓΚΑΙΑ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΟΔΟ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

## I 2016: ΕΤΟΣ ΡΕΑΛΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα έκθεση, οι συνθήκες που θα επηρεάσουν την πορεία της ελληνικής οικονομίας το 2016 διαφαίνονται ευνοϊκότερες από ό,τι τον προηγούμενο χρόνο. Αυτό επιτρέπει την πρόβλεψη ότι η ύφεση μπορεί να ανασχεθεί και από το δεύτερο εξάμηνο του έτους να υπάρξει ελαφρά ανάκαμψη, υπό την προϋπόθεση όμως της διατήρησης πολιτικής σταθερότητας και άρσης της αβεβαιότητας που βλάπτει την επενδυτική εμπιστοσύνη.

Η πρόβλεψη αυτή υπόκειται σε ισχυρές αβεβαιότητες και υψηλούς κινδύνους, οι οποίες συνδέονται αφενός με τις διεθνείς εξελίξεις και αφετέρου με την ταχύτητα επαναφοράς της ελληνικής οικονομίας στην κανονικότητα και την προσαρμοστικότητά της στις νέες συνθήκες.

Στην πρώτη κατηγορία, οι κίνδυνοι αφορούν την προσφυγική κρίση και τον τρόπο με τον οποίο θα την αντιμετωπίσει η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) στο σύνολό της, την ενδεχόμενη έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, την έξαρση της τρομοκρατίας, την επιβράδυνση της μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και ίσως μία νέα ασιατική κρίση. Οι εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον θα μπορούσαν να ενισχύσουν τις φυγόκεντρες τάσεις στην ΕΕ και να υπονομεύσουν την ευρωπαϊκή συνοχή.

Στο εσωτερικό της χώρας, οι βασικές προϋποθέσεις για να επιτευχθεί η ανάταξη της ελληνικής οικονομίας είναι η επίτευξη συμφωνίας για την πρώτη αξιολόγηση του προγράμματος, η αξιόπιστη προσήλωση στην εφαρμογή του και η ανάληψη πρωτοβουλιών για την εμπέδωση κλίματος πολιτικής και οικονομικής σταθερότητας και την επιστροφή στην κανονικότητα. Προκειμένου να ανταποκριθεί και να προσαρμοστεί στις αλλαγές του διεθνούς περιβάλλοντος, η Ελλάδα, καθώς είναι ενταγμένη στην παγκοσμιοποιημένη οικονομία και εκτεθειμένη στο διεθνή ανταγωνισμό, πρέπει πρώτα να ισχυροποιήσει τη θέση της αντιμετωπίζοντας με ρεαλισμό τα

δικά της προβλήματα. Η χώρα που θα μείνει ουραγός στις ευρωπαϊκές εξελίξεις θα είναι αυτή που εν τέλει θα υποστεί τα βαρύτερα πλήγματα στην περίπτωση που το διεθνές περιβάλλον αλλάξει προς το χειρότερο.

## 2 ΤΟ 2015 ΥΠΗΡΞΑΝ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ, ΠΟΥ ΤΕΛΙΚΑ ΑΠΟΦΕΥΧΘΗΚΑΝ

Το 2015 ξεκίνησε με δυσμενείς οριζώνες όσον αφορά τις οικονομικές εξελίξεις. Το κλίμα αβεβαιότητας στην οικονομία, που ήταν ήδη διάχυτο από το τέλος του 2014, επιδεινώθηκε και κορυφώθηκε με την προκήρυξη του δημοψηφίσματος, την τραπεζική αργία και την επιβολή περιορισμών, μεταξύ άλλων, στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς, στις διασυνοριακές πληρωμές και τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων στο τέλος Ιουνίου. Τη στιγμή εκείνη, ο κίνδυνος διόλθησης σε καταστροφικές εξελίξεις είχε γίνει πλέον ορατός, όπως είχαν προειδοποιήσει από καιρό η Τράπεζα της Ελλάδος, οι διεθνείς οργανισμοί και η διεθνής κοινότητα.

Οι δυσμενείς εξελίξεις ανακόπηκαν με τη συμφωνία που επιτεύχθηκε στη Σύνοδο Κορυφής της 12ης Ιουλίου, στο πλαίσιο της οποίας οι ελληνικές αρχές δεσμεύθηκαν ότι θα προχωρήσουν σε ένα σύνολο προαπαιτούμενων μέτρων προκειμένου ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας να διαπραγματευθεί ένα νέο Πρόγραμμα Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης προς τη χώρα μας. Η συμφωνία αυτή επιβεβαίωσε τη βούληση για παραμονή της χώρας στο ευρωπαϊκό πλαίσιο. Σε πολιτικό επίπεδο, αυτή η βούληση εκφράστηκε με δύο σημαντικές εξελίξεις. Η πρώτη αφορά την κυβέρνηση, η οποία, με τη συμφωνία που συνομολόγησε, έδειξε ότι έχει απορρίψει την επιλογή της ρήξης και αντιθέτως έχει επιλέξει το δρόμο της συνεργασίας και της συνεννόησης με τους εταίρους. Η δεύτερη ήταν η στήριξη της συμφωνίας από τη συντριπτική πλειοψηφία της αντιπολίτευσης. Η εκ των πραγμάτων σύγκλιση στον κοινό στόχο της παραμονής της χώρας στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ είναι ένα νέο δεδομένο



στην πρόσφατη πολιτική ιστορία, η οποία χαρακτηρίστηκε από οξυτάτες αντιπαραθέσεις και κάθετους διαχωρισμούς. Αν διατηρηθεί η σύγκλιση αυτή, ανεξάρτητα από τις επιμέρους προσεγγίσεις και απόψεις των πολιτικών δυνάμεων, θα μπορούσε να αποτελέσει εγγύηση για την πολιτική σταθερότητα, η οποία είναι απολύτως αναγκαία προϋπόθεση για την οριστική απεμπλοκή από την κρίση, την επαναφορά στην κανονικότητα και την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που θα οδηγήσουν στην ανάπτυξη.

### Οι μακροοικονομικές εξελίξεις το 2015

Από το 2008 έως και το 2013 η ελληνική οικονομία απώλεσε σωρευτικά το 26% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ). Μετά από μια βραχύβια ανάκαμψη το 2014, η ελληνική οικονομία εισήλθε εκ νέου σε ύφεση από το γ' τρίμηνο του 2015 (-1,9%). Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ παρέμεινε αρνητικός και το δ' τρίμηνο του έτους (-1,9%) και για το σύνολο του 2015 διαμορφώθηκε σε -0,7%. Προσδιοριστικοί παράγοντες της υποτροπής ήταν η πολιτική αστάθεια από το τέλος του 2014, οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους δανειστές το πρώτο εξάμηνο του 2015, η τραπεζική αργία και η επιβολή περιορισμών στις τραπεζικές συναλλαγές και στην κίνηση κεφαλαίων, καθώς και τα νέα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής στο πλαίσιο της νέας συμφωνίας χρηματοδοτικής διευκόλυνσης, τα οποία κρίθηκαν αναγκαία προκειμένου να επιτευχθούν οι αναθεωρημένοι δημοσιονομικοί στόχοι. Οι αντοχές της ελληνικής οικονομίας και του εγχώριου τραπεζικού συστήματος δοκιμάστηκαν. Η οικονομία, ωστόσο, επέδειξε ισχυρές αντιστάσεις, με αποτέλεσμα οι επιπτώσεις να είναι ηπιότερες και μικρότερης διάρκειας σε σχέση με ό,τι αρχικά αναμενόταν.

Οι αντοχές αυτές συνδέονται με το γεγονός ότι – παρά τις επιμέρους καθυστερήσεις και αστοχίες – τα προγράμματα προσαρμογής που εφαρμόστηκαν στη χώρα μας από το 2010 κατάφεραν να περιορίσουν δραστικά τις μεγάλες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες. Συγκεκριμένα, περιορίστηκε το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα και

καλύφθηκαν τα 3/4 της ολικής προσαρμογής (τελικός στόχος για 3,5% του ΑΕΠ πρωτογενές πλεόνασμα από το 2018, σε σύγκριση με έλλειμμα 10,1% του ΑΕΠ το 2009).

Αντιμετώπιστηκαν το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η απώλεια ανταγωνιστικότητας και μετριάστηκαν δυσκαμψίες και εμπόδια στην αγορά εργασίας, οδηγώντας σε ενίσχυση των εξαγωγών. Παρατηρήθηκαν επίσης τάσεις αναδιάρθρωσης των κλάδων παραγωγής υπέρ των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και γενικά υπέρ των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων σε κάθε κλάδο της οικονομίας.

Σε αντίθεση με τα μεγάλα βήματα της δημοσιονομικής προσαρμογής τα προηγούμενα χρόνια, υπήρξαν καθυστερήσεις στις ιδιωτικοποιήσεις και στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που θα ενίσχυαν την ανάπτυξη. Οι καθυστερήσεις στην προώθηση μεταρρυθμίσεων στη λειτουργία του δημόσιου τομέα και στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών οδήγησαν σε αντίστοιχες καθυστερήσεις στην εμφάνιση των θετικών επιδράσεων τους στην ανάπτυξη και την απασχόληση. Αυτές οι θετικές επιδράσεις άρχισαν να καταγράφονται κατά τη διάρκεια του 2014, με επιστροφή του ΑΕΠ σε θετικό ρυθμό μεταβολής τόσο για το σύνολο του 2014 (+0,7%) όσο και για τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2015. Η ανάκαμψη αυτή θα είχε εδραιωθεί και το συνολικό αποτέλεσμα για το 2015 και το 2016 θα ήταν με βεβαιότητα θετικό και ισχυρότερο, όπως άλλωστε προβλεπόταν, αν δεν είχε μεσολάβησει η έξαρση της αβεβαιότητας από τους τελευταίους μήνες του 2014 μέχρι την ημερομηνία σύναψης της νέας συμφωνίας με τους εταίρους στη Σύνοδο Κορυφής της 12ης Ιουλίου 2015.

Μετά την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 ύψους 1,2% του ΑΕΠ, που αποτέλεσε σημαντική υπέρβαση του στόχου για ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα, το 2014 παρατηρήθηκε δημοσιονομική επιδείνωση, λόγω της πολιτικοοικονομικής αβεβαιότητας στο τέλος του έτους, αν και το πρωτογενές αποτέλεσμα παρέμεινε θετικό αλλά

μικρό σε μέγεθος, με σημαντική απόκλιση από το στόχο για πλεόνασμα ύψους 1,5% του ΑΕΠ. Μέσα στο 2015 τα δημοσιονομικά μεγέθη κατέγραψαν μεγάλες διακυμάνσεις όσον αφορά την εξέλιξη των φορολογικών εσόδων, των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις και των ληξιπρόθεσμων οφειλών. Μετά την αναθεώρηση προς τα κάτω του στόχου σε πρωτογενές έλλειμμα 0,25% του ΑΕΠ, έναντι προγενέστερου στόχου για πλεόνασμα 3,0%, και τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων, το 2015 αναμένεται τελικά το πρωτογενές αποτέλεσμα να είναι ισοσκελισμένο ή ελαφρά θετικό.

#### **Μικρή άνοδος του ΑΕΠ το πρώτο εξάμηνο του 2015, επιστροφή στην ύφεση το δεύτερο εξάμηνο**

Οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας κατά το πρώτο εξάμηνο του περασμένου έτους προσδιορίστηκαν κυρίως από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και τη βελτίωση του εξωτερικού τομέα με αύξηση των εξαγωγών αγαθών και του τουρισμού και μείωση των εισαγωγών. Αντιθέτως, η ζήτηση επενδυτικών αγαθών σημείωσε περαιτέρω υποχώρηση, λόγω της επιβάρυνσης του οικονομικού κλίματος και των δυσμενών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Στο ίδιο διάστημα, η απασχόληση αυξήθηκε, λόγω της διατήρησης θετικού ρυθμού ανάπτυξης σε επιμέρους τομείς της οικονομίας και της μεγάλης ανόδου της τουριστικής κίνησης. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν επίσης η αναδιάρθρωση της αγοράς εργασίας προς περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης καθώς και η διατήρηση του κόστους εργασίας σε χαμηλά επίπεδα. Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 24,6% το Νοέμβριο του 2015, παραμένοντας ωστόσο το υψηλότερο στην ΕΕ.

Ο πληθωρισμός παρέμεινε για τρίτη συνεχή χρονιά σε αρνητικό έδαφος, καταγράφοντας ποσοστό -1,1%, αν και από το Δεκέμβριο του 2015, μετά από 33 μήνες συνεχούς πτωτικής πορείας, το γενικό επίπεδο των τιμών κατέγραψε θετικό ρυθμό μεταβολής, κυρίως λόγω της αύξησης του ΦΠΑ.

Η διατήρηση θετικού ρυθμού ανάπτυξης το πρώτο εξάμηνο του 2015 ήταν συνέχεια της ανάκαμψης που επιτεύχθηκε το 2014. Ωστόσο, οι δυσμενείς εξελίξεις που έλαβαν χώρα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους διαμόρφωσαν συνθήκες ακραίας οικονομικής αβεβαιότητας και είχαν ως αποτέλεσμα τη διακοπή της αναπτυξιακής πορείας της χώρας και την επιστροφή της σε ύφεση από το γ' τρίμηνο.

Η αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας παραμένει πάντως θετική. Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες, που καταγράφουν την πορεία των θεμελιωδών μεγεθών, επιτρέπουν την εκτίμηση ότι οι απώλειες σε όρους προϊόντος, από τις αρνητικές συνέπειες κυρίως της οικονομικής αστάθειας που επικράτησε το περασμένο έτος ενδέχεται να είναι μικρότερες από ό,τι αρχικά αναμενόταν.

### **3 Η ΜΕΓΑΛΗ ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΤΟΥ 2015: ΔΙΑΦΥΛΑΞΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ**

Στο περιβάλλον αβεβαιότητας που επικράτησε το πρώτο εξάμηνο του 2015, είχε κρίσιμη σημασία η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η οποία απειλήθηκε από την επιταχυνόμενη εκροή των τραπεζικών καταθέσεων, την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε αντίθεση με την εικόνα που είχε αρχίσει να διαμορφώνεται κατά τη διάρκεια του 2014, τη μη αποδοχή από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) των ελληνικών τίτλων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής και κυρίως από τις έντονες συζητήσεις για έξοδο της χώρας από την ευρωζώνη.

Στη δύσκολη αυτή περίοδο, η Τράπεζα της Ελλάδος έπρεπε να επιτελέσει το κύριο καθήκον που της επιβάλλουν η συμμετοχή της στο Ευρωσύστημα και το Καταστατικό της, δηλαδή να διαφυλάξει τη νομισματική σταθερότητα και να στηρίξει τη ρευστότητα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Προς το σκοπό αυτό, παρείχε χρηματοδότηση στο τραπεζικό σύστημα μέσω του Έκτακτου Μηχανισμού Ρευστότητας (ELA). Η τραπεζική

αργία και η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και στις τραπεζικές συναλλαγές συγκράτησαν μεν τις εκροές καταθέσεων και τη φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό, δημιουργήσαν όμως νέα προβλήματα. Οι στρεβλώσεις τις οποίες επέφεραν στις αγορές κεφαλαίων, αγαθών και υπηρεσιών έχουν έμμεσες επιπτώσεις, που δεν μπορούν ακόμη να αποτιμηθούν με ακρίβεια. Από την άλλη πλευρά, βεβαίως, οι έλεγχοι ενθάρρυναν τη χρήση ηλεκτρονικού χρήματος. Ήδη υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η διευρυμένη χρήση ηλεκτρονικού χρήματος έχει θετικές επιπτώσεις στην ιδιωτική κατανάλωση και στα φορολογικά έσοδα που απορρέουν από τον περιορισμό της άτυπης οικονομίας. Ένα πρώτο συμπέρασμα οικονομικής πολιτικής είναι ότι η χρήση ηλεκτρονικού χρήματος πρέπει να ενισχυθεί ακόμη περισσότερο, μέσω των κατάλληλων κινήτρων, κυρίως φορολογικών.

Αμέσως μετά τη συμφωνία της 12ης Ιουλίου, επιδιώχθηκε η κατά το δυνατόν ταχύτερη χαλάρωση των περιορισμών και η αποκέντρωση των αποφάσεων, προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι αναπόφευκτες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος συνέβαλε αποφασιστικά στην επιτυχή ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, η οποία κατέστη αναγκαία μετά τις σοβαρές δυσκολίες που αντιμετώπισε το τραπεζικό σύστημα με τη μαζική απόσυρση των καταθέσεων, η οποία επηρέασε δυσμενώς τη ρευστότητα, και την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Για την αντιμετώπιση της δυσοίωνης αυτής συγκυρίας στην οποία βρέθηκε η χώρα, η Τράπεζα της Ελλάδος ανέλαβε μια σειρά από επιπλέον ενέργειες με κυριότερο σκοπό τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ειδικότερα, (α) φρόντισε για τον απρόσκοπτο και χωρίς καθυστέρηση εφοδιασμό του τραπεζικού συστήματος με τραπεζογραμματία για την κάλυψη των ιδιαίτερα αυξημένων αναλήψεων μετρητών κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015, (β) συμμετείχε και φιλοξένησε την Επιτροπή Έγκρισης Τραπεζικών Συναλλαγών, η οποία στελεχώθηκε κατά κύριο λόγο με προ-

σωπικό της Τράπεζας της Ελλάδος, ενώ διαβουλευθήκε και συνεχίζει να διαβουλευείται με την ΕΚΤ και τα αρμόδια υπουργεία για τη σταδιακή άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, (γ) διενήργησε για τις τράπεζες εκτός Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests), (δ) επέβαλε την παροχή λεπτομερέστερης πληροφόρησης από τις τράπεζες για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και ενεργοποίησε τον Κώδικα Δεοντολογίας για τη διαχείρισή τους και (ε) αποτέλεσε πηγή αξιόπιστης πληροφόρησης για τους διεθνείς επενδυτές, συμβάλλοντας στην επιτυχή ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Επιπρόσθετα, η Τράπεζα της Ελλάδος συνέδραμε τις εταιρίες ιδιωτικής ασφάλισης στην προετοιμασία τους εν όψει της ισχύος, από τις αρχές του 2016, του νέου πλαισίου λειτουργίας και εποπτείας “Φερεγγυότητα II”.

Στο πλαίσιο εξάλλου της διαμόρφωσης και άσκησης μακροπροληπτικής πολιτικής, η Τράπεζα της Ελλάδος όρισε τη στρατηγική της για την άσκηση της μακροπροληπτικής αρμοδιότητας. Η στρατηγική αυτή αποσκοπεί στην έγκαιρη αναγνώριση των συστημικών κινδύνων και στην εφαρμογή των κατάλληλων μακροπροληπτικών εργαλείων για την πρόληψη και τον περιορισμό τους. Προς το σκοπό αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος ανέπτυξε μεθοδολογία για τον καθορισμό του ποσοστού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα. Το μακροπροληπτικό αυτό εργαλείο πρέπει να έχει αντικυκλικό χαρακτήρα, δηλαδή να συμβάλλει στην εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου, ώστε να περιορίζονται οι κίνδυνοι από την υπερβολική πιστωτική επέκταση που συνήθως παρατηρούνται στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου και να ενθαρρύνονται οι πιστώσεις όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση.

#### 4 ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Το 2015 η παγκόσμια οικονομία, αν και διατήρησε την αναπτυξιακή της δυναμική, κατέ-

γραψε ασθενέστερο ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση τόσο με το προηγούμενο έτος όσο και με τις αρχικές εκτιμήσεις. Οι μέτριες αυτές επιδόσεις αποδίδονται κατά κύριο λόγο στην επιβράδυνση της οικονομίας των αναδυόμενων χωρών και κυρίως της Κίνας. Οι προηγμένες οικονομίες ως σύνολο παρουσίασαν επιτάχυνση, που οφείλεται στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και της ιδιωτικής κατανάλωσης, καθώς και στη μείωση της ανεργίας. Εξάλλου, η συνεχιζόμενη πτωτική πορεία των διεθνών τιμών πετρελαίου συνέβαλε επίσης θετικά στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας, αφού περιόρισε αποφασιστικά το κόστος της ενέργειας. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες υποχώρησε σημαντικά και σχεδόν μηδενίστηκε (0,3%). Η ύπαρξη παραγωγικού κενού σε επίπεδο παγκόσμιας οικονομίας και η πτώση της τιμής των καυσίμων ήταν οι βασικότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες του πολύ χαμηλού πληθωρισμού.

Η ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ επιταχύνθηκε το 2015. Για τρίτο συνεχόμενο έτος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι ήταν θετικός και σημαντικά υψηλότερος (1,5%) σε σχέση με το 2014 (0,9%). Η ανάκαμψη στηρίχθηκε στην ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης και την αύξηση, αν και μικρή, των επενδύσεων. Στην ευνοϊκή αυτή εξέλιξη συνέβαλαν η διατήρηση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και η έναρξη του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης το Μάρτιο του 2015, με στόχο την επαναφορά του πληθωρισμού σε επίπεδα πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα και την τόνωση της οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, καθώς και η συνακόλουθη εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Οι προοπτικές για το 2016 διαγράφονται γενικά θετικές, αν και με σημαντικούς κινδύνους. Αναμένεται μικρή περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες, καθώς και αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου μετά την αναμενόμενη πρόοδο στην προσπάθεια

περαιτέρω απελευθέρωσής του. Περισσότερο αισιόδοξες είναι οι προβλέψεις για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, ανησυχίες προκαλεί η παρατηρούμενη αύξηση της ανισότητας της κατανομής του εισοδήματος στις προηγμένες οικονομίες.

Σημαντικές αβεβαιότητες όμως προκαλούνται από την αλληλεπίδραση των μακροοικονομικών εξελίξεων με τις χρηματοπιστωτικές αγορές, τις ενδεχόμενες αρνητικές οικονομικές επιπτώσεις της έξαρσης του προσφυγικού μεταναστευτικού ρεύματος προς την Ευρώπη, την ενδεχόμενη έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, τον κίνδυνο μεγαλύτερης επιβράδυνσης της κινεζικής οικονομίας, την όξυνση των γεωπολιτικών εντάσεων μεταξύ των πετρελαιοπαραγωγών χωρών της Ασίας, την έξαρση της διεθνούς τρομοκρατίας, καθώς και τη βαθμιαία μεταστροφή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ σε λιγότερο διευκολυντική, αν και οι τελευταίες ενδείξεις υποδηλώνουν ότι απομακρύνεται αυτό το ενδεχόμενο.

## 5 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το 2015 το πρόγραμμα αγοράς τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος διευρύνθηκε περιλαμβάνοντας κρατικούς τίτλους και χρεόγραφα που έχουν εκδώσει δημόσιοι φορείς των κρατών-μελών και διεθνείς οργανισμοί εγκατεστημένοι στη ζώνη του ευρώ. Με τη συντελεσθείσα αλλαγή της κατεύθυνσής της σε περισσότερο διευκολυντική, η ενιαία νομισματική πολιτική επηρέασε ευνοϊκά τις νομισματοπιστωτικές εξελίξεις, τις πληθωριστικές προσδοκίες και τον πληθωρισμό.

Κατά τους πρώτους μήνες εφαρμογής του προγράμματος, ανακόπηκε η πτωτική τάση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, υποχώρησαν τα τραπεζικά επιτόκια καθώς και η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, ενισχύθηκαν περαιτέρω οι ρυθμοί αύξησης των νομισματικών και των πιστωτικών μεγεθών και ο πληθωρισμός έλαβε θετικές τιμές.

Ειδικότερα, η εφαρμογή του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων που ξεκίνησε το Μάρτιο του 2015 συνετέλεσε στον περιορισμό του κόστους τραπεζικού δανεισμού και στη χαλάρωση των λοιπών μη επιτοκιακών όρων. Μετριάστηκαν οι αποκλίσεις μεταξύ των κρατών-μελών όσον αφορά το κόστος χρηματοδότησης από τις τράπεζες και αυξήθηκε η διαθεσιμότητα των τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Περαιτέρω, συγκρατήθηκε η καθοδική πορεία του αναμενόμενου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, οι οποίες τεκμαίρονται από τις αποδόσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ακολούθησαν ελαφρά ανοδική τάση καθ' όλο σχεδόν το 2015.

Η διαπίστωση, το Δεκέμβριο του 2015, εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ ότι καθυστερεί η επιστροφή του πληθωρισμού σε επίπεδα συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα οδήγησε το Διοικητικό Συμβούλιο στην απόφαση ενίσχυσης του διευκολυντικού χαρακτήρα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Προς τούτο, αποφασίστηκε η παράταση της διάρκειας του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων τουλάχιστον μέχρι το Μάρτιο του 2017, εν όψει μάλιστα και της δέσμευσης του Ευρωσυστήματος να επανεπενδύει το προϊόν της εξόφλησης τίτλων στο χαρτοφυλάκιό του, ενώ μειώθηκε εκ νέου το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το οποίο ήδη βρισκόταν σε αρνητικά επίπεδα.

## 6 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

### Αγορές κεφαλαίων

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015, η εξέλιξη των αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου αντανάκλασε την πορεία των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων της κυβέρνησης με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Η έντονη αβεβαιότητα όσον αφορά την έγκρισή τους οδήγησε τις αποδόσεις των

κρατικών τίτλων σε μεγάλη άνοδο, η οποία ήταν εντονότερη για τους τίτλους βραχείας διάρκειας, παρά το ευνοϊκό ευρωπαϊκό περιβάλλον όπως διαμορφώθηκε από την υιοθέτηση της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Με τη συμφωνία της 12ης Ιουλίου 2015, η αβεβαιότητα υποχώρησε και αποκλιμακώθηκαν οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων, τα οποία επανήλθαν σταδιακά στα επίπεδα που επικρατούσαν στο τέλος Δεκεμβρίου του 2014.

Ανοδικά κινήθηκαν επίσης και οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων, που έφθασαν σε πολύ υψηλά επίπεδα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, αντανάκλωντας κυρίως τη συγκυρία και όχι χειροτέρευση των θεμελιωδών μεγεθών των εκδοτριών εταιριών. Μετά τη συμφωνία, το δεύτερο εξάμηνο, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων μειώθηκαν, αν και παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Εξάλλου, οι αποτιμήσεις των μετοχών, ιδιαίτερα των τραπεζών, εμφάνισαν έντονη μεταβλητότητα, ενώ οι μετοχές των βιομηχανικών εταιριών επέδειξαν ανθεκτικότητα.

Η εικόνα αυτή όμως άρχισε να αντιστρέφεται από τις αρχές του τρέχοντος έτους. Η καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του σταθεροποιητικού προγράμματος επέτεινε την αβεβαιότητα των επενδυτών, η οποία αποτυπώθηκε στην απότομη πτώση των αποτιμήσεων τόσο των μετοχών, κυρίως των τραπεζών, όσο και των κρατικών τίτλων των οποίων η διαφορά απόδοσης (spread) ξεπέρασε και πάλι τις 1.000 μονάδες βάσης.

### Ισχυρότερο τραπεζικό σύστημα μετά την ανακεφαλαιοποίηση

Οι κυριότερες εξελίξεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2015 προσδιορίστηκαν από την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών μέσω της σημαντικής συμμετοχής ιδιωτών επενδυτών στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, την τραπεζική αργία και την επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών, τις διασυνοριακές πληρωμές, τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων και άλλες τραπεζικές εργα-

σίες, καθώς και από τη μικρότερη του αναμενόμενου επίπτωση των περιορισμών αυτών στα μεγέθη των τραπεζών.

Το Δεκέμβριο του 2015 ολοκληρώθηκε με επιτυχία η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών με αυξημένη ιδιωτική συμμετοχή. Οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες κάλυψαν τα απαιτούμενα κεφάλαια τα οποία προέκυψαν από την άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που διενήργησε η ΕΚΤ. Τα απαραίτητα κεφάλαια προήλθαν από: (α) τη συμμετοχή ξένων επενδυτών, οι οποίοι επένδυσαν περίπου 5,3 δισεκ. ευρώ, (β) μέτρα κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 0,6 δισεκ. ευρώ και (γ) κεφάλαια ύψους περίπου 2,7 δισεκ. ευρώ που αντλήθηκαν μέσω της διαχείρισης στοιχείων παθητικού (προτάσεις εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων με μετοχές).

Τα επιπρόσθετα κεφάλαια για τις δύο τράπεζες που δεν κάλυψαν τις κεφαλαιακές ανάγκες του δυσμενούς σεναρίου από ιδιωτικές πηγές (περίπου 5,4 δισεκ. ευρώ) προήλθαν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). Αυτό σημαίνει ότι οι δημόσιοι πόροι που χρησιμοποιήθηκαν ήταν τελικά πολύ μικρότεροι από το ποσό των 25 δισεκ. ευρώ που είχε προβλεφθεί αρχικά από το Eurogroup τον Αύγουστο του 2015.

Επιπλέον, μειώθηκε η εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών από τον Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας (ELA) όπως φαίνεται από τη μείωση του ανώτατου ορίου του από το τέλος Αυγούστου έως σήμερα κατά περίπου 18,5 δισεκ. ευρώ. Η μείωση του ανώτατου ορίου του ELA αντανάκλα τη βελτίωση της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, στο πλαίσιο της υποχώρησης της αβεβαιότητας και της σταθεροποίησης των ροών καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα, καθώς και, σε σημαντικό βαθμό, την επιτυχή ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών.

Η βαθμιαία αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης είχε ως αποτέλεσμα την έστω και μικρή επιστροφή των καταθέσεων.

Περισσότερα των 2,5 δισεκ. ευρώ επέστρεψαν στο τραπεζικό σύστημα από την 20ή Ιουλίου 2015, όταν καταργήθηκε η τραπεζική αργία και έμειναν σε ισχύ οι περιορισμοί στο τραπεζικό σύστημα και στην κίνηση κεφαλαίων, μέχρι σήμερα.

### **Επείγει η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων**

Το 2015 ανακόπηκε η επιβράδυνση στη δημιουργία νέων καθυστερήσεων, με αποτέλεσμα το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων επί του συνόλου των ανοιγμάτων να ανέλθει στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2015 σε 43,6% (Δεκέμβριος 2014: 39,9%). Η επιδείνωση ήταν εμφανής και σχετικά παρόμοια (κατά περίπου τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες) σε όλες τις κατηγορίες δανείων. Ειδικότερα, το ποσοστό στα καταναλωτικά ανοίγματα ανήλθε σε 55,4%, στα επιχειρηματικά ανοίγματα σε 43,3% και στα στεγαστικά ανοίγματα σε 39,8%. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε και η αναβολή της εφαρμογής του Κώδικα Δεοντολογίας για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και η λιγότερο ενεργητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου δανείων από τις τράπεζες, με έμφαση κυρίως σε λύσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Από το γ' τρίμηνο και ιδίως με το πέρας της ανακεφαλαιοποίησης, παρατηρήθηκε επιτάχυνση των ενεργειών των τραπεζών στην κατεύθυνση της πιο ενεργητικής διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Στην εξεύρεση λύσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, προσαρμοσμένων στις ανάγκες του κάθε δανειολήπτη, εκτιμάται ότι θα συντείνουν οι συγκεκριμένοι στόχοι για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα θέσει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατόπιν διαβούλευσης με τις τράπεζες, με ορίζοντα εφαρμογής από τον Ιούνιο του 2016 και με παρακολούθηση ανά τρίμηνο. Η υποχρέωση των τραπεζών να επιτύχουν τους στόχους, σε συνδυασμό με το νέο θεσμικό πλαίσιο που συνδέεται, μεταξύ άλλων, με τη δημιουργία δευτερογενούς αγοράς μη εξυπηρετούμενων δανείων, την επίσπευση των δικαστικών διαδικασιών και την ευκολία ρευστοποίησης των

εγγυήσεων από τις τράπεζες, εκτιμάται ότι θα συμβάλει θετικά στη σταδιακή υποχώρηση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Σε κάθε περίπτωση, είναι απαραίτητη η συνέχιση της συντηρητικής πολιτικής των τραπεζών όσον αφορά το σχηματισμό προβλέψεων, καθώς και η διατήρηση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας σε επίπεδα αρκούντως υψηλότερα των ελαχίστων που καθορίζουν οι εποπτικοί κανόνες.

Αναφορικά με την αγορά ιδιωτικής ασφάλισης, κύριο χαρακτηριστικό της ήταν οι προσπάθειες των εταιριών να προσαρμόσουν τα συστήματα διακυβέρνησης και τις υποδομές τους στις απαιτήσεις του νέου πλαισίου λειτουργίας και εποπτείας των ασφαλιστικών και ανασφαλιστικών επιχειρήσεων, γνωστού ως “Φερεγγυότητα II”, το οποίο τέθηκε ήδη σε ισχύ από τις αρχές του 2016.

## 7 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ 2016

### Η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης θα ενισχύσει την προοπτική ανάκαμψης

Το 2016, σε αντίθεση με το 2015, θα μπορούσε να θεωρηθεί ως απαρχή μιας νέας πορείας που θα οδηγήσει τη χώρα στην έξοδο από την κρίση και σε διατηρήσιμη ανάπτυξη. Οι προκλήσεις όμως, όπως προαναφέρθηκε, είναι πολλές και μεγάλες και πηγάζουν όχι μόνο από απρόβλεπτες εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον, αλλά κυρίως από κινδύνους που ενδέχεται να επηρεάσουν την εγχώρια μακροοικονομική συγκυρία, όπως είναι η καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης του νέου σταθεροποιητικού προγράμματος και η αδυναμία εφαρμογής των δράσεών του.

Ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι τουλάχιστον το πρώτο εξάμηνο του έτους θα είναι αρνητικός, κυρίως λόγω της μεταφερόμενης επίδρασης από το 2015. Όπως όμως έχει ήδη αναφερθεί, υπάρχουν οι αντικειμενικές προϋποθέσεις για την ανακοπή της ύφεσης και την προσέγγιση θετικών ρυθμών

από το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Ωστόσο, για να συμβεί αυτό, πρέπει να συντρέξουν μια σειρά δράσεις που θα αποτρέψουν τους κινδύνους και θα ενισχύσουν την προοπτική ανάκαμψης που είναι εφικτή.

Πρώτο και κρίσιμο για τις μελλοντικές εξελίξεις βήμα είναι η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του προγράμματος, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη. Αυτό απαιτεί –σε πρώτη φάση– την ολοκλήρωση της μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού συστήματος και την ευθυγράμμιση της φορολογίας του αγροτικού εισοδήματος. Οι δράσεις αυτές δεν αποτελούν απλώς προαπαιτούμενα για την αξιολόγηση του προγράμματος. Είναι απαραίτητες για να εξασφαλίσουν την ασφαλιστική και δημοσιονομική βιωσιμότητα και για να αποκαταστήσουν την κοινωνική και φορολογική δικαιοσύνη μεταξύ γενεών και ομάδων φορολογουμένων.

### Η θετική αξιολόγηση θα τονώσει την πραγματική οικονομία και θα οδηγήσει στη διαπραγμάτευση για την ελάφρυνση του χρέους

Η θετική ολοκλήρωση της αξιολόγησης εκτιμάται ότι θα έχει σημαντική επίδραση στην πραγματική οικονομία για τους ακόλουθους λόγους:

- Βελτιώνει δραστικά το κλίμα εμπιστοσύνης, γεγονός που θα επιταχύνει την επιστροφή καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.
- Οδηγεί στην επανένταξη των ελληνικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις, η οποία θα επιτρέψει την πολύ φθηνότερη χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ.
- Καθιστά δυνατή τη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ.
- Επιταχύνει τις διαδικασίες χαλάρωσης – και τελικώς άρσης – των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα και στην κίνηση κεφαλαίων.

Όλα τα παραπάνω, σε συνδυασμό με την επιτυχή ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα επαναφέρουν την κανονικότητα στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Αυτό σημαίνει διεύρυνση των δυνατοτήτων των τραπεζών να αντλήσουν ρευστά διαθέσιμα προς διοχέτευσή τους σε δάνεια προς την πραγματική οικονομία και συνεπώς ενίσχυση της πιστοδοτικής ικανότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους τραπεζικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Οι ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης θα ενδυναμώσουν την ανάπτυξη.

Μεσοπρόθεσμα, η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης είναι αποφασιστικής σημασίας, καθώς θα επιτρέψει την έναρξη των συζητήσεων με τους εταίρους για την ανάληψη δράσεων περαιτέρω ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους. Οι δράσεις που είναι σκόπιμο να αναληφθούν πρέπει να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου να διατηρούνται σε διαχειρίσιμα επίπεδα. Μεταξύ άλλων, αυτό θα έχει ως άμεση συνέπεια τη δυνατότητα χαλάρωσης του τελικού δημοσιονομικού στόχου και θα απελευθερώσει πόρους, οι οποίοι θα κατευθυνθούν σε επενδύσεις που θα ενισχύσουν το εγχώριο προϊόν και την απασχόληση.

Μετά από 33 μήνες συνεχούς πτωτικής πορείας, το Δεκέμβριο του 2015 το γενικό επίπεδο των τιμών κατέγραψε θετικό ρυθμό μεταβολής (0,4%), λόγω των πρόσφατων αυξήσεων στην έμμεση φορολογία και ιδιαίτερα στον ΦΠΑ. Οι πρόσφατες αυτές αυξήσεις εκτιμάται ότι θα αυξήσουν τις τιμές και το 2016 κυρίως λόγω της μεταφερόμενης επίδρασης από το 2015. Αντίθετα, η προβλεπόμενη ύφεση το πρώτο εξάμηνο του έτους και ιδιαίτερα η συνεχής πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου αναμένεται να εξουδετερώσουν σε μεγάλο βαθμό αυτές τις αυξήσεις. Για το σύνολο του 2016 ο πληθωρισμός αναμένεται να έχει θετικό πρόσημο, εφόσον οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου ανακάμψουν μερικώς.

## Κίνδυνοι και αβεβαιότητες

Η πρόβλεψη για ανάκαμψη από το δεύτερο εξάμηνο του έτους χαρακτηρίζεται επί του παρόντος από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, η οποία στο εσωτερικό αντανακλά κυρίως την αβεβαιότητα για την έκβαση της πρώτης αξιολόγησης, η οποία έχει ήδη καθυστερήσει. Αν υπάρξει δυσμενής εξέλιξη στο ζήτημα αυτό ή ακόμη και αν συνεχιστεί η καθυστέρηση επί μακρόν, τότε οι ευνοϊκές προοπτικές που επισημάνθηκαν θα αποδυναμωθούν και, στη χειρότερη περίπτωση, θα εξανεμιστούν. Σε μια τέτοια περίπτωση, η οικονομία θα αποσταθεροποιηθεί εκ νέου, οι χρηματοδοτικές συνθήκες θα χειροτερέψουν, η ύφεση θα οξυνθεί και θα επανεμφανιστούν σοβαρά αδιέξοδα ανάλογα εκείνων του καλοκαιριού του 2015.

Μια δεύτερη κατηγορία αβεβαιοτήτων και κινδύνων συναρτάται με το μεγάλο πρόβλημα της εισροής προσφύγων-μεταναστών και ο τρόπος με τον οποίο θα το αντιμετωπίσει η Ελλάδα, κυρίως όμως η Ευρωπαϊκή Ένωση στο σύνολό της. Αν αποτύχουμε ως χώρα να συντονιστούμε με τις ευρωπαϊκές επιλογές και δεν προχωρήσουμε σύντομα στην υλοποίηση όσων έχουμε αναλάβει, δεν μπορεί να προβλεφθεί με βεβαιότητα η ευρωπαϊκή αντίδραση. Από την άλλη πλευρά, δεν μπορεί επίσης να προβλεφθεί η στάση κρατών-μελών της ΕΕ ακόμη και αν η Ελλάδα εκπληρώσει στο ακέραιο τις δικές της υποχρεώσεις. Σε κάθε περίπτωση πάντως, το ενδεχόμενο επιβολής περιορισμών στην ελεύθερη κίνηση ανθρώπων και εμπορευμάτων δεν μπορεί να αποκλειστεί και, αν συμβεί, οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία θα είναι βαριές:

- Πρώτον, άμεσα ορατές θα είναι οι αρνητικές επιπτώσεις στον ελληνικό τουρισμό από την καθυστέρηση ή ενδεχομένως αποτυχία στην αποτελεσματική διαχείριση του προσφυγικού ζητήματος σε συνδυασμό με τις συνεχιζόμενες αφίξεις νέων προσφύγων που αναμένεται να ενταθούν τους προσεχείς μήνες.
- Δεύτερον, το ενδεχόμενο εγκλωβισμού μεγάλου αριθμού προσφύγων στο εσωτε-



ρικό της χώρας απαιτεί έγκαιρο σχεδιασμό και αποτελεσματική προετοιμασία, μεταξύ άλλων και για να μη τεθεί σε κίνδυνο η κοινωνική συνοχή. Επιπλέον, θα αυξηθούν οι δημόσιες δαπάνες για την περίθαλψη και την προσωρινή – ή σε ορισμένες περιπτώσεις μονιμότερη – εγκατάσταση του ολοένα αυξανόμενου αριθμού προσφύγων και μεταναστών.

- Τρίτον, θα επιβαρυνθεί σημαντικά το κόστος διακίνησης εμπορευμάτων από την Ελλάδα, με αποτέλεσμα τη μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς της.
- Τέταρτον, θα αποθαρρυνθούν ξένες επενδύσεις που θα επέλεγαν την Ελλάδα ως πύλη εισόδου εμπορευμάτων στην Ευρώπη.

Η ύπαρξη αυτών των κινδύνων είναι ένας πρόσθετος λόγος που επιβάλλει την ταχεία ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και την απρόσκοπτη συνέχιση της εφαρμογής του προγράμματος.

## **8 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΟΔΟ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

Η ανακοπή της ύφεσης και η ανάκαμψη από το δεύτερο εξάμηνο του 2016 είναι εφικτές, αν αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά τα προβλήματα και οι κίνδυνοι που προαναφέρθηκαν. Για να οδηγηθούμε όμως από την ανάκαμψη σε διατηρήσιμη ανάπτυξη, απαιτείται μακροχρόνια στόχευση και προσήλωση στην εφαρμογή της νέας δανειακής συμφωνίας. Οι παράγοντες που θα καθορίσουν την επιτυχία είναι: η αποδοχή και οικειοποίηση του προγράμματος, η συνέχεια και συνέπεια στην εφαρμογή των αναγκαίων δράσεων, ο διάλογος και η πολιτική και κοινωνική συναίνεση.

Η ελληνική οικονομία τα τελευταία χρόνια έχει διανύσει έναν επίπονο δρόμο προσαρμογής με μεγάλο κοινωνικό κόστος, αλλά και με απτά αποτελέσματα. Όσα απομένουν να ολοκληρωθούν είναι ένα μικρό μόνο μέρος της μεγάλης προσπάθειας που έχει γίνει. Για να

καλυφθεί η απόσταση που απομένει, επιβάλλονται τα εξής:

### **• Επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων**

Τα προγράμματα που εφαρμόστηκαν τα τελευταία χρόνια επικεντρώθηκαν στη δημοσιονομική προσαρμογή και επέτυχαν τη μεγάλη μείωση των δίδυμων ελλειμμάτων. Καθυστέρησαν όμως στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, οι οποίες, αν είχαν πραγματοποιηθεί από την αρχή, θα είχαν περιορίσει το βάθος και το εύρος της ύφεσης. Σ' αυτόν τον τομέα πρέπει να δοθεί σήμερα η μεγαλύτερη έμφαση. Ειδικότερα στις υπηρεσίες (μεταφορές, ενέργεια, τηλεπικοινωνίες, εμπόριο) πρέπει να αρθούν οι περιορισμοί και να απλοποιηθούν οι κανονιστικές ρυθμίσεις που υπονομεύουν τον ανταγωνισμό. Στην αγορά εργασίας, όπως προβλέπεται στη συμφωνία, οι μεταρρυθμίσεις αφορούν την ευθυγράμμιση των πλαισίων για τις ομαδικές απολύσεις, τη συλλογική δράση και τις συλλογικές διαπραγματεύσεις με τις βέλτιστες πρακτικές σε διεθνές επίπεδο και στην ΕΕ. Αφορούν επίσης τη δημιουργία ενός πλαισίου για την ενθάρρυνση της μαθητείας και της επαγγελματικής κατάρτισης, την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας και την απλούστευση και τον εξορθολογισμό της ισχύουσας εργατικής νομοθεσίας μέσω της κωδικοποίησής της σε έναν Κώδικα Εργατικής Νομοθεσίας. Τέλος, στη δημόσια διοίκηση απαιτείται η εφαρμογή ενός προγράμματος μεταρρυθμίσεων με σκοπό τον εκσυγχρονισμό και την αποκομματικοποίησή της. Συγκεκριμένα βήματα πρέπει να γίνουν όσον αφορά την απλοποίηση των διαδικασιών και την αξιολόγηση των δομών, τη χρήση σύγχρονων τεχνολογιών, τη βελτιστοποίηση των ανθρώπινων πόρων και την ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας.

### **• Ισχυροποίηση του τραπεζικού συστήματος**

Η ολοκλήρωση της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών με αυξημένη συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών ήταν επιτυχής. Όπως προαναφέρθηκε, οι τράπεζες χρησιμοποίησαν εν τέλει μόνο 5,4 δισεκ. ευρώ από δημόσιους πόρους έναντι αρχικής εκτίμησης 25 δισεκ.

ευρώ. Ταυτόχρονα, μειώθηκε η εξάρτησή τους από τον Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας (ELA) κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015. Η επιστροφή στη χρηματοπιστωτική κανονικότητα θα συμβάλει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του κοινού προς το εγχώριο τραπεζικό σύστημα που συντελείται με τη βαθμιαία επιστροφή των καταθέσεων στις τράπεζες. Εξάλλου, το νέο θεσμικό πλαίσιο για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων συντελεί στην εξυγίανση των στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών, η οποία θα τις διευκολύνει στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας συμβάλλοντας στην αναδιάρθρωση του αναπτυξιακού προτύπου υπέρ ανταγωνιστικών και εξωστρεφών επιχειρήσεων. Περαιτέρω, καθορίζονται πλέον με σαφήνεια οι όροι προστασίας της πρώτης κατοικίας, εκσυγχρονίζεται το πτωχευτικό δίκαιο και αποκαθίστανται τα συναλλακτικά ήθη. Όλα τα παραπάνω, που έχουν ήδη θεσπιστεί, πρέπει να εφαρμοστούν χωρίς δισταγμούς και υπαναχωρήσεις ή παράλληλες αποφάσεις που θα υπονόμωσαν την αποτελεσματικότητά τους.

#### • **Ιδιωτικοποιήσεις και αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας**

Η σημασία της επιτάχυνσης και επιτυχούς υλοποίησης του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων και αξιοποίησης της δημόσιας ακίνητης περιουσίας θα έχει πολλαπλασιαστικά οφέλη, που οι ευεργετικές τους επιδράσεις για την εγχώρια οικονομία θα διαρκέσουν για μεγάλη χρονική περίοδο. Κατ' αρχάς, τα έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις θα συμβάλουν στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους και στην προσπάθεια της δημοσιονομικής προσαρμογής. Στην περίπτωση μάλιστα που συνοδεύονται από ισχυρή δέσμευση για μελλοντικές επενδύσεις, ενισχύουν περαιτέρω την εισροή στη χώρα παραγωγικών κεφαλαίων που αυξάνουν την απασχόληση και τη συνολική ενεργό ζήτηση.

Στον τομέα των αποκρατικοποιήσεων έχουν γίνει βήματα, εκκρεμούν όμως αποφάσεις που πρέπει να προχωρήσουν χωρίς καθυστέρηση. Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι στον τομέα αυτόν υπάρχουν μεγάλες δυνατότητες που, αν αξιοποιηθούν σωστά, θα μπορούσαν να απο-

φέρουν πολύ μεγαλύτερα έσοδα από αυτά που έχουν τεθεί ως ποσοτικοί στόχοι. Γι' αυτό απαιτείται ένα συνολικό σχέδιο που θα θέτει τους στόχους, θα καθορίζει τις χρήσεις και τις μορφές των επιδιωκόμενων επενδύσεων και θα οριοθετεί ένα σταθερό και κατανοητό πλαίσιο για τους υποψήφιους επενδυτές. Το σχέδιο αυτό θα ανατεθεί στο νέο ταμείο αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας, που με βάση τη συμφωνία θα πρέπει να έχει δημιουργηθεί μέσα στο πρώτο εξάμηνο του 2016. Η δέσμευση αυτή πρέπει να τηρηθεί και να οριστούν με σαφήνεια οι στόχοι του νέου σχήματος που θα οργανώσει εκ νέου το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων και αξιοποίησης της δημόσιας ακίνητης περιουσίας.

#### • **Συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής με επανακαθορισμό του μείγματος της δημοσιονομικής πολιτικής**

Η αναθεώρηση των στόχων για το πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα συντελεί στην απελευθέρωση πόρων, οι οποίοι θα διοχετευθούν στην πραγματική οικονομία. Ωστόσο, το ακολουθούμενο μείγμα της δημοσιονομικής πολιτικής παραμένει εντόνως αντιαναπτυξιακό. Χωρίς να μετριάστουν οι προσπάθειες επίτευξης και διατήρησης δημοσιονομικής πειθαρχίας, η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να λάβει αναπτυξιακό χαρακτήρα. Θα πρέπει δηλαδή να εστιάσει στη μείωση των φόρων, στη μείωση των καταναλωτικών δαπανών του Δημοσίου και στην αύξηση των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις. Η έως τώρα μονόπλευρη έμφαση στην αύξηση των φορολογικών συντελεστών επί των εισοδημάτων από εργασία και των κερδών των επιχειρήσεων, καθώς και των ασφαλιστικών εισφορών, ενισχύει τα κίνητρα για φοροδιαφυγή και εισφοροδιαφυγή και ενθαρρύνει την αδήλωτη εργασία, εξασθενίζει τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των ελληνικών επιχειρήσεων και αποτρέπει προσπάθειες για δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Κατά συνέπεια, η όποια βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος είναι πρόσκαιρη και αυτοαναιρείται, με αποτέλεσμα να μην επιτυγχάνεται μόνιμη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Αντίθετα, ο εξορθολογισμός της κρατικής μηχανής και ο περιο-

ρισμός των αντιπαραγωγικών λειτουργικών δαπανών συνιστούν περισσότερο αποδοτικά εργαλεία δημοσιονομικής σταθεροποίησης.

#### • **Ενθάρρυνση των επιχειρηματικών επενδύσεων και προστασία των επενδυτών**

Το φαινόμενο της επενδυτικής αδράνειας στην Ελλάδα βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη. Μεταξύ 2007 και 2014, η συνολική επενδυτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε στο μισό. Τόσο η αναμικτή ζήτηση όσο και η πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα καθώς και οι σημαντικές χρηματοδοτικές δυσχέρειες ήταν οι παράγοντες που συνέβαλαν στη διαδικασία αποεπένδυσης. Η ταχεία ανάταξη της επιχειρηματικής επενδυτικής δαπάνης θεωρείται παράγοντας-κλειδί για τη διατηρήσιμη ανάπτυξη. Η εμπέδωση ενός περιβάλλοντος οικονομικής και πολιτικής σταθερότητας που ενδυναμώνει το κλίμα εμπιστοσύνης των επιχειρηματιών και ενθαρρύνει την ανάληψη επιθετικών επενδυτικών σχεδίων, η ταχεία μεταστροφή του εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος από την παραγωγή μη εμπορεύσιμων προς την παραγωγή εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και η εξάλειψη των σημαντικών περιορισμών στη χρηματοδότηση αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για την αύξηση της επιχειρηματικής επενδυτικής δαπάνης. Δράσεις όπως η ψήφιση νέου αναπτυξιακού νόμου με σαφή αναπτυξιακά κίνητρα και πρωτοβουλίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την άμβλυνση των δυσκολιών χρηματοδότησης κρίνονται απαραίτητες. Περαιτέρω, το ελληνικό κράτος πρέπει να συντελέσει στην αποκατάσταση της επενδυτικής εμπιστοσύνης με την προστασία των ιδιωτών επενδυτών εξασφαλίζοντας ένα σταθερό οικονομικό περιβάλλον, φιλικό προς την επιχειρηματικότητα. Αυτό μπορεί να γίνει με τη θέσπιση ενός σταθερού, απλού και ευκόλως κατανοητού φορολογικού και νομικού πλαισίου κατάλληλου για την ανάπτυξη της υγιούς επιχειρηματικότητας.

#### • **Βελτίωση της ανταγωνιστικότητας – αύξηση των εξαγωγών**

Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας που επιτεύχθηκε με σημαντικό κοινωνικό κόστος δεν φαίνεται να έχει επαρκώς

αξιοποιηθεί. Μαζί με την παρατηρούμενη ενίσχυση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας αποτελούν ισχυρά κίνητρα για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών. Παρά την ανάκτηση της απώλειας της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας κυρίως σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, οι εξαγωγές δεν επέδειξαν την αναμενόμενη δυναμική απόδοση. Τούτο εξηγείται εν μέρει από την έλλειψη χρηματοδότησης και το συγκριτικά υψηλότερο κόστος μακροχρόνιου δανεισμού, καθώς και από την αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης που μετριάξει ή ακόμη και ανακόπτει την πορεία ανάκτησης της συνολικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Επιπρόσθετα όμως οφείλεται και σε μια σειρά εγγενών διαρθρωτικών αδυναμιών που περιορίζουν την ευκολία διεξόδου των ελληνικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές και σχετίζονται με την ποιότητα του προϊόντος, την κατοχύρωση ονομασίας προέλευσης, γραφειοκρατικές δυσχέρειες κ.ά.

#### • **Καταπολέμηση της υψηλής ανεργίας**

Στην παρατηρούμενη σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας και τη συνέχιση της ανάκαμψης του ποσοστού απασχόλησης συμβάλλουν οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης μέσω προγραμμάτων και δράσεων που χρηματοδοτούνται με πόρους από το ΕΣΠΑ της περιόδου 2014-2020.

Προκειμένου να καταπολεμηθεί η υψηλή ανεργία και ιδιαίτερα η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων κρίνεται απαραίτητη η συνεχής βελτίωση και επέκταση των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης, με παράλληλη αύξηση της αποτελεσματικότητας των δράσεων αυτών. Ωστόσο, η ενίσχυση των πολιτικών αυτών θα πρέπει να συνδυαστεί με έλεγχο και αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς τους, καθώς και με δράσεις κατά της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας.

#### • **Μεταρρύθμιση στην παιδεία**

Ο δρόμος της ανάπτυξης οριοθετείται από τη γνώση, την έρευνα, την καινοτομία και τη διά

βίου μάθηση. Η έξοδος της ελληνικής κοινωνίας από την κρίση συντελείται μόνο μέσω της δημιουργίας μιας κοινωνίας δημιουργικών πολιτών, ικανής να προστατεύσει και να βελτιώσει το απόθεμα του ανθρώπινου κεφαλαίου της. Κατά συνέπεια, η δρομολογούμενη εκπαιδευτική μεταρρύθμιση, η οποία αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο της εθνικής αναπτυξιακής στρατηγικής, θα πρέπει να κινηθεί σε πέντε άξονες: (α) την αξιολόγηση του ελληνικού εκπαιδευτικού συστήματος όλων των βαθμίδων με σκοπό την ενίσχυση της καινοτομίας και της επιχειρηματικότητας, (β) τον εξορθολογισμό του περιεχομένου της εκπαίδευσης όλων των βαθμίδων και της λειτουργίας και διοίκησης των ιδρυμάτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, καθώς και την ενίσχυση της αποδοτικότητας και αυτονομίας των δημόσιων εκπαιδευτικών μονάδων, (γ) την απεξάρτηση του εκπαιδευτικού συστήματος από συντεχνιακά συμφέροντα, (δ) την αύξηση της χρηματοδότησης, η οποία παραμένει πολύ χαμηλή, και (ε) τη διαφάνεια σε όλα τα επίπεδα.

#### • Ανάσχεση της φυγής ανθρώπινου κεφαλαίου

Το ελληνικό ανθρώπινο δυναμικό οδηγείται στη φυγή/μετανάστευση ως αντίδραση στην εκτίναξη του ποσοστού ανεργίας και την ταχεία βύθιση της οικονομίας στην ύφεση, με ανησυχητικές επιπτώσεις στα δημογραφικά δεδομένα της χώρας, τα δημόσια οικονομικά, το ασφαλιστικό σύστημα και την ποιότητα του εναπομένου εργατικού δυναμικού. Για την αναστροφή της μεγάλης φυγής των νέων επιστημόνων στο εξωτερικό, η ελληνική πολιτεία πρέπει να λάβει μέτρα που στοχεύουν: (α) στον επανακαθορισμό των ειδών και μορφών επιστημονικής και επαγγελματικής εξειδίκευσης ώστε να αντιστοιχιστούν καλύτερα οι δεξιότητες των νέων επιστημόνων με τη ζήτηση της αγοράς, (β) στη στήριξη των δράσεων νεοφυούς επιχειρηματικότητας, (γ) στην καταπολέμηση της μετριοκρατίας, της αδιαφάνειας στην επιλογή και του νεποτισμού, (δ) στην προώθηση της αριστείας, (ε) στην επέκταση του θεσμού της μαθητείας και της πρακτικής άσκησης και (στ) στη δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού προς την επιχειρηματικότητα.

#### • Στήριξη της κοινωνικής συνοχής και καταπολέμηση της φτώχειας

Προϋπόθεση για τη διατηρήσιμη ανάπτυξη είναι η εξασφάλιση της κοινωνικής συνοχής, η οποία σήμερα απειλείται από την αύξηση της φτώχειας και της ανισοκατανομής του εισοδήματος και από τον κοινωνικό αποκλεισμό σημαντικών τμημάτων πληθυσμού. Αν και με βάση τα αποτελέσματα της τελευταίας έρευνας EU-SILC 2014, το χάσμα φτώχειας και ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας στην Ελλάδα παρουσίασαν μικρή μείωση, ο κίνδυνος της σχετικής φτώχειας παραμένει ο τρίτος υψηλότερος μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28. Εξάλλου, ο αριθμός των νοικοκυριών που διαβιούν σε συνθήκες ακραίας φτώχειας αυξήθηκε. Στη δημόσια συζήτηση κρίνεται επομένως σημαντικός ο ρόλος τόσο του επανασχεδιασμού της πολιτικής των κοινωνικών μεταβιβάσεων, ώστε να καταστούν περισσότερο αποτελεσματικές στην καταπολέμηση της φτώχειας, όσο και του εκπαιδευτικού συστήματος στην παροχή ίσων ευκαιριών συμμετοχής στη μαθησιακή διαδικασία όλων των βαθμίδων στους μαθητές που λόγω κοινωνικού αποκλεισμού αντιμετωπίζουν περιορισμούς. Με βάση τη συμφωνία με τους εταίρους, η Ελλάδα δεσμεύεται να βελτιώσει το σχεδιασμό του συστήματος κοινωνικής πρόνοιας, δρομολογώντας τη συνολική επανεξέτασή του με την υποστήριξη της Παγκόσμιας Τράπεζας, ώστε να υπάρξει ένα γνήσιο δίκτυο κοινωνικής προστασίας. Αυτό θα περιλαμβάνει τη βαθμιαία εφαρμογή σε εθνικό επίπεδο του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος από την 1η Απριλίου 2016.

\* \* \*

Στη φάση που βρίσκεται η ελληνική οικονομία, η απόσταση που πρέπει να καλυφθεί για την έξοδο από την κρίση είναι σχετικά μικρή. Για να αποτραπεί όποιο αρνητικό ενδεχόμενο και να βαδίσει η οικονομία προς την ανάπτυξη, πρέπει να αξιοποιηθούν στο έπακρο οι δυνατότητες που υπάρχουν και να αποφευχθούν οπισθοδρομήσεις και λάθη του παρελθόντος που οδήγησαν σε φαύλους κύκλους και αδιέξοδα.

Σήμερα, η προοπτική εξόδου από την κρίση είναι μεν ορατή, αλλά υπό προϋποθέσεις. Για να την προσεγγίσουμε όμως, πρέπει να παραμείνουμε προσηλωμένοι στην τήρηση των όρων της συμφωνίας, οι οποίοι δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να εκληφθούν ως επιταγές των δανειστών, αλλά ως ουσιαστικές και αναγκαίες μεταρρυθμίσεις που έπρεπε ήδη να έχουν πραγματοποιηθεί από καιρό. Η ελληνική πλευρά πρέπει να ενστερνιστεί το πρόγραμμα ως αναγκαίο μέσο προσαρμογής και μεταρρύθμισης της οικονομίας. Πέραν αυτού όμως, οι αλλαγές που απαιτείται να ενσωματωθούν σε ένα εθνικό σχέδιο ανάπτυξης

είναι προς την κατεύθυνση της στήριξης (α) της παραγωγής, (β) των επενδύσεων, (γ) του “τριγώνου της γνώσης” (παιδεία, έρευνα, καινοτομία) και (δ) της νέας γενιάς. Αυτό το εθνικό σχέδιο ανάπτυξης πρέπει να είναι ένα αναπτυξιακό και συνάμα κοινωνικό συμβόλαιο δημιουργίας και μετακίνησης πόρων για τη βελτίωση της παραγωγικότητας και τη δημιουργία επιχειρήσεων και νέων θέσεων εργασίας. Αυτές είναι οι κατευθύνσεις που θα επιτρέψουν την οριστική έξοδο της ελληνικής οικονομίας από την κρίση και την επιστροφή της σε έναν ενάρετο κύκλο ανάπτυξης και απασχόλησης.

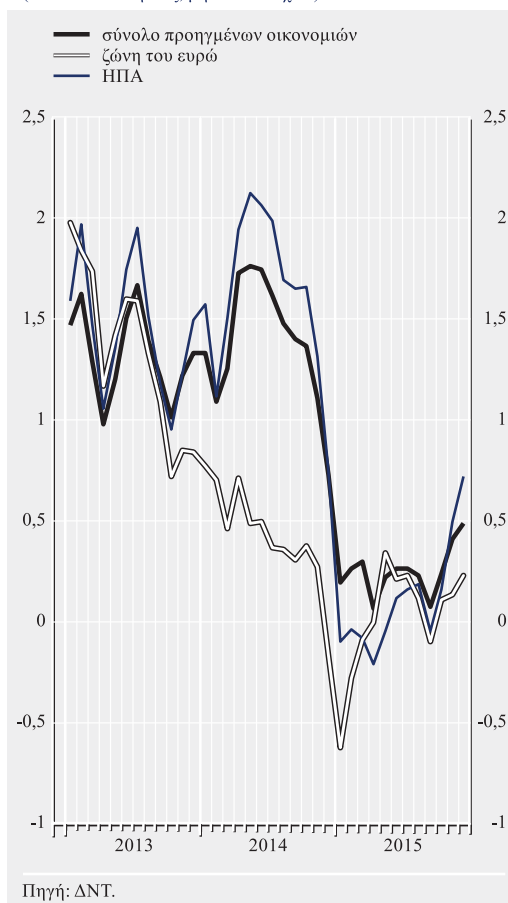
### III ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ<sup>1</sup>

Το 2015, η **παγκόσμια οικονομία** εκτιμάται ότι αναπτύχθηκε με ρυθμό 3,1%, που αποτελεί το χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης μετά τη μεγάλη ύφεση του 2009. Η μέτρια αυτή επίδοση οφείλεται κυρίως στην επιβράδυνση της ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες. Κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών εξελίξεων το 2015 υπήρξε η σημαντική πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων, η οποία συνέβαλε στη διαμόρφωση πολύ χαμηλών ποσοστών πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα III.1). Οι προοπτικές για το 2016 διαγράφονται θετικές, καθώς αναμένεται μικρή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, καθώς και αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, σημαντικές προκλήσεις παραμένουν, όπως η ομαλή απορρόφηση της αλλαγής της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ προς λιγότερο διευκολυντική κατεύθυνση, η διαχείριση των επιπτώσεων του υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους που κληροδότησε η οικονομική κρίση, καθώς και η υστέρηση των επενδύσεων και του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός ανάπτυξης το 2015 εκτιμάται ότι ανήλθε σε 1,5%, ενώ το 2016 προβλέπεται ότι θα σημειώσει μικρή επιτάχυνση σε 1,7%. Ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα το 2015, 0,0%, ενώ αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια του 2016. Θετική συμβολή στην ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ είχε η διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, η οποία αναμένεται να συνεχίσει να συμβάλλει στη σταδιακή ομαλοποίηση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδιαίτερα μετά την ενίσχυση των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης στις αρχές Δεκεμβρίου του 2015. Η επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι ουδέτερη έως ελαφρά ενισχυτική μετά τη σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή των τελευταίων ετών. Υπάρχουν ωστόσο σημαντικές αβεβαιότητες, οι οποίες συνδέονται με τις επιπτώσεις από την επιβράδυνση της ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες, ιδίως της οικονομίας της Κίνας (βλ. Πλαίσιο III.1), ενδε-

Διάγραμμα III.1 Δείκτης τιμών καταναλωτή στις προηγμένες οικονομίες (Ιανουάριος 2013-Δεκέμβριος 2015)

(ποσοστά % ετησίως, μηνιαία στοιχεία)



χόμενες οικονομικές επιπτώσεις από την προσφυγική κρίση και από γεωπολιτικές εντάσεις, ενώ η επίδραση από την πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ ίσως να είναι λιγότερο ευνοϊκή το 2016.

Οι χώρες της **NA Ευρώπης** συνέχισαν το 2015 να καταγράφουν θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το 2016 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε σχετικά υψηλά επίπεδα, 3%, υπό την επίδραση και της σταδιακής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ.

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 12.2.2016.

## Ι ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ<sup>2</sup>

### Παγκόσμια οικονομία

Ο ρυθμός αύξησης της **παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας**, αφού διατηρήθηκε σταθερός γύρω στο 3,4% επί τρία συνεχόμενα έτη, εκτιμάται ότι υποχώρησε το 2015 στο 3,1%, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη, για πέμπτο έτος, επιβράδυνση στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.1).

Η **διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ** στις **προηγμένες οικονομίες** συνεχίστηκε για τρίτη συνεχόμενη χρονιά το 2015 (1,9% το 2015, 1,8% το 2014 και μόλις 1,1% το 2013), ενώ εξακολουθεί να υπολείπεται του μακροχρόνιου μέσου όρου του ρυθμού ανάπτυξης (την περίοδο 1980-2008 η μέση αύξηση του ΑΕΠ του συνόλου των προηγμένων οικονομιών ήταν 2,8%). Η ανάκαμψη στις προηγμένες οικονομίες στηρίχθηκε σημαντικά στην ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και της ιδιωτικής κατανάλωσης (2,3%, έναντι 1,7% το 2014), ως συνέπεια της πτώσης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και της υποχώρησης του ποσοστού ανεργίας. Ωστόσο, οι πραγματικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, παρά τη διατήρηση της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες και των πολύ χαμηλών επιτοκίων, παρέμειναν υποτονικές και μάλιστα επιβραδύνθηκαν (2,6%, έναντι 2,9% το 2014). Όσον αφορά τις εξελίξεις στις επιμέρους χώρες, το ΑΕΠ επιταχύνθηκε ελαφρά στη ζώνη του ευρώ, η Ιαπωνία επέστρεψε σε θετικό ρυθμό μεταβολής και οι ΗΠΑ διατήρησαν ικανοποιητικό ρυθμό οικονομικής ανόδου.

Συγκεκριμένα, στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ενισχύθηκε μετρίως (2,5%, από 2,4% το 2014), καθώς η σημαντική πτώση της τιμής των καυσίμων και η περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας τόνωσαν το διαθέσιμο εισόδημα και την ιδιωτική κατανάλωση. Στην **Ιαπωνία** ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι έγινε

θετικός (0,6%, από 0,0% το 2014), ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα συνέχισε να μειώνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρά την αύξηση των δημόσιων δαπανών. Ωστόσο, ο πληθωρισμός παρέμεινε θετικός αλλά σταθερά χαμηλότερος του στόχου του 2%, με αποτέλεσμα η Τράπεζα της Ιαπωνίας να προβεί σε νέα μέτρα νομισματικής χαλάρωσης τον Ιανουάριο του 2016. Ικανοποιητική αλλά χαμηλότερη ανάπτυξη παρατηρήθηκε στο **Ηνωμένο Βασίλειο** για το 2015 (2,3%) και το ίδιο αναμένεται για το 2016 (2,1%) έναντι του 2014 (2,9%).

Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες υποχώρησε σημαντικά το 2015 και σχεδόν μηδενίστηκε (0,3%, έναντι 1,4% το 2014). Η διατήρηση του μεγάλου παραγωγικού κενού, αν και μειωμένου σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, σε συνδυασμό με τη μεγάλη υποχώρηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου (πτώση κατά 47,1% σε μέσα επίπεδα έτους έναντι του 2014) και των άλλων βασικών εμπορευμάτων επέδρασαν αρνητικά στο επίπεδο των τιμών, παρά την υποτιμητική πορεία του ευρώ η οποία αντίθετα άσκησε αυξητικές πιέσεις επί των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες**, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε περαιτέρω το 2015 σε 4,0% από 4,6% το 2014, κυρίως λόγω της ύφεσης στις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων Χωρών (-2,8%) και της Λατινικής Αμερικής (-0,3%). Μερικές μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες που εξάγουν βασικά εμπορεύματα (λ.χ. Ρωσία, Βραζιλία) επλήγησαν ιδιαίτερα από τη μεγάλη πτώση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου, των μετάλλων και των άλλων βασικών εμπορευμάτων.

Στην **Κίνα** η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνεται συνεχώς μετά το 2011 και εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 6,9% το 2015, ενώ αναμένεται

<sup>2</sup> Κύριες πηγές στοιχείων: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Winter 2016*, Φεβρουάριος 2016, ΟΟΣΑ, *Economic Outlook No. 98 Prelim. Version*, Νοέμβριος 2015, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, *World Economic Outlook Update*, Ιανουάριος 2016, και *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2015, και Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, "Μακροοικονομικές προβολές εμπεριρονημένων του Ευρωσυστήματος", Δεκέμβριος 2015.

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

	Αριθμός κρατών	% Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup>	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			
			2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
<b>Παγκόσμιο σύνολο</b>	<b>189</b>	<b>100,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>													
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	36	42,9	1,8	1,9	2,1	1,4	0,3	1,1	-3,4	-3,1	-2,6					0,4	0,5	0,3
ΗΠΑ		15,9	2,4	2,5	2,6	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	0,0	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	2,3	2,1	1,5	0,0	0,8	-5,7	-4,4	-3,1	88,2	88,6	89,1	-5,1	-5,0	-4,7	
Ζώνη του ευρώ	19	12,2	0,9	1,5	1,7	0,4	0,0	0,5	-2,6	-2,2	-1,9	94,5	93,5	92,7	3,0	3,7	3,6	
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	153	57,1	4,6	4,0	4,3	5,1	5,5	5,6	-2,6	-4,3	-4,0					0,5	-0,1	-0,2
Κίνα		16,6	7,3	6,9	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	-3,7	-1,0	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 Update*, Ιανουάριος 2016 και *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2015 και για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Winter 2016*, Φεβρουάριος 2016.

Σημείωση: 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 Γενικής κυβέρνησης.

να υποχωρήσει περαιτέρω σε 6,3% το 2016. Η οικονομία βρίσκεται σε μία διαδικασία αλλαγής του παραγωγικού υποδείγματος, με στροφή από τις επενδύσεις και τη μεταποίηση προς την κατανάλωση και τις υπηρεσίες, που συνεπάγεται, όπως είναι αναμενόμενο, σταδιακή προσαρμογή σε χαμηλότερους, σε σχέση με το παρελθόν, αλλά υψηλούς και διατηρήσιμους ρυθμούς ανόδου των εξαγωγών, της πιστωτικής επέκτασης και των επενδύσεων. Μετά την υποτίμηση του ρενμίμπι (γιουάν) από την κεντρική τράπεζα της Κίνας το καλοκαίρι, που είχε ως αποτέλεσμα σημαντικές εκροές κεφαλαίων και την αναταραχή στις χρηματαγορές της Ασίας και πέραν αυτών, οι κινήσεις της κεντρικής τράπεζας

φάνηκαν να επιτυγχάνουν σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ωστόσο, στα τέλη του 2015 οι προσδοκίες των επενδυτών για περαιτέρω υποτίμηση του γιουάν ενίσχυσαν την πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και τις εκροές κεφαλαίων, με αποτέλεσμα νέα και μεγαλύτερη αναταραχή κυρίως στις αγορές συναλλάγματος στις αρχές του 2016. Για τις επιδράσεις στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ από τις εξελίξεις αυτές, βλ. Πλαίσιο III.1.

Η αβεβαιότητα στην αγορά συναλλάγματος του γιουάν σχετίζεται και με τη σταδιακή μετάβαση σε ένα πλαίσιο καθορισμού της ισοτιμίας με βάση τις αγορές, μετάβαση η οποία



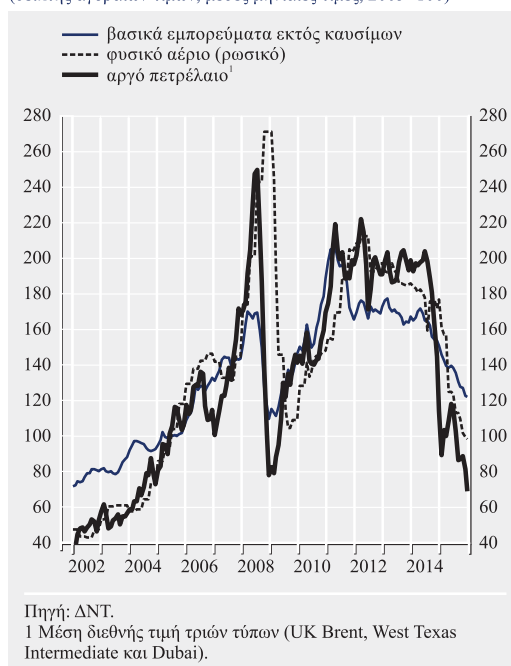
συνδέεται και με την απόφαση για τη **συμμετοχή** του κινεζικού νομίσματος στο “καλάθι” των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων (ΕΔΤ/SDRs) του ΔΝΤ.<sup>3</sup> Η απόφαση αυτή αναμένεται να ενισχύσει τη διαδικασία ενσωμάτωσης της Κίνας στο διεθνές νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα και να καταστήσει τη νομισματική και συναλλαγματική της πολιτική περισσότερο προβλέψιμη. Ωστόσο, η μετάβαση σε ένα νέο πλαίσιο καθορισμού της ισοτιμίας εμπεριέχει σημαντικές προκλήσεις για τις κινεζικές αρχές, όπως σηματοδοτούν και οι αντιδράσεις των κεφαλαιαγορών.

Ο **ρυθμός ανόδου του όγκου του παγκοσμίου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** υποχώρησε σημαντικά το 2015 στο 2,6%, έναντι ρυθμού 3,4% το 2014 και έναντι ανόδου κατά 3,2% που προβλεπόταν μόλις τον Οκτώβριο του 2015. Το διεθνές εμπόριο επηρεάστηκε αρνητικά κυρίως από την αναιμική ζήτηση εισαγωγών από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, κυρίως την Κίνα, τάση η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από την επιτάχυνση του όγκου των εξαγωγών ορισμένων εξ αυτών, ενδεχομένως λόγω των μειωμένων τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Για το 2016 προβλέπεται ότι το παγκόσμιο εμπόριο θα σημειώσει αύξηση 3,4%. Το διεθνές εμπόριο τα τελευταία έτη χαρακτηρίζεται από χαμηλούς ρυθμούς ανόδου οι οποίοι υπολείπονται εκείνων που είχαν σημειωθεί πριν 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.<sup>4</sup>

Οι **διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου** υποχωρούν συνεχώς από τα μέσα του 2014 και σε μέσα επίπεδα έτους υποχώρησαν το 2015 κατά 47,1% σε όρους δολαρίου (έναντι επίσης μείωσης κατά 7,5% το προηγούμενο έτος) και κατά 35,9% σε όρους ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.2), καθώς η χαμηλότερη από το αναμενόμενο διεθνής ζήτηση συνδυάστηκε με την αυξημένη συνολική προσφορά αργού πετρελαίου λόγω του εντεινόμενου διεθνούς ανταγωνισμού για τα παγκόσμια μερίδια αγοράς, κυρίως μεταξύ αφενός των αραβικών χωρών-

**Διάγραμμα III.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2002-Δεκέμβριος 2015)**

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



μελών του ΟΠΕΚ και αφετέρου των ΗΠΑ. Οι τελευταίες, έχοντας εισαγάγει νέες τεχνολογίες για την εξόρυξη σχιστολιθικών κοιτασμάτων, μείωσαν τα τελευταία έτη την ενεργειακή τους εξάρτηση από το εξωτερικό. Από τον Ιανουάριο του 2016 μάλιστα, οι ΗΠΑ άρχισαν και την εξαγωγή αργού πετρελαίου.

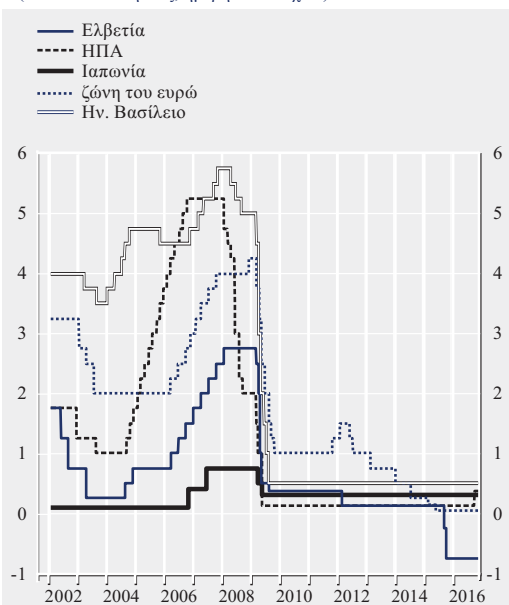
Οι **διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων** υποχώρησαν το 2015 κατά 17,4% σε όρους δολαρίου (έναντι επίσης μείωσης κατά 4,0% το προηγούμενο έτος) και κατά 0,7% σε όρους ευρώ, με τους επιμέρους δείκτες των μετάλλων και των τροφίμων να υποχωρούν κατά 23,1% και 16,0% αντιστοίχως.

<sup>3</sup> Η απόφαση για συμμετοχή στο καλάθι των ΕΤΔ ελήφθη από το Διοικητικό Συμβούλιο του ΔΝΤ στις 30.11.2015, αλλά θα τεθεί σε ισχύ από 1.10.2016 ώστε να δοθεί αρκετός χρόνος στους χρήστες των ΕΤΔ να προσαρμόσουν τις συναλλαγές τους. Με την απόφαση αυτή το σχετικό βάρος των νομισμάτων στο καλάθι των ΕΤΔ θα έχει ως ακολούθως: δολάριο ΗΠΑ 41,73%, ευρώ 30,93%, κινεζικό γιουάν 10,92%, ιαπωνικό γιεν 8,33% και βρετανική στερλίνα 8,09%.

<sup>4</sup> Βλ. Ειδικό θέμα Π.1 “Η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου: αίτια και προοπτικές”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2014-2015*, Ιούνιος 2015.

**Διάγραμμα III.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2002 - 31 Ιανουαρίου 2016)**

(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 **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες ακολουθεί αποκλίνουσες κατευθύνσεις μετά την απόφαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ στις 16 Δεκεμβρίου 2015 να αυξήσει το βασικό της επιτόκιο κατά 1/4 της ποσοστιαίας μονάδας. Η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ αναμένεται να διατηρήσει την περιοριστική της κατεύθυνση το 2016. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά χαλαρή. Μάλιστα, η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας στις αρχές του 2015 καθόρισε αρνητικά τα βασικά της επιτόκια σε μια προσπάθεια αποθάρρυνσης της μεγάλης εισροής κεφαλαίων και της συνακόλουθης ανατιμητικής πίεσης επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα III.3). Η Τράπεζα της Ιαπωνίας αποφάσισε τον Ιανουάριο του 2016 να συμπληρώσει τα μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης

με αρνητικό επιτόκιο -0,1% στις καταθέσεις που τηρούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε αυτήν, σε μια παρόμοια κίνηση με το αρνητικό επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ.

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 το 2015**. Η επιτάχυνση του ΑΕΠ και η μείωση του παραγωγικού κενού υποβοήθησαν τις προσπάθειες των κυβερνήσεων προς την κατεύθυνση αυτή. Μετά τη σημαντική διόρθωση των υπερβολικών δημοσιονομικών ανισορροπιών σε **όρους ροών** (ελλείμματα) που επιτεύχθηκε μετά τη μεγάλη ύφεση του 2009, προτεραιότητα πλέον δίνεται στη διόρθωση των μεγάλων ανισορροπιών **σε όρους αποθεμάτων** (δημόσιο και ιδιωτικό χρέος), ώστε να υποχωρήσουν οι συστημικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία.

Οι **προοπτικές για το 2016** παραμένουν θετικές, καθώς το παγκόσμιο ΑΕΠ και το διεθνές εμπόριο προβλέπεται ότι θα ανακάμψουν σταδιακά. 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. Η αύξηση των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ συνοδεύεται ωστόσο από τον κίνδυνο εκροής κεφαλαίων και αύξησης του βάρους του (κυρίως ιδιωτικού) χρέους σε δολάρια για τις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες.<sup>5</sup> Επιπλέον, στους κινδύνους που θα αντιμετωπίσει η παγκόσμια οικονομία το 2016 συμπεριλαμβάνονται ο κίνδυνος περαιτέρω επιβράδυνσης των ρυθμών ανάπτυξης και ανταγωνιστικών υποτιμήσεων στις αναδυόμενες οικονομίες, η χαμηλή παραγωγικότητα και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Σημαντικός παράγοντας πιθανής επιβράδυνσης παραμένουν οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι στη Μέση Ανατολή.

<sup>5</sup> Για την επίδραση της επιβράδυνσης των χωρών αυτών στη ζώνη του ευρώ, βλ. Πλαίσιο III.1.

## ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΚΙΝΑ ΚΑΙ ΤΙΣ ΑΛΛΕΣ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ

### 1 Οι οικονομικές εξελίξεις

Με αφορμή τη συνεχιζόμενη επιβράδυνση και την εγχώρια εξισορρόπηση της οικονομίας της Κίνας, την αυξημένη μεταβλητότητα της ισοτιμίας του νομίσματός της, τη διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών της, αλλά και τις νομισματικές και συναλλαγματικές παρεμβάσεις στις οποίες προέβλεψαν οι κινεζικές αρχές κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού του 2015 και στις αρχές του 2016, αναζωπυρώθηκε η συζήτηση γύρω από το ρυθμό επιβράδυνσης της ανάπτυξης της κινεζικής οικονομίας και τις πιθανές επιδράσεις στην παγκόσμια και ιδιαίτερα στην ευρωπαϊκή οικονομία.

Η συμβολή και η επίδραση των αναδυόμενων και αναπτυσσομένων οικονομιών στις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις είναι ιδιαίτερα σημαντική, αφού βαίνει σταθερά αυξανόμενη επί σχεδόν δύο δεκαετίες. Η συμβολή των οικονομιών αυτών στο παγκόσμιο ΑΕΠ, η οποία έφθανε στο 36,8% το 1999 σε όρους αγοραστικής ισοδυναμίας (PPP), σταδιακά αυξήθηκε στο 45,4% το 2004 και στο 57,1% το 2014. Ειδικότερα η Κίνα, η μεγαλύτερη αναδυόμενη οικονομία, το 2014 παρήγαγε το 16,6% του παγκόσμιου ΑΕΠ και πραγματοποίησε το 10,5% των παγκόσμιων εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, ενώ πριν από δέκα έτη παρήγε το 13,2% του παγκόσμιου ΑΕΠ και πραγματοποιούσε το 5,9% των παγκόσμιων εξαγωγών.

Ωστόσο, η οικονομία της Κίνας τα τελευταία πέντε έτη διέρχεται φάση επιβράδυνσης και εξισορρόπησης περισσότερο διαρθρωτικού χαρακτήρα, όπως φανερώνουν, μεταξύ άλλων, το ύψος και η σύνθεση των εισαγωγών της. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας, αν και επιβραδύνθηκε για πέμπτο συνεχόμενο έτος, παρέμεινε υψηλός και εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 6,9% το 2015, έναντι 9,2% κατά μέσο όρο την περίοδο 1996-2011. Η τρέχουσα πρόβλεψη είναι για περαιτέρω επιβράδυνση του ΑΕΠ στο 6,3% το 2016 και 6,0% το 2017. Η επιβράδυνση η οποία έχει σημειωθεί έως τώρα οφείλεται κυρίως στη μειωμένη επενδυτική δραστηριότητα, τόσο σε κατοικίες όσο και στη βιομηχανία. Η αγορά ακινήτων διέρχεται φάση διόρθωσης από το 2014, ενώ η υποτονική διεθνής ζήτηση επιβράδυνε τις εξαγωγές και τις επενδύσεις, υπεραντισταθμίζοντας την καλή πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Οι συνεχείς μειώσεις των βασικών επιτοκίων κατά το 2015, αλλά και οι παρεμβάσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία του γιουάν από τις νομισματικές αρχές της Κίνας (υποτίμησή του έναντι του δολαρίου κατά 2% τον περασμένο Αύγουστο και κατά 0,5% τον Ιανουάριο του 2016), προσέθεσαν περισσότερη ανησυχία, αφού θεωρήθηκε ότι εν μέρει επιβεβαίωναν τις ανησυχίες των αγορών για ενδεχόμενη περισσότερο απότομη επιβράδυνση. Με τις αγορές να προβλέπουν περαιτέρω αποδυνάμωση της οικονομίας και της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά και με τις παρεμβάσεις των αρχών ώστε να αποτρέψουν μεγαλύτερη υποχώρηση της ισοτιμίας, παρατηρήθηκε καθαρή εκροή κεφαλαίων και μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας ήδη από τα μέσα του 2014. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, αφού έφθασαν σε ύψος-ρεκόρ τον Ιούνιο του 2014 (3,99 τρισεκ. δολάρια), μειώνονται έκτοτε σχεδόν συνεχώς, φθάνοντας τα 3,33 τρισεκ. δολάρια το Δεκέμβριο του 2015.

### 2 Οι επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα

Οι πιθανές επιδράσεις για την ευρωπαϊκή οικονομία από μια ενδεχόμενη περισσότερο απότομη επιβράδυνση της οικονομίας της Κίνας και άλλων αναδυόμενων οικονομιών είναι ποικίλες και σύνθετες. Πρέπει κατ' αρχάς να σημειωθεί ότι το πρόβλημα εντοπίζεται κυρίως στην προβλε-

πόμενη αποδυνάμωση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας της Κίνας, αφού, σε αντίθεση με αυτήν, τόσο οι αναδυόμενες οικονομίες ως σύνολο όσο και οι μεγαλύτερες από αυτές προβλέπεται ότι το 2016 είτε θα επιταχυνθούν (Ινδία, Μεξικό) είτε θα σημειώσουν μικρότερη ύφεση (Ρωσία, Βραζιλία).

Οι απευθείας επιδράσεις μέσω του εξωτερικού εμπορίου είναι αρνητικές, αλλά περιορισμένες και δεν φαίνεται να μπορούν να αποδυναμώσουν αισθητά την πορεία ανάκαμψης της ζώνης του ευρώ. Η Κίνα απορροφά μόνο το 3,7% περίπου των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ και αποτελεί το δεύτερο σημαντικότερο προορισμό τους (προηγούνται οι ΗΠΑ με 6,3%). Σημαντικότερο του μέσου όρου εξαγωγικό μερίδιο στην Κίνα κατέχουν ωστόσο η Γερμανία, η Φινλανδία, η Γαλλία και η Μάλτα.

Η **διάθρωση του εξαγωγικού εμπορίου της ζώνης του ευρώ** είναι τέτοια ώστε, παρά την προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ της Κίνας, ο ρυθμός αύξησης του όγκου των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ την περίοδο 2015-2017 προβλέπεται ότι θα υπερβεί εκείνον της περιόδου 2012-2014, παραμένοντας ωστόσο χαμηλότερος σε σχέση με το παρελθόν.

Σύμφωνα με τις ασκήσεις προσομοίωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, **οι απευθείας επιπτώσεις** από μια αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας χαμηλότερη κατά 1 ποσοστιαία μονάδα το 2016 και το 2017 έναντι του βασικού σεναρίου οδηγούν σε μείωση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ έναντι του βασικού σεναρίου κατά 0,2% το 2016 και κατά 0,3% το 2017. Επιπλέον, σύμφωνα με τις ασκήσεις προσομοίωσης του ΟΟΣΑ, μια ενδεχόμενη πρόσθετη μείωση του ρυθμού επιβράδυνσης της εγχώριας ζήτησης στην Κίνα κατά 2% τη διετία 2016-2017 θα επιβάρυνε το παγκόσμιο ΑΕΠ κατά 0,3% κατ' έτος.

Οι **δευτερογενείς εμπορικές επιπτώσεις** όμως μέσω των επιπτώσεων σε άλλες αναδυόμενες αλλά και προηγμένες οικονομίες ενδέχεται να είναι σημαντικότερες για τις συνολικές εξαγωγές της ζώνης του ευρώ, αφού ο όγκος των εισαγωγών της Κίνας επιβραδύνεται σημαντικά (προβλεπόμενη μέση ετήσια αύξηση όγκου εισαγωγών 2,7% την περίοδο 2015-2017, έναντι μέσης ετήσιας αύξησης 8,4% την προηγούμενη τριετία). Ειδικότερα, το υποτονικό διεθνές εμπόριο αγαθών επιδρά ήδη αρνητικά στις διεθνείς μεταφορές, ενώ σε συνδυασμό με την αύξηση της συνολικής μεταφορικής ικανότητας μειώνει τους θαλάσσιους ναύλους, κυρίως του ξηρού φορτίου, και συνεπώς τα έσοδα από τη ναυτιλία σε ορισμένες χώρες όπως η Ελλάδα.

Οι επιδράσεις **μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών και του τραπεζικού τομέα** είναι περιορισμένες. Οι απευθείας χρηματοπιστωτικοί δεσμοί της ζώνης του ευρώ με την οικονομία της Κίνας είναι μικροί κυρίως λόγω των περιορισμών που υφίστανται στις διασυνοριακές συναλλαγές και στις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν χαμηλό απευθείας άνοιγμα στην Κίνα, ενώ το ποσοστό των ξένων άμεσων επενδύσεων των χωρών της ΕΕ-28 προς την Κίνα, σε αντίθεση με των ΗΠΑ, είναι μικρό και δεν υπερβαίνει το 2% του συνόλου.

Ωστόσο, οι επιπτώσεις **μέσω του διαύλου της εμπιστοσύνης** ενδέχεται να είναι σοβαρότερες. Η αυξημένη μεταβλητότητα και η συγχρονισμένη στάση αποφυγής των επενδυτικών κινδύνων, μέσω της μείωσης της αξίας των μετοχών και της αύξησης των ασφαλιστρών κινδύνου (risk premia), ενδέχεται να έχουν μεγαλύτερη επίπτωση σε περίπτωση πραγματοποίησης δυσμενέστερων σεναρίων, κυρίως μέσω της αύξησης του κόστους του δανεισμού. Ο ΟΟΣΑ υπολογίζει ένα τέτοιο σενάριο μεγαλύτερης υποχώρησης επί διετία της εγχώριας ζήτησης στην Κίνα, η οποία θα συνοδεύεται και από μείωση της εμπιστοσύνης, δηλαδή μείωση κατά 15% της αξίας των μετοχών διεθνώς και αύξηση των αποδόσεων έναντι κινδύνου κατά 50 μονάδες βάσης σε όλες τις οικονομίες.

Η ενδεχόμενη επίπτωση επί του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ στην περίπτωση αυτή αυξάνεται στο 0,6% το 2016 και στο 0,8% το 2017. Οι επιπτώσεις στις οικονομίες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, της Ρωσίας και της Ινδίας θα είναι μεγαλύτερες σύμφωνα με τις εκτιμήσεις αυτές.

Παράλληλα, η Κίνα είναι από τους μεγαλύτερους καταναλωτές ενέργειας και μετάλλων (11% και 50% του παγκόσμιου συνόλου αντιστοίχως). Οι απευθείας επιδράσεις **επί του επιπέδου τιμών** στη ζώνη του ευρώ από τη χαμηλότερη ζήτηση βασικών εμπορευμάτων από την Κίνα, μέσω των χαμηλότερων διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, είναι ήδη ορατές και θετικές επί του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και των εταιρικών κερδών στις ευρωπαϊκές οικονομίες. Σε περίπτωση υλοποίησης του αρνητικού σεναρίου για την Κίνα, η πτώση των διεθνών τιμών θα είναι ακόμη μεγαλύτερη, καθώς επίσης και οι ευνοϊκές επιδράσεις σε αυτά τα μεγέθη.

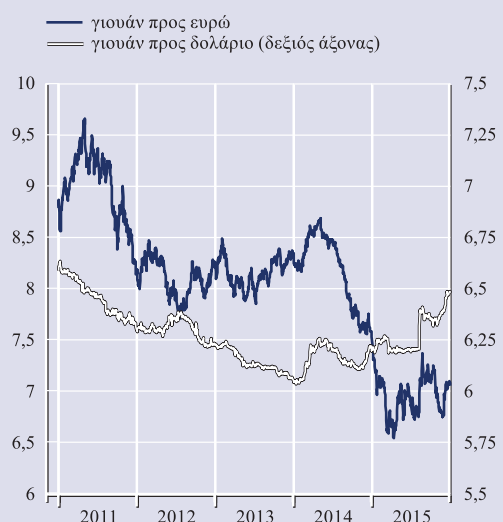
Οι **συναλλαγματικές εξελίξεις** δεν έχουν προς το παρόν ξεκάθαρη επίδραση επί του εξωτερικού εμπορίου της ζώνης του ευρώ. Λόγω της πρόσδεσης του γιουάν με το δολάριο και της ανατιμητικής πορείας του δολαρίου ιδίως από το 2014, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του κινεζικού γιουάν ανατιμήθηκε σημαντικά τα τελευταία έτη (κατά 40% την περίοδο 2005-2014 σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας). Αρχικά στις αρχές Αυγούστου του 2015 και στη συνέχεια από το Νοέμβριο του 2015 και μετά το κινεζικό νόμισμα υποτιμάται στις αγορές, παραμένει ωστόσο σημαντικά ενισχυμένο έναντι των προηγούμενων ετών. Η υποτίμηση του γιουάν έναντι του δολαρίου το 2015 δεν έπληξε τη ζώνη του ευρώ, καθώς το ευρώ υποτιμήθηκε περισσότερο έναντι του δολαρίου, με συνέπεια να ανατιμηθεί σε ένα βαθμό έναντι του κινεζικού νομίσματος.

### 3 Συμπεράσματα

Η παρατηρούμενη από το καλοκαίρι του 2015 αναστάτωση στις αγορές κεφαλαίων και συναλλάγματος της Κίνας αλλά και η συντελούμενη επιβράδυνση της οικονομίας της αναμένεται ότι θα έχουν πρωτογενείς και δευτερογενείς επιπτώσεις στην ευρωπαϊκή οικονομία, οι οποίες εκτιμάται ότι θα είναι **περιορισμένες**. Οι δευτερογενείς επιπτώσεις μέσω του διαύλου της εμπιστοσύνης από τη γενικευμένη αντίδραση των επενδυτών έναντι του κινδύνου απώλειας αξιών αναμένεται να είναι σημαντικότερες από την πρωτογενή επίπτωση μέσω της μείωσης του διεθνούς εμπορίου ή των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Οι επιπτώσεις αυτές όμως δεν φαίνονται ικανές να αποδυναμώσουν αισθητά την πορεία ανάκαμψης της ζώνης του ευρώ.

#### Διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες του κινεζικού γιουάν (CNY)

(μηνιαία στοιχεία, δείκτες, 2005=100)



Πηγή: EKT.

Πηγές: OECD, *Economic Outlook*, No 98, Nov. 2015, Box 1.2 “The global impact of weaker demand growth in China”.  
EC, *European Economic Forecast, Autumn 2015*, Nov. 2015, Box I.2 “Spill-overs from the slowdown in China on the EU economy – channels of contagion”.  
IMF, *World Economic Outlook*, Oct. 2015, Scenario Box 1, “A Structural Slowing in Emerging Market Economies”.

## Ζώνη του ευρώ

Η **οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ** συνεχίστηκε για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2015 και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε στο 1,5% από 0,9% το 2014. Η ανάκαμψη στηρίχθηκε περισσότερο στην εγχώρια ζήτηση και κυρίως στην ιδιωτική κατανάλωση, η οποία αυξήθηκε με ρυθμό 1,7% από 0,8% το 2014, ενώ και ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων επιταχύνθηκε. Η οικονομική δραστηριότητα ενισχύθηκε από την πτώση της τιμής του πετρελαίου, την επεκτατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και το σχετικά πιο αδύναμο ευρώ. Οι θετικοί αυτοί παράγοντες υπεραντιστάθμισαν την αρνητική επίδραση της συνεχιζόμενης επιβράδυνσης των αναδυόμενων οικονομιών και του διεθνούς εμπορίου.

Όλες πλέον οι οικονομίες της ζώνης του ευρώ αλλά και της ΕΕ των 28, συμπεριλαμβανομένων εκείνων οι οποίες βρίσκονται ή βρέθηκαν σε προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, σημείωσαν θετικούς και αυξανόμενους ρυθμούς ανάπτυξης, πλην της Ελλάδος και της Φινλανδίας, οι οποίες κατέγραψαν, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μηδενική ανάπτυξη το 2015. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος στη Γερμανία, επιταχύνθηκε στη Γαλλία και στην Ισπανία, ενώ μετά από τρία χρόνια ύφεσης έγινε θετικός και στην Ιταλία.

Ο **πληθωρισμός** στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να υποχωρεί και μηδενίστηκε το 2015 (0,0%, έναντι 0,4% το 2014), ενώ αναμένεται ότι θα αυξηθεί σταδιακά και θα διαμορφωθεί, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε 0,5% το 2016. Το σημαντικότερο ρόλο στις εξελίξεις του γενικού επιπέδου τιμών έπαιξε 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 συνεχίσουν να ενι-

σχύνουν τη ζήτηση και να ασκήσουν αυξητικές πιέσεις στο γενικό επίπεδο των τιμών, αντισταθμίζοντας εν μέρει την επίδραση από τη συνεχή υποχώρηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Το **ποσοστό ανεργίας** αυξήθηκε σημαντικά κατά την περίοδο της κρίσης, άρχισε να υποχωρεί όμως στη συνέχεια, ακολουθώντας με χρονική υστέρηση την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Το 2015 υποχώρησε 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 και διαρθρωτικές αδυναμίες πριν από αυτήν, το ποσοστό ανεργίας, αν και υποχωρεί, παραμένει ιδιαίτερα υψηλό. Τα υψηλότερα ποσοστά ανεργίας στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι είχαν το 2015 η Ελλάδα (25,1%), η Ισπανία (22,3%), η Κύπρος (15,5%), η Πορτογαλία (12,6%) και η Ιταλία (11,9%). Σύμφωνα με έρευνες και αναλύσεις,<sup>6</sup> σημαντικό μέρος της υψηλής ανεργίας σε χώρες της ζώνης του ευρώ είναι διαρθρωτικό και οφείλεται σε υστέρησης στους ρυθμούς διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων κυρίως στην απελευθέρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών.

Η **νομισματική πολιτική της ΕΚΤ** έγινε περισσότερο διευκολυντική το 2015. 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 πρώτο 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. Στα τέλη του 2015 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι το πρόγραμμα αγοράς τίτλων θα παραταθεί κατά ένα εξά-

<sup>6</sup> Βλ. π.χ. ECB, *Monthly Bulletin*, Οκτώβριος 2014, EC, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 14, No 3, Οκτώβριος 2015, και *OECD Economic Surveys: Euro Area*, Απρίλιος 2014.

μηνο, δηλαδή θα διαρκέσει τουλάχιστον έως το Μάρτιο του 2017, με στόχο την επίτευξη πληθωρισμού κοντά στο 2% και την περαιτέρω αύξηση της παροχής πιστώσεων που έχει ήδη επιτευχθεί το 2015.<sup>7</sup>

Το δημοσιονομικό έλλειμμα στο σύνολο της ζώνης του ευρώ υποχώρησε στο 2,2% του ΑΕΠ το 2015 από 2,6% το προηγούμενο έτος. Ωστόσο, το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα, δηλαδή το έλλειμμα απαλλαγμένο από κυκλικούς παράγοντες και προσωρινά μέτρα, εκτιμάται ότι παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο. Η ουδέτερη επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά τη σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή των τελευταίων ετών εκτιμάται ότι διευκόλυνε την οικονομική ανάκαμψη των χωρών στη ζώνη του ευρώ. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρώς για πρώτη φορά ύστερα από πολλά έτη, στο 93,5% του ΑΕΠ το 2015 από 94,5% το 2014. Στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία το ακαθάριστο δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ υποχώρησε το 2015, ενώ στην Ελλάδα, την Κύπρο, την Ισπανία και την Ιταλία συνέχισε να αυξάνεται.

Η ακόμη πιο διευκολυντική νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ σε συνδυασμό με την δήλωση της πρόθεσης από την Ομοσπονδιακή

Τράπεζα των ΗΠΑ για σταδιακή μεταβολή της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ μέσα στο 2015 προκάλεσαν την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου αλλά και έναντι της στερλίνας κατά 16% και 10% αντίστοιχα σε σχέση με το 2014 (μέσα επίπεδα περιόδου).

Οι προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ παραμένουν θετικές, καθώς οι παράγοντες που επηδράσαν θετικά το 2015 θα συνεχίσουν να επιδρούν ευνοϊκά και το 2016, αν και σε μικρότερο βαθμό. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα επιταχυνθεί στο 1,7% 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 του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Σημαντική πρόκληση για τους ευρωπαϊκούς θεσμούς και την ευρωπαϊκή οικονομία αποτελεί η επιτυχή αντιμετώπιση της προσφυγικής κρίσης.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Κεφάλαιο IV “Ενιαία νομισματική πολιτική και νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ”.

<sup>8</sup> Πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ αναλύει ορισμένες οικονομικές διαστάσεις της προσφυγικής κρίσης (βλ. IMF, “The refugee surge in Europe: Economic challenges”, Ιανουάριος 2016).

## Πλαίσιο III.2

### ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

#### 1 Εξελίξεις στο νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής διευκόλυνσης της Ελλάδος

Η Ευρωομάδα (Eurogroup) ενέκρινε νέο Πρόγραμμα Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης προς την Ελλάδα στις 14 Αυγούστου 2015 μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ). Η μέγιστη χρηματοδότηση του προγράμματος καθορίστηκε σε 86 δισεκ. ευρώ, ενώ έως σήμερα έχουν εκταμιευθεί 16 δισεκ. ευρώ για την κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών. Επίσης, ο ΕΜΣ παρέιχε, μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 5,4 δισεκ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, η οποία ολοκληρώθηκε με επιτυχία το Δεκέμβριο του 2015 με σημαντική συμμετοχή διεθνών ιδιωτικών επενδυτών καθώς και της Παγκόσμιας Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης.

#### 2 Παρεμβάσεις πολιτικής και νομοθετικές προτάσεις

Το 2015 συνεχίστηκαν οι πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την εμβάθυνση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), οι οποίες αναμένεται να εντατικοποιηθούν

μέσα στο 2016. Οι πρωτοβουλίες βασίζονται στην **“Έκθεση των πέντε προέδρων”** (Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Συνόδου Κορυφής Ευρωζώνης, Ευρωομάδας, Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου) που παρουσιάστηκε τον Ιούνιο του 2015 και η οποία παρουσιάζει ένα σχέδιο δράσης για την ολοκλήρωση της “ουσιαστικής ONE” έως το 2025. Τα μέτρα που σχεδιάζονται αφορούν την προώθηση της οικονομικής, χρηματοπιστωτικής, δημοσιονομικής και πολιτικής ενοποίησης της ΕΕ σε τρία στάδια. Το πρώτο, που θα διαρκέσει έως το 2017 και θα βασιστεί σε υπάρχοντα μέσα και στην καλύτερη δυνατή χρήση των ισχυουσών Συνθηκών, θα έχει στόχο την αύξηση της ανταγωνιστικότητας, την ολοκλήρωση της ένωσης κεφαλαιαγορών, την τήρηση υπεύθυνων δημοσιονομικών πρακτικών και την ενίσχυση της δημοκρατικής υπευθυνότητας. Στο δεύτερο στάδιο οι κανόνες σύγκλισης θα αποκτήσουν ισχυρότερη δεσμευτική ισχύ και η τήρησή τους θα είναι προϋπόθεση για τη συμμετοχή ενός κράτους-μέλους στο μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων. Στο τρίτο στάδιο, που σχεδιάζεται να ξεκινήσει το αργότερο το 2025, σχεδιάζεται να έχει υλοποιηθεί μία ουσιαστική, σταθερή και οικονομικά εύρωστη ONE.

Μεταξύ των σχετικών μέτρων που προτάθηκαν από την Επιτροπή μέσα στο 2015 είναι η αναθεώρηση του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, η θέσπιση εθνικών συμβουλίων ανταγωνισμού, η ενοποιημένη εκπροσώπηση της ζώνης του ευρώ σε διεθνείς οργανισμούς όπως το ΔΝΤ, η υλοποίηση ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος Ασφάλισης Καταθέσεων<sup>1</sup> και η συγκρότηση ενός Ευρωπαϊκού Δημοσιονομικού Συμβουλίου (ΕΔΣ), το οποίο θα συμβουλεύει την Επιτροπή για δημοσιονομικά θέματα. Στις 22 Δεκεμβρίου 2015 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε τη δέσμευση για την ολοκλήρωση της ONE, θέτοντας ως τομείς προτεραιότητας για το επόμενο διάστημα μέτρα για την αποτελεσματικότερη οικονομική και δημοσιονομική διακυβέρνηση, την εξωτερική εκπροσώπηση της ζώνης του ευρώ και την Τραπεζική Ένωση.

Στις 26 Νοεμβρίου 2015 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την **Ετήσια Επισκόπηση της Ανάπτυξης (ΕΕΑ)**, η οποία εστιάζει τις πολιτικές προτεραιότητες της Ένωσης για το 2016 στους τομείς των επενδύσεων, των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και των υπεύθυνων δημοσιονομικών πολιτικών, με ενισχυμένη έμφαση στην απασχόληση και τις κοινωνικές επιδόσεις. Στο πνεύμα όσων αναφέρθηκαν για την ενίσχυση της ONE και στο πλαίσιο της βελτίωσης της οικονομικής διακυβέρνησης, η ΕΕΑ του 2016 διαχωρίζει το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο σε δύο φάσεις. Η πρώτη, που θα διαρκεί έως το Φεβρουάριο κάθε έτους, θα αφορά την ανάλυση της οικονομικής, κοινωνικής και δημοσιονομικής κατάστασης της ζώνης του ευρώ συνολικά και η δεύτερη (από Φεβρουάριο έως Ιούνιο) θα εστιάζει στις επιμέρους εθνικές συνθήκες και πολιτικές.

Η ΕΕΑ για το 2016 συνοδεύεται και από πρόταση της Επιτροπής για τη θέσπιση ενός **Προγράμματος Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων** για όλα τα κράτη-μέλη που αιτούνται συνδρομή για την υλοποίηση και εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είτε στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου ή ενός προγράμματος οικονομικής προσαρμογής είτε με δική τους πρωτοβουλία προκειμένου να επιτύχουν βιώσιμες επενδύσεις, ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων εργασίας. Συνδρομή θα δίδεται επίσης για την αποδοτική και αποτελεσματική χρήση των πόρων από τα διαρθρωτικά ταμεία. Στο πλαίσιο του προγράμματος θα χρηματοδοτούνται, μέσω των ευρωπαϊκών κονδυλίων για την τεχνική βοήθεια, σειρά επιμορφωτικών δράσεων, αναλύσεις, αξιολογήσεις και εκτιμήσεις αντικτύπου, διάθεση εμπειρογνομόνων, οργάνωση επιτόπιων επιχειρησιακών δομών σε τομείς όπως το άσυλο και η μετανάστευση κ.ά.

1 Βλ. Πρόταση Κανονισμού με σκοπό τη θέσπιση Ευρωπαϊκού Συστήματος Ασφάλισης Καταθέσεων COM(2015) 586 final, 24.11.2015.



## 2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Το 2015 όλες οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης<sup>9</sup> εκτιμάται ότι κατέγραψαν **θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης**. Στις περισσότερες χώρες ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται σημαντικά βελτιωμένος σε σχέση με το προηγούμενο έτος, με το μέσο όρο να διαμορφώνεται στο επίπεδο του 3,0% το 2015, έναντι 1,8% το 2014. Η σερβική οικονομία φαίνεται να ξεπερνά την έντονη διαταραχή που υπέστη το 2014 (λόγω των ανοιξιάτικων πλημμυρών), ανακάμποντας με θετικό πρόσημο (0,8%). Σύμφωνα και με τις τελευταίες προβλέψεις<sup>10</sup> για όλες σχεδόν τις οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης, η αναπτυξιακή δυναμική των τελευταίων δύο χρόνων φαίνεται να ενισχύεται κατά τη διάρκεια του 2016 και ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα ξεπεράσει το 3,0%. Πολλοί είναι οι παράγοντες που υποστηρίζουν την παραπάνω τάση, αλλά διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Κοινοί παράγοντες, όπως η ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης από τις χώρες της ευρωζώνης, ενισχυόμενη από την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, καθώς και η ραγδαία πώση των διεθνών τιμών ενέργειας και πρώτων υλών, φαίνεται ότι λειτουργούν ευεργετικά στις εξαγωγικές επιδόσεις των περισσότερων χωρών. Σε ορισμένες μάλιστα χώρες η αυξημένη ζήτηση εκ μέρους των χωρών της ΕΕ λειτουργεί αντισταθμιστικά στην αναιμική τάση των εγχώριων αγορών τους.

Το γ' τρίμηνο του 2015, στις τέσσερις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων, δηλ. Αλβανία, Μαυροβούνιο, ΠΓΔΜ και Σερβία, ο **μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης (3,2%) του προϊόντος** ενισχύθηκε κατά μία ποσοστιαία μονάδα σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη ο ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε σε 3,1% από το υψηλό επίπεδο 4,3% του β' τριμήνου. Στο Μαυροβούνιο και στη Σερβία η θετική πορεία κατά κύριο λόγο βασίστηκε στην καλή εξέλιξη των επενδύσεων σε συνδυασμό με τη συνέχιση της ισχυρής επίδοσης του εξαγωγικού τους τομέα (ο τουρισμός για το Μαυροβούνιο). Αντίθετα, το σκέ-

λος της ζήτησης που αφορά την κατανάλωση (δημόσια και ιδιωτική) συνέχισε και το γ' τρίμηνο να καταγράφει αρνητικά πρόσημα. Στην Αλβανία η κατανάλωση ανέκαμψε το γ' τρίμηνο, συμβάλλοντας θετικά στην αύξηση του προϊόντος, συνεπικουρούμενη και πάλι από τον ισχυρό ρυθμό επενδυτικής δραστηριότητας +12,6% (αν και χαμηλότερο σε σχέση με το +18,5% του προηγούμενου τριμήνου). Οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης και στις πέντε χώρες των Δυτικών Βαλκανίων αναμένεται να διαμορφωθούν ενισχυμένοι στο 2015 (κατά μέσο όρο 2,9%). Επίσης, οι προβλέψεις για το 2016 φαίνεται να ξεπερνούν το επίπεδο του 3,0%, αφήνοντας οριστικά πίσω το "πενιχρό" πλέον 1,4% του 2014.

Η οικονομία της **Βουλγαρίας** το γ' τρίμηνο του 2015 εμφάνισε σημάδια κόπωσης παρά την ισχυρή επίδοση του εξαγωγικού της τομέα,<sup>11</sup> καθώς το ΑΕΠ αυξήθηκε μόνο κατά 1,3% σε σύγκριση με ρυθμούς αύξησης 2,4% και 2,3% τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους. Αντίθετα, στη **Ρουμανία** η εγχώρια ζήτηση (ιδιωτική κατανάλωση και επενδύσεις) συνεχίζει να τροφοδοτεί τον ισχυρό αναπτυξιακό ρυθμό της οικονομίας με τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2015 να προσεγγίζει το 3,6% έναντι 3,3% και 4,3% των προηγούμενων δύο τριμήνων. Οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ και στις δύο αυτές χώρες προβλέπονται βελτιωμένοι για το σύνολο του 2015. Ιδιαίτερα στη Ρουμανία ο ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 3,6% το 2015 και να ξεπεράσει το 4% το 2016, έναντι 3,0% το 2014. Στην **Τουρκία**, τη μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής, η αναπτυξιακή τροχιά συνεχίζει να κινείται σε υψηλά επίπεδα, με τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2015 να διαμορφώνεται στο 4%, με την κατανάλωση (δημόσια και ιδιωτική,

<sup>9</sup> Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

<sup>10</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ΔΝΤ.

<sup>11</sup> Οι εξαγωγικές επιχειρήσεις στη Βουλγαρία αξιοποίησαν την αυξημένη ζήτηση προερχόμενη από την ανακάμπτουσα ευρωζώνη αλλά και από τρίτες εκτός ευρώ χώρες λόγω της υποτίμησης του βουλγαρικού νομίσματος, καθώς είναι προσδεδμένο στο ευρώ.

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)						
	2013	2014	2015ε	2016π	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015	γ' τρ. 2015
Αλβανία	1,1	2,0	2,7	3,2	2,8	3,0	3,0
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	2,4	1,4	4,0	-	2,3	4,3	3,1
Βουλγαρία	1,3	1,5	2,2	1,5	2,3	2,4	1,3
Μαυροβούνιο	3,5	1,8	3,9	4,0	3,2	3,7	4,2
ΠΓΔΜ	2,9	3,5	3,3	3,3	3,2	3,3	3,5
Ρουμανία	3,5	3,0	3,6	4,2	4,3	3,3	3,6
Σερβία	2,6	-1,8	0,8	1,6	-2,0	0,9	2,2
Τουρκία	4,2	2,9	3,1	3,4	2,5	3,8	4,0

Χώρα	Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)						
	2013	2014	2015ε	2016π	Σεπτ. 2015	Οκτ. 2015	Νοέμ. 2015
Αλβανία	1,9	1,6	1,9	2,3	2,2	2,1	2,1
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	-0,1	-0,9	0,6	-	-	-1,8	-1,9
Βουλγαρία	0,4	-1,6	-1,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,4
Μαυροβούνιο	1,8	-0,5	1,5	1,9	2,4	1,9	1,7
ΠΓΔΜ	2,8	-0,3	-0,3	0,7	-0,2	-0,5	-0,3
Ρουμανία	3,2	1,4	-0,4	-0,2	-1,7	-1,6	-1,6
Σερβία	7,9	2,1	1,2	2,4	1,4	1,4	1,3
Τουρκία	7,5	8,9	7,7	9,0	8,0	7,6	8,1

Χώρα	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ) <sup>1</sup>							Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			
	2013	2014	2015ε	2016π	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015	γ' τρ. 2015	2013	2014	2015ε	2016π
Αλβανία	-10,5	-12,9	-10,9	-11,9	-12,3	-10,8	-10,9	-5,0	-5,1	-3,5	-2,3
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	-5,5	-7,8	-9,0	-	-	-6,9	-6,5	-2,1	-2,0	-	-
Βουλγαρία	-0,5	0,7	1,9	2,2	0,7	0,8	2,6	-0,8	-5,8	-2,5	-2,3
Μαυροβούνιο	-14,5	-15,2	-12,9	-13,4	-	-16,2	-12,6	-5,2	-2,8	-7,0	-6,6
ΠΓΔΜ	-1,6	-0,8	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	-3,9	-4,2	-3,8	-3,5
Ρουμανία	-0,6	-0,4	-1,0	-2,1	-	-	-	-2,2	-1,4	-1,1	-3,0
Σερβία	-6,1	-6,0	-5,1	-4,9	-6,2	-5,4	-5,2	-5,5	-6,6	-3,8	-3,7
Τουρκία	-7,8	-5,8	-4,8	-4,4	-5,8	-5,8	-5,4	-1,3	-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	γ' τρ. 2015	2014	Σεπτ. 2015	2013	2014	α' τρ. 2015	β' τρ. 2015	γ' τρ. 2015
Αλβανία	18,0	16,8	15,8	16,0	17,6	55,5	55,0	24,0	23,9	22,8	20,9	25,0
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>2</sup>	15,1	15,5	15,1	15,0	-	115,2	107,0	14,5	15,1	14,2	14,1	13,8
Βουλγαρία	16,9	20,6	22,0	22,3	22,3	80,2	85,6	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Μαυροβούνιο	14,4	-	-	-	-	115,1	97,0	18,4	16,8	16,7	16,5	14,7
ΠΓΔΜ	16,8	15,6	16,0	16,2	16,2	94,7	92,2	10,9	11,6	11,3	11,2	11,5
Ρουμανία	15,0	17,3	18,6	18,1	18,7	90,6	92,7	21,9	13,9	13,9	12,8	12,3
Σερβία	19,9	19,4	20,2	21,4	21,2	113,7	112,3	21,1	21,1	22,6	22,8	22,0
Τουρκία	15,3	14,0	13,3	13,1	12,0	117,9	116,7	3,0	3,0	2,8	2,9	2,9

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

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

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

ε = εκτίμηση, π = πρόβλεψη.

+3,4%) σε αυτό το τρίμηνο να παίρνει τη σκυτάλη από τις επενδύσεις (-0,5%). Στο σύνολο του έτους το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με ρυθμό 3,1% ενώ το 2016 προβλέπεται ότι θα προσεγγίσει το 3,4%. Τα τελευταία δραματικά γεγονότα (οι αιματηρές τρομοκρατικές επιθέσεις), σε συνδυασμό με τη συνέχιση των γεωπολιτικών εντάσεων στα σύνορά της (συριακή κρίση και κουρδικό), αναμένεται ότι θα επηρεάσουν την οικονομία της χώρας με σημαντικές αρνητικές συνέπειες στην τουριστική της βιομηχανία.

Με εξαίρεση την Τουρκία, ο **πληθωρισμός** σε όλες τις χώρες της περιοχής το γ' τρίμηνο του 2015 συνέχισε να κινείται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, ενώ στις χώρες-μέλη της ΕΕ (Ρουμανία και Βουλγαρία) το φαινόμενο του αποπληθωρισμού συνεχίζεται, καταγράφοντας και το μήνα Νοέμβριο αρνητικές τιμές, -1,6% και -0,4% αντιστοίχως. Τα πολύ χαμηλά ή και αρνητικά επίπεδα πληθωρισμού που παρατηρούνται στις οικονομίες της περιοχής οφείλονται κυρίως στη σχετικά αργή διαδικασία εξάλειψης του παραγωγικού κενού, αλλά και στην αδύναμη εγχώρια ζήτηση. Οι παραπάνω ενδογενείς παράγοντες ενισχύονται από τους εξωγενείς διεθνείς παράγοντες, τη σημαντική πτώση των διεθνών τιμών ενέργειας και τροφίμων. Επίσης, σημαντικό εξωγενή παράγοντα που συμβάλλει στη μείωση των τιμών αποτελεί ο εισαγόμενος πληθωρισμός από τη ζώνη του ευρώ που παραμένει, ως αποτέλεσμα της σύνδεσης αρκετών εθνικών νομισμάτων με το ευρώ, ιδιαίτερα χαμηλός. Αντίθετα, στην Τουρκία, ο πληθωρισμός συνεχίζει να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα (Νοέμβριος 2015, 8,1%) αρκετά μακριά από το στόχο της κεντρικής τράπεζας (5%), υπό την επίδραση των ισχυρών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης (άνω του 26% το γ' τρίμηνο) και την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης αλλά και των επιπτώσεων από την υποτίμηση της τουρκικής λίρας.

Το γ' τρίμηνο του 2015 οι εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα των χωρών της περιοχής μάλλον χαρακτηρίζονται από στοιχεία σταθεροποίησης, σε σύγκριση με το σχετικά καλό πρώτο εξάμηνο του έτους<sup>12</sup>, διατηρώντας τη μικτή

εικόνα. Στην Αλβανία και στη Σερβία τα **ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών**, στο τρίτο τρίμηνο του 2015 σε σχέση με το δεύτερο κινήθηκαν σταθεροποιητικά, ως ποσοστό του ΑΕΠ, (-10,9% από -10,8% και -5,2% από -5,3%, αντίστοιχα) ενώ, στο Μαυροβούνιο το εξωτερικό έλλειμμα μειώθηκε στο -12,6% (λόγω της σημαντικής αύξησης των τουριστικών ροών) από το ιδιαίτερα υψηλό -16,2% του β' τριμήνου. Τα παραπάνω ελλείμματα κατά κύριο λόγο καλύπτονται από την εισροή σημαντικών ξένων κεφαλαίων (άμεσων ξένων επενδύσεων).<sup>13</sup> Στην ΠΓΔΜ το πλεόνασμα βελτιώθηκε περαιτέρω στο +0,4%. 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 1,9%, ενώ η Ρουμανία έλλειμμα 1,0%, ελαφρά υψηλότερο από το 0,4% του 2014. Στην Τουρκία, το γ' τρίμηνο του 2015 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε ελαφρώς στο -5,4% (λόγω των χαμηλών τιμών ενέργειας), επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από την εκτίμηση για το σύνολο του 2015 (-4,8%).

Όσον αφορά τα **δημόσια οικονομικά**, οι εξελίξεις εμφανίζονται αρκετά ανομοιογενείς. Τους πρώτους οκτώ μήνες του 2015 η Αλβανία και η Σερβία επέτυχαν αυξημένη αποτελεσματικότητα και στις δύο πλευρές εκτέλεσης του προϋπολογισμού.<sup>14</sup> 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 υποστηρίζει τις εκτιμήσεις για

<sup>12</sup> Τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των χωρών της περιοχής μειώθηκαν χάρη στην υποτονικότητα της εγχώριας κατανάλωσης, που περιόρισε τις εισαγωγές, σε συνδυασμό με τη σχετική ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης, που βελτίωσε τις εξαγωγές τους.

<sup>13</sup> Σημαντικό μέρος των ξένων άμεσων επενδύσεων εισρέει σε κλάδους του μη εμπορεύσιμου τομέα των οικονομιών τους, με αποτέλεσμα να είναι αμφίβολη η συμβολή αυτών των επενδύσεων στη μακροπρόθεσμη ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών τους και κατ' επέκταση στην άμβλυση των σημαντικών διαρθρωτικών εμπορικών τους ανισορροπιών.

<sup>14</sup> Στη Σερβία τα αυξημένα έσοδα συνοδεύθηκαν από σημαντικές μειώσεις στους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων και στις συντάξεις.

δημοσιονομικό έλλειμμα της τάξεως του 1,4% του ΑΕΠ στο σύνολο του έτους.

Με εξαίρεση την Τουρκία και την ΠΓΔΜ, οι ρυθμοί **πιστωτικής επέκτασης** συνεχίζουν να κινούνται σε ιδιαίτερα χαμηλά ή και αρνητικά επίπεδα. Το γ' τρίμηνο του 2015 στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία οι (πραγματικοί) ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης ήταν αρνητικοί, ευρισκόμενοι σε αντίθεση με τη θετική πορεία του ΑΕΠ τους (ιδιαίτερα στη Ρουμανία). Στην Αλβανία επίσης<sup>15</sup> το γ' τρίμηνο ο συνολικός ρυθμός εγχώριας πιστωτικής επέκτασης (προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά) ήταν αρνητικός, με το πρόβλημα να εντοπίζεται στο δανεισμό προς τον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας.<sup>16</sup> Στη Σερβία οι αρνητικοί ρυθμοί μεταβολής του πραγματικού τραπεζικού δανεισμού συμβαδίζουν με τις συνθήκες οικονομικής ύφεσης που βίωσε η σερβική οικονομία μέχρι το α' τρίμηνο του 2015 και την αναιμική ανάκαμψη που ακολούθησε τα επόμενα δύο τρίμηνα. Στις εν λόγω χώρες, το φαινόμενο της “ανάκαμψης χωρίς πιστωτική επέκταση” συνδέεται κατά κύριο λόγο με την ιστορική υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα (ιδίως των επιχειρήσεων) και το σχετικά υψηλό επίπεδο των δανείων σε καθυστέρηση που κληροδότησε η κρίση. Τα υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των εμπορικών τραπεζών λειτουργούν εξ αντικειμένου ως δύναμη ανάσχεσης στην κύρια δραστηριότητά τους. Ειδικότερα, δεσμεύουν ρευστότητα, αυξάνουν τον κίνδυνο και τις κεφαλαιακές ανάγκες, περιορίζοντας έτσι την πιστωτική επέκταση. Ως αποτέλεσμα, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια λειτουργούν πρωτίστως ως τροχοπέδη στην ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών. Αντίθετα, στην ΠΓΔΜ ο μέσος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης

(Απριλίου-Αυγούστου 2015) παρέμεινε ισχυρός (9%). Ακόμη εντονότερες συνθήκες πιστωτικής επέκτασης συνεχίζει να βιώνει η τουρκική οικονομία, με το μέσο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2015 να ξεπερνά το 26%.

Η δυσκολία για τα τραπεζικά συστήματα της περιοχής, με εξαίρεση τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη και την ΠΓΔΜ, φαίνεται να διαρκεί, καθώς οι τοπικές τράπεζες βρίσκονται αντιμέτωπες με το φαινόμενο της τάσης επαναπατριισμού μέρους των κεφαλαίων, ως συνέπεια της διεθνούς κρίσης από το 2008 και μετά, των ισχυρών ευρωπαϊκών ομίλων από τις θυγατρικές τους. Ωστόσο, ο ρυθμός εκροής των κεφαλαίων, σταθερά αποκλιμακούμενος από τα μέσα του 2013, συνέχισε να επιβραδύνεται και το β' τρίμηνο του έτους σε σύγκριση με το α' τρίμηνο.<sup>17</sup> Θετικό στοιχείο είναι ότι τα τοπικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σταδιακά προσαρμόζουν τις στρατηγικές τους, στηριζόμενα όλο και περισσότερο σε εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, κυρίως στις εγχώριες καταθέσεις. Τέλος, το τραπεζικό σύστημα των χωρών της περιοχής χαρακτηρίζεται από σταθερότητα, διατηρώντας ή και βελτιώνοντας, κατά το γ' τρίμηνο του 2015, τους σχετικά υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας (από 16% έως και 22%), με μια ελαφρά απόκλιση του αντίστοιχου δείκτη της Τουρκίας (12%).

<sup>15</sup> Παρά τις πολιτικές ποσοτικής χαλάρωσης και ενίσχυσης της ρευστότητας που συστηματικά ακολουθεί η κεντρική τράπεζα, το παρεμβατικό επιτόκιο διατηρείται στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 2% από τις αρχές του έτους.

<sup>16</sup> Στις περιπτώσεις της Αλβανίας και της Ρουμανίας, οι επιμέρους ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά καταγράφονται θετικοί.

<sup>17</sup> Στην Τουρκία, κατά το β' τρίμηνο του 2015, το φαινόμενο της απόσυρσης κεφαλαίων εμφανίστηκε ιδιαίτερα έντονο (της τάξεως του 0,5% του ΑΕΠ) ως απόρροια της αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας που επικρατούσε στη χώρα εκείνη την περίοδο.

### Πλαίσιο III.3

#### ΔΙΜΕΡΕΣ ΕΜΠΟΡΙΟ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΤΟΥΡΚΙΑΣ

Την τελευταία εικοσιπενταετία οι εμπορικές συναλλαγές της Ελλάδος με την Τουρκία παρουσιάζουν μία δυναμική ανάπτυξης, που κλιμακώθηκε τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι εξαγωγές των ελληνικών αγαθών (συμπεριλαμβανομένων των καυσίμων) προς την Τουρ-

κία σε όρους αξίας αυξήθηκαν κατά μέσο ετήσιο όρο 20% το χρονικό διάστημα 1990-2014 (από 89,7 εκατ. ευρώ το 1990 σε 3.272 εκατ. ευρώ το 2014). Εντούτοις, οι ελληνικές εξαγωγές (μαζί με τα καύσιμα) προς την Τουρκία ως ποσοστό των συνολικών εισαγωγών της παρέμειναν σταθερά σε χαμηλά επίπεδα (0,5%), εξέλιξη που αντανάκλα τη ραγδαία ανάπτυξη της τουρκικής

### Εμπορικές συναλλαγές της Ελλάδος με την Τουρκία κατά κατηγορία προϊόντων

(σε αξία σε εκατ. ευρώ)

	M.O. 1990- 1994	M.O. 1995- 1999	M.O. 2000- 2004	M.O. 2005- 2009	2010	2011	2012	2013	2014	9μηνο 2014	9μηνο 2015
<b>A. Εξαγωγές</b>											
1. Τρόφιμα, ποτά και καπνός	5,6 (8,0%)	25,3 (10,0%)	20,2 (5,9%)	40,5 (7,9%)	57,7 (7,3%)	69,0 (9,9%)	75,3 (9,5%)	61,9 (7,4%)	78,9 (9,3%)	53,2 (9,8%)	61,7 (10,8%)
2. Πρώτες ύλες	21,8 (31,3%)	114,4 (45,2%)	147,6 (43,3%)	150,2 (29,2%)	265,4 (33,4%)	128,3 (18,4%)	220,2 (27,8%)	258,1 (30,9%)	175,6 (20,6%)	68,9 (12,7%)	81,4 (14,2%)
3. Χημικά και πλαστικά προϊόντα	14,3 (20,4%)	36,2 (14,3%)	63,4 (18,6%)	134,3 (26,1%)	185,0 (23,3%)	198,9 (28,5%)	191,4 (24,1%)	229,5 (27,5%)	235,5 (27,7%)	162,7 (29,9%)	155,6 (27,2%)
4α. Προϊόντα μεταποίησης	20,2 (29,0%)	54,0 (21,3%)	59,3 (17,4%)	103,6 (20,1%)	133,0 (16,7%)	172,1 (24,6%)	185,0 (23,3%)	174,1 (20,9%)	191,4 (22,5%)	145,7 (26,8%)	147,2 (25,7%)
4β. Μηχανήματα και μεταφορικά μέσα	6,8 (9,8%)	17,5 (6,9%)	33,1 (9,7%)	60,8 (11,8%)	123,5 (15,5%)	98,0 (14,0%)	90,9 (11,5%)	79,9 (9,6%)	138,0 (16,2%)	87,9 (16,2%)	110,8 (19,4%)
4γ. Άλλα προϊόντα μεταποίησης	1,0 (1,5%)	6,0 (2,4%)	17,4 (5,1%)	25,5 (5,0%)	30,7 (3,9%)	32,9 (4,7%)	29,8 (3,8%)	30,6 (3,7%)	32,1 (3,8%)	25,7 (4,7%)	15,3 (2,7%)
Εξαγωγές καυσίμων	34,1	69,1	142,3	305,9	462,2	1.182,4	2.159,6	2.373,8	2.420,5	1.816,4	710,0
(ως ποσοστό του συνόλου των ελληνικών εξαγωγών προς Τουρκία)	(32,9%)	(21,4%)	(29,4%)	(37,3%)	(36,8%)	(62,8%)	(73,2%)	(74,0%)	(74,0%)	(76,9%)	(55,4%)
Σύνολο (χωρίς καύσιμα)	69,7	253,4	341,0	514,9	795,2	699,2	792,7	834,1	851,5	544,3	572,0
Σύνολο (με καύσιμα)	103,8	322,5	483,4	820,8	1.257,4	1.881,6	2.952,2	3.207,9	3.272,0	2.360,7	1.282,0
<b>B. Εισαγωγές</b>											
1. Τρόφιμα, ποτά και καπνός	27,3 (26,2%)	34,7 (12,6%)	78,9 (11,0%)	110,4 (7,9%)	91,4 (8,8%)	78,4 (8,0%)	69,8 (8,3%)	61,4 (7,1%)	67,8 (7,0%)	45,0 (6,4%)	50,8 (6,6%)
2. Πρώτες ύλες	7,9 (7,6%)	7,4 (2,7%)	25,3 (3,5%)	38,5 (2,8%)	28,3 (2,7%)	30,8 (3,2%)	24,1 (2,9%)	28,6 (3,3%)	17,3 (1,8%)	11,8 (1,7%)	18,2 (2,4%)
3. Χημικά και πλαστικά προϊόντα	17,2 (16,5%)	13,2 (4,8%)	25,7 (3,6%)	79,3 (5,7%)	107,5 (10,3%)	110,5 (11,4%)	129,2 (15,4%)	112,5 (13,0%)	115,3 (11,8%)	84,0 (11,9%)	111,5 (14,4%)
4α. Προϊόντα μεταποίησης	36,1 (34,6%)	168,3 (60,9%)	339,0 (47,2%)	534,5 (38,4%)	416,3 (39,9%)	388,6 (39,9%)	321,0 (38,3%)	350,4 (40,6%)	388,2 (39,9%)	286,7 (40,6%)	256,1 (33,2%)
4β. Μηχανήματα και μεταφορικά μέσα	9,0 (8,6%)	30,7 (11,1%)	143,1 (19,9%)	394,2 (28,3%)	219,1 (21,0%)	195,8 (20,1%)	152,1 (18,1%)	170,5 (19,8%)	224,8 (23,1%)	158,2 (22,4%)	221,0 (28,6%)
4γ. Άλλα προϊόντα μεταποίησης	6,8 (6,5%)	21,9 (7,9%)	106,0 (14,8%)	235,5 (16,9%)	179,5 (17,2%)	169,4 (17,4%)	142,3 (17,0%)	139,4 (16,2%)	160,2 (16,5%)	120,6 (17,1%)	114,0 (14,8%)
Εισαγωγές καυσίμων	20,1	5,5	25,9	132,9	119,3	183,4	269,7	264,5	188,0	152,5	155,2
(ως ποσοστό του συνόλου των ελληνικών εισαγωγών από Τουρκία)	(16,2%)	(2,0%)	(3,5%)	(8,7%)	(10,3%)	(15,9%)	(24,3%)	(23,5%)	(16,2%)	(17,8%)	(16,7%)
Σύνολο (χωρίς καύσιμα)	104,4	276,2	717,9	1.392,4	1.042,1	973,4	838,5	862,7	973,6	706,3	771,5
Σύνολο (με καύσιμα)	124,5	281,7	743,8	1.525,3	1.161,3	1.156,8	1.108,2	1.127,2	1.161,5	858,8	926,7

Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως η ποσοστιαία συμμετοχή της κάθε κατηγορίας προϊόντων στο σύνολο των ελληνικών εισαγωγών ή εξαγωγών αντίστοιχα από και προς την Τουρκία.

οικονομίας, ιδιαίτερα μετά το 2000. Η ενίσχυση της τουρκικής οικονομίας είχε ως αποτέλεσμα το 2014 η Ελλάδα να καταλάβει τη 19η θέση από τη 10η το 1990 στην κατάταξη ανάμεσα στις 25 πρώτες χώρες που αντιπροσωπεύουν το 70% των συνολικών εισαγωγών της Τουρκίας.

Η αύξηση των ελληνικών εξαγωγών προς την Τουρκία σε όρους αξίας από το 2010 έως το 2014 ήταν κατά κύριο λόγο αποτέλεσμα της ραγδαίας αύξησης της αξίας των ελληνικών εξαγωγών πετρελαίου και των παραγώγων αυτού (αύξηση 83% κατά μέσο όρο). Η κατηγορία αυτή είχε το μεγαλύτερο μερίδιο στο σύνολο των εξαγωγών της Ελλάδος προς την Τουρκία. Αναλυτικότερα:

- Από το 2011 μέχρι το 2014 το πετρέλαιο και τα παράγωγα προϊόντα αποτέλεσαν κατά μέσο όρο το 71,0% του συνόλου των ελληνικών εξαγωγών προς την Τουρκία, εν αντιθέσει με τα προηγούμενα χρόνια κατά τα οποία δεν είχαν ξεπεράσει το 39,9%. Αντίθετα, κατά την ίδια περίοδο το σύνολο των εξαγόμενων αγαθών σε όρους αξίας, μη συμπεριλαμβανομένων των καυσίμων, αυξήθηκε μόνο 2,0% κατά μέσο όρο.
- Η αύξηση των εξαγωγών πετρελαίου και παραγόμενων από αυτό προϊόντων σε όρους αξίας οφείλεται αφενός στην αύξηση του όγκου εξαγωγών και αφετέρου στην αύξηση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου μέχρι το 2012. Από το 2010 μέχρι το 2014 στην παραπάνω αύξηση συνέβαλε κατά κύριο λόγο η μεγέθυνση του όγκου των εξαγωγών και δευτερευόντως η τιμή του αργού πετρελαίου. Ιδιαίτερα το 2011 η αξία των εξαγωγών πετρελαίου και παραγώγων του αυξήθηκε κατά 155% έναντι του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω της αύξησης του όγκου των εξαγωγών (μόνο το 26,4% εξηγείται από τη μεταβολή των διεθνών τιμών).

Από το 2013 ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών πετρελαίου και παραγόμενων από αυτό προϊόντων σε όρους αξίας άρχισε να επιβραδύνεται, ενώ ταυτόχρονα η συμβολή των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου στη μεταβολή αυτή κατέστη αρνητική (-5,7% το 2013, -6,9% το 2014, -38,3% το εννεάμηνο του 2015). Το 2014, κυρίως λόγω των αυξημένων εξαγωγών πετρελαίου και των παραγώγων αυτού, η Τουρκία αναρριχήθηκε στην πρώτη θέση ως προς τη γεωγραφική διάρθρωση των ελληνικών εξαγωγών, με μερίδιο 12,1% επί του συνόλου. Εντούτοις, το σχετικό μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών χωρίς τα καύσιμα στο σύνολο των εισαγωγών της Τουρκίας παρέμεινε σταθερό. Κατά το 2015 διαμορφώθηκε αντίθετη εικόνα, αφού στο εννεάμηνο του 2015 οι εξαγωγές των ελληνικών αγαθών (σε όρους αξίας) προς την Τουρκία μειώθηκαν σωρευτικά κατά 46,0% (βλ. στοιχεία του πίνακα), εξαιτίας της ραγδαίας μείωσης (κατά 61,0%) της αξίας των εξαγωγών πετρελαίου και παραγώγων αυτού. Η ανωτέρω μείωση προήλθε κατά κύριο λόγο από την κατακόρυφη πτώση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου (-46,1%). Εντούτοις, κατά την ίδια περίοδο τα βιομηχανικά προϊόντα (μεταποιητικά προϊόντα, μεταφορικά μέσα και άλλα προϊόντα μεταποίησης), που είναι η δεύτερη σε μέγεθος κατηγορία αγαθών σε όρους αξίας εξαγωγών, παρουσίασαν διαρκή αύξηση του μεριδίου τους στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών (2010: 36,1%, 2014: 42,5%), με αποτέλεσμα το μερίδιο της κατηγορίας αυτής να έχει ανέλθει στο 47,5% του συνόλου των εξαγωγών προς την Τουρκία. Το μερίδιο παρέμεινε υψηλό λόγω κυρίως των αυξημένων εξαγωγών των κατηγοριών “μη σιδηρούχα μέταλλα” (π.χ. αλουμίνιο κ.ά.) και “χαρτί”.

Όσον αφορά τις εισαγωγές των ελληνικών αγαθών από την Τουρκία, αυξήθηκαν σε όρους αξίας κατά μέσο ετήσιο όρο 12,0% την περίοδο 1990-2014. Η παραπάνω εξέλιξη οφείλεται κυρίως στην αυξημένη ζήτηση βιομηχανικών προϊόντων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η κατηγορία αυτών των προϊόντων στο σύνολο των ελληνικών εισαγωγών από την Τουρκία σήμερα αποτελεί το 76,6% (εννεάμηνο του 2015), έναντι 46% το 1990. Από το 1997 έως το 2009 η Ελλάδα εμφάνιζε αρνητικό εμπορικό ισοζύγιο με την Τουρκία (συμπεριλαμβανομένων των καυσίμων). Από το 2010 αυτή η εικόνα

άλλαξε: για πρώτη φορά το ισοζύγιο έγινε θετικό και παρέμεινε θετικό έως το 2014, λόγω των αυξημένων εξαγωγών πετρελαίου και προϊόντων πετρελαίου από την Ελλάδα προς την Τουρκία, αφού χωρίς τα καύσιμα το εμπορικό ισοζύγιο της Ελλάδος με την Τουρκία την περίοδο 2010-2014 ήταν αρνητικό.

Τέλος, σε ό,τι αφορά τις υπηρεσίες, οι εισπράξεις της Ελλάδος από την Τουρκία παρουσιάζουν συνεχή άνοδο από το 2000 έως σήμερα. Το 2010 η Ελλάδα εμφάνισε για πρώτη φορά θετικό ισοζύγιο υπηρεσιών με την Τουρκία, δηλ. πλεόνασμα ύψους 95,1 εκατ. ευρώ. Η ανάκαμψη αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των εισπράξεων από τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες (για αναψυχή και για επαγγελματικούς λόγους), που το 2010 αποτελούσαν το 55% του συνόλου των υπηρεσιών, ενώ το 2014 το ποσοστό αυτό ανήλθε στο 75%.

# IV ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ<sup>1</sup>

*Το 2015 λήφθηκαν περαιτέρω μέτρα χαλά- ρωσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής: Διευρύνθηκε το πρόγραμμα αγοράς τίτλων και παρατάθηκε η διάρκειά του, εν όψει μάλιστα και της δέσμευσης του Ευρωσυστήματος να επανεπενδύει το προϊόν της εξόφλησης τίτλων στο χαρτοφυλάκιό του, ενώ μειώθηκε σε περισσότερο αρνητικά επίπεδα το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέ- σεων. Έτσι, η ενιαία νομισματική πολιτική επηρέασε ευνοϊκά τις νομισματοπιστωτικές εξελίξεις, τις πληθωριστικές προσδοκίες και εν τέλει τον καταγραφόμενο πληθωρισμό.*

## I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Στις αρχές του 2015, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος διευ- ρύνθηκε ώστε να περιλάβει χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδοθεί από το δημόσιο τομέα, προκειμένου η άνοδος του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος και η ενίσχυση της ρευστό- τητας του τραπεζικού συστήματος να λάβουν μεγαλύτερες διαστάσεις και η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να καταστεί περισσότερο διευκολυντική (λεπτομέρειες βλ. στα Πλαίσια IV.1 και IV.2).

Πράγματι, κατά τους ακόλουθους μήνες ανα- κόπηκε η πτωτική τάση των μεσομακροπρό- θεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, υποχώ- ρησαν τα τραπεζικά επιτόκια και η συναλ- λαγματική ισοτιμία του ευρώ, ενισχύθηκαν περαιτέρω οι ρυθμοί αύξησης των νομισματι- κών και των πιστωτικών μεγεθών και εν τέλει μεταστράφηκε ο καταγραφόμενος πληθωρι- σμός από αρνητικές σε θετικές τιμές, ενώ ευνοϊκά επηρεάστηκαν και οι εξελίξεις στην πραγματική οικονομία στη ζώνη του ευρώ. Στο Πλαίσιο IV.3 στοιχειοθετείται ειδικότερα η βελτίωση των συνθηκών προσφοράς και ζήτη- σης τραπεζικών πιστώσεων στη ζώνη του ευρώ κατά το 2015.

Ωστόσο, προς τα τέλη του έτους κατέστη ανα- γκαία και νέα χαλάρωση της ενιαίας νομι- σματικής πολιτικής. Δεδομένων επανειλημμέ- νων αναθεωρήσεων προς τα κάτω των οικο-

νομετρικών προβλέψεων για τον πληθωρισμό κατά τα αμέσως επόμενα έτη, έγινε σαφές ότι οι δυσμενείς εξελίξεις στις αναδυόμενες αγο- ρές οδηγούσαν σε υποχώρηση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και συρρίκνωση της εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να επιβραδύνουν την προσέγγιση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ σε επίπεδα συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών. Έτσι, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προχώρησε σε μείωση του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και αποφάσισε αφενός να μεταθέσει την καταλη- κτική ημερομηνία του προγράμματος αγοράς τίτλων κατά έξι μήνες και αφετέρου να επα- νεπενδύσει το προϊόν της εξόφλησης των τί- τλων που έχει αποκτήσει στο πλαίσιο του προ- γράμματος, ώστε η ενίσχυση της ρευστότητας να εξακολουθήσει μακροχρονίως.

Η μετάδοση των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατά το 2015 βελτιώ- θηκε λόγω της Συνολικής Αξιολόγησης των σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ στα τέλη του 2014 και της υιοθέτη- σης γενικότερων θεσμικών μεταρρυθμίσεων καθ' οδόν προς την Τραπεζική Ένωση. Το Πλαίσιο IV.4 περιγράφει ένα από τα βασικά συστατικά στοιχεία της Τραπεζικής Ένωσης, τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό, με ειδική αναφορά στην εφαρμοζόμενη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Το Πλαίσιο IV.5 σκια- γραφεί τα σχέδια στην Ευρωπαϊκή Ένωση για περαιτέρω μεταρρυθμίσεις οι οποίες θα επη- ρεάσουν αποφασιστικά το περιβάλλον μέσα στο οποίο ασκείται η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος.

## 2 Η ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΤΑ ΤΟ 2015

Στα τέλη του 2014 ο ρυθμός πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση διαμορφώθηκε σε αρνη- τικές τιμές (Δεκέμβριος 2014: -0,2%), ως

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν δια- θέσιμα μέχρι τις 10.2.2016.



συνέπεια της προηγηθείσας καθοδικής τάσης των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων και της ανεπάρκειας της συνολικής ζήτησης στη ζώνη του ευρώ.

Προκειμένου να αποσοβηθεί η εδραίωση συνθηκών αποπληθωρισμού, το Ευρωσύστημα μείωσε τα βασικά επιτόκια το 2014, ενώ κατά το β' εξάμηνο του ίδιου έτους εφάρμοσε νέα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Άρχισαν να διενεργούνται οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με τριμηνιαία συχνότητα, όπως επίσης και το πρόγραμμα αγοράς χρεογράφων τα οποία έχει εκδώσει ο ιδιωτικός τομέας.

Τον Ιανουάριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι η επίδραση: (α) των μειώσεων των βασικών επιτοκίων και (β) των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που είχαν δοκιμαστεί μέχρι εκείνη τη στιγμή, στη ροή χρηματοδοτικών πόρων προς την πραγματική οικονομία, δεν υπήρξε αρκούντως ευνοϊκή. Αντιστοίχως, έκρινε ότι η αύξηση του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος, η οποία είχε επιτευχθεί μέσω της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων του ιδιωτικού τομέα και των στοχευμένων πράξεων, είχε μικρότερη έκταση από ό,τι ήταν επιθυμητό.

Το Διοικητικό Συμβούλιο διαπίστωσε ότι δεν είχε επιτευχθεί ικανή χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής ώστε να εξασφαλιστεί ότι ο πληθωρισμός δεν θα διατηρείτο επί μακρόν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα. Αντιθέτως, τόσο ο καταγραφόμενος όσο και ο αναμενόμενος πληθωρισμός συνέχιζαν να μειώνονται, η οικονομική δραστηριότητα παρέμενε μάλλον υποτονική, ενώ η νομισματική και η πιστωτική επέκταση ήταν ασθενείς.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε ιδιαίτερος ανησυχητικό το ενδεχόμενο η σημαντική πτώση της τιμής του αργού πετρελαίου, η οποία είχε καταγραφεί στα τέλη του 2014 και συνεχιζόταν και στις αρχές του 2015, να προκαλέσει δευτερογενείς επιδράσεις, δηλαδή καθοδική πίεση στους μισθούς και τις τιμές των τελικών προϊόντων. Δεδομένου ότι δεν

θεωρήθηκε τότε εφικτό τα ονομαστικά επιτόκια να μειωθούν περαιτέρω, το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνώρισε τον κίνδυνο να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα πραγματικά επιτόκια, ακυρώνοντας την ευνοϊκή επίδραση των μειώσεων των βασικών επιτοκίων οι οποίες είχαν προηγηθεί και συμβάλλοντας σε περιορισμό της συνολικής δαπάνης.

Έτσι, τον Ιανουάριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε, ως πρώτο μέτρο χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής, να μειωθεί το επιτόκιο στις στοχευμένες πράξεις, προς διεξαγωγή κατά τα έτη 2015-2016, στο επίπεδο του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Αρχικά, όταν δρομολογήθηκαν οι στοχευμένες πράξεις το 2014, το επιτόκιο τους είχε τεθεί 10 μονάδες βάσης πάνω από αυτό των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

Κυρίως όμως, το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε αναγκαία για την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος (δηλαδή να εδραιωθεί μεσοπρόθεσμα η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ συνολικά) τη διεύρυνση του προγράμματος αγοράς τίτλων ώστε να περιλάβει χρεόγραφα του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ (public sector asset purchase programme – PSPP).

Ανακοινώθηκε ότι, με δεδομένο το μέγεθος των ανοικτών αγορών τίτλων του δημόσιου τομέα, η αξία των αποκτώμενων από το Ευρωσύστημα τίτλων στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος, συνυπολογιζομένων δηλ. των χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από τον ιδιωτικό και αυτών που έχουν εκδοθεί από το δημόσιο τομέα, θα ήταν εφικτό να ανέλθει πλέον συνολικά σε 60 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Στο πλαίσιο της πρακτικής να παρέχονται ενδείξεις σχετικά με την πορεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο εγγύς μέλλον (forward guidance), το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η διεξαγωγή του διευρυνμένου προγράμματος θα εξακολουθήσει τουλάχιστον μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016 ή και αργότερα, μέχρις ότου επιτευχθεί ασφαλής ευθυγράμμιση του ρυθμού πληθωρισμού στη ζώνη του

ευρώ με επίπεδα “λίγο κάτω από το 2%”. Μάλιστα, η ευθυγράμμιση αυτή απαιτείται να έχει μόνιμο χαρακτήρα – τυχόν προσωρινές διακυμάνσεις του πληθωρισμού θα αγνοηθούν προκειμένου να αξιολογηθεί κατά πόσον έχει επιτευχθεί η ευθυγράμμιση.

Η εφαρμογή του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων ξεκίνησε το Μάρτιο του 2015. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι πλέον κύρια μέριμνα του Ευρωσυστήματος ήταν να εφαρμοστεί πλήρως το πρόγραμμα, όπως επίσης και τα λοιπά μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που θεσπίστηκαν το 2014.

Πράγματι, υπό την ευεργετική επίδραση της διεύρυνσης του προγράμματος αγοράς τίτλων αλλά και της συνέχισης των στοχευμένων πράξεων, μετά τις αρχές του 2015 ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ μεταστράφηκε από αρνητικές σε θετικές τιμές, παραμένοντας ωστόσο εξαιρετικά χαμηλός (Μάιος 2015: +0,3%, Δεκέμβριος 2015: +0,2%, προσωρινή εκτίμηση Eurostat για τον Ιανουάριο 2016: +0,4%).

Ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη, στην οποία συνέτελεσε η διευκολυντική νομισματική πολιτική, ήταν ότι συγκρατήθηκε η καθοδική πορεία που ακολουθούσε ο αναμενόμενος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ κατά το 2014. Έτσι, οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, οι οποίες τεκμαίρονται από τις αποδόσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ακολούθησαν ελαφρά ανοδική τάση κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2015. Ο ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος αναμένεται να επικρατήσει όχι στιγμιαία αλλά μεσοπρόθεσμα και μετά την πάροδο πέντε ετών διαμορφώθηκε στην αγορά των συμφωνιών ανταλλαγής πληθωρισμού από 1,6% τον Ιανουάριο σε 1,7% το Δεκέμβριο του 2015 (Ιανουάριος 2016: 1,6%). Επιπροσθέτως, το 2015 καταγράφηκε αύξηση των δεικτών του αναμενόμενου πληθωρισμού που καταρτίζονται με βάση στοιχεία ερευνών.

Όπως περιγράφεται διεξοδικότερα παρακάτω, η διευκολυντική νομισματική πολιτική

#### Διάγραμμα IV.1 Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα<sup>1</sup> στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2010-Δεκέμβριος 2015)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, μηνιαία στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί ή άλλως μεταβιβαστεί από το πιστωτικό ίδρυμα που τα συνομολόγησε.

συντέλεσε σε περιορισμό του κόστους τραπεζικού δανεισμού και χαλάρωση των λοιπών μη επιτοκιακών όρων. Επιπλέον, μετριαστήκαν οι αποκλίσεις μεταξύ των κρατών-μελών όσον αφορά το κόστος χρηματοδότησης από τις τράπεζες, οι οποίες αποτελούσαν βασική διάσταση του φαινομένου της χρηματοπιστωτικής κατάπτωσης που είχε παρατηρηθεί κατά τα προηγούμενα έτη. Επιτεύχθηκε επίσης αύξηση της διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.1). Γενικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η μετάδοση των αποτελεσμάτων των μέτρων νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία υποβοηθήθηκε από το γεγονός ότι είχε προηγηθεί επιβεβαίωση της ευρωστίας του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ με τη Συνολική Αξιολόγηση του ισολογισμού των σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (τέλη του 2014), ενώ αποφασιστικός ήταν και ο ρόλος της σημαντικής ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων η οποία συνδέεται με τη Συνολική Αξιολόγηση.

Αρχής γενομένης από το Σεπτέμβριο του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επικεντρώθηκε στην ανάλυση του ενδεχομένου εκδήλωσης δυσμενών επιπτώσεων στην οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, δεδομένης της επιβράδυνσης η οποία ήδη καταγραφόταν στις αναπτυσσόμενες χώρες (και ιδίως στο μέτρο που η επιβράδυνση επηρέαζε την Κίνα). Ως πιθανή αιτία τέτοιων επιδράσεων εντοπίστηκε όχι μόνο η υποχώρηση του διεθνούς εμπορίου, αλλά και οι έντονες διακυμάνσεις που σημειώνονταν, κυρίως εκείνη την περίοδο, στις χρηματοπιστωτικές αγορές, τις οποίες πυροδοτούσαν εκτιμήσεις όσον αφορά τις εξελίξεις στις αναδυόμενες οικονομίες.

Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων με το γεγονός ότι η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ παρέμενε υποτονική (ρυθμός ανόδου ΑΕΠ έναντι του προηγούμενου τριμήνου: α' τρίμηνο 2015: 0,4%, β' τρίμηνο: 0,4%, γ' τρίμηνο: 0,3%) δημιουργούσε τον κίνδυνο να καθυστερήσει η προσέγγιση του ρυθμού πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση προς το 2%. Έτσι, μετά τις συνεδριάσεις του στις αρχές Σεπτεμβρίου και στα τέλη Οκτωβρίου 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρέσχε διαβεβαιώσεις ότι, αν και μέχρι εκείνη τη στιγμή εκτιμούσε ότι ήταν κάπως πρόωρο να προχωρήσει σε χαλάρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, εάν στο άμεσο μέλλον παρίστατο ανάγκη, ήταν διατεθειμένο να καταστήσει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ ακόμη περισσότερο διευκολυντική. Παράλληλα, στις διάφορες επιτροπές του Ευρωσυστήματος εξετάζονταν οι δυνατότητες για περαιτέρω τροποποιήσεις στα μέσα νομισματικής πολιτικής. Μάλιστα, προκειμένου να ενισχυθεί αμέσως η αποτελεσματικότητα του διευρυμένου προγράμματος, το Σεπτέμβριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε αύξηση του ανώτατου ορίου στο κλάσμα μίας έκδοσης τίτλων το οποίο δύναται να κατέχει το Ευρωσύστημα από 25% σε 33%.

Η προκαταρκτική ανάλυση της κατάστασης εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία,

όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ξεκίνησε το Σεπτέμβριο 2015, εμπλουτίστηκε προοδευτικά με επιπλέον στοιχεία, έως ότου το Δεκέμβριο, με τη βοήθεια και των νέων μακροοικονομικών προβλέψεων που κατάρτισαν τότε οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατέληξε στην απόφαση λήψης πρόσθετων μέτρων. Στην απόφαση αυτή βάρυνε το γεγονός ότι οι μακροοικονομικές προβλέψεις του Δεκεμβρίου, όπως εξάλλου και οι προβλέψεις που είχαν δημοσιευθεί το Σεπτέμβριο του 2015, ενσωμάτωναν αναθεώρηση προς τα κάτω των προοπτικών του πληθωρισμού.

Συγκεκριμένα, η εικόνα σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση την οποία σχημάτισε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2015 ήταν η ακόλουθη: Σύμφωνα με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι τιμές του αργού πετρελαίου αναμενόταν να αυξηθούν. Κατά συνέπεια, προβλεπόταν ο πληθωρισμός να επιταχυνθεί στις αρχές του 2016, βοηθώντας και του γεγονότος ότι δώδεκα μήνες νωρίτερα οι τιμές του πετρελαίου είχαν μόλις ολοκληρώσει παρατεταμένη πτωτική πορεία. Ομοίως, αν μη τι άλλο επειδή το β' εξάμηνο του 2015 οι τιμές της ενέργειας είχαν διαμορφωθεί σε ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα, εθεωρείτο εύλογο να εκδηλωθεί τάση για επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Όσον αφορά το έτος 2017, ο πληθωρισμός προβλέπεται να επιταχυνθεί περαιτέρω (2016: 1,0%, 2017: 1,6%).

Η προβλεπόμενη ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων, σε σύγκριση με το 2015, έχει περιορισμένη έκταση και αποδόθηκε: (1) στην επίδραση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, (2) στην οικονομική ανάκαμψη,<sup>2</sup> (3) στη συνακόλουθη βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας και στην ενίσχυση των δυνατοτήτων των επιχειρήσεων να επιβάλλουν αυξήσεις των τιμών

<sup>2</sup> Πράγματι, σύμφωνα με τις πρόσφατες μακροοικονομικές προβλέψεις του Ευρωσυστήματος, τα επόμενα έτη ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα επιταχυνθεί προοδευτικά (2015: 1,5%, 2016: 1,7%, 2017: 1,9%).

των προϊόντων τους (pricing power) και, τέλος, (4) στη μετακύλιση στις εγχώριες τιμές της προηγηθείσας (κατά την περίοδο Μαρτίου 2014-Απριλίου 2015, όπως επίσης και περί τα τέλη του 2015) υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Συνοψίζοντας, το Δεκέμβριο του 2015 έγινε πλέον σαφές στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ότι οι επιδράσεις οι οποίες, όπως είχε διαπιστωθεί ήδη κατά τους προηγούμενους μήνες, καθυστέρουσαν την επιστροφή του πληθωρισμού σε επίπεδα συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών, δεν ήταν αμελητέες ή παροδικές, αλλά είχαν αξιοσημείωτη ένταση και μονιμότητα. Έτσι, το Διοικητικό Συμβούλιο κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ήταν αναγκαίο να αυξηθεί ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική είχε διευκολυντική κατεύθυνση. Η περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής μεθοδεύθηκε ως εξής:

Κατά πρώτον, παρατάθηκε η διάρκεια διεξαγωγής του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων. Ο καταληκτικός μήνας του προγράμματος μετατέθηκε από το Σεπτέμβριο του 2016 στο Μάρτιο του 2017. Ωστόσο, όπως και προηγούμενως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι η διεξαγωγή του προγράμματος είναι δυνατόν να εξακολουθήσει και μετά από την κατ' αρχήν προκαθορισμένη καταληκτική ημερομηνία, εάν τούτο καταστεί

αναγκαίο προκειμένου να επιτευχθεί διατηρήσιμη ευθυγράμμιση της πορείας του πληθωρισμού με τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος.

Κατά δεύτερον, ανακοινώθηκε ότι το Ευρωσύστημα θα επανεπενδύει το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων τους οποίους έχει αποκτήσει στο πλαίσιο του προγράμματος. Αυτή η πολιτική επανεπένδυσης θα συνεχιστεί για όσο καιρό χρειαστεί προκειμένου οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ να παραμείνουν μακροχρονίως ευνοϊκές και έτσι η ενιαία νομισματική πολιτική να διατηρεί την κατάλληλη κατεύθυνση.

Κατά τρίτον, αποφασίστηκε οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, όπως επίσης και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, να συνεχίσουν τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2018 (κατ' ακρίβεια μέχρι τη λήξη της τελευταίας περιόδου τήρησης του 2017) να διενεργούνται μέσω δημοπρασιών με σταθερό επιτόκιο χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της ρευστότητας η οποία χορηγείται προς τα πιστωτικά ιδρύματα (βλ. Πίνακα IV.1).

Κατά τέταρτον, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,30% (βλ. Πίνακα IV.2). Όπως είναι γνωστό, το επιτόκιο αυτό, σε αντιδιαστολή με το επιτόκιο στις πράξεις

#### Πίνακας IV.1 Τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος το 2015 και στις αρχές του 2016

##### 1. Πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης:

1.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για μία εβδομάδα

**Συχνότητα:** Μία φορά την εβδομάδα. **Διαδικασία:** Τουλάχιστον μέχρι το τέλος της τελευταίας περιόδου τήρησης του 2017, δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό.

1.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για τρεις μήνες

**Συχνότητα:** Μία φορά το μήνα (συνήθως στα τέλη του μηνός). **Διαδικασία:** Τουλάχιστον μέχρι το τέλος της τελευταίας περιόδου τήρησης του 2017, δημοπρασία για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό με επιτόκιο το οποίο υπολογίζεται εκ των υστέρων ως ο μέσος όρος του σταθερού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης οι οποίες έχουν διεξαχθεί κατά τη διάρκεια των τριμήνων πράξεων.

##### 2. Πράξεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ:

2.1 Πράξεις διάρκειας μίας εβδομάδας

**Διαδικασία:** Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ χωρίς ποσοτικό περιορισμό έναντι των εξασφαλίσεων που είναι αποδεκτές από το Ευρωσύστημα στις διάφορες πράξεις χορήγησης ευρώ. Οι πράξεις διάρκειας μίας εβδομάδας συνεχίζουν να διενεργούνται και μετά τις 31 Ιουλίου 2014 μέχρι τη λήψη νεότερης απόφασης.

Πηγή: ΕΚΤ.

## Πίνακας IV.2 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

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

Πηγή: ΕΚΤ.

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

κύριας αναχρηματοδότησης, ορίζει κατώτατη τιμή για τα επιτόκια στην αγορά χρήματος, συνεπώς η μείωσή του ακολουθείται αμέσως από επαναδιαμόρφωση σε χαμηλότερα επίπεδα μίας σειράς αγοραίων επιτοκίων.

Τέλος, προσδιορίστηκε ρητά ότι στους τίτλους τους οποίους αποκτά το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος περιλαμβάνονται χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδώσει, σε ευρώ, γεωγραφικές περιφέρειες, δήμοι ή άλλες τοπικές αρχές στη Νομισματική Ένωση.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι συνεχίζει να αναλύει με προσοχή τις προοπτικές για εδραίωση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Εάν διαπιστωθεί ότι οι προοπτικές καθίστανται δυσμενείς, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι είναι διατεθειμένο να χρησιμοποιήσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής τα οποία προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ προκειμένου ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική

πολιτική είναι διευκολυντική να παραμένει ο κατάλληλος. Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε την ευελιξία με την οποία είναι δυνατόν να τροποποιηθούν οι παράμετροι (όπως το ύψος των αγορών, η σύνθεση των επιλέξιμων τίτλων και η διάρκεια διεξαγωγής) του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων.

Στα τέλη Ιανουαρίου 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι οι καθοδικοί κίνδυνοι όσον αφορά την εξέλιξη του πληθωρισμού αυξάνονταν, καθώς εντάθηκε η αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές των αναδυόμενων οικονομιών και η μεταβλητότητα στις αγορές βασικών εμπορευμάτων όπως επίσης και στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ εξακολουθούσαν να παρουσιάζονται γεωπολιτικοί κίνδυνοι. Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι το Μάρτιο του 2016, οπότε θα έχουν καταρτιστεί νέες μακροοικονομικές προβλέψεις από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ οι οποίες θα καλύπτουν και το έτος 2018, θα επαναξιολογήσει κατά πόσον

η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής παραμένει κατάλληλη. Ειδικότερα σε σχέση με τη βραχυπρόθεσμη πρόβλεψη για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι οι μελλοντικές τιμές του αργού πετρελαίου έχουν υποχωρήσει σημαντικά έναντι εκείνων που ενσωμάτωναν οι μακροοικονομικές προβλέψεις του Δεκεμβρίου 2015. Κατ' αντιστοιχία, η πορεία την οποία αναμένεται να ακολουθήσει ο πληθωρισμός κατά το 2016 πρέπει να αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω: τους επόμενους μήνες ο ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να παραμείνει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενδεχομένως δε να διαμορφωθεί σε αρνητικές τιμές. Ο ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να ενισχυθεί προς τα τέλη του 2016, ωστόσο επιβάλλεται το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να παρακολουθεί με προσοχή μήπως εκδηλωθούν δευτερογενείς επιδράσεις στο γενικό επίπεδο τιμών στη ζώνη του ευρώ λόγω της καθοδικής πορείας των τιμών της ενέργειας. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε ότι συνεχίζονται οι τεχνικές

προετοιμασίες ώστε να είναι εφικτή η λήψη περαιτέρω μέτρων νομισματικής πολιτικής εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, εάν χρειαστεί.

Οι αγορές τίτλων από το Ευρωσύστημα και η χορήγηση χρηματοδότησης στα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των στοχευμένων πράξεων προκάλεσαν προοδευτική άνοδο του πλεονάσματος ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ.

Η αύξηση της πλεονάζουσας ρευστότητας οδήγησε σε περαιτέρω υποχώρηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος. Το επιτόκιο EONIA από -4 μονάδες βάσης κατά μέσο όρο τον Ιανουάριο του 2015 έφθασε τις -20 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο (Ιανουάριος 2016: -23 μονάδες βάσης). Το επιτόκιο Euribor τριών μηνών από 6 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο 2015 υποχώρησε τον Απρίλιο 2015 κάτω από το μηδέν και μέχρι τα τέλη του έτους έφθασε τις -13 μονάδες βάσης (Ιανουάριος 2016: -15 μονάδες βάσης).

## Πλαίσιο IV.1

### ΣΤΟΧΕΥΜΕΝΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΙΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΑΝΑΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, τα πιστωτικά ιδρύματα αντλούν από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση με πολύ χαμηλό κόστος (ίσο προς το επιτόκιο στις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης, όπως καθορίστηκε τον Ιανουάριο του 2015) και διάρκεια μέχρι 4 έτη. Οι όροι διεξαγωγής των πράξεων έχουν σχεδιαστεί από το Ευρωσύστημα κατά τρόπο ώστε να ενθαρρύνουν τις τράπεζες να χορηγήσουν νέες πιστώσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ή και καταναλωτική πίστη.

Από τις τράπεζες που έχουν συμμετάσχει σε στοχευμένες πράξεις, μόνο αυτές οι οποίες έχουν εντείνει τις πιστοδοτικές τους δραστηριότητες<sup>1</sup> 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) δικαιούνται να διατηρήσουν τη χρήση των αντληθέντων ρευστών διαθεσίμων μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018. Τα υπόλοιπα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να αποπληρώσουν τη χρηματοδότηση δύο χρόνια νωρίτερα, το Σεπτέμβριο του 2016. Όμως, όχι μόνο η διάρκεια, αλλά και το ύψος της χρηματοδότησης της οποίας τυγχάνουν οι τράπεζες από το Ευρωσύστημα, συνδέεται (μέσω ενός πολύπλοκου τύπου<sup>2</sup>) με την έκταση στην οποία κατευθύνουν τα δανειακά κεφάλαια προς την πραγματική οικονομία.

1 Κατ' ακρίβεια, ενίσχυση των πιστοδοτικών δραστηριοτήτων απαιτείται μόνο στην περίπτωση πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία είχαν καταγράψει αρνητική καθαρή ροή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία κατά την περίοδο αναφοράς.

2 Βλ. Πλαίσιο III.1, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2014.

### ΤΟ ΔΙΕΥΡΥΜΕΝΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΓΟΡΑΣ ΤΙΤΛΩΝ

Στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, το Ευρωσύστημα, πέραν των επιλέξιμων τίτλων του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή: (α) καλυμμένων ομολογιών πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ και (β) προϊόντων τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ, αποκτά επίσης: (1) κρατικούς τίτλους, (2) χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδώσει άλλοι (εκτός των κεντρικών κυβερνήσεων) δημόσιοι φορείς στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης και (3) χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδώσει διεθνείς οργανισμοί, εφόσον είναι εγκατεστημένοι στη ζώνη του ευρώ (όπως ο EFSF και η ΕΤΕπ), ή (4) πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες (όπως η γερμανική KfW και η γαλλική Caisse des Dépôts et Consignations). Το Δεκέμβριο του 2015 προσδιορίστηκε ρητά ότι στους τίτλους τους οποίους δύναται να αγοράζει το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος περιλαμβάνονται χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδώσει σε ευρώ γεωγραφικές περιφέρειες, δήμοι ή άλλες τοπικές αρχές στη Νομισματική Ένωση. Οι τίτλοι του δημόσιου τομέα (όπως εξάλλου και του ιδιωτικού τομέα) πρέπει να είναι εκφρασμένοι σε ευρώ (και όχι σε ξένα νομίσματα).

Οι αγορές χρεογράφων διεθνών οργανισμών και αναπτυξιακών τραπεζών αντιπροσωπεύουν το 12% των συνολικών αγορών τίτλων του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ (δηλ. κρατικών χρεογράφων, χρεογράφων δημόσιων φορέων και χρεογράφων διεθνών οργανισμών ή αναπτυξιακών τραπεζών). Προβλέπεται επίσης η δυνατότητα να υπαχθούν στο πρόγραμμα και άλλοι εμπορεύσιμοι τίτλοι οι οποίοι έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ, όπως εταιρικά ομόλογα και ομόλογα δημόσιων επιχειρήσεων εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα, σε περίπτωση που εμφανίζονται δυσκολίες ως προς τη συμπλήρωση του ποσού το οποίο θεωρείται αναγκαίο ότι πρέπει να φθάσουν οι αγορές χρεογράφων.

**Τα χρεόγραφα του δημόσιου τομέα αποκτώνται αποκλειστικά από τη δευτερογενή αγορά. Η εναπομένουσα διάρκειά τους επιτρέπεται να είναι από 2 έως 30 περίπου έτη.** Ρητά προβλέπεται ότι στους τίτλους προς αγορά συγκαταλέγονται και τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα (index-linked). Εξάλλου, γίνονται δεκτοί τίτλοι με αρνητική απόδοση στη λήξη. Απαιτείται, ωστόσο, η απόδοση των τίτλων να μην είναι περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

**Μόνο τίτλοι οι οποίοι ικανοποιούν τα κριτήρια υπαγωγής στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις για τις λοιπές (δηλαδή τις συνήθεις) πράξεις νομισματικής πολιτικής επιτρέπεται να αγοραστούν στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος.** Χαρακτηριστικά, επιβάλλεται η πιστοληπτική διαβάθμιση του τίτλου να μην υπολείπεται αυτής η οποία έχει καθοριστεί από το Ευρωσύστημα ως ελάχιστη επιτρεπτή (δηλαδή, επί του παρόντος, ο τίτλος πρέπει να κατατάσσεται στην επενδυτική βαθμίδα).

Εντούτοις, δεν απαιτείται τήρηση της ελάχιστης επιτρεπτής πιστοληπτικής διαβάθμισης σε σχέση με τίτλους κεντρικών κυβερνήσεων κρατών-μελών τα οποία υπάγονται σε προγράμματα προσαρμογής της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. **Η ελάχιστη διαβάθμιση είναι δυνατόν να παρακαμφθεί (waiver) από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εφόσον η αξιολόγηση, όσον αφορά την τήρηση από το κράτος-μέλος του προγράμματος προσαρμογής, αναμένεται θετική.** Σημειώνεται ότι οι αγορές κρατικών χρεογράφων χώρας η οποία υπάγεται σε πρόγραμμα προσαρμογής διακόπτονται κατά τη διάρκεια της αξιολόγησης. Μετά την

ολοκλήρωση της αξιολόγησης (και υπό την προϋπόθεση βεβαίως ότι αυτή είναι θετική), οι αγορές χρεογράφων επιτρέπεται να συνεχιστούν, αλλά το πολύ επί δύο μήνες.

Τέλος, προβλέπεται δυνατότητα δανεισμού, από το χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος προς τρίτους, των στοιχείων που αγοράζονται στο πλαίσιο του προγράμματος. Ο δανεισμός μειώνει τα περιθώρια να εμφανιστούν ελλείψεις τίτλων στη διατραπεζική αγορά για καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων (gepos) ή να περιοριστεί αισθητά η ρευστότητα στις ανοικτές αγορές κεφαλαίων.

Το Ευρωσύστημα πραγματοποιεί τις αγορές τίτλων σε αποκεντρωμένη βάση σύμφωνα με το παρακάτω σχήμα καταμερισμού των εργασιών: Στις εθνικές κεντρικές τράπεζες ανατίθενται οι αγορές τίτλων της κεντρικής κυβέρνησης ή άλλων δημόσιων φορέων στην επικράτειά τους. Η ΕΚΤ αποκτά τίτλους όλων των κεντρικών κυβερνήσεων και των λοιπών εθνικών δημόσιων φορέων στη Νομισματική Ένωση ώστε να καλύπτει το 8% των συνολικών αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος. Από την άλλη πλευρά, οι αγορές τίτλων διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών ανατίθενται αποκλειστικά στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Αφού αφαιρεθεί το ποσό που καλύπτουν οι αγορές εκ μέρους της ΕΚΤ από τη συνολική αξία χρεογράφων του δημόσιου τομέα προς αγορά, το υπόλοιπο κατανέμεται μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών με βάση την κλείδα συμμετοχής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

**Εάν προκύψουν ζημιές (π.χ. λόγω διαφορών αποτίμησης) από τις αγορές τίτλων, δεν θα κατανεμηθούν μεταξύ όλων των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Θα τις υποστεί αποκλειστικά η κεντρική τράπεζα η οποία είχε πραγματοποιήσει την αγορά των τίτλων, με εξαίρεση την περίπτωση χρεογράφων που έχουν εκδώσει διεθνείς οργανισμοί ή πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες, τυχόν ζημιές επί των οποίων επιμερίζονται μεταξύ όλων των μερών του Ευρωσυστήματος.**

Όπως είναι γνωστό, τα καθαρά κέρδη της ΕΚΤ διανέμονται στις εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ. Κατά συνέπεια, τυχόν ζημιές επί των τίτλων που έχει αγοράσει η ΕΚΤ, σε τελική ανάλυση, θα επηρεάσουν τα αποτελέσματα των εθνικών κεντρικών τραπεζών και στο μέτρο τούτο θα μοιραστούν μεταξύ αυτών.

Η αξία των τίτλων που έχει στα χαρτοφυλάκιά του το Ευρωσύστημα, όχι μόνο αυτών οι οποίοι έχουν αποκτηθεί μέσω του διευρυνμένου προγράμματος αλλά συνυπολογιζομένων των αγορών μέσω του προηγούμενου προγράμματος SMP (Μάιος 2010-Σεπτέμβριος 2012) καθώς και στο πλαίσιο των επενδυτικών χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών, δεν επιτρέπεται να υπερβεί το 33% της αξίας του συνόλου των χρεογράφων (με εναπομένουσα διάρκεια 2-30 ετών) τα οποία έχει εκδώσει ο ίδιος εκδότης. Ομοίως, η αξία των τίτλων από οποιαδήποτε έκδοση (η οποία αντιστοιχεί σε διακεκριμένο κωδικό ISIN) στα χαρτοφυλάκια του Ευρωσυστήματος δεν επιτρέπεται αρχικά να υπερβεί το 25% της συνολικής αξίας της εν λόγω έκδοσης.

Το όριο του 33% ανά εκδότη θεωρήθηκε αναγκαίο προκειμένου οι τιμές των χρηματοπιστωτικών στοιχείων να εξακολουθήσουν να διαμορφώνονται από τις δυνάμεις της αγοράς. Το όριο του 25% ανά έκδοση στοχεύει να αποκλείσει την ανάπτυξη προσδοκιών μεταξύ των φορέων της αγοράς ότι το Ευρωσύστημα θα αποκτήσει δικαίωμα αρνησικυρίας ως προς την εφαρμογή ρητρών συλλογικής δράσης. Όπως είναι γνωστό, οι ρήτρες αυτές εφαρμόζονται σε περίπτωση αδυναμίας εξόφλησης ενός χρεογράφου με σκοπό να διευκολύνεται η αναδιάρθρωση του χρέους. Τουναντίον, το Ευρωσύστημα ρητά παραιτήθηκε από κάθε προνομιακή, έναντι των ιδιωτών πιστω-



τών, μεταχείριση στην περίπτωση αθέτησης πληρωμών, σε σχέση με όλα τα χρεόγραφα τα οποία θα αποκτήσει στο πλαίσιο του προγράμματος.

Το Σεπτέμβριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε αύξηση του εν λόγω ανώτατου ορίου ανά έκδοση από 25% σε 33%. Η αύξηση αυτή ωστόσο δεν θα ισχύσει για εκδόσεις τίτλων για τις οποίες συνεπάγεται δικαίωμα αρνησικυρίας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος επί αποφάσεων των ομολογιούχων σχετικά με αναδιάρθρωση των τίτλων.

### 3 ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΤΑ ΤΟ 2015

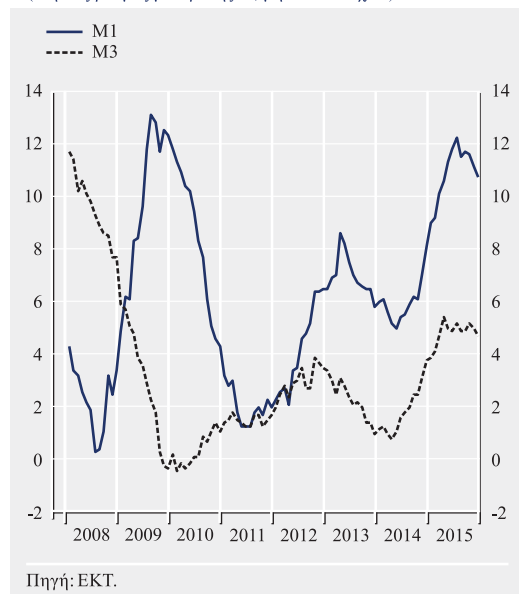
Στη διάρκεια του 2015 ο ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3), η οποία περιλαμβάνει τη νομισματική κυκλοφορία, τις τραπεζικές καταθέσεις και άλλες διαπραγματεύσιμες υποχρεώσεις των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI)<sup>3</sup> με διάρκεια μέχρι 2 έτη, κατέγραψε σχεδόν αδιάκοπη επιτάχυνση (βλ. Διάγραμμα IV.2).

Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει κατά κύριο λόγο τη σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της ποσότητας χρήματος με τη στενή έννοια, M1 (νομισματική κυκλοφορία συν καταθέσεις μίας ημέρας). Αυτή με τη σειρά της αντανάκλα την έντονη αύξηση του αποθέματος των καταθέσεων μίας ημέρας εξαιτίας του γεγονότος ότι το κόστος ευκαιρίας από τη διακράτησή τους (το οποίο κυρίως αντιπροσωπεύουν τα επιτόκια σε εναλλακτικές μορφές καταθέσεων) διαμορφώθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Η έντονη αύξηση της ποσότητας χρήματος με τη στενή έννοια προοιωνίζεται, λαμβανομένων υπόψη των κανονικοτήτων οι οποίες έχουν παρατηρηθεί κατά το παρελθόν, συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ.

Στην επιτάχυνση του M3 επίσης συνέβαλε η αύξηση έναντι των προηγούμενων ετών του αποθέματος των διαπραγματεύσιμων μέσων με νομισματικό χαρακτήρα (όπως τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς και τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί από NXI), καθώς οι αποδόσεις τους, αν και παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, βελτιώθηκαν έναντι των αποδόσεων σε εναλ-

Διάγραμμα IV.2 Νομισματικά μεγέθη M1 και M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2008-Δεκέμβριος 2015)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, μηνιαία στοιχεία)



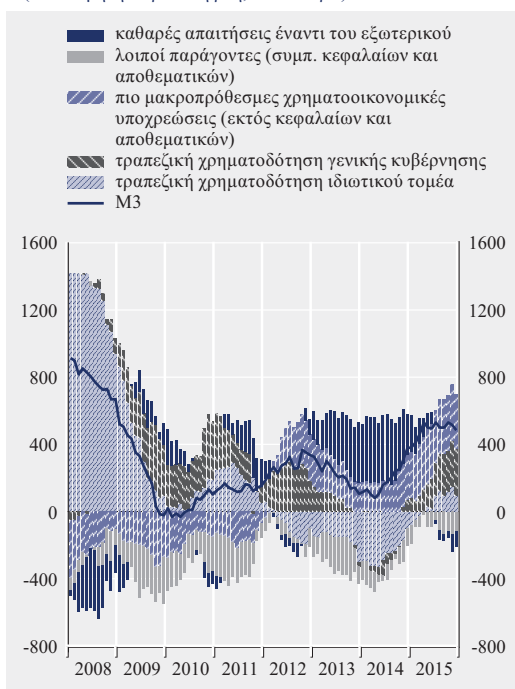
λακτικές βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις. Αντιθέτως, οι λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (δηλ. οι καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια μέχρι 2 έτη και οι καταθέσεις υπό προειδοποίηση με διάρκεια μέχρι 3 μήνες) κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής, εξαιτίας του γεγονότος ότι το σταθμικό τους επιτόκιο καθώς επίσης, όπως προαναφέρθηκε, και η διαφορά του από το επιτόκιο στις καταθέσεις μίας ημέρας μειώθηκαν.

Οι βασικοί παράγοντες μεταβολής (counterparts) της ποσότητας χρήματος οι οποίοι συνε-

3 Τα NXI περιλαμβάνουν κατά κύριο λόγο τις εμπορικές τράπεζες και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς.

**Διάγραμμα IV.3 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ**

(δώδεκάμηνη σωρευτική ροή, δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημ.: Το M3 αποτελεί το άθροισμα της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και της γενικής κυβέρνησης, των καθαρών απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού και των λοιπών παραγόντων μείον τις πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Οι πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (εκτός κεφαλαίων και αποθεματικών) αναφέρονται με αντίθετο πρόσημο, καθώς αποτελούν υποχρεώσεις των NXI (δηλ. η μείωσή τους αναφέρεται ως θετική συμβολή στη μεταβολή του M3 και αντίστροφα).

τέλεσαν στην αύξηση του M3 κατά το 2015 (βλ. Διάγραμμα IV.3) ήταν:

**(α)** Η συρρίκνωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των NXI, οι οποίες δεν έχουν νομισματικό χαρακτήρα, δηλ. των μακροπρόθεσμων τραπεζικών καταθέσεων και χρεογράφων τα οποία εκδίδουν οι τράπεζες, με διάρκεια άνω των 2 ετών, εκτός μετοχών και άλλων τίτλων που προσμετρώνται στα ίδια κεφάλαια. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά το γεγονός ότι οι τράπεζες προτίμησαν, έναντι της διάθεσης στους επενδυτές τέτοιων χρεογράφων, να αντλήσουν ρευστότητα μέσω των στοχευμένων πράξεων ή μέσω της πώλησης τίτλων στο Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμ-

ματος αγοράς, δεδομένων των πολύ ευνοϊκών όρων που προσφέρονταν.

**(β)** Η αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση. Δεδομένου ότι οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και η ΕΚΤ περιλαμβάνονται για τους σκοπούς της στατιστικής στα NXI, η απόκτηση τίτλων που έχουν εκδοθεί από τη γενική κυβέρνηση, στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς, συνεπάγεται αύξηση της πιστωτικής επέκτασης από τα NXI προς τη γενική κυβέρνηση. Βεβαίως, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αποκτούν τους τίτλους από άλλα NXI και στο μέτρο τούτο η πιστωτική επέκταση των εμπορικών τραπεζών προς τη γενική κυβέρνηση κατ' αρχήν μειώνεται αντιστοίχως. Ωστόσο, στην πράξη, το χαρτοφυλάκιο τίτλων των εμπορικών τραπεζών δεν περιορίστηκε ισόποσα προς την αύξηση του χαρτοφυλακίου τίτλων του Ευρωσυστήματος, αλλά κατά πολύ λιγότερο. Φαίνεται ότι, παράλληλα με τις πωλήσεις τίτλων προς το Ευρωσύστημα, οι εμπορικές τράπεζες αναπλήρωσαν τα χαρτοφυλάκιά τους αποκτώντας νέα χρεόγραφα, κυρίως μάλιστα από επενδυτές που εδρεύουν στο εξωτερικό.

**(γ)** Το γεγονός ότι οι ξένοι επενδυτές πώλησαν τίτλους στην κατοχή τους οι οποίοι είχαν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ σε επενδυτές που κατοικούν στη Νομισματική Ένωση είχε ως συνέπεια μείωση της συμβολής του εξωτερικού τομέα στη δημιουργία χρήματος κατά τη διάρκεια του 2015. Έτσι, παρότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Νομισματικής Ένωσης εξακολούθησε να είναι πλεονασματικό, η εκροή κεφαλαίων από τη ζώνη του ευρώ είχε ως αποτέλεσμα ο εξωτερικός τομέας να συμβάλλει από τον Ιούλιο του 2015 αρνητικά στη δημιουργία χρήματος με την ευρεία έννοια μετά από τρία περίπου έτη συνεχούς θετικής συμβολής.

Επισημαίνεται ότι οι καταγραφείσες εκροές κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου οφείλονται και στην αυξημένη απόκτηση τίτλων ξένων εκδοτών από κατοίκους της ζώνης του ευρώ, η οποία συνιστά διακριτή πτυχή του

μηχανισμού μετάδοσης των αποτελεσμάτων του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς. Άλλο αναμενόμενο αποτέλεσμα της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο επιβεβαίωσαν τα στοιχεία σχετικά με τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, ήταν η σημαντική αύξηση νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων η οποία καταγράφηκε στη ζώνη του ευρώ κατά το α' τρίμηνο του 2015.

**(δ)** Ήδη μερικούς μήνες πριν από την αντιστροφή της επίδρασης του εξωτερικού τομέα ως παράγοντα μεταβολής του M3, δηλαδή από τον Απρίλιο του 2015 και εξής, η ιδιωτική πιστωτική επέκταση από βασικός παράγοντας συρρίκνωσης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια κατά τα τελευταία έτη αναδείχθηκε σε παράγοντα αύξησης του M3.

Αναλυτικότερα, κατά τη διάρκεια του 2015 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του τραπεζικού δανεισμού<sup>4</sup> προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μεταστράφηκε από αρνητικές σε θετικές τιμές για πρώτη φορά από τις αρχές του 2012, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός για τα νοικοκυριά επίσης ενισχύθηκε προοδευτικά. Εντούτοις, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ θεωρείται ότι είναι ακόμη αδύναμη. Ως βασική επίδραση που περιορίζει την αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα εντοπίζεται η ανάγκη τόσο των τραπεζών όσο και των νοικοκυριών ή των επιχειρήσεων σε ορισμένες χώρες να προβούν σε απομόχλευση.

Η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των τραπεζικών δανείων κατά το 2015 αποδίδεται κατά κύριο λόγο στην υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών, η οποία ήταν ιδιαίτερα ταχεία την περίοδο από το Μάιο του 2014 – υπήρξε δηλαδή αποφασιστική για τη μείωση των τραπεζικών επιτοκίων η συνδρομή των πιο πρόσφατων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής.

Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (νοικοκυριά) είχε υποχωρήσει από το τοπικό μέγιστο το οποίο κατέγραψε το Μάρτιο (Φεβρουάριο) του 2014 κατά 93 (83) μονάδες βάσης μέχρι το Δεκέμβριο του 2015, ενώ το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής του Ευρωσυστήματος μειώθηκε μόνο κατά 30 μονάδες βάσης. Η υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων διευκολύνθηκε και από την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, στο πλαίσιο της Συνολικής Αξιολόγησης όπως προαναφέρθηκε, κυρίως μέσω της έκδοσης νέων μετοχών, καθώς αυτή δημιούργησε τις προϋποθέσεις αφενός για περιορισμό του περιθωρίου τραπεζικής διαμεσολάβησης και αφετέρου για διαμόρφωση του κόστους άντλησης χρηματοδότησης από την αγορά εκ μέρους των τραπεζών σε χαμηλά επίπεδα. Επίσης περιορίστηκε ο διαφορισμός των επιτοκίων μεταξύ των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης, ενώ οι μεγαλύτερες μειώσεις στα δανειακά επιτόκια καταγράφηκαν στις χώρες που κατά τα προηγούμενα έτη επλήγησαν περισσότερο από την κρίση δημόσιου χρέους, στις οποίες μάλιστα η τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα υποχωρούσε ταχύτερα. Ωστόσο, εξακολουθούν να παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των κρατών-μελών όσον αφορά τους μη επιτοκιακούς όρους τραπεζικού δανεισμού.

Τέλος, η εξέλιξη της ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης είναι επίσης συνεπής με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και βεβαίως με τις διάφορες επιδράσεις στη ζήτηση και την προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης οι οποίες, στο πλαίσιο των σχετικών ερευνών, αναγνωρίζονται από τα ίδια τα πιστωτικά ιδρύματα στη ζώνη του ευρώ, αλλά και τους υποψήφιους δανειολήπτες στον επιχειρηματικό τομέα (βλ. Πλαίσιο IV.3).

<sup>4</sup> Στον τραπεζικό δανεισμό προσμετρούνται και τυχόν τιτλοποιηθέντα δάνεια τα οποία δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό των τραπεζών διότι οι τράπεζες τα έχουν εκχωρήσει σε τρίτους.

### Η ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ<sup>1</sup>: ΔΙΑΥΛΟΙ ΕΠΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ, ΑΠΟ ΤΗ ΣΚΟΠΙΑ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις είναι ενδεικτικά της ευεργετικής επίδρασης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατά το 2015 στην προσφορά τραπεζικών δανείων και ειδικότερα στις συνθήκες υπό τις οποίες αντλούν χρηματοδοτικούς πόρους οι τράπεζες προς διοχέτευση στην πιστοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Μεταξύ άλλων, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τόσο το πρόγραμμα αγοράς τίτλων όσο και οι στοχευμένες πράξεις ενθαρρύνουν τις τράπεζες να αυξήσουν τη χορήγηση πρωτίστως επιχειρηματικών δανείων και δευτερευόντως πιστώσεων προς τα νοικοκυριά. Βεβαίως, στη διάρκεια του 2015 και άλλοι παράγοντες, όπως αντιστοίχως ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών και το χαμηλό επίπεδο δανειακών επιτοκίων (που δεν οφείλεται αποκλειστικά στην επίδραση των προαναφερθέντων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής), συνέβαλαν στην αύξηση της προσφοράς και της ζήτησης τραπεζικών πιστώσεων.

#### Αποτελέσματα της έρευνας

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια<sup>2</sup> τα οποία εφαρμόζουν οι τράπεζες ως προς τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις έγιναν προοδευτικώς χαλαρότερα κατά το 2015 (βλ. Διάγραμμα Α). Ως προς τα στεγαστικά δάνεια και την καταναλωτική πίστη, η χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων δεν ήταν συνεχής. Οι τράπεζες απέδωσαν τις χαλαρώσεις των πιστοδοτικών κριτηρίων στις διάφορες κατηγορίες δανείων σε βελτίωση της πρόσβασής τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές από τις οποίες συγκεντρώνουν βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κεφάλαια (η οποία, ωστόσο, δεν ήταν αδιάκοπη καθ' όλο το 2015), καθώς επίσης και στην ένταση του ανταγωνισμού στο τραπεζικό σύστημα. Εξάλλου, την περίοδο υπό επισκόπηση σημειώθηκε προοδευτική βελτίωση των όρων (επιτοκιακών και μη) και των προϋποθέσεων<sup>3</sup> τραπεζικού δανεισμού στη ζώνη του ευρώ, η οποία αφορούσε τόσο τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις όσο και αυτές προς τα νοικοκυριά και προήλθε κυρίως από συρρίκνωση του περιθωρίου μεταξύ δανειακών επιτοκίων και επιτοκίων αναφοράς (λ.χ. Euribor).

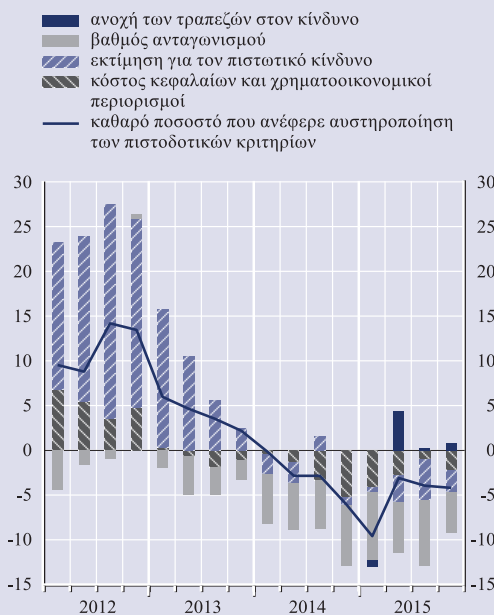
1 Διεξάγεται ανά τρίμηνο από το Ευρωσύστημα σε δείγμα 140 περίπου τραπεζών, οι οποίες προέρχονται από όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ.

2 Η έρευνα ορίζει τα πιστοδοτικά κριτήρια ως εσωτερικές για κάθε τράπεζα οδηγίες οι οποίες περιγράφουν την πιστοδοτική πολιτική της εν λόγω τράπεζας. Τα πιστοδοτικά κριτήρια προσδιορίζονται σε χρόνο προγενέστερο της διαπραγμάτευσης των δανειακών όρων και της απόφασης της τράπεζας σχετικά με το αν το αίτημα δανείου θα εγκριθεί ή θα απορριφθεί. Τα πιστοδοτικά κριτήρια περιλαμβάνουν, όχι κατ' ανάγκην αποκλειστικά γραπτές, εξειδικευμένες κριτηρίων και διαδικασιών οι οποίες αποσκοπούν στον προσδιορισμό: (α) των νέων δανείων που είναι επιθυμητά για την τράπεζα, (β) των γεωγραφικών περιοχών στις οποίες θα δραστηριοποιηθεί η τράπεζα, (γ) των εξασφαλίσεων οι οποίες είναι αποδεκτές και αυτών που πρέπει να αποκλειστούν, κ.λπ. Ειδικότερα περιγράφονται τα επιθυμητά χαρακτηριστικά των δανειοληπτών όσον αφορά π.χ. την ποιότητα του ισολογισμού τους, το εισόδημα, την ηλικία και την επαγγελματική τους κατάσταση. Ενίοτε οι τράπεζες, χωρίς να αλλάξουν την τυχόν γραπτή διατύπωση των πιστοδοτικών κριτηρίων, μεταβάλλουν την αυστηρότητα με την οποία εφαρμόζουν τις γραπτές οδηγίες, γεγονός που λογίζεται επίσης ως μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων για τους σκοπούς της έρευνας. Ο ποσοτικός δείκτης που καταρτίζεται στο πλαίσιο της έρευνας για τα πιστοδοτικά κριτήρια συνήθως χρησιμοποιείται (π.χ. για τους σκοπούς εμπειρικών μελετών) ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή η οποία συνοψίζει τις συνθήκες προσφοράς των τραπεζικών πιστώσεων.

3 Κάθε τράπεζα είναι διατεθειμένη να χορηγήσει ένα νέο δάνειο μόνο εφόσον πληρούνται ορισμένοι όροι και προϋποθέσεις, τους οποίους εξειδικεύει στη σύμβαση που συνομολογεί με το δανειολήπτη. Σύμφωνα με την έρευνα, οι εν λόγω όροι και προϋποθέσεις περιλαμβάνουν τον προσδιορισμό: (1) του περιθωρίου το οποίο ενσωματώνει το δανειακό επιτόκιο υπέρ ένα επιτόκιο αναφοράς (όπως το Euribor), (2) του ύψους του δανείου, (3) της διάρκειας του δανείου, (4) των λοιπών μη επιτοκιακών χρεώσεων (π.χ. προμήθειες) που βαρύνουν το δανειολήπτη, (5) των εγγυήσεων και εμπράγματων εξασφαλίσεων με τις οποίες απαιτείται να καλυφθεί το δάνειο, (6) του ύψους της κατάθεσης την οποία ενίοτε αναλαμβάνει ο δανειολήπτης να τηρεί στην τράπεζα, (7) άλλων ρητών και προϋποθέσεων για την εκταμίευση του δανείου. Οι όροι και οι προϋποθέσεις δανεισμού συναρτώνται προς τα χαρακτηριστικά των δανειοληπτών, ως εκ τούτου δεν μεταβάλλονται κατ' ανάγκην παράλληλα με τα πιστοδοτικά κριτήρια, αλλά οι μεταβολές τους ενδέχεται να αντανακλούν μεταβολές στα χαρακτηριστικά των υποψήφιων δανειοληπτών. Από την άλλη πλευρά, εάν αυξηθεί το κόστος άντλησης χρηματοδοτικών πόρων εκ μέρους των τραπεζών ή εάν χειροτερεύσουν οι προοπτικές της οικονομίας, πιθανώς θα επακολουθήσει αυστηροποίηση τόσο των πιστοδοτικών κριτηρίων όσο και των όρων και προϋποθέσεων που τίθενται σε σχέση με τα δάνεια τα οποία η τράπεζα παραμένει διατεθειμένη να χορηγήσει παρά τη μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων.

**Διάγραμμα Α Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για τα δάνεια ή τις πιστωτικές γραμμές προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ και παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή**

(καθαρό ποσοστό τραπεζών που ανέφεραν αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων και σχετικοί παράγοντες)



Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις (Bank Lending Survey).

Σημείωση: Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια "αυστηροποιήθηκαν σημαντικά" ή "αυστηροποιήθηκαν κατά τι" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "χαλάρωσαν κατά τι" ή "χαλάρωσαν σημαντικά". Σε σχέση με τους παράγοντες που συμβάλλουν σε αυστηροποίηση ή χαλάρωση των κριτηρίων, το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας συνέβαλε σε αυστηροποίηση μείον το ποσοστό εκείνων που απάντησαν ότι συνέβαλε σε χαλάρωση. Το καθαρό ποσοστό που συνδέεται με τον παράγοντα "κόστος κεφαλαίων και χρηματοοικονομικοί περιορισμοί" προκύπτει ως ο μέσος όρος των καθαρών ποσοστών τα οποία αντιστοιχούν στα ερωτήματα σχετικά με την επίδραση στα πιστοδοτικά κριτήρια μεταβολών στην "κεφαλαιακή θέση των τραπεζών", στην "πρόσβαση των τραπεζών σε χρηματοδότηση από τις αγορές" και στην "ρευστότητα των τραπεζών". Ομοίως, ο παράγοντας "εκτίμηση για τον πιστωτικό κίνδυνο" είναι ο μέσος όρος των "προσδοκιών για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας", της "κατάστασης/προοπτικών της επιχείρησης ή του κλάδου του δανειολήπτη" και του "κινδύνου που ενέχουν οι απαιτούμενες εξασφαλίσεις". Ο παράγοντας "βαθμός ανταγωνισμού" είναι ο μέσος όρος του "ανταγωνισμού από άλλες τράπεζες", του "ανταγωνισμού από χρηματοδότες που δεν είναι τράπεζες" και του "ανταγωνισμού έναντι της άντλησης χρηματοδότησης απευθείας από τις αγορές". Ο παράγοντας "ανοχή των τραπεζών στον κίνδυνο" άρχισε να εξετάζεται στην έρευνα μόλις από το α' τρίμηνο του 2015.

μέσα του 2010). Σε σύγκριση με την περίοδο αμέσως μετά την πρώτη διεξαγωγή της έρευνας (στις αρχές του 2003) οι τράπεζες εκτιμούν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια είναι επί του παρόντος αρκετά αυστηρότερα.

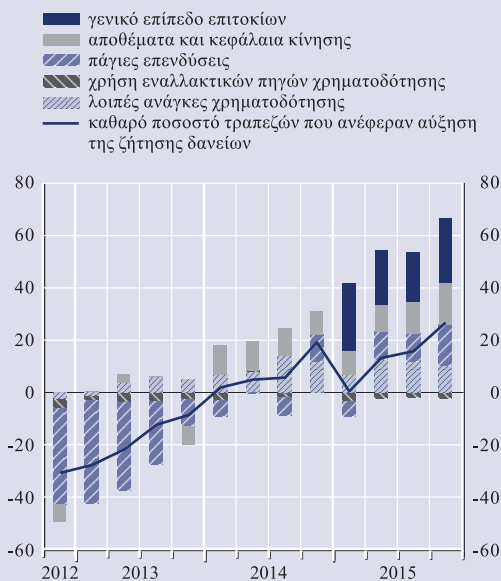
Η ζήτηση για τραπεζική πίστη ενισχυόταν κατ' ουσία αδιαλείπτως – ιδιαιτέρως έντονη ήταν η άνοδος της ζήτησης για στεγαστικά δάνεια. Οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι, κατά τις αποκρινόμενες τράπεζες, τροφοδοτούν τη ζήτηση είναι το χαμηλό επίπεδο των δανειακών επιτοκίων, οι ανάγκες των επιχειρήσεων για κεφάλαια κίνησης και για τη χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων (βλ. Διάγραμμα Β) και η ευνοϊκή εξέλιξη των τιμών στην αγορά κατοικιών.

Σε απάντηση στα ειδικά (ad hoc) ερωτήματα της έρευνας, οι τράπεζες ανέφεραν αύξηση της ευκολίας με την οποία συγκεντρώνουν καταθέσεις λιανικής και σχεδόν συνεχή βελτίωση της πρόσβασής τους στη διατραπεζική αγορά. Με εξαίρεση κυρίως το β' τρίμηνο του 2015, οπότε ως γνωστόν εκδηλώθηκαν εντάσεις στις αγορές τίτλων στην Ευρώπη, οι τράπεζες του δείγματος ανέφεραν επίσης βελτίωση των συνθηκών για έκδοση από τις ίδιες χρεογράφων, τόσο βραχυπρόθεσμων (π.χ. πιστοποιητικών καταθέσεων) όσο και μεσομακροπρόθεσμων (π.χ. καλυμμένων ομολογιών). Τέλος, αναφέρθηκε προοδευτική διεύρυνση των δυνατοτήτων τιτλοποίησης (και ακολούθως διάθεσης των προϊόντων της τιτλοποίησης στην αγορά) ιδίως στεγαστικών αλλά και επιχειρηματικών δανείων, ενώ βελτιώθηκαν και οι δυνατότητες των τραπεζών να μεταβιβάζουν σε τρίτους, μέσω συναλλαγών σε παράγωγα (συνθετική τιτλοποίηση), τον πιστωτικό κίνδυνο τον οποίο ενέχουν στοιχεία του ενεργητικού τους.

Παρά το γεγονός ότι η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής είναι, όπως αναφέρεται στο κυρίως κείμενο, πολύ διευκολυντική, οι τράπεζες εκτιμούν ότι τα πιστοδοτικά τους κριτήρια παραμένουν αμετάβλητα ή και αυστηρότερα σε σύγκριση με το μέσο όρο κατά την περίοδο η οποία έχει μεσολαβήσει από την έναρξη της γενίκευσης στη ζώνη του ευρώ της κρίσης δημόσιου χρέους (δηλ. από τα

**Διάγραμμα Β Μεταβολή στη ζήτηση δανείων ή πιστωτικών γραμμών από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ και παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή**

(καθαρό ποσοστό τραπεζών που αναφέρουν θετική ζήτηση και σχετικοί παράγοντες)



Πηγή: EKT, Έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις (Bank Lending Survey).

Σημείωση: Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι η ζήτηση δανείων ή πιστωτικών γραμμών "αυξήθηκε σημαντικά" ή "αυξήθηκε κατά τι" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "μειώθηκε κατά τι" ή "μειώθηκε σημαντικά". Σε σχέση με τους παράγοντες που συμβάλλουν σε μεταβολή της ζήτησης δανείων, το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που ανέφεραν ότι ένας συγκεκριμένος παράγοντας συνέβαλε σε αύξηση της ζήτησης και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησε ότι ο παράγοντας αυτός συνέβαλε σε μείωση της ζήτησης. Το καθαρό ποσοστό το οποίο συνδέεται με τον παράγοντα "λοιπές ανάγκες χρηματοδότησης" είναι ο μέσος όρος των καθαρών ποσοστών που αντιστοιχούν στα ερωτήματα κατά πόσον ο παράγοντας "συγχωνεύσεις & εξαγορές και εταιρική αναδιάρθρωση" και ο παράγοντας "αναδιάρθρωση υφιστάμενων δανείων" συνέβαλαν σε αύξηση της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης. Ομοίως, η "χρήση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης" είναι ο μέσος όρος της "διαθεσιμότητας εσωτερικής χρηματοδότησης", των "δανείων από άλλες τράπεζες", των "δανείων από χρηματοδότες που δεν είναι τράπεζες", της "έκδοσης ομολογιακών τίτλων" και της "έκδοσης μετοχών". Ο παράγοντας "γενικό επίπεδο επιτοκίων" άρχισε να εξετάζεται στην έρευνα μόλις από το α' τρίμηνο του 2015.

ρευστότητας λόγω του προγράμματος χρηματοδότησε αγορές νέων τίτλων εκ μέρους των τραπεζών. Η έρευνα φανερώνει ότι είναι περιορισμένος ο αριθμός των τραπεζών (κάτω του 1/10 του δείγματος) οι οποίες αναγνωρίζουν επίδραση του προγράμματος στα πιστοδοτικά κριτήρια, ενώ κάπως υψηλότερο ποσοστό (περίπου 1/3) του δείγματος εκτιμά ότι το πρόγραμμα δημιούργησε τις συνθήκες για χαλάρωση των όρων τραπεζικού δανεισμού, ιδίως προς επιχειρήσεις. Τέλος, διαπιστώνεται ότι είναι πολύ περιορισμένος ο αριθμός των τραπεζών που αναγνωρίζουν σημαντική επίδραση από το πρόγραμμα στο μέγεθος του ενεργητικού τους, στην κερδοφορία και

Αλλα ειδικά ερωτήματα είχαν στόχο να εντοπίσουν τους μηχανισμούς μέσα από τους οποίους επενεργούν, κατά την εκτίμηση των τραπεζών, τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Όσον αφορά το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, οι περισσότερες τράπεζες οι οποίες ερωτήθηκαν (κατά το α' και το γ' τρίμηνο) και εκτιμούν ότι είχε κάποια επίδραση (μεταξύ 3% και 52% του δείγματος ανάλογα με το είδος της επίδρασης) θεωρούν ότι έλαβε κυρίως τη μορφή: (1) βελτίωσης των συνθηκών υπό τις οποίες αντλούν χρηματοδότηση ιδίως μέσω της διάθεσης τραπεζικών ομολόγων, καλυμμένων ομολογιών, άλλων προϊόντων τιτλοποίησης, αλλά και της έκδοσης νέων μετοχών, (2) γενικότερης βελτίωσης της ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, άμεσα λόγω της αγοράς των τίτλων από το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, αλλά και έμμεσα λόγω αύξησης των καταθέσεων που συγκεντρώνονται από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Η αύξηση των καταθέσεων είναι παρεπόμενο της γενικευμένης ευνοϊκής επίδρασης που ασκεί το πρόγραμμα αγοράς στο σύνολο της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

Οι περισσότερες από τις τράπεζες οι οποίες θεωρούν ότι το πρόγραμμα είχε ουσιαστική επίδραση αποκρίθηκαν ότι διοχέτευαν την αύξηση (κατά τα ανωτέρω) των ρευστών διαθέσιμων τους κυρίως σε δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και σε μικρότερο βαθμό σε πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, ιδίως καταναλωτικές. Δευτερευόντως, οι τράπεζες χρησιμοποίησαν την πρόσθετη ρευστότητα για να εξοφλήσουν κυρίως τραπεζικά ομόλογα, όπως επίσης και για να αποπληρώσουν χρηματοδότηση την οποία είχαν αντλήσει από το Ευρωσύστημα, και καταθέσεις, λιανικής ή διατραπεζικές. Σε μικρότερο βαθμό, η αύξηση της

την κεφαλαιακή τους βάση (μέσω π.χ. της καταγραφής κεφαλαιακών κερδών στο χαρτοφυλάκιο τίτλων) ή στο βαθμό μόχλευσης του ισολογισμού τους.

Το β' και το δ' τρίμηνο του 2015, οι τράπεζες ερωτήθηκαν για την επίδραση των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Οι αποκρίσεις τους δείχνουν ότι στη στοχευμένη πράξη η οποία διενεργήθηκε το Μάρτιο του 2015 συμμετείχαν οι μισές από τις τράπεζες του δείγματος, ενώ στην αντίστοιχη πράξη το Δεκέμβριο συμμετείχε μόνον το 1/5 του δείγματος. Οι τράπεζες που έλαβαν μέρος στις πράξεις δηλώνουν ότι τις προσέλκυσαν οι πολύ ευνοϊκοί όροι υπό τους οποίους χορηγείται ρευστότητα μέσω των στοχευμένων πράξεων. Αναγνωρίζουν επίσης ως σημαντικό πλεονέκτημα των στοχευμένων πράξεων το ότι αποτελούν ικανή πηγή ρευστότητας και έτσι παρέχουν ασφάλεια έναντι του ενδεχομένου μελλοντικά να επανεμφανιστούν δυσκολίες ως προς την άντληση ρευστών διαθεσίμων από πηγές εκτός κεντρικής τράπεζας.

Οι λόγοι για τους οποίους οι μισές περίπου από τις τράπεζες του δείγματος δεν συμμετείχαν στην πράξη του Μαρτίου 2015 και πολύ περισσότερες δεν έλαβαν μέρος στην πράξη του τελευταίου Δεκεμβρίου ήταν, σύμφωνα με τις απαντήσεις τους, κυρίως το ότι δεν αντιμετώπιζαν περιορισμούς στην άντληση χρηματοδότησης από εναλλακτικές πηγές, ενώ ορισμένες τράπεζες απέφυγαν να συγκεντρώσουν υπερβάλλουσα ρευστότητα δεδομένου ότι έστω και προσωρινά θα έπρεπε να τοποθετηθεί στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων με αρνητικό επιτόκιο. Τέλος, ορισμένες τράπεζες θεώρησαν ότι, εάν αντλούσαν ρευστότητα μέσω των πράξεων, δεν θα ήταν εφικτό να την διοχετεύσουν σε πιστώσεις προς την πραγματική οικονομία, λόγω ασθενούς ζήτησης δανείων.

Οι απαντήσεις των τραπεζών επιβεβαίωσαν ότι οι στοχευμένες πράξεις τις ενθαρρύνουν κατά κύριο λόγο να αυξήσουν τη χορήγηση επιχειρηματικών δανείων, καθώς επίσης και καταναλωτικής πίστης αλλά ακόμη και στεγαστικών δανείων (για τη χορήγηση των οποίων ρητά προσφέρονται αντικίνητρα από το πλαίσιο που ρυθμίζει τις τεχνικές λεπτομέρειες των εν λόγω πράξεων). Σε μικρότερο βαθμό τα κεφάλαια τα οποία αντλούνται μέσω των στοχευμένων πράξεων υποκαθιστούν χρηματοδότηση από εναλλακτικές πράξεις νομισματικής πολιτικής ή χρηματοδοτούν εξόφληση τραπεζικών ομολόγων. Η πλειονότητα των τραπεζών θεωρεί ότι οι στοχευμένες πράξεις δεν συντείνουν σε μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων, σε αύξηση της κεφαλαιακής τους βάσης (μέσω βελτίωσης της κερδοφορίας), σε συγκράτηση των τάσεων για απομόχλευση των τραπεζικών ισολογισμών ή σε γενική βελτίωση των συνθηκών υπό τις οποίες οι τράπεζες είναι δυνατόν να αντλήσουν χρηματοδότηση από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, ένα σημαντικό μέρος του δείγματος (μεταξύ 1/4 και 1/2) απάντησε ότι οι στοχευμένες πράξεις συμβάλλουν σε βελτίωση της ρευστότητας των τραπεζών, ενώ σχεδόν οι μισές τράπεζες οι οποίες έχουν συμμετάσχει σε στοχευμένες πράξεις θεωρούν ότι η συμμετοχή τους δημιούργησε τις συνθήκες για να χαλαρώσουν τους όρους δανεισμού τουλάχιστον ως προς τις επιχειρήσεις.

### **Συμπεράσματα της έρευνας**

Στη ζώνη του ευρώ τα πιστοδοτικά κριτήρια (ιδίως όσον αφορά τα επιχειρηματικά δάνεια) και οι όροι και οι προϋποθέσεις τραπεζικού δανεισμού χαλάρθηκαν προοδευτικά κατά τη διάρκεια του 2015. Τούτο σημαίνει ότι η προσφορά τραπεζικών πιστώσεων αυξήθηκε, ενώ οι τράπεζες εκτιμούν ότι αύξηση κατέγραψε κατά το 2015 και η ζήτηση τραπεζικών δανείων όλων των κατηγοριών. Κατά τις απαντήσεις των τραπεζών, στην αύξηση της προσφοράς πιστώσεων συνέβαλε με άμεσο τρόπο η εφαρμογή των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής από το Ευρωσύστημα (δηλ. του διευρυνμένου προγράμματος τίτλων και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης).

### Η ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΕΠΟΠΤΙΚΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ

Περισσότερο από ένα έτος έχει παρέλθει από τη στιγμή που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ανέλαβε την ευθύνη για την εποπτεία του τραπεζικού τομέα των χωρών της ζώνης του ευρώ με την ενεργοποίηση του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού<sup>1</sup> (ΕΕΜ) το Νοέμβριο του 2014.<sup>2</sup> Ο ΕΕΜ είναι ένας ευρωπαϊκός εποπτικός μηχανισμός, ο οποίος αποτελείται από τις εθνικές εποπτικές αρχές των συμμετεχουσών χωρών και την ΕΚΤ, η οποία είναι υπεύθυνη για την αποτελεσματική και συνεπή λειτουργία του. Η άσκηση των εποπτικών καθηκόντων της ΕΚΤ στο πλαίσιο του ΕΕΜ γίνεται χωριστά από την άσκηση νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι δεν υπάρχει ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων, καθώς η νομισματική πολιτική και η τραπεζική εποπτεία έχουν διαφορετικούς στόχους.

Η ΕΚΤ ασκεί άμεση εποπτεία σε 129<sup>3</sup> τραπεζικούς ομίλους, οι οποίοι περιλαμβάνουν 1.200 περίπου “σημαντικά” πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ με σύνολο ενεργητικού περίπου 26 τρισεκ. ευρώ,<sup>4</sup> δηλαδή σχεδόν το 82% του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού του τραπεζικού κλάδου.<sup>5</sup> Η καθημερινή εποπτεία γίνεται από Μεικτές Εποπτικές Ομάδες (ΜΕΟ), οι οποίες απαρτίζονται από προσωπικό τόσο των Εθνικών Αρχόντων Αρχών (ΕΑΑ) όσο και της ΕΚΤ<sup>6</sup> (βλ. Σχήμα 1). Υπεύθυνες για την εποπτεία των “λιγότερο σημαντικών” πιστωτικών ιδρυμάτων παραμένουν οι ΕΑΑ, υπό την επίβλεψη της ΕΚΤ.<sup>7</sup>

Στην Ελλάδα, η ΕΚΤ εποπτεύει τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Eurobank), ενώ τα υπόλοιπα τραπεζικά ιδρύματα εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ως ευρωπαϊκή αρχή εποπτείας, η ΕΚΤ μπορεί να λαμβάνει αποφάσεις οι οποίες είναι νομικά δεσμευτικές για τα πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο του ΕΕΜ. Αυτές οι αποφάσεις αφορούν μεταξύ άλλων:

- τη διενέργεια εποπτικών αξιολογήσεων, επιτόπιων ελέγχων και ερευνών,
- τον καθορισμό κεφαλαιακών απαιτήσεων πέραν των ελάχιστων απαιτούμενων από το ισχύον νομικό πλαίσιο,
- τον προσδιορισμό των σημαντικών και λιγότερο σημαντικών εποπτευόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων,
- την παροχή άδειας λειτουργίας στα πιστωτικά ιδρύματα ή την ανάκληση αυτής,
- την αξιολόγηση της απόκτησης και της διάθεσης ειδικών συμμετοχών,
- την επιβολή μέτρων και κυρώσεων σε πιστωτικά ιδρύματα.

1 Single Supervisory Mechanism (SSM).

2 Βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, σελ. 166.

3 Έως το Δεκέμβριο του 2015 ο αριθμός των εποπτευόμενων τραπεζικών ομίλων ήταν 122.

4 Βλ. ομιλία της αντιπροέδρου του ΕΕΜ και μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ S. Lautenschläger με τίτλο “One year of SSM”, 2.11.2015.

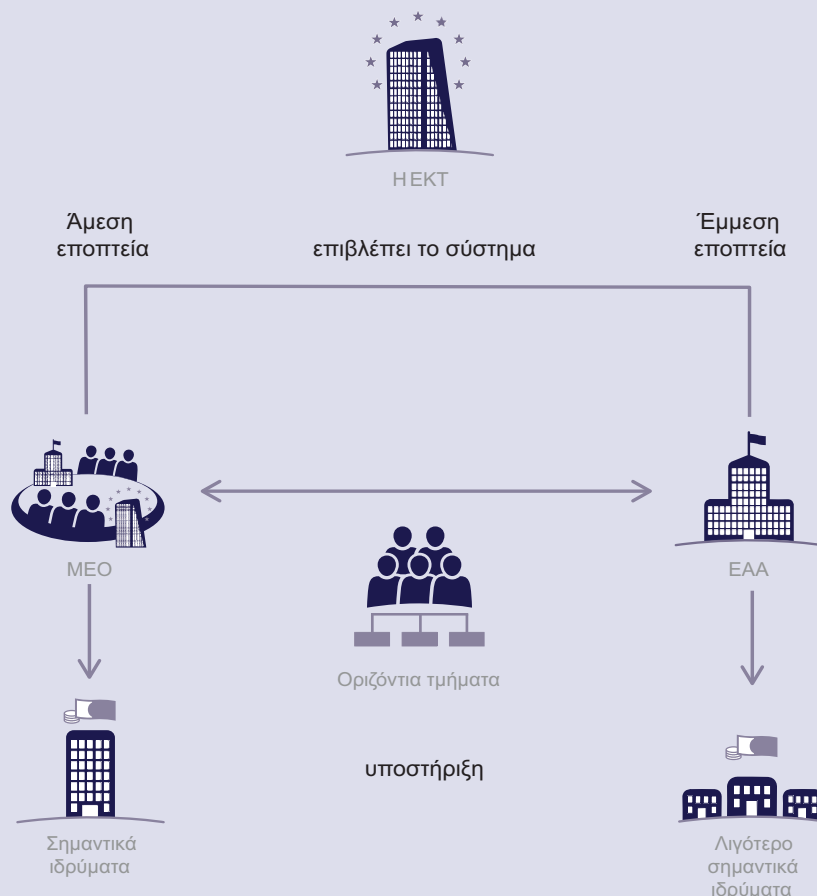
5 Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για την εποπτική δραστηριότητα 2014, Μάρτιος 2015.

6 ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2014.

7 Βλ. σχετικά “Κατάλογος σημαντικών εποπτευόμενων οντοτήτων και κατάλογος λιγότερο σημαντικών ιδρυμάτων”, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm-listofsupervisedentities1409el.pdf?59d76de0c5663687f594250ebf228c6b>.



Σχήμα Ι Κατανομή αρμοδιοτήτων εντός του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού



Πηγή: ΕΚΤ, Οδηγός τραπεζικής εποπτείας, Νοέμβριος 2014.

Όλα τα πιστωτικά ιδρύματα υπό την εποπτεία του ΕΕΜ υπόκεινται στην ίδια εποπτική πρακτική. Με αυτό τον τρόπο είναι δυνατή η ενιαία αντιμετώπιση εποπτικών ζητημάτων, τα οποία έως την αρχή της λειτουργίας του ΕΕΜ υπάγονταν στην αρμοδιότητα 19 διαφορετικών εθνικών εποπτικών αρχών. Η μεθοδολογία, οι διαδικασίες και οι εποπτικές πρακτικές αποτυπώνονται στον Οδηγό τραπεζικής εποπτείας (Guide to banking supervision)<sup>8</sup> του ΕΕΜ.

Η ανάληψη της μικροπροληπτικής εποπτείας από την ΕΚΤ στοχεύει στην εναρμόνιση σε όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων του ΕΕΜ και στη σύγκλιση προς τις βέλτιστες πρακτικές και τα υψηλότερα εποπτικά πρότυπα, ώστε να ενισχυθεί η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ και η εμπιστοσύνη σε αυτό.

Στο πλαίσιο αυτό, κατά τη διάρκεια του 2015 ο ΕΕΜ έλαβε διάφορες αποφάσεις που δημιούργησαν “προηγούμενο”, καθώς αποτελούν τη βάση για τη μελλοντική διαμόρφωση της εποπτικής λειτουργίας. Αρχίζοντας με τη διεξαγωγή της Συνολικής Αξιολόγησης, μία άσκηση προληπτικής εποπτείας πρωτοφανούς έκτασης και βάθους, που ολοκληρώθηκε με τη δημοσίευση των απο-

<sup>8</sup> ΕΚΤ, Οδηγός τραπεζικής εποπτείας, Νοέμβριος 2014.

τελεσμάτων στις 26 Οκτωβρίου 2014, ο ΕΕΜ προχώρησε μεταξύ άλλων και σε αποφάσεις που αφορούν τα όρια των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων, την καταλληλότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου των πιστωτικών ιδρυμάτων, την έγκριση των εσωτερικών υποδειγμάτων, καθώς και τις προϋποθέσεις για την έγκριση μεταβολών των ειδικών συμμετοχών. Ωστόσο, υπάρχουν και πολλά άλλα ζητήματα τα οποία παραμένουν υπό διερεύνηση και τα οποία θα αποτελέσουν αντικείμενο συζήτησης και απόφασης στο μέλλον.

Όπως αναφέρθηκε ήδη, τα εποπτικά καθήκοντα ασκούνται εντελώς χωριστά από τα καθήκοντα νομισματικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική έχει στόχο τη σταθερότητα των τιμών, ενώ η άσκηση των εποπτικών καθηκόντων αποσκοπεί στην προστασία της ασφάλειας και ευρωστίας των πιστωτικών ιδρυμάτων και την ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έτσι, προκειμένου να μην υπάρξει ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων, επιλέχθηκε να διαχωριστεί η άσκηση των εποπτικών καθηκόντων από την άσκηση των καθηκόντων που αφορούν τη νομισματική πολιτική.<sup>9</sup> Για να διασφαλιστεί ότι θα αποφεύγεται ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων, ο σχεδιασμός του ΕΕΜ έγινε πολύ προσεκτικά. Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει να αναφερθεί αναλυτικότερα η διαδικασία λήψης αποφάσεων που αφορούν εποπτικά ζητήματα, η οποία βασίζεται στην αρχή της μη διατύπωσης αντίρρησης.

Το Εποπτικό Συμβούλιο του ΕΕΜ αποτελείται από τον Πρόεδρο (με πενταετή θητεία, μη ανανεώσιμη), τον Αντιπρόεδρο (επιλέγεται μεταξύ των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ), τέσσερις εκπροσώπους της ΕΚΤ και ένα εκπρόσωπο από κάθε εθνική εποπτική αρχή. Το Εποπτικό Συμβούλιο σχεδιάζει και εκτελεί τα εποπτικά καθήκοντα του ΕΕΜ και προετοιμάζει σχέδια αποφάσεων, τα οποία καταρτίζονται βάσει διεξοδικών, αντικειμενικών και διαφανών πληροφοριών, λαμβανομένου υπόψη του συμφέροντος της ζώνης του ευρώ ως συνόλου.

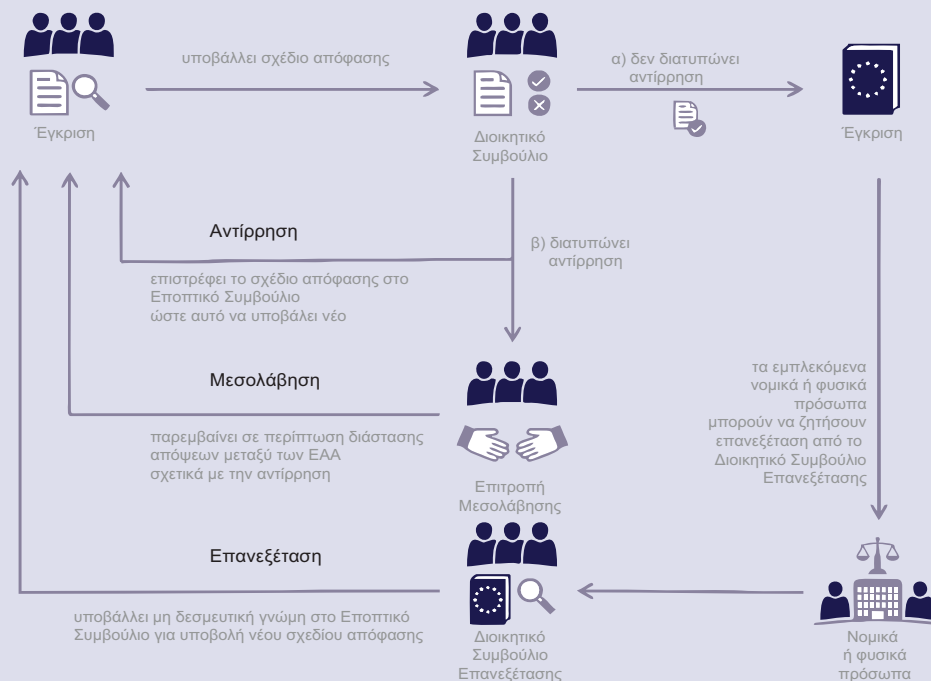
Στη συνέχεια, τα σχέδια αποφάσεων υποβάλλονται στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προς έγκριση με βάση τη διαδικασία μη διατύπωσης αντίρρησης (non-objection procedure) (βλ. Σχήμα 2). Εάν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεν διατυπώσει αντίρρηση για σχέδιο απόφασης που υποβάλλεται από το Εποπτικό Συμβούλιο εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει τις δέκα εργάσιμες ημέρες, η απόφαση θεωρείται εγκριθείσα. Το Διοικητικό Συμβούλιο δύναται να εγκρίνει σχέδια αποφάσεων ή να διατυπώνει αντιρρήσεις επί αυτών, αλλά δεν μπορεί να τα τροποποιεί.

Η ΕΚΤ έχει συγκροτήσει Επιτροπή Μεσολάβησης, η οποία παρεμβαίνει σε περίπτωση διάστασης απόψεων των εμπλεκόμενων ΕΑΑ σχετικά με αντιρρήσεις του Διοικητικού Συμβουλίου επί σχεδίων αποφάσεων του Εποπτικού Συμβουλίου. Η Επιτροπή αυτή αποτελείται από ένα μέλος από κάθε συμμετέχουσα χώρα, το οποίο επιλέγεται μεταξύ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και του Εποπτικού Συμβουλίου, προκειμένου να διευκολύνεται η εξεύρεση μιας κοινώς αποδεκτής λύσης.

Η ΕΚΤ έχει επίσης συγκροτήσει Διοικητικό Συμβούλιο Επανεξέτασης, αποτελούμενο από πέντε ανεξάρτητα μέλη τα οποία δεν είναι υπάλληλοι της ΕΚΤ ή κάποιας ΕΑΑ. Το Διοικητικό Συμβούλιο Επανεξέτασης είναι αρμόδιο να διενεργεί εσωτερική διοικητική επανεξέταση των αποφάσεων που λαμβάνονται από την ΕΚΤ κατά την εκτέλεση των εποπτικών αρμοδιοτήτων της. Οποιοδήποτε φυσικό πρόσωπο ή εποπτευόμενη οντότητα δύναται να ζητήσει επανεξέταση από-

<sup>9</sup> Για το θέμα του διαχωρισμού των εποπτικών καθηκόντων από αυτά της νομισματικής πολιτικής, βλ. 2014/723/ΕΕ: Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, της 17ης Σεπτεμβρίου 2014, σχετικά με την εφαρμογή του διαχωρισμού μεταξύ της λειτουργίας νομισματικής πολιτικής και της εποπτικής λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ/2014/39), αλλά και πλήθος άλλων αναφορών, π.χ. συνέντευξη της S. Lautenschläger στους Mark Fehr και Malte Fischer, 2.4.2015, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2015/html/sn150402.en.html>.

**Σχήμα 2 Διαδικασία μη διατύπωσης αντίρρησης**



Πηγή: ΕΚΤ, *Οδηγός τραπεζικής εποπτείας*, Νοέμβριος 2014.

φασης της ΕΚΤ η οποία του απευθύνεται ή το αφορά άμεσα και μεμονωμένα. Μετά την παραλαβή της αίτησης επανεξέτασης, το Διοικητικό Συμβούλιο Επανεξέτασης πρέπει να εκδώσει σχετική γνώμη το πολύ εντός δύο μηνών. Βασικό στοιχείο στη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου Επανεξέτασης, η οποία δεν είναι δεσμευτική, το Εποπτικό Συμβούλιο αποφασίζει αν θα προτείνει στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ την κατάργηση της προσβαλλόμενης απόφασης ή την αντικατάστασή της με απόφαση πανομοιότυπου περιεχομένου ή την αντικατάστασή της με τροποποιημένη απόφαση. Το Διοικητικό Συμβούλιο Επανεξέτασης αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο στη διαδικασία λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ όσον αφορά την άσκηση των εποπτικών της καθηκόντων, καθώς η επανεξέταση, κατόπιν αιτήματος, των εποπτικών αποφάσεων της ΕΚΤ μπορεί να οδηγήσει σε έκδοση νέας απόφασης από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Συνεπώς, η διαδικασία λήψης αποφάσεων είναι αποτελεσματική, αφού διασφαλίζει την ανεξάρτητη λειτουργία της εποπτικής από τη νομισματική αρχή, καθώς και τη δυνατότητα των εμπλεκόμενων μερών να παρέμβουν σε περίπτωση διάστασης απόψεων μεταξύ των αρμόδιων οργάνων.

**Πλαίσιο IV.5**

**Η ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΘΕΣΗ ΤΩΝ ΠΕΝΤΕ ΠΡΟΕΔΡΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ**

Σύμφωνα με έκθεση των προέδρων των πέντε θεσμικών οργάνων της ΕΕ (της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Συνόδου κορυφής των χωρών της ζώνης του ευρώ, της Ευρωομάδας, της Ευρωπαϊκής

κής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου),<sup>1</sup> η οποία δημοσιοποιήθηκε στις 22 Ιουνίου 2015, τέσσερις είναι οι κατευθύνσεις προς τις οποίες πρέπει να επιτευχθεί σημαντική πρόοδος (με ορίζοντα υλοποίησης σε τρία στάδια μέχρι το 2025), προκειμένου η ΕΕ, μέσω διακυβέρνησης υψηλής ποιότητας τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο, να βρεθεί σε πλεονεκτικότερη θέση ως προς την πρόληψη κρίσεων.

- Πρώτον, η ουσιαστική οικονομική ένωση, για την εξασφάλιση δομικής αποτελεσματικότητας, ώστε κάθε εθνική οικονομία να έχει τα απαραίτητα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά που θα της επιτρέπουν να ευημερεί εντός της Νομισματικής Ένωσης.
- Δεύτερον, η χρηματοπιστωτική ένωση, για να διασφαλιστεί η ακεραιότητα του κοινού νομίσματος και ο επιμερισμός των κινδύνων μεταξύ διαφορετικών οικονομικών μονάδων στον ιδιωτικό τομέα.
- Τρίτον, η δημοσιονομική ένωση, για τη δημοσιονομική σταθεροποίηση και τη μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.
- Τέταρτον, η πολιτική ένωση, για να εξασφαλιστεί ότι τα ανωτέρω θα υλοποιηθούν με δημοκρατική λογοδοσία και νομιμοποίηση.

Ειδικότερα όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική ένωση, οι προτεραιότητες, με χρονικό ορίζοντα ολοκλήρωσης μέχρι το τέλος του 2017, είναι η επίτευξη της ένωσης των κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union) και η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης (Banking Union). Επίσης, η εν λόγω έκθεση, με βάση την αρχή των ισότιμων όρων ανταγωνισμού, αναφέρεται τόσο στην ανάγκη μείωσης του περιθωρίου διακριτικής ευχέρειας σε εθνικό επίπεδο, το οποίο έχει σημαντικές επιπτώσεις για την ποιότητα και τη σύνθεση του κεφαλαίου των τραπεζών, όσο και στην ανάγκη επανεξέτασης των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των τραπεζών σε σχέση με το δημόσιο χρέος.

Ειδικότερα ως προς την Τραπεζική Ένωση, απαιτούνται ενιαία εποπτεία τραπεζών (η οποία σε ένα βαθμό έχει επιτευχθεί με τη λειτουργία του ενιαίου εποπτικού μηχανισμού), ενιαίος μηχανισμός εξυγίανσης τραπεζών (single resolution mechanism) και ενιαίο σύστημα ασφάλισης καταθέσεων (single deposit insurance scheme).

Ο ενιαίος μηχανισμός εξυγίανσης, που είναι πλέον ενεργός από την 1η Ιανουαρίου 2016, έχει στόχο να διασφαλίσει ότι, σε περίπτωση σοβαρών δυσκολιών, η εξυγίανση τραπεζών που εποπτεύονται από τον ενιαίο μηχανισμό θα συνεπάγεται το ελάχιστο δυνατό κόστος για τον φορολογούμενο. Οι αποφάσεις σχετικά με τη λειτουργία του μηχανισμού λαμβάνονται από ενιαίο διοικητικό συμβούλιο (single resolution board), ενώ χρηματοδοτούνται από ενιαίο ταμείο εξυγίανσης (single resolution fund), τα κεφάλαια του οποίου θα προέλθουν από τον τραπεζικό τομέα. Η χρηματοδότηση του ταμείου εξυγίανσης, με συνολικό ποσό 55 δισεκ. ευρώ μέσω εισφορών από τις τράπεζες, προβλέπεται να γίνει σταδιακά σε μία περίοδο οκτώ ετών. Στο μεταβατικό στάδιο, με βάση την απόφαση των υπουργών οικονομικών των χωρών της ζώνης του ευρώ στις 8 Δεκεμβρίου 2015, κάθε κράτος-μέλος θα δημιουργήσει εθνικές γραμμές πιστοδοτικής διευκόλυνσης (loan facility agreements) μέσω των οποίων, εφόσον χρειαστεί, θα χρηματοδοτηθούν περιπτώσεις εξυγίανσης αφού πρώτα έχουν εξαντληθεί όλα τα άλλα μέσα που προβλέπονται από την Οδηγία για

<sup>1</sup> Το πλήρες κείμενο της Έκθεσης είναι διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/priorities/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union\\_en](https://ec.europa.eu/priorities/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en).

την εξυγίανση και ανάκαμψη των πιστωτικών ιδρυμάτων (BRRD). Ενδεχόμενες εξυγιάνσεις τραπεζών θα είναι δημοσιονομικά ουδέτερες, καθώς το τραπεζικό σύστημα της χώρας θα έχει την υποχρέωση αποπληρωμής τυχόν κρατικών κεφαλαίων μέσω επιβολής εισφορών στις τράπεζες.

Αναφορικά με το ενιαίο σύστημα ασφάλισης καταθέσεων, στις 24 Νοεμβρίου 2015 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιοποίησε πρόταση για τη δημιουργία Ευρωπαϊκού Συστήματος Εγγύησης Καταθέσεων (European Deposit Insurance Scheme – EDIS). Θα λειτουργεί συμπληρωματικά προς τα υφιστάμενα εθνικά συστήματα και η επίδρασή του στο κόστος για τον τραπεζικό τομέα θα είναι ουδέτερη, καθώς οι εισφορές στο Ευρωπαϊκό Σύστημα θα είναι δυνατόν να αφαιρούνται από τις αντίστοιχες εισφορές προς τα εθνικά συστήματα εγγύησης. Το ύψος των εισφορών θα είναι ανάλογο του βαθμού κινδύνου των τραπεζών. Οι εγγυήσεις θα αφορούν μόνο τα εθνικά συστήματα καταθέσεων που εφαρμόζουν την Οδηγία για τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων (DGS Directive) και αφού πρώτα έχουν εξαντλήσει τα ίδια διαθέσιμά τους. Η συμμετοχή στο Ευρωπαϊκό Σύστημα θα είναι υποχρεωτική για κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ των οποίων οι τράπεζες καλύπτονται από τον ενιαίο εποπτικό μηχανισμό, ενώ το Σύστημα θα είναι ανοικτό και σε άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ που επιθυμούν να ενταχθούν στην Τραπεζική Ένωση. Σύμφωνα με την πρόταση, το νέο σύστημα θα λειτουργήσει σε τρεις χρονικές περιόδους. Στην πρώτη (2017-2019), τη φάση της αντασφάλισης (re-insurance), θα προβλέπεται ότι για την εγγύηση των καταθέσεων μιας τράπεζας θα εξαντλούνται τα διαθέσιμα του εθνικού ταμείου εγγύησης καταθέσεων και, εφόσον αυτά δεν επαρκούν (και αφού έχει εφαρμοστεί η οδηγία BRRD), θα δίνεται βοήθεια με κεφάλαια από το Ευρωπαϊκό Σύστημα για την κάλυψη των αναγκών εγγύησης. Στη δεύτερη φάση (2020-2023), προβλέπεται αμοιβαιοποίηση (co-insurance) στην εγγύηση μεταξύ του εθνικού και του Ευρωπαϊκού Συστήματος όπου, υπό αυστηρές προϋποθέσεις, το εθνικό σύστημα θα μπορεί να στηριχθεί από το ευρωπαϊκό ακόμα και πριν εξαντλήσει τους εθνικούς πόρους, ενώ στην τρίτη φάση (μετά το 2024) το ευρωπαϊκό ταμείο θα παρέχει πλήρη εγγύηση των καταθέσεων στις συμμετέχουσες χώρες.

Τέλος, εξίσου σημαντική είναι η πρόταση για τη δημιουργία Ευρωπαϊκής Ένωσης Κεφαλαιαγορών<sup>2</sup> με στόχο την προαγωγή της ομοιογένειας των συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομικής δραστηριότητας στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. Η εν λόγω πρωτοβουλία αφορά ποικίλους τομείς του πλαισίου λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, όπως οι διαδικασίες τιτλοποίησης, οι πτωχευτικοί κώδικες και το φορολογικό σύστημα. Προβλέπεται υλοποίηση πλήθους νομοθετικών προτάσεων για τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης, της καινοτομίας, την άρση των δυσχερειών των επιχειρήσεων στην άντληση κεφαλαίων από τις αγορές κεφαλαίων, την τόνωση των επενδύσεων για υποδομές της οικονομίας, την ενίσχυση των θεσμικών επενδύσεων, τη μόχλευση των τραπεζικών πιστώσεων και τη διευκόλυνση των διακρατικών επενδύσεων.

2 Αναφορικά με την ένωση κεφαλαιαγορών, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική*, Ιούνιος 2015, Ειδικό θέμα III.2, σελ. 48-50, καθώς και το σχέδιο δράσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ολοκλήρωση της ένωσης κεφαλαιαγορών [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf).

# V ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ<sup>1</sup>

Το πρώτο εξάμηνο του 2015 η ελληνική οικονομία εισήλθε σε περιβάλλον οικονομικής αβεβαιότητας, που προσδιορίστηκε κυρίως από τις παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους δανειστές. Στο διάστημα αυτό, η πορεία ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας που είχε ξεκινήσει το 2014 δεν διακόπηκε, αν και μετριάστηκε. Ωστόσο, από τα μέσα του έτους η ελληνική οικονομία εισήλθε εκ νέου σε υφεσιακή τροχιά, ως συνέπεια τόσο της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων όσο και των νέων μέτρων περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο της νέας συμφωνίας χρηματοδοτικής διευκόλυνσης.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες και πρόσφατοι δείκτες συγκυρίας επιτρέπουν την εκτίμηση ότι η οικονομία θα επανέλθει σε ρυθμούς μεγέθυνσης από το β' εξάμηνο του 2016. Απαραίτητες προϋποθέσεις για την ανάταξη της οικονομίας είναι η εντατικοποίηση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας και η ταχεία αποκατάσταση του κλίματος επενδυτικής εμπιστοσύνης. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων αποτελούν τις δύο κινητήριες δυνάμεις για την επιστροφή σε διατηρήσιμη ανάπτυξη. Η στήριξη των υγιών εξωστρεφών επιχειρήσεων με μερίδιο στις διεθνείς αγορές και η προώθηση του τουρισμού αποτελούν εξίσου σημαντικές προϋποθέσεις της ανάπτυξης. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, που ενισχύει τις ελληνικές εξαγωγές, και η παρατηρούμενη ευελιξία της αγοράς εργασίας αποτελούν ισχυρά κίνητρα για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών. Ιδιαίτερη σημασία επίσης αποδίδεται στην επενδυτική επιχειρηματική ζήτηση προκειμένου να στηριχθεί η εξωστρέφεια της παραγωγικής βάσης και να ενισχυθούν μεσοπρόθεσμα οι παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας.

## I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Μετά την επίτευξη το 2014, για πρώτη φορά μετά το 2007, θετικού ρυθμού ανάπτυξης, η οικονομία το 2015 επανήλθε σε ύφεση (-0,7%) παρά το θετικό ρυθμό ανάπτυξης που καταγράφηκε στο πρώτο εξάμηνο του έτους

(0,6%). Η σταθεροποίηση της οικονομίας στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015<sup>2</sup> (βλ. Διάγραμμα V.1) βασίστηκε κυρίως στην πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης και στη βελτίωση του εξωτερικού τομέα, λόγω της αύξησης των εξαγωγών αγαθών και του τουρισμού και της σημαντικής μείωσης των εισαγωγών. Αντίθετα, η ζήτηση επενδυτικών αγαθών σημείωσε περαιτέρω υποχώρηση, ως αποτέλεσμα της επιβάρυνσης του οικονομικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα V.2) και των δυσμενών χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Η εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης υποστηρίχθηκε από τη σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και υποβοηθήθηκε από τη μεγάλη και παρατεταμένη μείωση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, την πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών, αλλά και από τη ρευστοποίηση αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών. Η σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος είναι απόρροια της αύξησης της απασχόλησης και της σταδιακής αποκλιμάκωσης των πιέσεων στην αγορά εργασίας.

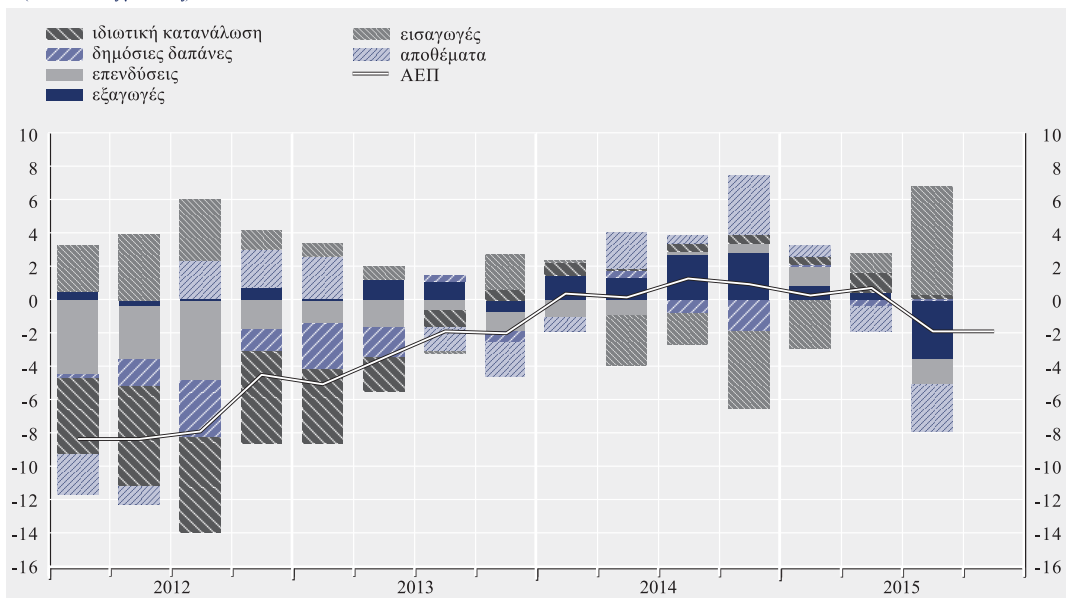
Οι εξαγωγές αγαθών σε πραγματικούς όρους κατέγραψαν άνοδο, αντισταθμίζοντας τη μικρή μείωση στο πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών (λόγω μείωσης των εσόδων από τη ναυτιλία). Η εικόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά, αφού οι κεφαλαιακοί περιορισμοί κατά το γ' τρίμηνο του έτους οδήγησαν σε μείωση των εισαγωγών και συγκριτικά περιορισμένη μείωση των εξαγωγών. Επιπλέον, για τρίτη συνεχή χρονιά καταγράφηκε αύξηση της τουριστικής κίνησης, με θετική επίδραση στις τουριστικές εισπράξεις. Το τουριστικό προϊόν έχει βελτιωθεί σημαντικά κατά τα τελευταία χρόνια, ενσωματώνοντας διαρθρωτικές αλλαγές όπως είναι η επιμήκυνση του ωραρίου λειτουργίας των αρχαιολογικών χώρων και η δυνατότητα πρόσβασης στα μουσεία τις αργίες, καθώς και

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 12.2.2016.

<sup>2</sup> Η ανάλυση των συνιστωσών της ζήτησης για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 βασίζεται στα προσωρινά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ (27.11.2015).

## Διάγραμμα V.1 Συμβολές στη μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (2012-2015)<sup>1</sup>

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί.

<sup>1</sup> Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προέρχεται από την προκαταρκτική εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ της 12.2.2016, ενώ οι συμβολές των συνιστωσών του ΑΕΠ αναφέρονται στα προσωρινά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ του Νοεμβρίου 2015.

η προσφορά εναλλακτικών μορφών τουρισμού. Η εμπλοκή ανταγωνιστριών χωρών σε γεωπολιτικές εντάσεις στην Ανατολική Μεσόγειο συνέβαλε επίσης θετικά στην τουριστική κίνηση προς τη χώρα μας.

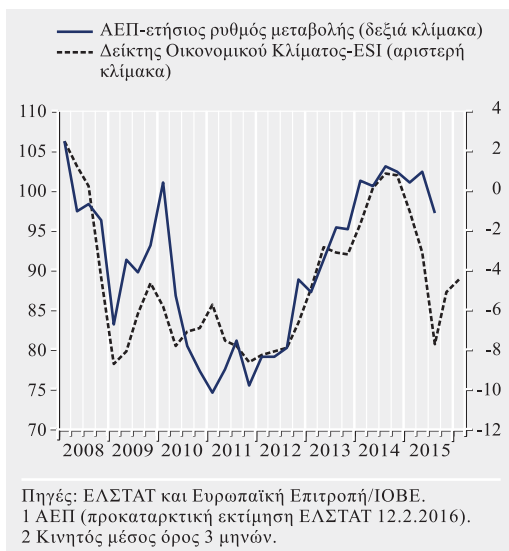
Η απασχόληση κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 αυξήθηκε, ως αποτέλεσμα τόσο της διατήρησης θετικού ρυθμού ανάπτυξης σε επιμέρους τομείς της οικονομίας όσο και της μεγάλης αύξησης της τουριστικής κίνησης. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν επίσης η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς περισσότερο ευέλικτες μορφές, μετά την άρση των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας κατά την περίοδο που προηγήθηκε, και η διατήρηση του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων στο χαμηλό επίπεδο που είχε διαμορφωθεί μετά τις μειώσεις των προηγούμενων ετών.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου κατέγραψαν πτώση στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, κυρίως λόγω της μείωσής

τους το γ' τρίμηνο. Σημαντικά υποχώρησαν οι επενδύσεις σε μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό, ενώ οι επενδύσεις στις κατασκευές συνέχισαν την καθοδική τους πορεία.

Ο πληθωρισμός παρέμεινε για τρίτη συνεχή χρονιά σε αρνητικό έδαφος, καταγράφοντας ποσοστό -1,1% κατά μέσο όρο το 2015, αν και ο αρνητικός του ρυθμός επιβραδύνθηκε κυρίως λόγω των αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας κατά το τελευταίο πεντάμηνο του έτους. Σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του αρνητικού πληθωρισμού έπαιξε η πτωτική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Επιπλέον, σημαντικό ποσοστό της αύξησης της έμμεσης φορολογίας απορροφήθηκε από τους παραγωγούς και δεν μετακλύστηκε στις τελικές τιμές καταναλωτή. Ωστόσο, το Δεκέμβριο του 2015 ο πληθωρισμός κατέγραψε θετικό πρόσημο, κυρίως λόγω των αυξήσεων στον ΦΠΑ. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας φαίνεται ότι υποχώρησε στη διάρκεια του έτους, αν και λιγότερο από τη

**Διάγραμμα V.2 ΑΕΠ (2008-2015<sup>1</sup>) και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI<sup>2</sup>**



μείωση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας λόγω της κάμψης της παραγωγικότητας.

Η διατήρηση θετικού ρυθμού ανάπτυξης κατά το α' εξάμηνο του 2015 ήταν το αποτέλεσμα της ανάκαμψης που επιτεύχθηκε το β' εξάμηνο του 2014 και στηρίχθηκε στην εξισορρόπηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος του εξωτερικού τομέα που έλαβε χώρα τα προηγούμενα έτη. Οι δυσμενείς εξελίξεις ανέδειξαν τις δυνατότητες προσαρμογής των επιχειρήσεων και των καταναλωτών όταν κλήθηκαν να λειτουργήσουν σε συνθήκες ακραίων χρηματοπιστωτικών περιορισμών. Η επιδείνωση του επιχειρηματικού κλίματος, η παρατάση της πιστωτικής ασφυξίας και η επιβράδυνση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων οδήγησαν την οικονομία εκ νέου σε ύφεση κατά το β' εξάμηνο του έτους.

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι οι αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας για τα επόμενα έτη παραμένουν ισχυρές, στο βαθμό όμως που θα αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι βραχυχρόνιες ανισορροπίες και κυρίως οι μακροχρόνιες προκλήσεις που συναρτώνται με το νέο αναπτυξιακό υπόδειγμα της χώρας.

Επιγραμματικά επισημαίνονται τα εξής:

- Η επανάκτηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας με βάση τις τιμές δεν έχει αποδώσει στον αναμενόμενο βαθμό τα προσδοκώμενα οφέλη, καθώς πραγματοποιείται σε περιβάλλον ύφεσης και πιστωτικής στενότητας. Η συνολική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, που ενσωματώνει ουσιαστικά τις συνθήκες επιχειρηματικότητας της χώρας, παραμένει στάσιμη, υποδεικνύοντας ως αναγκαία τη συνέχιση και επέταση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας.
- Οι εξαγωγές αγαθών, αν και αντανακλούν την αύξηση του εύρους των εμπορικών σχέσεων της οικονομίας με τον υπόλοιπο κόσμο, υπολείπονται ως προς το βαθμό διεξόδου των ελληνικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές (βλ. Πλαίσιο V.5). Η διαπίστωση αυτή παραπέμπει στην ανάγκη ενίσχυσης του παραγωγικού εξοπλισμού των Ελλήνων εξαγωγέων, δηλαδή σε αύξηση των επενδύσεων.
- Η πλήρης αποκατάσταση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και η σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος είναι πρωταρχικοί παράγοντες για την ανάληψη νέων επιχειρηματικών επενδυτικών αποφάσεων (βλ. Πλαίσιο V.2).
- Ο ρόλος του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, καθώς και η αξιοποίηση της δημόσιας ακίνητης περιουσίας (βλ. Πλαίσιο VI.1), είναι καθοριστικής σημασίας προκειμένου να σηματοδοτηθούν οι ευκαιρίες εισροής ξένων άμεσων επενδύσεων.
- Η μεταφορά επενδυτικών πόρων και δραστηριότητας από μη εμπορεύσιμους σε εμπορεύσιμους τομείς βρίσκεται σε εξέλιξη (βλ. Πλαίσιο V.3). Το αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας θα κρίνει σε μεγάλο βαθμό τις αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας για την επόμενη εικοσαετία.
- Προκειμένου να διατηρηθεί η κοινωνική συνοχή και να προστατευθεί η αναπτυξιακή προσπάθεια, είναι αναγκαία η συνέχιση της



στοχευμένης υποστήριξης των αδύναμων κοινωνικών ομάδων, χωρίς όμως να υπονομευθεί η δημοσιονομική προσαρμογή.

- Ταυτόχρονα, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και η βελτίωσή τους αναμένεται να περιορίσουν την υψηλή ανεργία, ιδιαίτερα τη μακροχρόνια και την ανεργία των

νέων. Επιπλέον, η συνέχιση του μεταρρυθμιστικού προγράμματος σε συνδυασμό με την αύξηση της εξωστρέφειας της παραγωγικής βάσης αναμένεται να συμβάλουν στη μείωση της ανεργίας, στην αύξηση της απασχόλησης και στην ανάσχεση του φαινομένου της εκροής ανθρώπινου κεφαλαίου (βλ. Πλαίσια V.1 και V.3).

## Πλαίσιο V.1

### ΦΥΓΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΤΑΣΗ ΜΕΤΑΝΑΣΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΣΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ο ρόλος του ανθρώπινου κεφαλαίου στην αναπτυξιακή διαδικασία αποτελεί καθοριστικό στοιχείο της θεωρίας της “ενδογενούς ανάπτυξης”. Δεν είναι τυχαίο ότι από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 επικράτησε ο όρος “οικονομία της γνώσης” (knowledge-driven ή knowledge-based economy, OECD 1996<sup>1</sup>), καταδεικνύοντας με αυτό τον τρόπο τη σχέση ανάμεσα στην οικονομία της αγοράς και στη γνώση. Βασικό επιχείρημα είναι ότι η οικονομία που συσσωρεύει υψηλής ποιότητας ανθρώπινο κεφάλαιο νέμεται τους καρπούς της τεχνολογικής προόδου, βελτιώνει την παραγωγικότητα και ανταγωνιστικότητά της και επιδεικνύει υψηλό και διατηρήσιμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Η γνώση συντελεί στη δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών, στον αποτελεσματικότερο συνδυασμό εργασίας και φυσικού κεφαλαίου και στην καινοτομία. Φορέας γνώσης είναι το ανθρώπινο κεφάλαιο, δηλαδή το σύνολο των γνώσεων και των δεξιοτήτων που αποκτά ο άνθρωπος με σπουδές και επαγγελματική εμπειρία.

Συνεπώς, προτεραιότητα της κάθε πολιτείας είναι η δημιουργία, διατήρηση και προστασία του ανθρώπινου κεφαλαίου της. Εντούτοις, στην Ελλάδα της κρίσης, το φαινόμενο της εκροής ανθρώπινου κεφαλαίου που είναι γνωστό με τον όρο “διαρροή” ή “έξοδος εγκεφάλων” (brain drain ή exodus), έχει λάβει μεγάλες διαστάσεις. Από το 2008 μέχρι το 2013, σχεδόν 223 χιλιάδες νέοι ηλικίας 25-39 ετών εξήλθαν μόνιμα από τη χώρα με κατεύθυνση πιο ανεπτυγμένες χώρες, αναζητώντας εργασία με καλύτερη αμοιβή και καλύτερες προοπτικές κοινωνικής και οικονομικής προόδου. Είναι η γενιά που επηρεάστηκε περισσότερο από την κρίση, γνωστή ως “generation E” (expats) ή “generation G” (young, talented and Greek) ή “generation We”.

Η εκδήλωση του φαινομένου και η δυναμική του καθιστούν επιτακτική την ανάγκη, πρώτον, να αποτυπωθούν και να καταγραφούν τα χαρακτηριστικά του, δεύτερον, να διερευνηθούν οι λόγοι για τους οποίους εκδηλώνεται στην παρούσα συγκυρία και, τρίτον, να εντοπιστούν οι αρνητικές επιπτώσεις για την εγχώρια οικονομία προκειμένου να διαπιστωθεί υπό ποιες συνθήκες θα μπορούσε να καταγραφεί επιστροφή του ανθρώπινου κεφαλαίου. Αυτά τα τρία ζητούμενα αποτελούν τους άξονες στους οποίους θα κινηθεί η παρούσα ανάλυση, πριν καταλήξει με τη διατύπωση ενός ελάχιστου συνόλου έξι προτάσεων πολιτικής που συνδέονται με τη διατηρήσιμη ανάπτυξη και που μπορούν να βοηθήσουν όχι μόνο στον περιορισμό, αλλά και στην αντιστροφή του φαινομένου.<sup>2</sup>

1 OECD (1996), *The knowledge-based economy*, General Distribution (96)102, Paris.

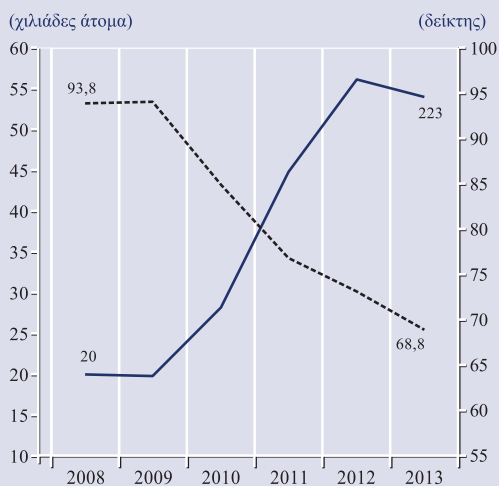
2 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Σ. Λαζαρέτου (2016), “Φύγη ανθρώπινου κεφαλαίου: η σύγχρονη τάση μετανάστευσης των Ελλήνων στα χρόνια της κρίσης”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, υπό δημοσίευση.

### Περιγραφή της υπάρχουσας κατάστασης

Το Διάγραμμα Α αποτυπώνει την εικόνα. Η ελληνική οικονομία και κοινωνία επένδυσε στη φυγή ως αντίδραση στην εκτίναξη του ποσοστού ανεργίας και την ταχεία βύθισή της στην ύφεση. Μια σταθερή εξερχόμενη ροή 38 χιλιάδων ατόμων στα έτη 2008 και 2009 υπερδιπλασιάστηκε μέσα σε μόλις δύο έτη 2010-2011, ξεπερνώντας το 2013 τις 104 χιλιάδες και σχεδόν τις 427 χιλιάδες άτομα σωρευτικά για όλη την περίοδο.<sup>3</sup> Αν θεωρηθεί ότι η αξία του ανθρώπινου κεφαλαίου προσεγγίζεται ποσοτικά από την παρούσα αξία των μελλοντικών προσδοκώμενων εισοδημάτων που θα αποκομίσει ο εργαζόμενος σε όλη τη διάρκεια του εργασιακού του βίου, τότε η καθοδική πορεία του κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος

### Διάγραμμα Β Μετανάστευση Ελλήνων νέων και εισόδημα (2008-2014)

- Έλληνες μετανάστες (25-39 ετών, εξερχόμενοι, ροή) (αριστερή κλίμακα)
- - - - ακαθάριστο κατά κεφαλήν διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών (ευρωζώνη 19=100, δεξιά κλίμακα)

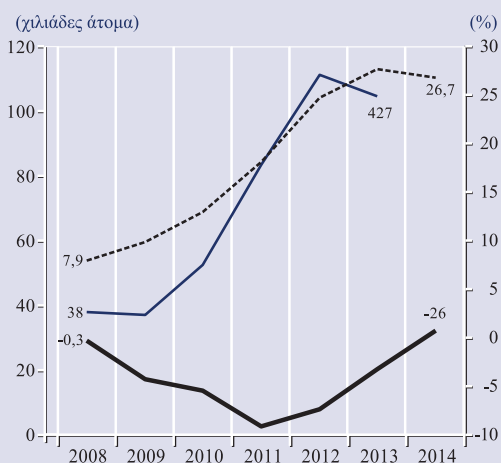


Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat, Emigration Statistics, και OECD.

Σημείωση: Μονίμως εξερχόμενοι Έλληνες υπήκοοι. Διαθέσιμο εισόδημα σε δολάρια ΗΠΑ ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης σε σύγκριση με το μέσο όρο της ευρωζώνης-19. Ο αριθμός των μεταναστών για το έτος 2013 αναγράφεται σωρευτικά.

### Διάγραμμα Α Μετανάστευση, ανεργία και ύφεση (2008-2014)

- Έλληνες μετανάστες (15-64 ετών, εξερχόμενοι, ροή) (αριστερή κλίμακα)
- - - - % ανεργίας (δεξιά κλίμακα)
- % ύφεσης (δεξιά κλίμακα)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Στατιστικά στοιχεία για την εκροή Ελλήνων υπηκόων προς όλες τις χώρες είναι διαθέσιμα από το 2008. Ο αριθμός των μεταναστών για το έτος 2013 και το ποσοστό ύφεσης για το έτος 2014 αναγράφονται σωρευτικά.

αποτελέσει ισχυρό κίνητρο εξόδου. Οι εξελίξεις περιγράφονται στο Διάγραμμα Β.

Η ετήσια ροή των μονίμως εξερχόμενων Ελλήνων υπηκόων ηλικίας 25-39 ετών αυξήθηκε από 20 χιλιάδες το 2008 σε 53 χιλιάδες το 2013, ενώ αθροιστικά σχεδόν 223 χιλιάδες άτομα της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας εξήλθαν μόνιμα από τη χώρα. Την ίδια περίοδο, το κατά κεφαλήν ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα των ελληνικών νοικοκυριών μειώθηκε από 93,8% του μέσου όρου της ευρωζώνης των 19 το 2008 σε μόλις 68,8% το 2013.

Η εκπαίδευση φαίνεται ότι αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα για τη μείωση της ανεργίας των μορφωμένων νέων στα χρόνια πριν από την κρίση. Μέχρι το 2008 ένα ανώτερο επίπεδο εκπαίδευσης εξασφάλιζε εν πολλοίς ένα χαμηλότερο ποσοστό ανεργίας για τους απο-

<sup>3</sup> Τα στοιχεία αφορούν την ακαθάριστη ροή των μονίμως εξερχόμενων Ελλήνων υπηκόων. Δεν υπάρχει πλήρης σειρά στοιχείων για την καθαρή εκροή.

φοίτους τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, εντούτοις το ποσοστό ανεργίας των μορφωμένων νέων ηλικίας 25-39 ετών ήταν κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το γενικό ποσοστό ανεργίας και υπερδιπλάσιο του μέσου όρου της ΕΕ-28.<sup>4</sup> Περαιτέρω, σε ποσοτικούς όρους το απόθεμα του ανθρώπινου κεφαλαίου, μετρούμενο με τον αριθμό των πτυχιούχων, ακολούθησε πορεία σύγκλισης προς το μέσο όρο της ΕΕ-28. Η συντριπτική πλειοψηφία των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης αφορά κατόχους πρώτου πτυχίου και μόνο ένας στους δέκα κατέχει μεταπτυχιακό τίτλο σπουδών. Η δαπάνη για έρευνα και καινοτομία ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι η 5η μικρότερη μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28, ο αριθμός των αιτήσεων διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας είναι 19 φορές μικρότερος από το μέσο όρο της ΕΕ και ο αριθμός των ατόμων που είτε ολοκλήρωσαν ανώτατες σπουδές στην επιστήμη και τεχνολογία (HRSTE) είτε απασχολούνται στους τομείς αυτούς (HRSTO)<sup>5</sup> δεν ξεπερνούν το 35% του ενεργού πληθυσμού σε σχέση με 44% στην ΕΕ-28. Εξάλλου, εμφανής είναι η αδυναμία της χώρας να προσελκύσει, να αναδειξει και να συντηρήσει νέα ταλέντα. Σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Δείκτη Ταλέντων για το 2015, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 33η θέση σε σύνολο 60 χωρών και 81η σε σύνολο 144 χωρών με βάση τις εκτιμήσεις των δεικτών ανταγωνιστικότητας (World Economic Forum) που λαμβάνουν υπόψη, εκτός από τη μακροοικονομική συγκυρία, την ποιότητα της εκπαίδευσης, την καινοτομία και την επιχειρηματική κουλτούρα.

#### Επιπτώσεις από την έξοδο του ανθρώπινου κεφαλαίου

Αν και είναι νωρίς να διαπιστωθεί η μετρήσιμη επίπτωση της εξόδου στα μακροοικονομικά μεγέθη, υπάρχουν ωστόσο σημαντικά επιχειρήματα που συνηγορούν ότι το καθαρό αποτέλεσμα είναι εν τέλει αρνητικό. *Πρώτον*, η έξοδος σημειώνεται από μια χώρα με αρνητικούς δημογραφικούς ρυθμούς και αφορά ως επί το πλείστον άγαμους νέους, άνδρες και γυναίκες. Αυτό έχει ως συνέπεια όχι μόνο την αρνητική επίπτωση στον ήδη υποτονικό ρυθμό γεννητικότητας, αλλά και τη μεγαλύτερη επιβάρυνση των ασφαλιστικών ταμείων, αφού η χώρα θα στερηθεί μόνιμα ένα σημαντικό τμήμα απασχολήσιμων ατόμων. *Δεύτερον*, στην Ελλάδα αποκλειστικός φορέας κατάρτισης και εξειδίκευσης ανθρώπινου δυναμικού σε ανώτατο επίπεδο είναι το Δημόσιο μέσω των δημόσιων πανεπιστημιακών ιδρυμάτων, των οποίων κύρια πηγή χρηματοδότησης είναι τα χρήματα των φορολογουμένων. Η έξοδος επομένως επιστημονικού δυναμικού που έλαβε εξειδίκευση στη χώρα όσο και η παραμονή του μετά το πέρας των σπουδών στο εξωτερικό συνιστούν σημαντική απώλεια. *Τρίτον*, η εκροή ανθρώπινου κεφαλαίου αφορά κυρίως το πλέον ανταγωνιστικό, ικανό και φιλόδοξο τμήμα του εργατικού δυναμικού. Η παραγωγική του αξιοποίηση από ξένη χώρα συνιστά μόνιμη βλάβη για τη χώρα καταγωγής, αφού η μέση ποιότητα του εναπομένου αποθέματος ανθρώπινου κεφαλαίου χειροτερεύει. *Τέταρτον*, αρχικά αυξάνεται η προσδοκώμενη απόδοση της εκπαίδευσης, αφού τα μορφωμένα άτομα είναι αυτά που κατά κανόνα απολαμβάνουν καλύτερες προοπτικές προόδου στις χώρες εισδοχής. Μεταναστεύουν όμως και άτομα με μικρότερη εξειδίκευση και μόρφωση, με αποτέλεσμα να περιορίζεται το όφελος από την προσδοκώμενη μεγαλύτερη απόδοση της εκπαίδευσης, αφού η έλλειψη προσφοράς εξειδικευμένης εργασίας με δεδομένη τη ζήτηση διαμορφώνει προσδοκίες για υψηλότερη αμοιβή και μειώνει κάθε κίνητρο για εκπαίδευση και βελτίωση της ποιότητας. Εξάλλου, η υψηλή προσδοκώμενη απόδοση της εκπαίδευσης ενέχει σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας, αφού εξαρτάται από αβέβαιους παράγοντες όπως η δυνατότητα μετανάστευσης, οι ευκαιρίες απασχόλησης στη χώρα υποδοχής, ενδεχόμενες αλλαγές στη μεταναστευτική πολιτική της χώρας προορισμού (αυστηρότερες αριθ-

4 Βλ. τις αναλύσεις των Παπαπέτρου Ε. (2007), "Εκπαίδευση, αγορά εργασίας και μισθολογικές διαφορές στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 28, 57-83, και Μητράκου Θ., Π. Τσακλόγλου και Ι. Χολέζα (2010), "Προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους των μισθών στην Ελλάδα με έμφαση στους μισθούς των αποφοίτων της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 34, 7-40.

5 Το HRSTE (human resources in science and technology education) καλύπτει όλα τα πεδία τριτοβάθμιας εκπαίδευσης σύμφωνα με τη διεθνή κατάταξη ISCED. Το HRSTO (human resources in science and technology occupation) καλύπτει τις δύο ευρείες κατηγορίες απασχόλησης σύμφωνα με τη διεθνή κατάταξη ISCO (επαγγελματίες και τεχνικούς). Βλ. Eurostat indicators on HRST: [http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/hrst\\_esms.htm](http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/hrst_esms.htm).

μητικές ποσοστώσεις) και δυσμενείς αλλαγές στο οικονομικό της περιβάλλον που επηρεάζουν το ύψος του προσδοκώμενου μισθού. Πέμπτον, οι μετανάστες συνήθως απασχολούνται σε θέσεις εργασίας κατώτερες των προσόντων τους και αμείβονται λιγότερο. Η σπατάλη επομένως πολύτιμου ανθρώπινου κεφαλαίου (brain waste) και η απώλεια εισοδήματος συνιστούν ένα επιπλέον κόστος για τη χώρα εξόδου. Έκτον, επειδή αυξάνεται η προσδοκώμενη απόδοση της εκπαίδευσης, αυξάνεται και η ζήτηση για υπηρεσίες εκπαίδευσης και η δαπάνη για την παροχή τους. Όμως, η αυξημένη δαπάνη για εκπαίδευση στερεί εθνικούς πόρους από άλλους τομείς όπως είναι οι δημόσιες υποδομές και η υγεία, που επίσης επιφέρουν θετικό πολλαπλασιαστικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη. Εάν η χρηματοδότηση της αυξημένης δαπάνης για εκπαίδευση γίνει μέσω της φορολογίας, η συνακόλουθη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος θα μειώσει τη ζήτηση για εκπαίδευση, με αποτέλεσμα το καθαρό τελικό αποτέλεσμα να είναι αρνητικό. Εξάλλου, η περικοπή άλλων επενδυτικών δαπανών, όπως για υποδομές ή για υγεία, προκαλούν επίσης πρωτογενείς δυσμενείς επιδράσεις τόσο στην αναπτυξιακή διαδικασία όσο και στην ποιότητα του εργατικού δυναμικού. Το τελευταίο επιφέρει πολλαπλασιαστικές αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις, αφού μειώνεται η απόδοση του φυσικού κεφαλαίου όταν αυτό συνεργάζεται με ένα χειρότερης ποιότητας εργατικό δυναμικό. Έβδομον, η απώλεια ανθρώπινου δυναμικού συνεπάγεται και σημαντική δημοσιονομική απώλεια στην πλευρά των φορολογικών εσόδων, αφού κατά κανόνα οι προσοντούχοι εργαζόμενοι διεκδικούν και επιτυγχάνουν υψηλότερες μισθολογικές αμοιβές και καταβάλλουν υψηλότερους φόρους, αφού η φοροδοτική τους ικανότητα είναι μεγαλύτερη. Όγδοον, το φαινόμενο της φυγής των πλέον ταλαντούχων και μορφωμένων ατόμων προκαλεί συναίσθημα παραίτησης και απαισιοδοξίας σε μεγάλα τμήματα του πληθυσμού, με αποτέλεσμα να υπάρχει και φυγή των λιγότερο ταλαντούχων, η οποία λαμβάνει τη μορφή ψήφου δυσπιστίας προς το μέλλον της χώρας.

### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Η φυγή ανθρώπινου δυναμικού σε καμία περίπτωση δεν δικαιολογεί ολιγωρία. Διατυπώνεται ένα ελάχιστο σύνολο έξι προτάσεων πολιτικής που συνδέονται με τη διατηρήσιμη ανάπτυξη, η υλοποίηση των οποίων θα μπορούσε να έχει ως αποτέλεσμα όχι μόνο τον περιορισμό, αλλά και την αντιστροφή του φαινομένου της εκροής ανθρώπινου κεφαλαίου από την Ελλάδα.

1. *Εκπόνηση και υλοποίηση ενός σχεδίου εθνικής οικονομικής ανασυγκρότησης και αναδιοργάνωσης της αγοράς εργασίας.* Το σχέδιο θα συντελέσει στον επανακαθορισμό των ειδών και μορφών επιστημονικής και επαγγελματικής εξειδίκευσης ώστε να αντιστοιχιστούν καλύτερα οι δεξιότητες των νέων επιστημόνων με τη ζήτηση της αγοράς.

2. *Δράσεις νεοφυούς επιχειρηματικότητας.* Με στήριξη από τον παραγωγικό τομέα της χώρας, καθώς και από το κράτος, θα πρέπει χωρίς καθυστέρηση να συστηματοποιηθούν και να εντατικοποιηθούν οι δράσεις για τη στήριξη της νεοφυούς επιχειρηματικότητας. Οι δράσεις αυτές μπορούν να λάβουν τη μορφή χώρων συνάντησης και γνωριμίας των δημιουργικών και φιλόδοξων νέων με την κουλτούρα της επιχειρηματικής δραστηριότητας.<sup>6</sup>

3. *Αριστεία, διαφάνεια και αξιοκρατία.* Αν και η οικονομική κρίση ενίσχυσε τη μεγάλη φυγή των Ελλήνων επιστημόνων, δεν αποτέλεσε εντούτοις τον αποκλειστικό λόγο της μαζικής μετανά-

<sup>6</sup> Το 2015, ο παραγωγικός τομέας στην Ελλάδα δραστηριοποιήθηκε προς αυτή την κατεύθυνση χάρη στη βοήθεια μη κερδοσκοπικών και εθελοντικών οργάνωσεων. Αναφέρουμε ενδεικτικά τις 90 δράσεις που διοργανώθηκαν στο πλαίσιο του 2015 Start up Safari Athens, τη δράση Mindspace, τη Σχολή Επιχειρηματικότητας (ThinkYoung), καθώς και τη λειτουργία του Impact Hub Athens, το πρόγραμμα "Regeneration" που υλοποιείται από την πρωτοβουλία Global Shapers Athens Hub στο πλαίσιο του προγράμματος World Economic Forum, το Google LaunchPad και τις πρωτοβουλίες στο πλαίσιο του Industrydisruptors.org με το Disrupt Startup Scaleup και το ΣΦΕΕ Innovation Project.

στευσης. Η αναξιοκρατία και η αδιαφάνεια στην επιλογή, η μετριοκρατία, ο νεποτισμός, η διαφθορά, η αναποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης, η έλλειψη ευκαιριών δημιουργικής απασχόλησης και εξέλιξης, η έλλειψη κινήτρων επιχειρηματικότητας μαζί με την οικονομική κρίση και την αβεβαιότητα για το μέλλον της χώρας, καταγράφηκαν από τους ίδιους τους ενδιαφερομένους ως οι δύο σημαντικότεροι λόγοι φυγής.<sup>7</sup> Η διενέργεια περιοδικών διαγωνισμών σε μόνιμη βάση, με τη στήριξη των επαγγελματιών φορέων και του κράτους και με γενναία προμολόγηση, όπως βραβεία ή/και επιδότηση των εργοδοτών που θα προσλάβουν Έλληνες επιστήμονες ως επιβράβευση των ιδεών αλλά και ως ενθάρρυνση της συμμετοχής, μπορεί να αποτελέσει την έμπρακτη απόδειξη για την προστασία της αριστείας και τη διασφάλιση της αξιοκρατίας.

4. *Ο θεσμός της μαθητείας και της πρακτικής άσκησης.* Αν και οι ελληνικές επιχειρήσεις, λειτουργώντας σε μια περίοδο χαμηλής ζήτησης και συνεπώς μικρού μεγέθους παραγωγής, μπορούν βραχυπρόθεσμα να διαχειριστούν την έλλειψη εξειδικευμένων στελεχών, μακροπρόθεσμα ωστόσο, καθώς η οικονομία θα εισέρχεται στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, θα αντιμετωπίσουν σοβαρά προβλήματα που συνδέονται με τη χαμηλή παραγωγικότητα και την έλλειψη καινοτομίας. Κρίνεται επομένως σκόπιμο οι επιχειρήσεις να αναλάβουν πρωτοβουλία που θα αποσκοπεί στη συγκράτηση των νέων σε ηλικία ταλαντούχων στελεχών. Τούτο μπορεί να καταστεί εφικτό μέσω της γενικευμένης υιοθέτησης του θεσμού της μαθητείας και της πρακτικής άσκησης νέων μορφωμένων μεν, αλλά με μικρή ή καθόλου επαγγελματική εμπειρία.<sup>8</sup>

5. *Περιβάλλον φιλικό προς την επιχειρηματικότητα.* Καθώς οι νέοι σήμερα έχουν αυξημένη θέληση να δοκιμάσουν την επιχειρηματικότητα και η συντριπτική πλειοψηφία τους ασχολείται με δράσεις με σαφώς εξωστρεφή προσανατολισμό, όπως η τεχνολογία, ο τουρισμός και τα φυσικά προϊόντα, η έλλειψη ενός πλαισίου φιλικού προς την επιχειρηματικότητα παραμένει τροχοπέδη.<sup>9</sup> Η μείωση της γραφειοκρατίας, η φιλική στάση του κράτους προς το επιχειρείν, η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών και η μείωση της φορολογίας μέχρις ότου η νεοφυής επιχείρηση καταστεί κερδοφόρα συνιστούν τα κρίσιμα στοιχεία που συνθέτουν ένα φιλικό προς την επιχειρηματικότητα θεσμικό πλαίσιο. Σε αυτά θα πρέπει να προστεθούν οι ευέλικτες μορφές τραπεζικής χρηματοδότησης καθώς και η αξιοποίηση από ειδικά χρηματοδοτικά σχήματα των διαθέσιμων κεφαλαίων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

6. *Στρατηγική επανένταξης των νέων εκτός εκπαίδευσης, κατάρτισης και εργασίας (NEET – Not in Education, Employment or Training).* Στην Ελλάδα το ποσοστό των NEET ηλικίας 15-24 ετών ξεπερνά το 19% του συνολικού πληθυσμού της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας για το 2014. Το υψηλό αυτό ποσοστό είναι ιδιαίτερα ανησυχητικό, με μακροπρόθεσμες δυσμενείς επιπτώσεις στην οικονομία και στην κοινωνία, αφού οι νέοι αυτής της κατηγορίας συχνά θεωρούν τον εαυτό τους εγκαταλελειμμένο από την πολιτεία και τοποθετούνται στο περιθώριο της κοινωνικής και οικονομικής ζωής. Συνεπώς, η ελληνική πολιτεία θα πρέπει να χαράξει χωρίς καθυστέρηση μια ολιστική και συνεκτική στρατηγική ένταξης και αξιοποίησης των NEET, σύμφωνα με τις βέλτιστες

7 Στο συμπέρασμα αυτό συγκλίνουν τα ευρήματα όλων σχεδόν των ερευνών που έχουν μέχρι σήμερα εκπονηθεί και δημοσιευθεί. Βλ. European University Institute (2013), Global Governance Programme, Cross-country analysis, survey report. Emigrating in times of crisis, EUI/4, ICAP Group (2015), Αποτελέσματα της έρευνας για το φαινόμενο brain drain. *Talent management from drain to gain*, 1ο ετήσιο συνέδριο Human Capital Summit, People Solutions, 4 Ιουνίου. Endeavor Greece (2014), “Creating jobs for youth in Greece”, Ίδρυμα Σταύρος Νιάρχος, Theodoropoulos, D., A. Kyridis, C. Zagkos and Z. Konstantinidou (2014), “Brain drain phenomenon in Greece. Young Greek scientists on their way to immigration in an era of crisis. Attitudes, opinions and beliefs towards the prospect of migration”, *Journal of Education and Human Development*, 3, 229-248, Triandafyllidou, A. and R. Gropas (2014), “Voting with their feet: highly skilled emigrants from SEE”, *American Behavioral Scientist*, 58, 1614-1633.

8 Για την ενδοεπιχειρησιακή κατάρτιση βλ. Νικολίτσα, Δ. (2011), “Η ενδοεπιχειρησιακή κατάρτιση στην Ελλάδα: μια συνοπτική εικόνα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 35, 53-86.

9 Βλ. την έρευνα “Η επιχειρηματικότητα μέσα από τα μάτια των νέων: κάτι αλλάζει”, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Endeavor Greece, ΕΥ και Ελληνοαμερικανικό Εμπορικό Επιμελητήριο, Δεκέμβριος 2015.

πρακτικές ανάπτυξης των δυνατοτήτων των νέων τις οποίες εφαρμόζουν οι επιτυχημένες χώρες που παρά τη διεθνή κρίση και ύφεση γνώρισαν πολύ μικρή αύξηση της ανεργίας των νέων τους. Οι πρακτικές αυτές βασίζονται σε ένα σύνολο πρωτοβουλιών της κυβέρνησης, σε συνεννόηση με τους παραγωγικούς φορείς και τα εκπαιδευτικά ιδρύματα όλων των βαθμίδων και μορφών, που σχετίζονται με την αύξηση των προγραμμάτων μαθητείας και πρακτικής άσκησης, των μαθημάτων επαγγελματικής κατάρτισης και εξειδίκευσης για την καλύτερη προετοιμασία της μετάβασης του νέου από την εκπαιδευτική διαδικασία στην αγορά εργασίας, την προστασία των σχολείων δεύτερης ευκαιρίας και την παροχή κινήτρων μη εγκατάλειψης του σχολείου.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ (12.2.2016), το ΑΕΠ υποχώρησε το 2015 κατά 0,7%. Το 2015 χαρακτηρίστηκε από δύο διαφορετικές τάσεις, με διατήρηση της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας το α' εξάμηνο του έτους (+0,6%) και την επιστροφή σε

ύφεση το β' εξάμηνο (-1,9%) ως αποτέλεσμα των κεφαλαιακών περιορισμών. Η ανάλυση που ακολουθεί για τις συνιστώσες της ζήτησης στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 (βλ. Πίνακα V.1) βασίζεται στα προσωρινά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ (27.11.2015).

Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε το πρώτο εννεάμηνο του 2015 (0,9% για το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, έναντι 0,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2014), παρά το

**Πίνακας V.1 Ζήτηση και ΑΕΠ**

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 εννεάμηνο
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)
<i>Επενδύσεις σε κατοικίες</i>	-26,3 (-1,7)	-14,4 (-0,7)	-38,2 (-1,8)	-30,7 (-1,0)	-52,3 (-1,2)	-25,1 (-0,3)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	-8,3 (-9,3)	-11,0 (-12,0)	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,4 (-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%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	-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)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (1,9)	... (2,7)	... (3,2)	... (1,3)	... (-0,3)	... (0,9)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς<sup>2</sup></b>	-5,5	-9,2	-7,3	-3,1	0,7	0,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Νοέμβριος 2015, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

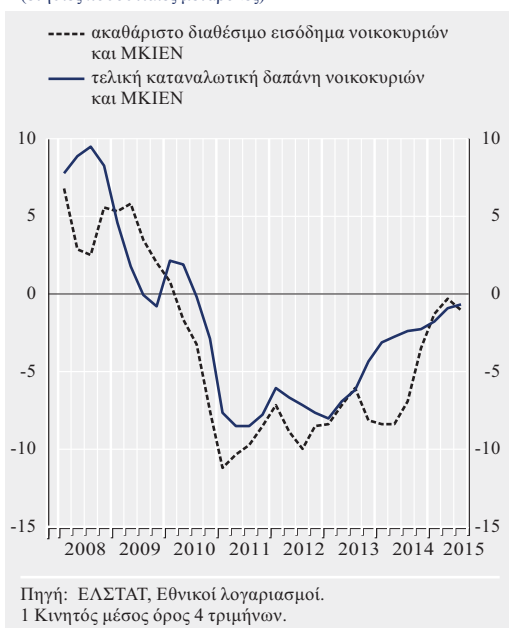
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

2 Δεν έχει περιληφθεί η προκαταρκτική εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ της 12.2.2016.

**Διάγραμμα V.3 Ιδιωτική κατανάλωση και διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών<sup>1</sup> (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2015)**

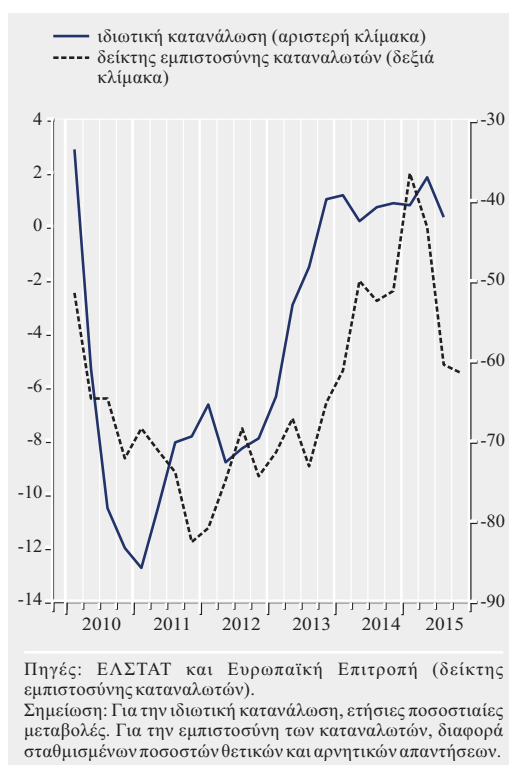
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



κλίμα αβεβαιότητας που επικράτησε λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας και των επιπτώσεων της τραπεζικής αργίας και των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Η εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στη σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ)<sup>3</sup> (βλ. Διάγραμμα V.3), η οποία προσδιορίστηκε από την αύξηση της απασχόλησης, τη μείωση των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών και τη σημαντική πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των λοιπών καυσίμων. Επίσης, η καταναλωτική δαπάνη υποστηρίχθηκε από τα ρευστά διαθέσιμα που είχαν αποσύρει τα νοικοκυριά κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015, αλλά και από την ευρεία χρήση χρεωστικών και πιστωτικών καρτών.

Η επιδείνωση του δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών από το β' τρίμηνο του 2015 και μετά (βλ. Διάγραμμα V.4) αντανάκλα την κλιμάκωση της αβεβαιότητας, αν και είχε μικρότερη

**Διάγραμμα V.4 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμ. 2010-δ' τρίμ. 2015)**



από την αναμενόμενη αρνητική επίδραση στην καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών. Άλλωστε, σύμφωνα με τους δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (βλ. Πίνακα V.2 και Διάγραμμα V.5), παρατηρείται διατήρηση του υψηλού ρυθμού αύξησης των πωλήσεων αυτοκινήτων, καθώς και επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης. Ωστόσο, η συγκέντρωση των φορολογικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών το τελευταίο τρίμηνο του έτους εκτιμάται ότι συνέβαλε στην ελαφρά υποχώρηση της κατανάλωσης το δ' τρίμηνο του 2015.

Αν και η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε σε ανοδική τροχιά το πρώτο εννεάμηνο του 2015,

<sup>3</sup> Το εισόδημα αυτό, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 σε πραγματικούς όρους παρέμεινε σχετικά σταθερό (-0,3%) έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014.

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

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015-2016 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-6,2	-10,2	-12,2	-8,1	-0,4	-1,7 (Ιαν.-Νοέμ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καισίων και λιπαντικών)	-6,9	-8,7	-11,8	-8,4	-0,7	-0,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός <sup>2</sup>	-5,5	-6,0	-9,0	-9,1	0,5	-1,9 (Ιαν.-Νοέμ.)
Ένδυση-υπόδηση	-11,4	-18,8	-20,6	-2,2	5,4	7,2 (Ιαν.-Νοέμ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-12,7	-15,7	-16,3	-6,2	-1,4	-4,0 (Ιαν.-Νοέμ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-4,3	-5,2	-12,1	-0,1	7,0	6,2 (Ιαν.-Νοέμ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	0,1	-5,9	-12,8	-6,5	-0,4	0,8 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-26,4	-0,5	-3,1	22,9	27,1	2,8 (Ιαν. 2016)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-63,4	-74,1	-74,8	-69,4	-54,0	-64 (Ιαν. 2016)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-37,2	-29,8	-41,7	3,1	30,1	4,9 (Ιαν. 2016)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας <sup>3</sup>	37,1	-16,8	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4 (Ιαν.-Δεκ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση της κατανάλωσης <sup>4</sup>	-4,2 (Δεκ.)	-6,4 (Δεκ.)	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα), Υπουργείο Οικονομικών (έσοδα ΦΠΑ, τέλη κινητής τηλεφωνίας), IOBE (προσδοκίες), 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).

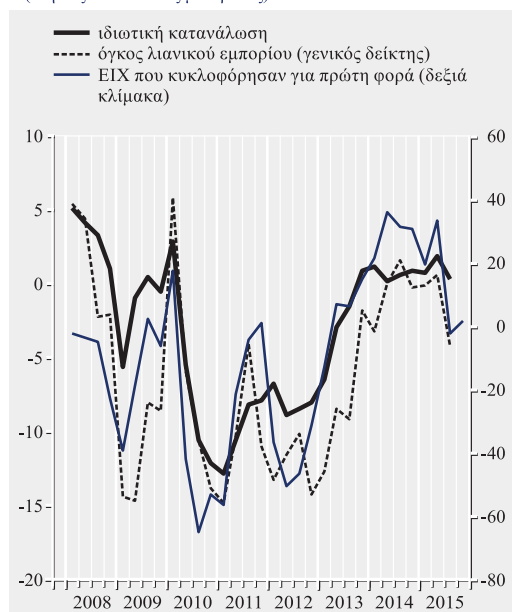
2 Περιλαμβάνει τα μεγάλα καταστήματα τροφίμων και τα ειδικευμένα καταστήματα τροφίμων-ποτών-καπνού.

3 Πάγια μηνιαία τέλη ανά σύνδεση έως τον Ιούλιο του 2009. Από τον Αύγουστο του 2009 νέο κλιμαζούμενο 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 εταιρεία παροχής πιστώσεων το 2009.

## Διάγραμμα V.5 Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2008-δ' τρίμ. 2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

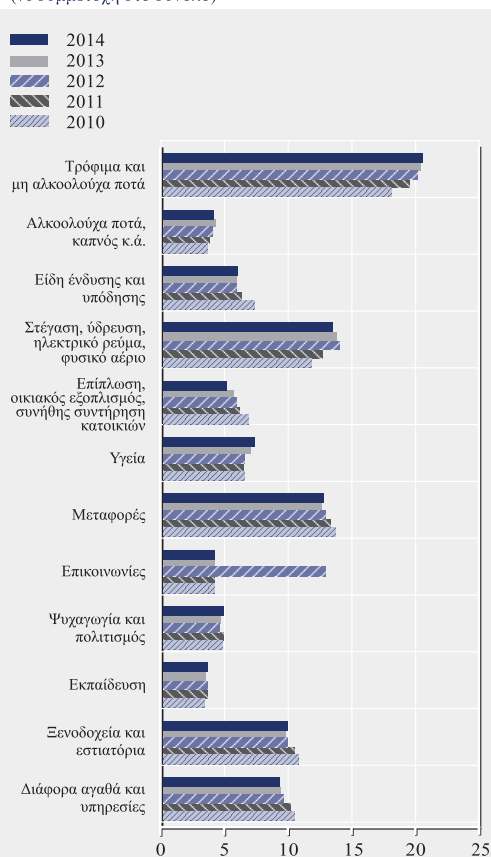
αξιοσημείωτη είναι η υστέρηση της δαπάνης των νοικοκυριών σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα. Το εννέαμηνο του 2015 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2009 η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε κατά περίπου 23% (σε σταθερές τιμές, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), αντανακλώντας μεταξύ άλλων και την επιδείνωση του βιοτικού επιπέδου των καταναλωτών.

Η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά την περίοδο της κρίσης αποτυπώνεται και στα αποτελέσματα της δειγματοληπτικής Έρευνας Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ). Συγκεκριμένα, τα στοιχεία των ΕΟΠ 2014 και 2010 καταδεικνύουν μείωση της μέσης μηνιαίας δαπάνης των νοικοκυριών κατά 494 ευρώ ή κατά 25,3% μεταξύ των δύο ετών. Επίσης, σύμφωνα με τα στοιχεία της ποσοστιαίας κατανομής των δαπανών για αγαθά και υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα V.6), παρατηρείται μεταβολή της διάρθρωσης της καταναλωτικής δαπάνης μεταξύ του 2010 και του 2014. Ειδικότερα, σημειώθηκε μετατόπιση της δαπάνης από διαρκή αγαθά (επίπλωση, είδη ένδυσης)



**Διάγραμμα V.6 Διαχρονική εξέλιξη της καταναλωτικής δαπάνης (2010-2014)**

(% συμμετοχή στο σύνολο)



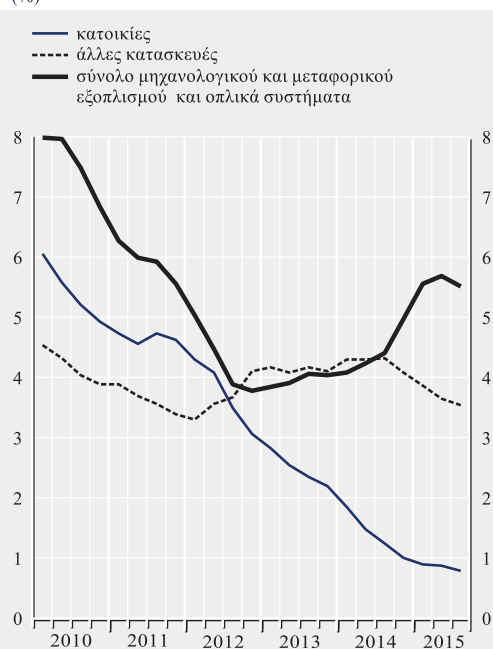
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών.

και αναψυχή (ξενοδοχεία, μεταφορές) προς αγαθά και υπηρεσίες που καλύπτουν βασικές ανάγκες (είδη διατροφής και στέγαση).

Η μείωση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου κατά 1,4% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014 προήλθε κυρίως από την αρνητική εξέλιξη του γ' τριμήνου (-12,9%). Στο διάστημα αυτό υποχώρησαν σημαντικά οι επενδύσεις σε μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό (-13,6%) (βλ. Διάγραμμα V.7), συνεχίζοντας την επιβράδυνση του προηγούμενου τριμήνου (από +49,4% το α' τρίμηνο σε +13% το β' τρίμηνο).<sup>4</sup> Ταυτόχρονα, οι επενδύσεις στις κατασκευές συνέχισαν να υποχωρούν με υψηλούς ρυθμούς σε

**Διάγραμμα V.7 Ποσοστό επενδύσεων ανά είδος στο ΑΕΠ (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2015)**

(%)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί.  
Σημείωση: Εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, τρέχουσες τιμές, κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

όλη τη διάρκεια του εννεαμήνου του 2015, αντανακλώντας την άνοδο της επενδυτικής αβεβαιότητας αλλά και τις μεγάλες καθυστερήσεις στα έργα υποδομής. Ο ρυθμός μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες επιβραδύνθηκε σε σχέση με το 2014 (-25,1% το εννεάμηνο του 2015 έναντι -52,3% το 2014), με το γ' τρίμηνο να είναι ιδιαίτερα αρνητικό.

Αξιοσημείωτη, ιδιαίτερα το γ' τρίμηνο του έτους, είναι η μεγάλη υποχώρηση των αποθεμάτων της οικονομίας, όπως καταγράφονται από την ΕΛΣΤΑΤ στις ακαθάριστες επενδύσεις. Μέρος της εξέλιξης αυτής θα πρέπει να αποδοθεί στην προσπάθεια των επιχειρήσεων να αντεπεξέλθουν στις δυσκολίες των κεφαλαιακών περιορισμών κατά το β' εξάμηνο του 2015.

<sup>4</sup> Σημειώνεται ότι η σημαντική αύξηση των επενδύσεων το α' τρίμηνο του 2015 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην προμήθεια αμυντικού εξοπλισμού.

**ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Η διάρκεια και η έκταση του φαινομένου της αποεπένδυσης συνολικά στην Ευρώπη συγκέντρωσε το ενδιαφέρον διεθνών οργανισμών και κεντρικών τραπεζών<sup>1</sup> και οδήγησε, μέσα από μια σειρά εμπειρικών αναλύσεων, στην ενδελεχή διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων των επιχειρηματικών επενδύσεων.<sup>2</sup>

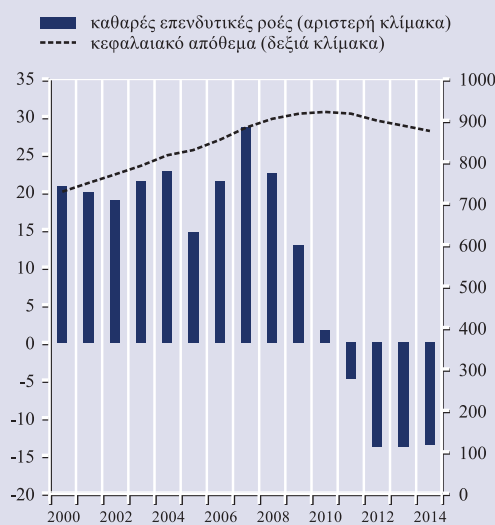
Στις ανεπτυγμένες οικονομίες, η πτώση των συνολικών επενδύσεων σε πάγιο κεφάλαιο υπολογίζεται κατά μέσο όρο σε 25% σε σύγκριση με το επίπεδό τους πριν από την κρίση. Παρότι η κρίση έπληξε ιδιαίτερα τις επενδύσεις στην οικοδομική δραστηριότητα, εντούτοις η συρρίκνωση των επιχειρηματικών επενδύσεων είναι αυτή που ευθύνεται για τα 2/3 περίπου της συνολικής αποεπένδυσης.<sup>3</sup>

Στην ελληνική οικονομία, η συνολική επενδυτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε από 26% περίπου το 2007 στο 11,6% το 2014, συμβάλλοντας στην πτώση της συνολικής ενεργού ζήτησης και προκαλώντας συρρίκνωση του παραγωγικού κεφαλαίου της χώρας. Ειδικότερα, από το 2011 οι καθαρές επενδυτικές ροές της εγχώριας οικονομίας είναι αρνητικές, με αποτέλεσμα το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της οικονομίας να υποχωρεί (βλ. Διάγραμμα Α), αφού οι ακαθάριστες επενδύσεις υπολείπονται των αποσβέσεων του παραγωγικού εξοπλισμού.

Η πτώση της επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας προέρχεται κυρίως από την καθίζηση των επενδύσεων σε κατοικίες, οι οποίες ως ποσοστό του ΑΕΠ υποδεκαπλασιάστηκαν, από 10% περίπου το 2007 σε 1% το 2014. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρηματικές επενδύσεις την ίδια περίοδο κατέγραψαν ηπιότερη μείωση, από 10,3% σε 7,9% του ΑΕΠ, γεγονός που υποδηλώνει την αποδέσμευση ασύμμετρα υψηλών επενδυτικών πόρων από την οικοδομική δραστηριότητα, φαινόμενο που παρατηρήθηκε και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, π.χ. στην Ισπανία και την Ιρλανδία (βλ. τον πίνακα). Ανησυχητικό ωστόσο είναι το γεγονός ότι και οι πρόσφατες επιχειρηματικές επενδυτικές ροές βρίσκονται πολύ κοντά στις χαμηλότερες αρνητικές επιδόσεις της περιόδου, με αποτέλεσμα το φαινόμενο της επενδυτικής ένδειας στη χώρα μας να παρου-

**Διάγραμμα Α Κεφαλαιακό απόθεμα και καθαρές επενδυτικές ροές**

(δισεκ. ευρώ, σταθερές τιμές 2010)



Πηγές: Eurostat-AMECO και ΕΛΣΤΑΤ.

1 Βλ. ενδεικτικά: IMF, *World Economic Outlook*, April 2015. European Commission, *European Economy* 7/Autumn 2014, European Economic Forecast, “Box 1.1: Drivers and implications of the weakness of investment in the EU”. European Commission (2015), *Quarterly report on the euro area*, Issue 1, Section 4 : “Investment dynamics in the euro area since the crisis”, vol. 14, σελ. 35. Bank for International Settlements (2015), “(Why) Is investment weak?”, *Quarterly Monthly Review*, March. OECD (2015), *Economic Outlook*, Volume 2015/1. Pinto, E. and S. Tevlin (2014), “Perspectives on the Recent Weakness in Investment”, Federal Reserve Bank, FEDS Notes.  
 2 Ειδικότερα σε ό,τι αφορά τη διερεύνηση της σχέσης οικονομικού κλίματος και επενδύσεων, βλ. ενδεικτικά τις πρόσφατες μελέτες: Ch. Lewis et al. (2014), “Investment Gaps after the Crisis”, OECD Working paper no 1168, και Mathieu Bussière et al. (2015), “Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty”, Banque de France, Document de Travail no 571.  
 3 IMF, *World Economic Outlook*, April 2015, Chapter 4: “Private Investment: What’s the Holdup?”, σελ. 112.

## Σύνθεση της πτώσης των επενδύσεων

(% του ΑΕΠ)

	Μέσος όρος 2000-2007	Χαμηλότερη τιμή	2015 α' εξάμηνο	Απόκλιση από το μέσο όρο	Απόκλιση από τη χαμηλότερη τιμή
Συνολικές επενδύσεις	24,15%	11,61%	11,91%	-12,25%	0,30%
Επενδύσεις σε κατοικίες	9,37%	0,94%	0,94%	-8,43%	0,00%
Επιχειρηματικές και δημόσιες επενδύσεις	14,78%	9,53%	10,97%	-3,82%	1,44%
Επιχειρηματικές επενδύσεις	9,15%	6,40%	7,86%	-1,29%	1,45%
Δημόσιες επενδύσεις	5,63%	2,45%	3,11%	-2,52%	0,66%

σιάζει αξιοσημείωτη διάρκεια.<sup>4</sup> Επιπλέον, κατά την ίδια περίοδο, το ποσοστό των δημόσιων επενδύσεων στο ΑΕΠ ελαττώθηκε κατά 2 περίπου ποσοστιαίες μονάδες (βλ. Πλαίσιο VI.2).

Το κυρίαρχο επομένως ερώτημα όχι μόνο για την Ελλάδα αλλά για το σύνολο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι κατά πόσον η επενδυτική αδυναμία μπορεί να εξηγηθεί μόνο από την ανεπάρκεια της συνολικής ζήτησης, όπως προβλέπει το βασικό θεωρητικό υπόδειγμα,<sup>5</sup> ή σημαντικό ρόλο παίζουν και άλλοι ερμηνευτικοί παράγοντες όπως είναι η οικονομική αβεβαιότητα και οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί. Αν και τα εμπειρικά ευρήματα παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις, εντούτοις καταγράφονται ενδείξεις ότι τόσο η οικονομική αβεβαιότητα όσο και οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί εξηγούν ένα σημαντικό μέρος της επιβράδυνσης των επενδυτικών ροών, το οποίο δεν συνδέεται με την υστέρηση της ζήτησης. Ειδικότερα για την περίπτωση των χωρών με υψηλές διαφορές αποδόσεων (spreads) και κρίση χρέους, όπως η Ελλάδα την περίοδο 2010-2014, η ενσωμάτωση αυτών των παραγόντων στο συμβατικό υπόδειγμα του “επιταχυντή” φαίνεται να βελτιώνει την ερμηνευτική του ικανότητα.<sup>6</sup> Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την εκτιμηθείσα συνάρτηση επενδύσεων για πέντε ευρωπαϊκές χώρες (Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία, Ισπανία), η Ελλάδα παρουσιάζει τον υψηλότερο βαθμό σύνδεσης της επενδυτικής δαπάνης με την οικονομική αβεβαιότητα, αλλά μέτριο βαθμό συνάρτησής της με τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς.

Για την ερμηνεία της επενδυτικής ένδειας, στην περίπτωση της Ελλάδος πρέπει να συνυπολογιστούν τα εξής:

**ι.** Το δυσανάλογα υψηλό μερίδιο των επενδύσεων σε κατοικίες την περίοδο 2000-2007 (κατά μέσο όρο 40% των συνολικών επενδύσεων) καθυστέρησε την ανάκαμψη της επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας, καθώς απαιτήθηκε περισσότερος χρόνος για τη μεταστροφή του παραγωγικού υποδείγματος της χώρας από την παραγωγή μη εμπορεύσιμων στην παραγωγή εμπορεύσιμων αγαθών. Σύμφωνα με ευρύτερα αποδεκτές εκτιμήσεις,<sup>7</sup> η διαδικασία εσωτερικής εξισορρόπησης (internal rebalancing) επιδρά αρνητικά στις συνολικές επενδύσεις. Εκτιμάται ωστόσο ότι στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας αυτή η διαδικασία έχει ήδη ξεκινήσει (βλ. επίσης Πλαίσιο V.3).

4 Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, το 2014 η Ελλάδα είχε το χαμηλότερο ποσοστό επιχειρηματικών επενδύσεων ως ποσοστό του δυνητικού ΑΕΠ μεταξύ των χωρών-μελών του Οργανισμού (OECD *Economic Outlook*, Vol. 2015/1, Ch. 3., σελ. 227).

5 Στο πλαίσιο μιας συνάρτησης παραγωγής τύπου Cobb-Douglas, το βασικό υπόδειγμα των επενδύσεων, γνωστό και ως υπόδειγμα του επιταχυντή (accelerator investment model), έχει τη μορφή  $k_t' = a + y_t - c_t$ , όπου το κεφαλαιακό απόθεμα ( $K$ ) είναι συνάρτηση της σταθεράς  $a$ , του πραγματικού προϊόντος  $y$  και του κόστους χρήσης του κεφαλαίου  $c$ . Στην επέκταση του βασικού υποδείγματος, όταν η ερμηνευτική ισχύς του προϊόντος δεν αρκεί, μπορούν να διερευνηθούν εμπειρικά η ερμηνευτική ικανότητα της αβεβαιότητας (uncertainty) και των χρηματοοικονομικών συνθηκών (financial constraints) ή ενδεχομένως και άλλων μεταβλητών.

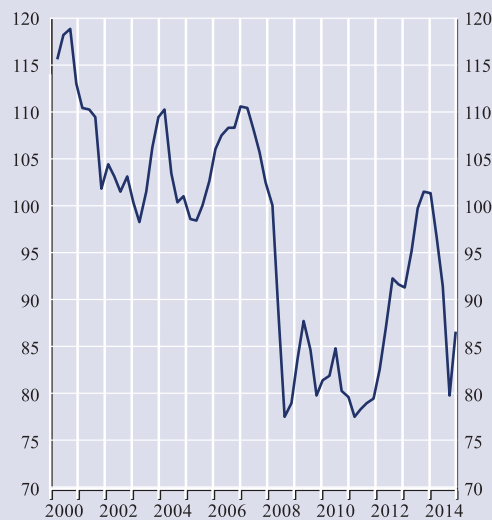
6 IMF, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2015, κεφ. 4: “Private Investment: What’s the Holdup?”, σελ. 121 και 136-137.

7 Βλ. European Commission, *European Economy 7/Autumn 2014*, European Economic Forecast, “Box 1.1: Drivers and implications of the weakness of investment in the EU” και “Why is euro area investment so low?”, ECB-Unrestricted paper, 26.11.2015, σελ. 4.

**ii.** Η ελληνική οικονομία, από το 2010 και ύστερα, πέρασε διαδοχικές φάσεις οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας. Οι σημαντικές διακυμάνσεις του Δείκτη Οικονομικού Κλίματος (ESI) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα την περίοδο 2010-2015 αντανακλούν τις φάσεις αυτές όπως καταγράφονται από τις διακυμάνσεις του βαθμού εμπιστοσύνης της επιχειρηματικής κοινότητας στις προοπτικές της οικονομίας (βλ. Διάγραμμα Β). Ως αποτέλεσμα των διαταράξεων αυτών, η τάση αναβολής επιχειρηματικών αποφάσεων ενισχύθηκε και η αναβολή των πάγιων<sup>8</sup> επενδύσεων προέβαλλε συχνά ως περισσότερο συμφέροσα.

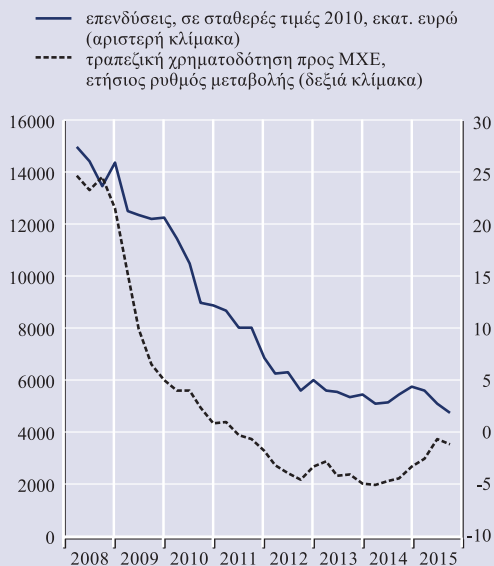
**iii.** Σε εκείνες τις ευρωπαϊκές χώρες που διαθέτουν ευρεία ποικιλία χρηματοδοτικών σχημάτων και μεγαλύτερο μέσο μέγεθος

**Διάγραμμα Β Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ESI)**



Πηγή: IOBE - Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

**Διάγραμμα Γ Επενδύσεις και τραπεζική χρηματοδότηση προς ΜΧΕ**



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

επιχείρησης, φαίνεται ότι το κόστος χρήσης του κεφαλαίου δεν αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα για την πώση των επενδύσεων.<sup>9</sup> Αντίθετα, εκτιμάται ότι στην Ελλάδα ο επενδυτικός σχεδιασμός επηρεάστηκε από τη συρρίκνωση της τραπεζικής χρηματοδότησης (βλ. Διάγραμμα Γ) και τη διαδικασία απομόχλευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία κυριαρχείται από μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις με περιορισμένες δυνατότητες αυτοχρηματοδότησης αποτελεί επιπρόσθετο επιβαρυντικό παράγοντα. Σε αυτό το πλαίσιο, οι ελληνικές βιομηχανικές επιχειρήσεις αναδεικνύουν<sup>10</sup> τα χρηματοοικονομικά εμπόδια σε σημαντικό ανασταλτικό παράγοντα της δραστηριότητάς τους (βλ. Διάγραμμα Δ).

**iv.** Στην ελληνική μεταποίηση τα τελευταία χρόνια παρατηρήθηκε σημαντική υποαπασχόληση του εργοστασιακού δυναμικού, περίπου 10 μονάδες κάτω από το μέσο όρο της προη-

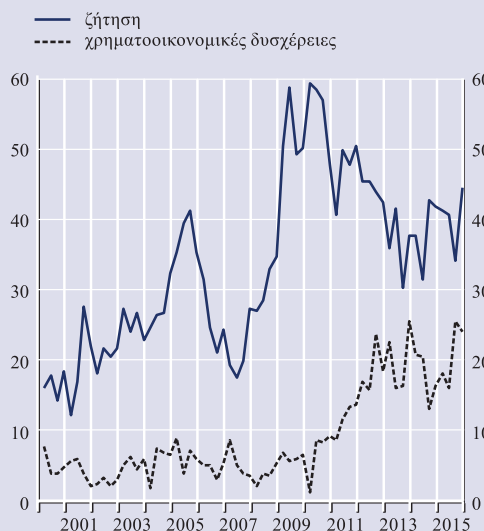
<sup>8</sup> Χαρακτηρίζονται από μεγάλη χρονική διάρκεια υλοποίησης και υψηλό βαθμό μη αντιστρεψιμότητας (irreversibility).

<sup>9</sup> Σύμφωνα με την Έρευνα Οικονομικού Κλίματος της Συμβουλευτικής Επιτροπής των Επιχειρήσεων στον ΟΟΣΑ (BIAC) το πρώτο τετράμηνο του 2015, ο παράγοντας “ανεπαρκής χρηματοδότηση” συγκέντρωσε σχετικά χαμηλό ποσοστό ανάμεσα στις 27 χώρες-μέλη του Οργανισμού (OECD, *Economic Outlook*, Vol. 2015/1).

<sup>10</sup> Στο πλαίσιο της Έρευνας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τους Δείκτες Οικονομικού Κλίματος (ESI), οι βιομηχανικές επιχειρήσεις αναφέρουν ως βασικούς ανασταλτικούς παράγοντες της δραστηριότητάς τους τη ζήτηση εξοπλισμού, τη διαθεσιμότητα εργατικού δυναμικού και τις χρηματοοικονομικές δυσχέρειες.

### Διάγραμμα Δ Ανασταλτικοί παράγοντες για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις

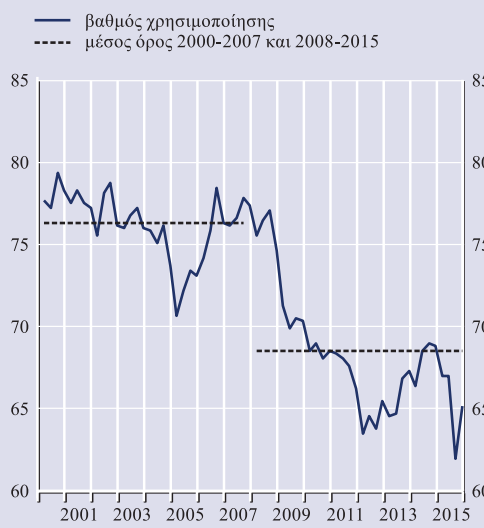
(ποσοστά % των επιχειρήσεων)



Πηγή: IOBE - Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τριμηνιαία στοιχεία, εποχικώς διορθωμένα.

### Διάγραμμα Ε Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία

(ποσοστά %)



Πηγή: IOBE.

γούμενης περιόδου (βλ. Διάγραμμα Ε). Το γεγονός ότι σημαντικό μέρος του εξοπλισμού παραμένει ανενεργό, σε συνδυασμό με την προσπάθεια των επιχειρήσεων να απαλλαγούν από δυσβάστακτες δανειακές επιβαρύνσεις (debt deleveraging), υπαγορεύει συντηρητικές επενδυτικές στρατηγικές. Σε πρώτη φάση και προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις μεταβολές στην εγχώρια και κυρίως στην εξωτερική ζήτηση, οι επιχειρήσεις τείνουν να αυξάνουν το βαθμό χρησιμοποίησης του ήδη υπάρχοντος κεφαλαιακού εξοπλισμού και ενδεχομένως διστάζουν να υλοποιήσουν νέες επενδύσεις.

Όπως υποδηλώνουν τα παραπάνω, οι προοπτικές των επιχειρηματικών επενδύσεων στην Ελλάδα είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αποκατάσταση του οικονομικού κλίματος και την ενίσχυση των εξωστρεφών τομέων της οικονομίας. Τόσο οι θεσμικές πρωτοβουλίες της πολιτείας (καθεστώς αναπτυξιακών κινήτρων) όσο και το χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να ενθαρρύνουν εκείνες τις επενδυτικές δράσεις που θα συμβάλουν στην άνοδο του κεφαλαιακού αποθέματος και του δυνητικού προϊόντος της οικονομίας. Παρά το γεγονός ότι η επιχειρηματική κοινότητα εμφανίζεται συνειδητοποιημένη για το μέγεθος της επενδυτικής προσπάθειας που απαιτείται, εντούτοις το ύψος της εθνικής αποταμίευσης περιορίζει τις δυνατότητες εγχώριας χρηματοδότησης. Συνεπώς, το ενδιαφέρον θα πρέπει να επικεντρωθεί στην αποδοτική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας (βλ. Πλαίσιο VI.1) και στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων. Στην κατεύθυνση αυτή μπορούν να συμβάλουν αποφασιστικά και οι ιδιωτικοποιήσεις, όπως αποδεικνύεται από την περίπτωση τόσο του ΟΛΠ όσο και των περιφερειακών αεροδρομίων, όπου, σε πρώτη φάση, οι επενδυτικές δεσμεύσεις των επιχειρηματικών ομίλων που πλειοδότησαν ανέρχονται περίπου στα 300 εκατ. ευρώ και 330 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.

Στην παράταση της επενδυτικής ένδειας εκτιμάται ότι συνέβαλε καθοριστικά η επιδείνωση του επιχειρηματικού κλίματος που ξεκίνησε από το τέλος του 2014.<sup>5</sup> Ταυτόχρονα, τα προ-

<sup>5</sup> Ο δείκτης οικονομικού κλίματος (ESI) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής απώλεσε 20 περίπου μονάδες στο διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου, για να κερδίσει τις 12 από αυτές έως το Δεκέμβριο του 2015. Για μια εκτεταμένη ανάλυση της επίδρασης της οικονομικής αβεβαιότητας στις επιχειρηματικές επενδύσεις, βλ. Πλαίσιο V.2.

### Πίνακας V.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2010-2015)

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-22,1	-13,5	-19,2	-0,5	-2,2	-6,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	66,1	62,7	58,2	61,4	64,7	62,1
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων <sup>2</sup>	1,1 (Δεκ.)	-2,0 (Δεκ.)	-4,4 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΑΕ) <sup>3</sup>	-11,3	...	-10,5	14,5	-0,9	-2,8
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-29,2	-41,3	-33,4	-8,2	15,5	1,1 (Ιαν.-Σεπ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-23,3	-37,7	-30,6	-25,6	-5,8	-6,3 (Ιαν.-Νοέμ.)
Παραγωγή τοιμέντου	-14,3	-37,8	-12,8	3,4	-3,4	3,6
Δείκτης επιχειρηματικών προδοκιών στις κατασκευές	-27,4	-27,8	26,1	50,6	23,7	-29,9
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού <sup>4</sup>	-0,3 (Δεκ.)	-2,9 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)

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

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 εγγώρια θυγατρική εταιρία παροχής πιστώσεων το 2009.

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

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

βλήματα ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και του δημόσιου τομέα κατά το α' εξάμηνο του 2015 επιδείνωσαν δραματικά τη χρηματοδότηση τόσο των επιχειρηματικών πρωτοβουλιών όσο και των έργων υποδομής από εθνικούς και ευρωπαϊκούς πόρους.<sup>6</sup> Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις μετέθεσαν τις επενδυτικές τους αποφάσεις και αντιμετώπισαν τις διακυμάνσεις της ζήτησης κυρίως μέσα από τη μεταβολή του βαθμού χρησιμοποίησης του εργοστασιακού τους δυναμικού.<sup>7</sup> Στη συνέχεια, η επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών κατέστησε δυσχερέστερη την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων σε εξέλιξη, με αποτέλεσμα οι επενδυτικές ροές που κατευθύνονται σε μηχανολογικό εξοπλισμό, ύστερα από πέντε συνεχή ανοδικά τρίμηνα, να σημειώσουν πτώση κατά 15,7% το γ' τρίμηνο του 2015.

Με την υπογραφή της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, διαμορφώθηκαν

οι όροι για την άρση ανισορροπιών που επιβάρυναν το επενδυτικό κλίμα. Συγκεκριμένα, επιταχύνθηκε σημαντικά η ροή των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων του ΕΣΠΑ<sup>8</sup> και των πληρωμών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΑΕ) (βλ. Πίνακα V.3), ξεκίνησε η υλοποίηση και ενδυνάμωση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων και των θεσμικών του φορέων και ολοκληρώθηκε με επιτυχία η ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στο διαφαινόμενο νέο οικονομικό περιβάλλον, η επιχειρηματική εμπιστοσύνη φαίνεται να ανακάμπτει σταδιακά, παρά το γεγο-

6 Οι πληρωμές του ΠΑΕ στο διάστημα Ιανουαρίου-Ιουλίου 2015 ήταν μειωμένες κατά περίπου 60% έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2014.

7 Σύμφωνα με την έρευνα του IOBE, ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία έπεσε σε ιστορικά χαμηλό τον Αύγουστο του 2015 (61,3), για να επανακτήσει έως το Δεκέμβριο του 2015 πάνω από 5 μονάδες (66,7).

8 Οι καθαρές εισπράξεις από τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ για το 2015 εκτιμάται ότι θα φθάσουν κοντά στα 2,3 δισεκ. ευρώ, όταν το πρώτο εννεάμηνο δεν ξεπέρασαν τα 788 εκατ. ευρώ.

νός ότι η νέα υφιστάμενη διαταραχή και οι επιβαλλόμενοι κεφαλαιακοί περιορισμοί δυσκολεύουν τον προγραμματισμό των επιχειρήσεων. Οι προοπτικές των επιχειρηματικών επενδύσεων για το 2016 αναμένεται να εξαρτηθούν από τους εξής παράγοντες:

- Την υλοποίηση των μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων, στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και των σχετικών νομοθετικών πρωτοβουλιών, που θα σηματοδοτήσει την οριστική απομάκρυνση εξωγενών προς την επιχειρηματική δραστηριότητα κινδύνων.
- Τη σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος, μέσα και από θεσμικές πρωτοβουλίες της πολιτείας αναφορικά με το πλαίσιο επενδυτικών κινήτρων, με κύρια προτεραιότητα αφενός τη διαχειριστική απλοποίηση και αφετέρου την ενίσχυση της εξωστρεφούς δραστηριότητας μέσω της αύξησης των εξαγωγών και της προσέλκυσης ιδιωτών επενδυτών.
- Την ολοκλήρωση κρίσιμων ιδιωτικοποιήσεων που βρίσκονται σε εξέλιξη,<sup>9</sup> καθώς και την επιτυχή αναβάθμιση των θεσμικών οργάνων για τις ιδιωτικοποιήσεις, σύμφωνα με τις προδιαγραφές της νέας Σύμβασης και της υπό σύσταση σχετικής Ομάδας Εργασίας (Task Force).

Οι επενδύσεις σε κατοικίες δεν αναμένεται να ανακάμψουν εντός του 2016, καθώς η φορολογική επιβάρυνση των ακινήτων αλλά και το μειωμένο διαθέσιμο εισόδημα συνεχίζουν να αποθαρρύνουν την οικοδομική δραστηριότητα. Αντίθετα, στις λοιπές κατασκευές, και κυρίως στις υποδομές, εκτιμάται ότι θα υπάρξει ομαλοποίηση, στο βαθμό που θα αποκατασταθούν πλήρως οι ροές ευρωπαϊκών πόρων και οι πληρωμές του ΠΔΕ.

### Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας (βλ. Πίνακα V.4) αυξήθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015

κατά 0,6% σε σταθερές τιμές έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2014. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν θετικά κυρίως οι υπηρεσίες και αρνητικά οι κατασκευές (βλ. Διάγραμμα V.8).

Η προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) κινήθηκε σταθεροποιητικά (-0,2%) το ίδιο διάστημα, παρά τη μεγάλη άνοδο της αβεβαιότητας και την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Σύμφωνα με το σχετικό δείκτη όγκου, το 2015 η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε ελαφρώς (+0,6%) σε σχέση με το 2014, ενώ η μεταποίηση σημείωσε άνοδο 1,2%. Ανάμεσα στους κλάδους που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή ήταν αυτοί των παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, των χημικών προϊόντων, των ποτών, των βασικών μετάλλων και των φαρμακευτικών προϊόντων και σκευασμάτων (βλ. Πίνακα V.5). Η παραγωγή ηλεκτρικού ρεύματος σημείωσε, το 2015, μικρή άνοδο σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (+0,3% έναντι -13,6% το 2014). Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση πάντως κατέγραψε σημαντικές διακυμάνσεις στη μεταποιητική δραστηριότητα (βλ. Διάγραμμα V.9), ως αποτέλεσμα των προβλημάτων που αντιμετώπισαν οι μεταποιητικές επιχειρήσεις σε ένα δυσμενές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον. Συγκεκριμένα, ο PMI, ο οποίος ήταν σε αρνητικό έδαφος, μειώθηκε σημαντικά τον Αύγουστο κατά 18 περίπου μονάδες σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2015, για να επανακάμψει στο τέλος του έτους 20 μονάδες υψηλότερα και σε θετικό έδαφος (50,2).

Οι προοπτικές του μεταποιητικού τομέα αναμένεται να ενισχυθούν από την περαιτέρω χαλάρωση των κεφαλαιακών περιορισμών εντός του 2016. Ωστόσο, προκειμένου να υποβοηθηθεί η εξωστρέφειά του, είναι αναγκαία η ανανέωση και επέκταση του εξοπλισμού των εγχώριων μονάδων, μέρος του

<sup>9</sup> Καταγράφηκαν ήδη κάποια θετικά βήματα με την ολοκλήρωση του διαγωνισμού για τα δεκατέσσερα περιφερειακά αεροδρόμια, την κατάθεση δεσμευτικής προσφοράς για τον ΟΛΠ και την υπογραφή της νέας συμφωνίας για τον Αστέρα της Βουλιαγμένης.

## Πίνακας V.4 Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές (2010-2015)

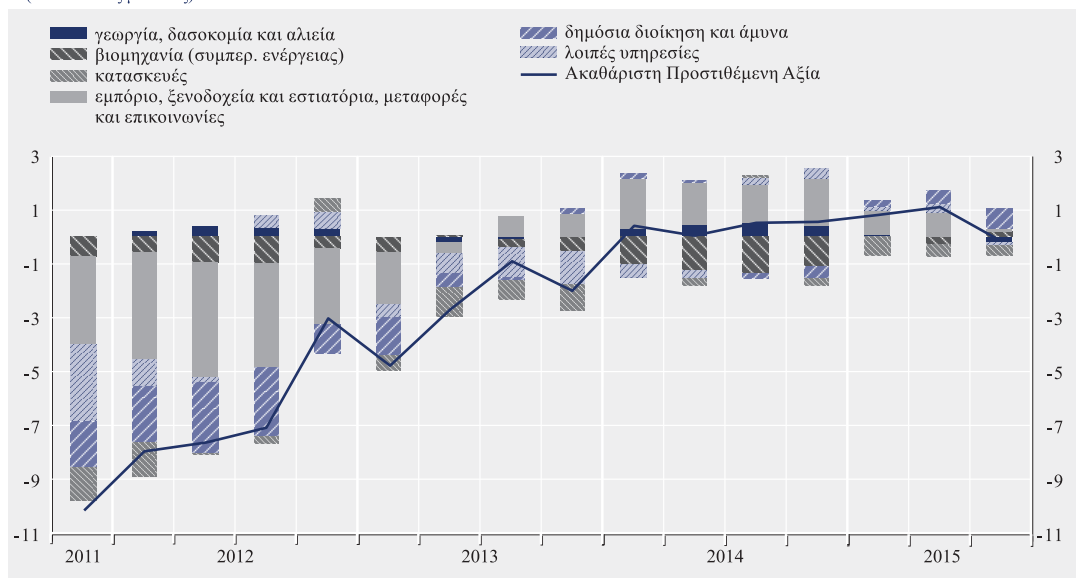
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2010)

	Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 εννέαμηνο
<b>1. Γεωργία, δασοκομία και αλιεία</b>	<b>5,1</b> (0,1)	<b>-1,5</b> (-0,1)	<b>9,1</b> (0,3)	<b>-2,3</b> (-0,1)	<b>10,2</b> (0,4)	<b>-1,0</b> (0,0)
<b>2. Δευτερογενής τομέας</b>	<b>-13,3</b> (-2,3)	<b>-10,8</b> (-1,7)	<b>-6,8</b> (-1,0)	<b>-7,4</b> (-1,1)	<b>-8,9</b> (-1,3)	<b>-4,0</b> (-0,5)
2.1 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)
2.2 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)
<b>3. Τριτογενής τομέας</b>	<b>-4,2</b> (-3,4)	<b>-9,3</b> (-7,5)	<b>-7,2</b> (-5,8)	<b>-1,9</b> (-1,5)	<b>1,9</b> (1,5)	<b>1,5</b> (1,2)
3.1 Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και επικοινωνίες	-4,2 (-1,0)	-12,2 (-3,0)	-15,6 (-3,7)	-0,9 (-0,2)	7,4 (1,6)	2,6 (0,6)
3.2 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)
3.3 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)
3.4 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)
3.5 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)
3.6 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)
3.7 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)
<b>4. Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-5,6</b>	<b>-9,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>

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

## Διάγραμμα V.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.



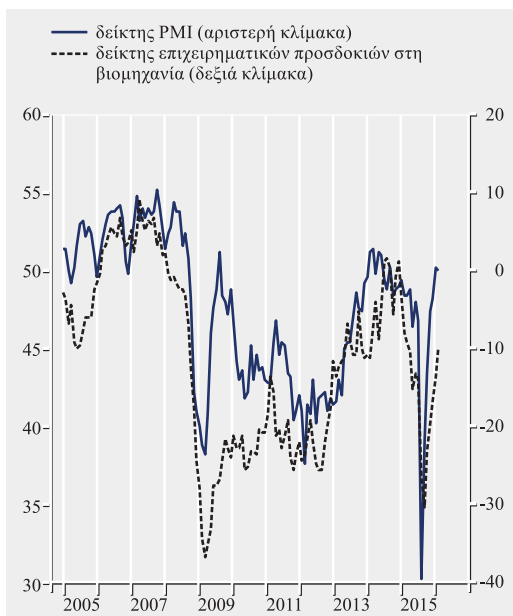
## Πίνακας V.5 Βιομηχανική παραγωγή

(2010=100)

	Συντελεστές στάθμισης έτους 2010		Ετήσιες ποσοτικές μεταβολές μέσου επιπέδου δεικτών						Επίπεδο 2015 (2010=100)
			2010	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>Βιομηχανία</b>	<b>100,0</b>		<b>-5,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>88,3</b>
<b>1. Ορυχεία-Λατομεία</b>	<b>6,1</b>	<b>100,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-11,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>79,8</b>
Εξόρυξη άνθρακα και λιγνίτη		56,6	-13,1	3,8	6,7	-14,4	-6,7	-8,6	80,8
Άντληση αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου		1,9	42,5	-24,3	-2,2	-7,9	-15,5	3,5	59,6
Εξόρυξη μεταλλευμάτων		9,1	16,2	11,2	-12,3	-15,3	2,9	-7,0	79,0
Άλλες εξορυκτικές και λατομικές δραστηριότητες		32,4	-0,1	-17,9	-16,1	0,8	19,2	-3,6	79,8
<b>2. Μεταποίηση</b>	<b>69,5</b>	<b>100,0</b>	<b>-5,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>89,3</b>
Τρόφιμα		19,9	-4,0	-3,6	-2,0	-3,7	3,1	-0,2	93,6
Ποτά		8,0	-7,6	-6,5	-6,1	-1,7	-0,6	3,0	88,4
Καπνός		1,7	-17,5	10,3	-8,9	2,7	-4,4	18,8	117,2
Κλωστοϋφαντουργικές ύλες		1,5	-20,6	-14,5	-11,9	-10,0	-10,5	1,8	61,7
Είδη ένδυσης		1,7	-23,1	-19,4	-11,2	-6,2	-6,7	-13,7	54,1
Δέρμα-είδη υπόδησης		0,3	-36,9	-12,2	-29,0	-2,7	-12,8	-13,5	45,8
Ξύλο και φελλός		0,7	9,4	-16,5	-27,0	-23,2	-10,3	-7,1	39,0
Χαρτί και προϊόντα από χαρτί		2,5	-3,4	-5,0	-8,7	2,7	8,3	2,0	98,4
Εκτυπώσεις και αναπαραγωγή προεγγεγραμμένων μέσων		2,1	-14,1	-22,9	-18,7	-5,9	-2,5	-6,5	53,8
Παράγωγα πετρελαίου και άνθρακα		15,1	5,7	-14,6	23,9	4,2	7,3	1,2	119,9
Χημικά προϊόντα		6,3	1,5	-2,1	-9,4	2,2	1,2	2,5	94,0
Βασικά φαρμακευτικά προϊόντα και σκευάσματα		4,9	2,4	-1,2	-5,3	9,8	-4,2	6,4	104,8
Προϊόντα από ελαστική και πλαστική ύλη		4,4	-7,0	-5,7	-6,0	-1,8	1,7	3,5	91,6
Μη μεταλλικά ορυκτά		7,9	-14,2	-34,0	-15,8	-1,9	2,0	-0,4	55,4
Βασικά μέταλλα		7,0	12,0	7,2	-5,0	-4,9	5,2	4,1	106,1
Κατασκευή μεταλλικών προϊόντων		4,5	0,2	-7,1	-7,3	-8,2	-1,4	-3,5	75,2
Ηλεκτρονικοί υπολογιστές, ηλεκτρονικά και οπτικά προϊόντα		0,6	-26,6	-25,1	3,6	15,3	10,8	28,3	127,3
Ηλεκτρολογικός εξοπλισμός		2,7	-4,1	-13,5	-5,4	-13,2	-10,7	5,4	66,9
Μηχανήματα και είδη εξοπλισμού		1,5	-21,0	-5,2	-12,0	1,4	0,0	0,6	85,1
Μηχανοκίνητα οχήματα, ρυμουλκούμενα, ημιρυμουλκούμενα		0,5	-1,6	-40,4	4,9	2,2	2,8	-11,5	58,1
Λοιπός εξοπλισμός μεταφορών		1,0	-35,1	-22,2	-40,0	26,9	-51,9	7,2	30,6
Έπιπλα		1,3	-19,0	-22,3	-28,1	-16,5	2,2	0,3	47,9
Άλλες μεταποιητικές δραστηριότητες		0,4	-10,5	-9,9	-15,0	1,5	4,7	8,2	88,1
Επισκευή και εγκατάσταση μηχανημάτων και εξοπλισμού		3,5	-22,8	-6,1	-22,1	-3,1	2,9	-17,8	60,0
<b>3. Ηλεκτρισμός</b>	<b>20,6</b>	<b>100,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>-13,6</b>	<b>0,3</b>	<b>85,4</b>
<b>4. Παροχή νερού</b>	<b>3,8</b>	<b>100,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>97,8</b>
<b>Βιομηχανία</b>	<b>100,0</b>		<b>-5,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>88,3</b>
<b>Βασικές ομάδες αγαθών</b>									
Ενέργεια		38,7	-4,9	-1,8	7,4	-4,2	-5,6	0,0	95,4
Ενδιάμεσα αγαθά		26,0	-0,9	-9,5	-8,9	-3,8	2,6	1,2	82,3
Κεφαλαιακά αγαθά		6,1	-22,1	-13,5	-19,2	-0,5	-2,2	-6,4	63,7
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά		1,7	-13,4	-15,8	-19,0	-12,8	-6,8	2,7	57,0
Μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά		28,0	-7,2	-5,3	-5,0	-0,9	0,3	2,0	91,2

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα V.9 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία<sup>2</sup> (Ιανουάριος 2005-Ιανουάριος 2016)**



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.

οποίου έχει καταστεί ανενεργό κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η δραστηριότητα του κατασκευαστικού τομέα παρουσίασε υψηλούς αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 (-18,6%) σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2014. Η αρνητική αυτή επίδοση αντανακλά την αναιμική οικονομική δραστηριότητα και τα προβλήματα από την έλλειψη χρηματοδότησης των μεγάλων έργων υποδομής.<sup>10</sup> Οι δείκτες εμπιστοσύνης στον κατασκευαστικό κλάδο ενσωματώνουν, σταθερά τα τελευταία χρόνια, απαισιόδοξες προοπτικές, σηματοδοτώντας την έναρξη της διαδικασίας απόσυρσης πόρων από την οικονομική και από τη λοιπή εγχώρια κατασκευαστική δραστηριότητα και τη διοχέτευσή τους σε άλλους τομείς παραγωγής.

Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών (μερίδιο 82,4% στη συνολική προστιθέμενη αξία το 2014) με ετήσιο ρυθμό 1,5% το εννεάμηνο του 2015 συνέβαλε κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο. Ανοδικά κινήθηκαν κυρίως οι κλάδοι του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων, των μεταφορών-επικοινωνιών, των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων και των δραστηριοτήτων σχετικών με την ακίνητη περιουσία, ενώ υποχώρησαν οι κλάδοι ενημέρωσης-επικοινωνίας, τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας και χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων.

Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών (βλ. Πίνακα V.6), 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 της αποθήκευσης και υποστηρικτικών προς τις μεταφορές δραστηριοτήτων, ή αυτές που συνδέονται με την ιδιωτική κατανάλωση, όπως η εμπορία αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών.

Ο τουρισμός συνέχισε τη δυναμική πορεία των δύο προηγούμενων ετών παρά τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν μετά την επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών,<sup>11</sup> όπως διαφαίνεται από το γεγονός ότι για τρίτη συνεχή χρονιά σημειώθηκε ρεκόρ του αριθμού των αφίξεων. Το 2015 οι αφίξεις τουριστών σημείωσαν αύξηση κατά 7,1%, ενώ οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (εξαιρουμένων των εισπράξεων

<sup>10</sup> Η αύξηση στις άδειες οικοδομών (όγκος) που παρατηρήθηκε το α' εξάμηνο του 2015 δεν είχε συνέχεια, με αποτέλεσμα να παρατηρηθεί εκ νέου αρνητικός ρυθμός το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2015 (-6,3%). Την ίδια εικόνα παρουσίασε και ο τριμηνιαίος Δείκτης Παραγωγής στις κατασκευές, ο οποίος το γ' τρίμηνο μειώθηκε κατά 29,5%, με τον επιμέρους δείκτη έργων πολιτικού μηχανικού να καταγράφει πτώση κατά 37,7% την ίδια περίοδο.

<sup>11</sup> Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η πτώση των τιμών των τουριστικών πακέτων στις ξένες αγορές. Σε αρκετές περιοχές τα κενά των κρατήσεων που δημιουργήθηκαν τον Ιούλιο του 2015 από την πτώση της εγχώριας ταξιδιωτικής αγοράς καλύφθηκαν από ξένους τουρίστες με εκπτώσεις και προσφορές. Παράλληλα, στη διαμόρφωση των αυξητικών τάσεων της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης ιδιαίτερη συμβολή είχαν και οι οδικές αφίξεις.

## Πίνακας V.6 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2009-2015)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

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

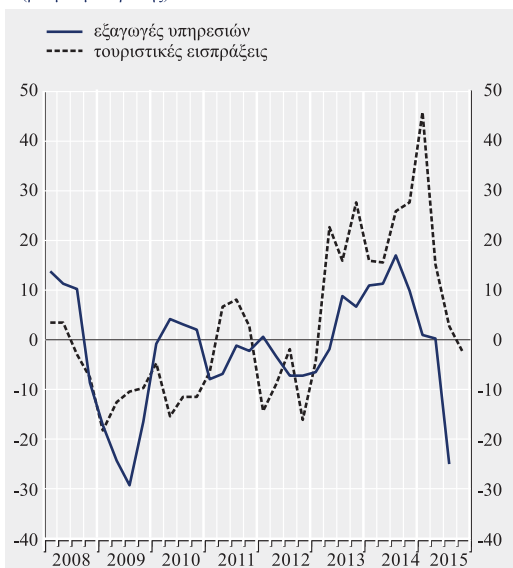
από κρουαζιέρα) αυξήθηκαν κατά 7,7% συμβάλλοντας θετικά στην εξέλιξη των εξαγωγών υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα V.10). Σύμφωνα με τα ετήσια στοιχεία από την κίνηση του αεροδρομίου Αθηνών,<sup>12</sup> οι ξένοι επισκέπτες με προορισμό την Αθήνα κατέγραψαν δυναμική άνοδο της τάξεως του 26% για το 2015. Ανοδικά κινήθηκε 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 του-

<sup>12</sup> Το 2015 στο αεροδρόμιο της Αθήνας δραστηριοποιήθηκαν 9 νέες αεροπορικές εταιρίες και προστέθηκαν 10 νέα δρομολόγια, ενώ σημαντική υπήρξε και η αύξηση (+29%) των εξυπηρετούμενων προορισμών από εταιρίες χαμηλού κόστους.

**Διάγραμμα V.10 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρίμ. 2008-δ' τρίμ. 2015)**

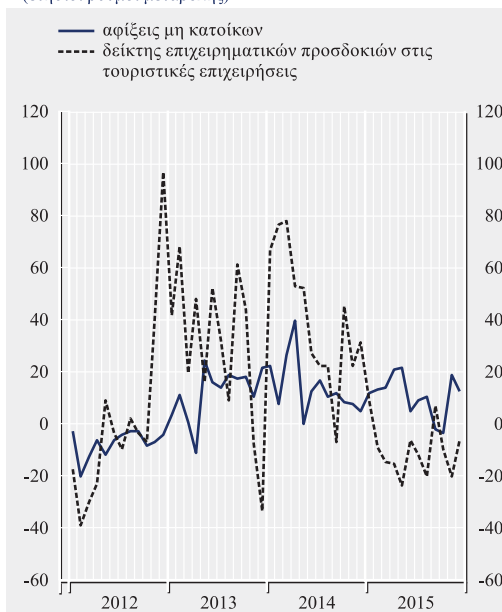
(ρυθμοί μεταβολής)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ.  
Σημείωση: Σταθερές τιμές έτους αναφοράς 2010 και εποχικά διορθωμένα στοιχεία.

**Διάγραμμα V.11 Τουριστικές αφίξεις και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2012-Δεκέμβριος 2015)**

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και IOBE (προσδοκίες).

ριστικών αφίξεων και των εσόδων από τον τουρισμό δεν επιβεβαίωσε την κάμψη των προσδοκιών των επιχειρηματιών στις τουριστικές επιχειρήσεις όπως καταγράφονται από τους σχετικούς δείκτες του IOBE (βλ. Διάγραμμα V.11).

Οι προοπτικές του εγχώριου τουριστικού κλάδου για το 2016 είναι θετικές, καθώς αναμένεται η δημιουργία ενός εκατομμυρίου νέων επιπρόσθετων αεροπορικών θέσεων με προορισμό την Ελλάδα και η προσέλευση επιπλέον τουριστών, κυρίως από τη Ρωσία, ενώ οι μεγάλοι γερμανικοί τουριστικοί πρά-

κτορες αναμένεται να διαθέσουν περισσότερα ξενοδοχεία στους ενδιαφερόμενους σε σχέση με το 2015. Από την άλλη πλευρά, ενδέχεται η ζήτηση τουριστικών υπηρεσιών να υποστεί πιέσεις λόγω της εξέλιξης των προσφυγικών ροών και του διεθνούς προβληματισμού για πιθανές νέες τρομοκρατικές επιθέσεις, καθώς και λόγω των αυξημένων συντελεστών του ΦΠΑ στις υπηρεσίες διαμονής και εστίασης.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> 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.

### Πλαίσιο V.3

#### Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΤΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΣΙΜΩΝ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η μετάβαση σε ένα πιο εξωστρεφές υπόδειγμα παραγωγής είναι βασικός άξονας της ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας μέσα από την εσωτερική προσαρμογή, στόχος της οποίας είναι να αντιμετωπιστούν οι ανισορροπίες στον εξωτερικό και το δημόσιο τομέα που είχαν δημιουργη-

θεί πριν από την κρίση. Η αναδιάρθρωση της παραγωγής προς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες θέτει τις βάσεις για διατηρήσιμη ανάπτυξη, καθώς ενισχύει την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας σε μειώσεις της εγχώριας ζήτησης και ευνοεί τη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας.<sup>1</sup>

Στην Ελλάδα την περίοδο 2010-2014 οι εμπορεύσιμες δραστηριότητες συνέβαλαν στην οικονομική προσαρμογή μέσω της μείωσης του μοναδιαίου κόστους εργασίας, με αποτέλεσμα να αποκατασταθεί σε μεγάλο βαθμό η απώλεια της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας της περιόδου 2002-2009, κατά την οποία το μοναδιαίο κόστος εργασίας είχε αυξηθεί περίπου κατά 45%.<sup>2</sup> Αντίθετα, οι μη εμπορεύσιμες δραστηριότητες αποτέλεσαν τροχοπέδη στη διαδικασία αυτή, παρά το γεγονός ότι, όπως και για τις άλλες χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης, ήταν η βασική πηγή της μείωσης της ανταγωνιστικότητας κόστους την περίοδο πριν από την κρίση.<sup>3</sup>

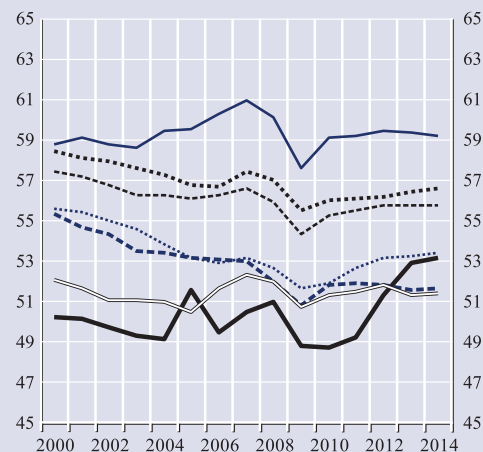
#### Περιγραφή των οικονομικών εξελίξεων της περιόδου 2010-2014

Η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας την περίοδο 2010-2014 συντελέστηκε σε συνθήκες μείωσης της παραγωγής σωρευτικά κατά 22,4% και μείωσης της απασχόλησης κατά 17,9%. Ωστόσο, υπήρξε σημαντική διαφοροποίηση των εξελίξεων στους επιμέρους κλάδους. Η μείωση του όγκου παραγωγής την περίοδο 2010-2014 ήταν μικρότερη στον τομέα των εμπορεύσιμων από ό,τι στον τομέα των μη εμπορεύσιμων (-23,4% και -30,7% αντίστοιχα), ενώ ανάλογα διαμορφώθηκαν οι απώλειες στην απασχόληση (-14,5% στα εμπορεύσιμα και -20,8% στα μη εμπορεύσιμα).<sup>4</sup> Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν ο αγροτικός τομέας και οι τουριστικές υπηρεσίες, που ήταν οι μόνοι κλάδοι με θετικό μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της παραγωγής κατά την εν λόγω περίοδο (4% και 5,5% αντί-

**Διάγραμμα Α Το μερίδιο των εμπορεύσιμων στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ\***

(ποσοστά %)

— Ελλάδα  
 - - - - - ζώνη ευρώ  
 — Γερμανία  
 ..... Ισπανία  
 - - - - - Γαλλία  
 ..... Ιταλία  
 — Πορτογαλία



Πηγές: Eurostat, Annual National Accounts, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

\*Ως ποσοστό στο σύνολο της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας σε τρέχουσες τιμές (εκατ. ευρώ), εξαιρώντας τον κλάδο "Διαχείριση ακίνητης περιουσίας". Το μερίδιο των εμπορεύσιμων το 2014 για την Πορτογαλία και την Ισπανία αποτελεί εκτίμηση της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Βλ. π.χ. European Commission (2011), "Sectoral implications of external rebalancing", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 10 (3), και Tresselt, T. and S. Wang (2014), "Rebalancing in the Euro Area and Cyclicalities of Current Account Adjustments", IMF Working Paper WP/14/130.

2 Δείκτης της Eurostat.

3 Βλ. Malliaropoulos, D. and T. Anastasatos (2013), "The Improvement in the Competitive Position of the Greek Economy and Prospects for an Export-led Growth Model", *Economy & Markets*, Eurobank, Ιανουάριος 2013 και Malliaropoulos, D. and T. Anastasatos (2011), "Competitiveness, External Deficit and External Debt of the Greek Economy", *Economy & Markets*, Eurobank, Απρίλιος 2011.

4 Ο τομέας των εμπορεύσιμων περιλαμβάνει τον πρωτογενή και το δευτερογενή τομέα (NACE Rev.2, A, B-E), τις τουριστικές υπηρεσίες (καταλύματα και εστίαση) και τις μεταφορικές υπηρεσίες (NACE Rev.2, I, H), τις υπηρεσίες του χρηματοπιστωτικού κλάδου (NACE Rev.2, K), των τηλεπικοινωνιών και της πληροφόρησης (NACE Rev.2, J) και τις επαγγελματικές υπηρεσίες (NACE Rev.2, M-N). Οι λοιπές δραστηριότητες περιλαμβάνονται στον τομέα των μη εμπορεύσιμων. Ο κλάδος "Διαχείριση ακίνητης περιουσίας" εξαιρείται από την παρούσα ανάλυση, βλ. Gibson, H.D. and J. Malley (2008), "The Contribution of Sectoral Productivity Differentials to Inflation in Greece", *Open Economies Review*, 19, 629-650, και το Ειδικό θέμα V.I στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013 (σελ. 90-96). Η παρούσα ανάλυση επεκτείνει τα ευρήματα του τελευταίου με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία Ετήσιων Εθνικών Λογαριασμών (ESA 2010, Οκτώβριος 2015).

στοιχα), δραστηριότητες με κατ' εξοχήν εξαγωγικό προσανατολισμό και σημαντική εξαγωγική επίδοση (εξήγαγαν το 21% και 36% αντίστοιχα της παραγωγής τους το 2014).<sup>5</sup>

Η σχετικά καλύτερη επίδοση των εμπορεύσιμων οδήγησε σε αύξηση της συμμετοχής τους στο σύνολο της ελληνικής παραγωγής την περίοδο 2010-2014, ενισχύοντας τον εξωστρεφή χαρακτήρα της ελληνικής οικονομίας. Το μερίδιο των εμπορεύσιμων δραστηριοτήτων στη συνολική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία αυξήθηκε από 48,8% το 2009 σε 53,1% το 2014, συγκλίνοντας σημαντικά προς το μέσο όρο της ευρωζώνης των 18 (55,8% το 2014, βλ. Διάγραμμα Α).<sup>6</sup> Μάλιστα, ανήλθε σε επίπεδο ανάλογο της Ισπανίας (53,4%) και υψηλότερο από αυτό της Πορτογαλίας (51,4%). Παρά την πρόοδο που καταγράφηκε στα σχετικά μεγέθη, σε απόλυτους όρους η ελληνική παραγωγή εμπορεύσιμων έχει χάσει έδαφος έναντι της Ισπανίας και της Πορτογαλίας, κυρίως λόγω της ύφεσης των προηγούμενων ετών.<sup>7</sup>

Αναλυτικότερα, σε σύγκριση με το 2009, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε το 2014 σε σχέση με τα μη εμπορεύσιμα κατά 10,1% σε όρους όγκου παραγωγής και κατά 19% σε ονομαστικούς όρους. Συνακολούθως, η απασχόληση στον κλάδο των εμπορεύσιμων αυξήθηκε κατά 8% έναντι των μη εμπορεύσιμων,<sup>8</sup> ενώ, εν μέσω δραματικής πτώ-

5 Βλ. και τα ευρήματα της ανάλυσης της κλαδικής παραγωγικότητας και εξαγωγικής δραστηριότητας που παρουσιάζονται στο Ειδικό θέμα IV.2, στη *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, 2015 (σελ. 80-86).

6 Ανάλογη είναι η εικόνα και σε όρους σταθερών τιμών 2010. Το μερίδιο των εμπορεύσιμων αυξήθηκε από 49,5% το 2009 σε 52% το 2014, 56% κατά μέσο όρο στην ευρωζώνη για το 2014.

7 Ενδεικτικά, το 2009 ο όγκος παραγωγής των εμπορεύσιμων στην ελληνική οικονομία ισοδυναμούσε με το 127% του όγκου της παραγωγής των αντίστοιχων δραστηριοτήτων της Πορτογαλίας. Ο λόγος αυτός μειώθηκε στο 100% το 2013 (τελευταίο έτος διαθέσιμων αναλυτικών στοιχείων Εθνικών Λογαριασμών για την Πορτογαλία σε επίπεδο 64 κλάδων NACE Rev2).

8 Ανάλογη εικόνα προκύπτει από τα στοιχεία της τριμηνιαίας Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ. Η απασχόληση στον τομέα των εμπορεύσιμων αυξήθηκε κατά 5,6% έναντι των μη εμπορεύσιμων την περίοδο 2009-2014 και η απασχόληση των μισθωτών κατά 1,9%.

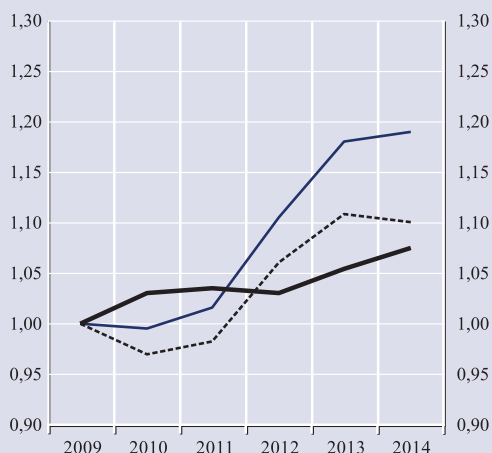
## Διάγραμμα Β Εμπορεύσιμα έναντι μη εμπορεύσιμων - παραγωγή, τιμές και μεταβολές τιμών

(δείκτες, έτος βάσης 2009=1)

(ποσοστά %)

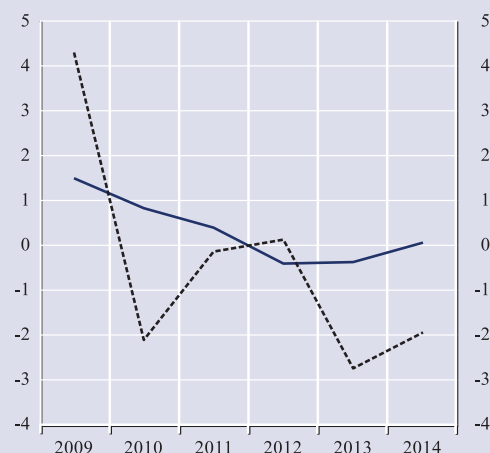
### 1. Παραγωγή και τιμές εμπορεύσιμων έναντι των μη εμπορεύσιμων

— προστιθέμενη αξία παραγωγής  
- - - - - όγκος παραγωγής  
— τιμές



### 2. Ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων

— εμπορεύσιμα  
- - - - - μη εμπορεύσιμα



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

\*Οι δείκτες αφορούν τα επιμέρους μεγέθη για τον τομέα των εμπορεύσιμων σε σχέση με τον τομέα μη εμπορεύσιμων. Οι τιμές είναι οι έμμεσοι αποπληθωριστές της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας παραγωγής ανά τομέα.

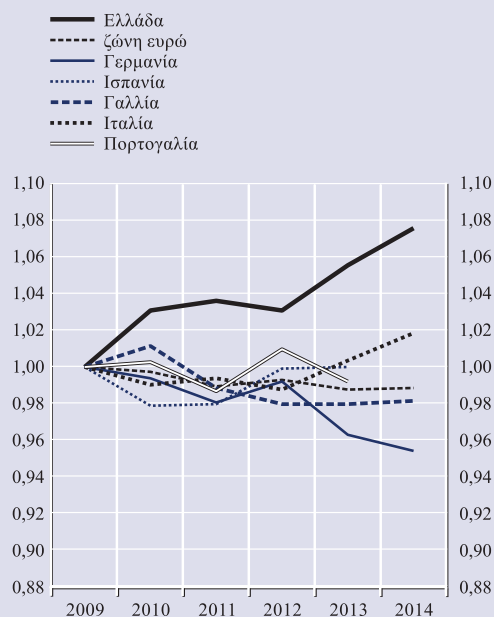
σης των επενδύσεων και στους δύο τομείς την ίδια περίοδο (-48,4% στα εμπορεύσιμα και -57,6% στα μη εμπορεύσιμα), το μερίδιο των επενδύσεων στα εμπορεύσιμα στο σύνολο των ακαθάριστων πραγματικών επενδύσεων αυξήθηκε (από 55,7% το 2009 σε 60,5% το 2014). Η αύξηση, εν μέσω της κρίσης, της συμμετοχής των εμπορεύσιμων στην παραγωγή είναι συνεπής με την αύξηση των σχετικών τιμών τους έναντι των μη εμπορεύσιμων (βλ. Διάγραμμα Β.1). Ο μικρότερος ρυθμός μεταβολής στον αποπληθωριστή της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας των εμπορεύσιμων σε σχέση με τα μη εμπορεύσιμα αντανακλά την πιο ευνοϊκή εξέλιξη του περιθωρίου κέρδους στον τομέα των εμπορεύσιμων και υποστηρίζει τη δραστηριοποίηση παραγωγικών πόρων στον τομέα αυτό. Στην αύξηση των σχετικών τιμών των εμπορεύσιμων συνέβαλε η υποχώρηση που παρουσίασαν οι τιμές με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,4%, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό τις μειώσεις μισθών στον ευρύτερο δημόσιο τομέα (βλ. Διάγραμμα Β.2).<sup>9</sup> Μάλιστα, οι σχετικές τιμές των εμπορεύσιμων αυξήθηκαν περισσότερο στην Ελλάδα σε σχέση με το μέσο όρο της ευρωζώνης και με τις άλλες χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας (βλ. Διάγραμμα Γ).

Στη διαμόρφωση ευνοϊκών συνθηκών για τα περιθώρια κέρδους των εμπορεύσιμων συνέβαλε η αύξηση της ανταγωνιστικότητάς τους σε όρους κόστους εργασίας. Από το 2010 έως το 2014, το (ονομαστικό) μοναδιαίο κόστος εργασίας στο σύνολο των εμπορεύσιμων μειώθηκε κατά 20,2%, έναντι μείωσης κατά 1,7% στα μη εμπορεύσιμα (βλ. Διάγραμμα Δ).<sup>10</sup> Την ίδια περίοδο το μοναδιαίο κόστος εργασίας των εμπορεύσιμων αυξήθηκε κατά 7,6% στη Γερμανία. Στην Πορτογαλία και την Ισπανία η μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας στα εμπορεύσιμα, που ξεκίνησε ήδη από το 2009, ήταν μικρότερη σε σχέση με την Ελλάδα (μείωση κατά 2,5% και 4,1% αντίστοιχα την περίοδο 2009-2013), ενώ αντίθετα οι χώρες αυτές σημείωσαν μεγαλύτερη πρόοδο στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας κόστους στα μη εμπορεύσιμα (μειώσεις του μοναδιαίου κόστους εργασίας κατά 7,6% και 4,8% αντίστοιχα).

Οι μειώσεις του κόστους εργασίας την περίοδο αυτή στην ελληνική οικονομία οφείλονταν κυρίως στη μείωση του μισθολογικού κόστους, ως συνέπεια των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, αλλά και της ύφεσης. Ειδικότερα, η δραστηριότητα με τη μεγαλύτερη πτώση του μοναδιαίου

### Διάγραμμα Γ Οι σχετικές τιμές των εμπορεύσιμων στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ\*

(δείκτες, έτος βάσης 2009=1)



Πηγές: Eurostat, Annual National Accounts, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

\*Το 2013 είναι το τελευταίο έτος με διαθέσιμα στοιχεία Εθνικών Λογαριασμών για την Πορτογαλία και την Ισπανία στο επίπεδο 64 κλάδων NACE.Rev.2.

<sup>9</sup> Οι τιμές αναφέρονται στον έμμεσο αποπληθωριστή της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας ανά τομέα, εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα. Η άνοδος των τιμών των εμπορεύσιμων έναντι των μη εμπορεύσιμων επιβεβαιώνεται με στοιχεία τελικών τιμών καταναλωτή αγαθών και υπηρεσιών.

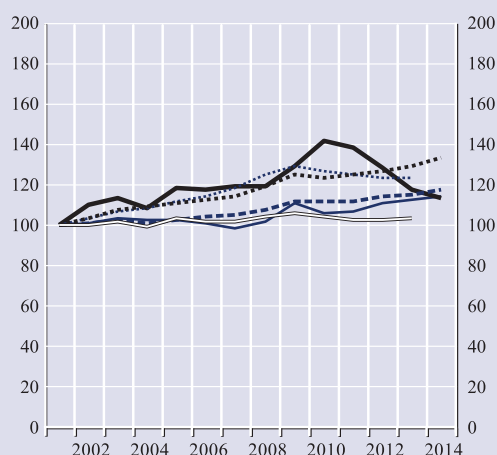
<sup>10</sup> Σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος, από το 2010 έως το 2014 οι μειώσεις στους επιμέρους κλάδους αντιστοιχούν σε μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας κατά 10,2% για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας, χωρίς τον κλάδο "Διαχείριση ακίνητης περιουσίας" ("bottom-up" υπολογισμός του δείκτη ονομαστικού μοναδιαίου κόστους εργασίας). Σύμφωνα με την Eurostat, την ίδια περίοδο η μείωση του ονομαστικού μοναδιαίου κόστους εργασίας στην ελληνική οικονομία ήταν 12,8%.

## Διάγραμμα Δ Μοναδιαίο κόστος εργασίας\* στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ

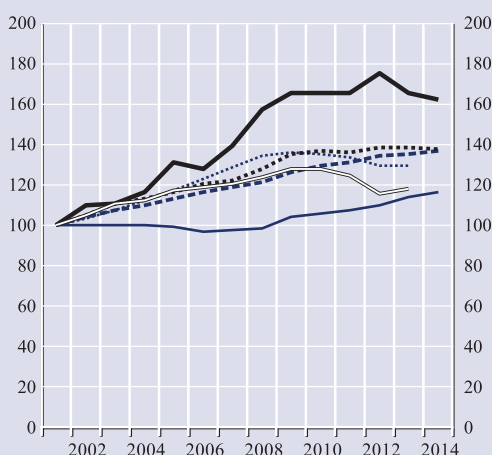
(δείκτες, έτος βάσης 2001=100)

— Ελλάδα  
— Γερμανία  
..... Ισπανία  
- - - - - Γαλλία  
..... Ιταλία  
— Πορτογαλία

### 1. Εμπορεύσιμα



### 2. Μη εμπορεύσιμα



Πηγές: Eurostat, Annual National Accounts, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

\*Το ονομαστικό μοναδιαίο κόστος εργασίας ανά τομέα, εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων, ορίζεται ως οι αμοιβές της εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό (σε τρέχουσες τιμές) προς την παραγωγικότητα της εργασίας (ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε σταθερές τιμές 2010, ανά απασχολούμενο).

κόστους εργασίας την πενταετία 2010-2014 ήταν ο τουρισμός, όπου η πτώση των αμοιβών ανά εργαζόμενο (μέση ετήσια μεταβολή 9,5%) ενισχύθηκε από την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας (7%), η οποία προήλθε τόσο από την αύξηση της παραγόμενης προστιθέμενης αξίας όσο και από τη μείωση της απασχόλησης σε σχέση με το 2009. Την ίδια περίοδο, η μείωση της παραγωγικότητας στη βιομηχανία μετρίασε την αύξηση της ανταγωνιστικότητάς της σε όρους κόστους εργασίας. Σε αντιδιαστολή, ο μη εμπορεύσιμος κλάδος του εμπορίου σημείωσε αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας (μέση ετήσια αύξηση 5%), λόγω μείωσης της παραγωγικότητας της εργασίας, καθώς οι απώλειες σε απασχόληση στο εμπόριο ήταν μεγαλύτερες από τις απώλειες σε προστιθέμενη αξία έως και το 2012. Επιπλέον, η μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας στις κατασκευές δεν επαρκούσε για την αναχαίτιση της αύξησης στο εμπόριο, λόγω της παράλληλης μεγάλης συρρίκνωσης του κατασκευαστικού κλάδου.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, τα περιθώρια κέρδους στις εμπορεύσιμες δραστηριότητες αυξήθηκαν μετά το 2010 (σε εθνικολογιστική βάση, βλ. Διάγραμμα Ε), περιορίζοντας έτσι τις επιπτώσεις της παρατεταμένης ύφεσης και της χαμηλής εξωτερικής ζήτησης των τελευταίων ετών. Η εξέλιξη αυτή διαμορφώνει ευνοϊκές συνθήκες για τη μεταφορά πόρων προς τις εμπορεύσιμες δραστηριότητες και για τη συνέχιση της προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας.<sup>11</sup>

### Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

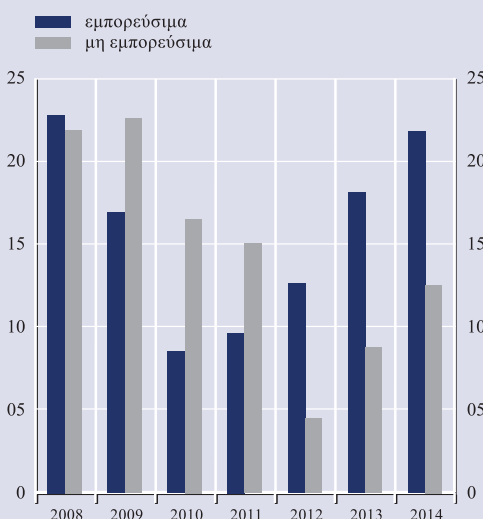
Συμπερασματικά, την περίοδο 2010-2014 ανακτήθηκε πλήρως η απώλεια ανταγωνιστικότητας των εμπορεύσιμων που παρατηρήθηκε την περίοδο 2005-2009. Οι εμπορεύσιμες δραστηριότητες, μέσω

11 Βλ. European Commission (2013), "Labour costs pass-through, profits and rebalancing in vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 12 (3).



### Διάγραμμα Ε Καθαρό περιθώριο κέρδους σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα<sup>1</sup>

(ποσοστά %)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Το ποσοστό του καθαρού (χωρίς αποσβέσεις) λειτουργικού πλεονάσματος στη συνολική προστιθέμενη αξία. Το μικτό εισόδημα των αυτοαπασχολούμενων έχει αφαιρεθεί από το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα, με την υπόθεση ότι οι αυτοαπασχολούμενοι λαμβάνουν τη μέση αμοιβή ανά μισθωτό απασχολούμενο. Τα μη εμπορεύσιμα δεν συμπεριλαμβάνουν τη "Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, εκπαίδευση, δραστηριότητες σχετικές με την ανθρώπινη υγεία και την κοινωνική μέριμνα".

νατολισμό που έχουν ήδη βελτιώσει σημαντικά την ανταγωνιστικότητά τους την προηγούμενη περίοδο. Προκειμένου η αναδιάρθρωση προς τα εμπορεύσιμα να μεταφραστεί σε επιπλέον οφέλη στις εξαγωγές, έμφαση θα πρέπει μεταξύ άλλων να δοθεί στη βελτίωση της μη τιμολογιακής ανταγωνιστικότητας των εμπορεύσιμων δραστηριοτήτων, π.χ. με βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και επιδοτήσεις της έρευνας και τεχνολογίας για νέα προϊόντα.

<sup>2</sup> Σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος, την περίοδο 2002-2009 το 22% της συνολικής αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας (χωρίς τον κλάδο της "Διαχείριση ακίνητης περιουσίας") οφείλεται στα εμπορεύσιμα, ενώ για την περίοδο 2010-2014 το 79% της αντίστοιχης μείωσης οφείλεται στα εμπορεύσιμα.

της μείωσης του μοναδιαίου κόστους εργασίας από το 2010 έως το 2014 συνέβαλαν στην ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας που είχε απολέσει η ελληνική οικονομία την περίοδο 2002-2009, αν και είχαν μικρή συμβολή στην απώλεια ανταγωνιστικότητας την περίοδο πριν από την κρίση.<sup>12</sup> Αντίθετα, στα μη εμπορεύσιμα που ήταν η βασική πηγή της απώλειας ανταγωνιστικότητας πριν από την κρίση, η ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας παρουσίασε σημαντική υστέρηση.

Παρότι η ανάκαμψη της απασχόλησης και των επενδύσεων θα ξεκινήσει από χαμηλή βάση, οι συνθήκες στην ελληνική οικονομία ευνοούν τη στροφή των παραγωγικών πόρων προς τις εξωστρεφείς δραστηριότητες και την περαιτέρω σύγκλιση με το παραγωγικό πρότυπο της ευρωζώνης. Οι θετικές αυτές προοπτικές θα πρέπει να θωρακιστούν με πολιτικές που υποστηρίζουν την ενεργοποίηση των παραγωγικών πόρων και ευνοούν την απρόσκοπτη μεταφορά τους μεταξύ μονάδων παραγωγής, π.χ. με την περαιτέρω ενίσχυση της ρευστότητας και την άρση εμποδίων στον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων. Τα οφέλη για την ανάπτυξη θα είναι πιο άμεσα εφόσον δοθεί προτεραιότητα σε κλάδους με εξαγωγικό προσα-

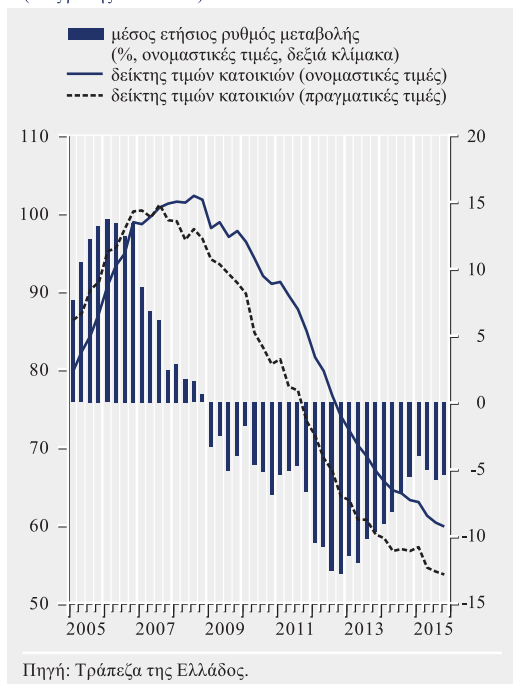
### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στη διάρκεια του 2015, **οι πιέσεις στις εμπορικές αξίες, στις τιμές και στα μισθώματα τόσο των κατοικιών (βλ. Διάγραμμα V.12) όσο και των επαγγελματικών ακινήτων συνεχίστηκαν**, αν και με μικρότερη ένταση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Στη δυσκολία ανάκαμψης της αγοράς έχουν συμβάλει, μεταξύ άλλων, το

δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, η επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών και η έλλειψη ρευστότητας, το υψηλό ποσοστό ανεργίας, η υψηλή φορολογική επιβάρυνση και η συνεχής αστάθεια του φορολογικού πλαισίου (αναπροσαρμογή αντικειμενικών αξιών κ.ά.). Οι πρώτες ενδείξεις σταθεροποίησης της αγοράς ακινήτων που καταγράφηκαν από τα μέσα του 2014 και σχεδόν έως το α' τρίμηνο του 2015, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης του

### Διάγραμμα V.12 Δείκτης τιμών κατοικιών

(έτος βάσης: 2007=100)



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, ενώ ο αριθμός των συναλλαγών ήταν εξαιρετικά περιορισμένος. Ειδικότερα, τα στοιχεία που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα δείχνουν ότι οι τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν το 2015 με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,1%, έναντι 7,5% το 2014 και 10,9% το 2013. Η υποχώρηση των τιμών την περίοδο 2008-2015 ήταν σωρευτικά εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα έναντι των άλλων μεγάλων πόλεων και των λοιπών περιοχών, καθώς και για τα παλαιότερα και τα μεγαλύτερου εμβαδού ακίνητα στις σχετικά ακριβότερες περιοχές της χώρας. Πιο συγκεκριμένα, από την αρχή της τρέχουσας κρίσης, δηλ. από το 2008, έως και το δ' τρίμηνο του 2015, η συνολική υποχώρηση των τιμών των διαμερισμάτων (μέσο επίπεδο) έφθασε σε ονομαστικούς όρους το 41,2%. Όπως προκύπτει από την ανάλυση των στοιχείων κατά παλαιότητα

και γεωγραφική περιοχή, η μείωση αυτή ήταν μεγαλύτερη για τα "παλαιά" διαμερίσματα (ηλικίας άνω των 5 ετών: -42,2%) από ό,τι για τα "νέα" (ηλικίας έως 5 ετών: -39,6%), καθώς και στις περιοχές της Θεσσαλονίκης και της Αθήνας (-45,4% και -43,4% αντίστοιχα), έναντι των άλλων μεγάλων πόλεων (-39,2%) και των λοιπών περιοχών (-36,9%).

Στον **κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων**, το επενδυτικό ενδιαφέρον που εκδηλώθηκε στη διάρκεια του 2014 ανακόπηκε κατά το 2015, λόγω της οικονομικής αβεβαιότητας. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία που συλλέγονται από τις ελληνικές Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και τα πιστωτικά ιδρύματα, κατά το α' εξάμηνο του 2015 οι ονομαστικές τιμές γραφειακών χώρων υψηλών προδιαγραφών παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες, ενώ οι αντίστοιχες τιμές καταστημάτων παρουσίασαν μείωση 4,4% για το σύνολο της χώρας. Σωρευτικά πάντως από το α' εξάμηνο του 2010 έως και το α' εξάμηνο του 2015, οι ονομαστικές τιμές των γραφειακών χώρων υψηλών προδιαγραφών για το σύνολο της χώρας υποχώρησαν κατά 30,6%. Η αντίστοιχη σωρευτική μείωση των τιμών καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών ανήλθε σε 30,4%. Παράλληλα, οι πιέσεις για επαναδιαπραγμάτευση και μείωση των ενοικίων συνεχίστηκαν σε όλους σχεδόν τους τομείς, με μοναδική εξαίρεση ίσως τα επενδυτικά ακίνητα υψηλών προδιαγραφών (γραφεία και καταστήματα).

Ο **τομέας των τουριστικών ακινήτων**, που προσελκύει σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον, το οποίο μάλιστα ήταν ιδιαίτερα έντονο κατά τη διάρκεια του 2014, εξακολούθησε και το 2015 να θεωρείται από την αγορά ως ο κατ' εξοχήν τομέας με ευνοϊκές προοπτικές ταχείας ανάκαμψης, καθώς η δυναμική του τουριστικού κλάδου εξασφαλίζει δυνατότητες αποκόμισης υπεραξιών και αποδόσεων, παρά το δυσμενές οικονομικό κλίμα. Ανασταλτικό παράγοντα για νέες επενδύσεις στα τουριστικά ακίνητα, εκτός από την οικονομική αβεβαιότητα και τα επανειλημμένως καταγεγραμμένα γραφειοκρατικά, τεχνικά και νομικά ζητήματα, αποτελεί η

έλλειψη επενδυτικού προϊόντος ειδικά στον τομέα του τουρισμού υψηλών προδιαγραφών. Η ανάγκη κάλυψης αυτού του κενού αναμένεται τελικά να οδηγήσει μεσοπρόθεσμα στην ανάπτυξη ακινήτων της κατηγορίας αυτής.

Οι πτωτικές τάσεις στις τιμές τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων εκτιμάται ότι θα συνεχιστούν και το 2016. Η προοπτική σταθεροποίησης και ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τον περιορισμό της αβεβαιότητας και την ενίσχυση των προοπτικών ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και από τη βελτίωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας, αλλά και από τη διαμόρφωση ενός σταθερού πολεοδομικού και φορολογικού θεσμικού πλαισίου.

Η πρόσφατη μείωση των τιμών του συστήματος αντικειμενικού προσδιορισμού της φορολογητέας αξίας των ακινήτων (βλ. Παράρτημα Κεφαλαίου VI),<sup>14</sup> καθώς και η μελλοντική αντικατάστασή τους από ένα νέο σύστημα προσδιορισμού της φορολογητέας αξίας βάσει των εμπορικών τιμών, αναμένεται να συμβάλουν στην ανάκαμψη της αγοράς. Τέλος, η προώθηση και η επιτάχυνση των διαδικασιών αξιοποίησης της δημόσιας ακίνητης περιουσίας θα συμβάλουν ουσιαστικά στην αναστροφή του αρνητικού επενδυτικού κλίματος και στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών για την ελληνική αγορά ακινήτων (βλ. Πλαίσιο VI.1).

#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Το εννεάμηνο του 2015 συνεχίστηκαν οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας που ξεκίνησαν το 2014. Ειδικότερα, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014, σημειώνοντας για δεύτερη συνεχή χρονιά θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το γ' τρίμηνο του έτους καταγράφηκε σημαντικός

ετήσιος ρυθμός αύξησης της απασχόλησης (2,3% το γ' τρίμηνο του 2015 και 0,6% και 2,4% το α' και το β' τρίμηνο του έτους αντίστοιχα). Ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 6,2% το εννεάμηνο του 2015 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014. Ως συνέπεια των ανωτέρω, το μέσο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 26,6% το εννεάμηνο του 2014 σε 25,1% το εννεάμηνο του 2015, παραμένοντας πάντως το υψηλότερο στην ΕΕ-28. Ωστόσο, η επιβολή κεφαλαιακών περιορισμών στο τέλος του α' εξαμήνου και η επιστροφή σε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης το γ' τρίμηνο του έτους περιόρισαν την αποκλιμάκωση της ανεργίας, με αποτέλεσμα το ποσοστό ανεργίας να υποχωρήσει το Νοέμβριο ελαφρά σε 24,6% (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) από 24,7% τον Οκτώβριο του 2015.

Στην αύξηση της απασχόλησης το εννεάμηνο του 2015 εκτιμάται ότι επέδρασαν θετικά η διατήρηση θετικού ρυθμού ανάπτυξης το 2014 έως και το πρώτο εξάμηνο του 2015 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.

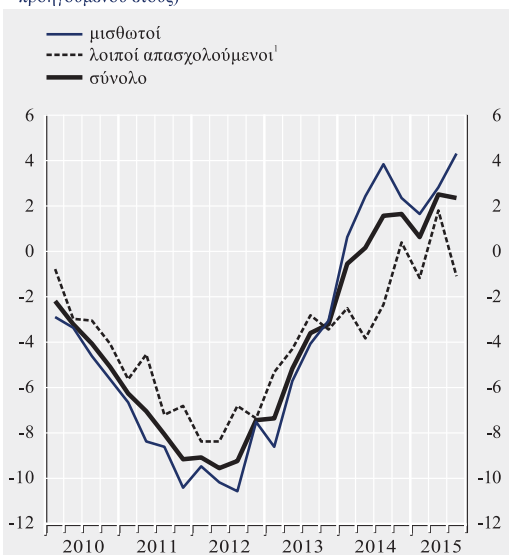
Η αύξηση της απασχόλησης κατά το εννεάμηνο του έτους, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, οφείλεται στη σημαντική αύξηση της μισθωτής απασχόλησης (2,9% το εννεάμηνο του 2015) και των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό (10,1%) εξαιτίας της έναρξης λειτουργίας μικρών επιχειρήσεων.<sup>15</sup> Αντίθετα, σημαντική μείωση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων, και κυρίως εκείνη των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (-2,3%), που

<sup>14</sup> Σύμφωνα με την απόφαση ΠΟΛ.1009/18.1.2016 του Υπουργείου Οικονομικών.

<sup>15</sup> Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την Τρίτη Ετήσια Έκθεση του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ (2.2.2016), οι πολύ μικρές επιχειρήσεις (1-10 άτομα) το 2015 αυξήθηκαν κατά 3,3% έναντι του 2014.

**Διάγραμμα V.13 Απασχόληση (2010-γ' τρ.2015)**

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



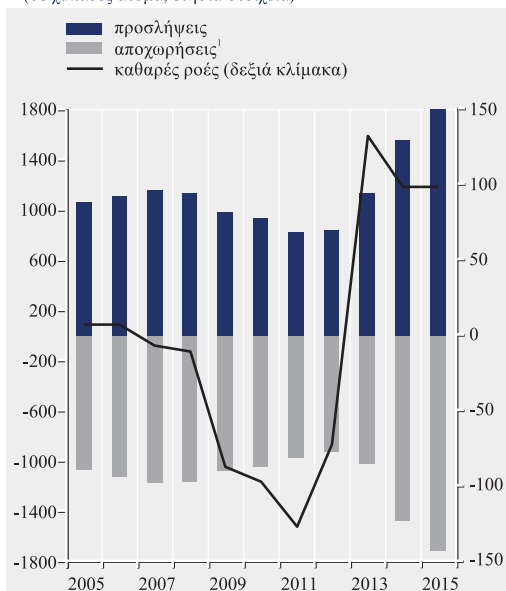
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
 1 Λοιποί απασχολούμενοι=αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες)+αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό+βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

αποτελεί το 23% του συνόλου των απασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα V.13).

Όσον αφορά την εξέλιξη της απασχόλησης σε κλαδικό επίπεδο, οι **υπηρεσίες τουρισμού** (δραστηριότητες παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης) κατέγραψαν σημαντική αύξηση της απασχόλησης το εννεάμηνο του 2015 για δεύτερη συνεχή χρονιά (9,9%, έναντι 13,0% το εννεάμηνο του 2014), με αποτέλεσμα την αύξηση του μεριδίου τους στη συνολική απασχόληση. Καταλυτική ήταν επίσης η ανάκαμψη της απασχόλησης στο **εμπόριο** (χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσυκλετών) (5,3%, έναντι -1,6% το εννεάμηνο του 2014), τη **μεταποίηση** (6%, έναντι -3,3% το εννεάμηνο του 2014) και τις **επαγγελματικές υπηρεσίες** (7,6%, έναντι -2,5% το εννεάμηνο του 2014). Αντίθετα, η απασχόληση συνέχισε να υποχωρεί στις **κατασκευές**, λόγω της συνεχιζόμενης πολύ χαμηλής οικοδομικής δραστηριότητας, τις **χρηματοοικονομικές** και **ασφαλιστικές δραστηριότητες**, λόγω υλοποίησης σχεδίων

**Διάγραμμα V.14 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα**

(σε χιλιάδες άτομα, ετήσια στοιχεία)



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

αναδιάρθρωσης των τραπεζικών ομίλων, και στη **δημόσια διοίκηση** κυρίως λόγω συνταξιοδοτήσεων.<sup>16</sup>

Τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις **ροές μισθωτής απασχόλησης** στον ιδιωτικό τομέα ενισχύουν την εικόνα για την αύξηση της απασχόλησης. Το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης του 2015 είναι θετικό για τρίτο συνεχόμενο έτος, καθώς οι αναγγελίες προσλήψεων υπερέβησαν τις συνολικές αποχωρήσεις, αν και οριακά αυξημένο σε σχέση με το προηγούμενο έτος (99.700 άτομα το 2015, έναντι 99.122 ατόμων το 2014) (βλ. Διάγραμμα V.14).

<sup>16</sup> Η αλλαγή που παρατηρήθηκε στην εξέλιξη της απασχόλησης στους προαναφερθέντες κλάδους επηρέασε ελαφρώς και την ποσοστιαία συμμετοχή τους στη συνολική απασχόληση (εμπόριο 18,3% και μεταποίηση 9,3% το εννεάμηνο του 2015, από 17,7% από 8,9% αντίστοιχα το εννεάμηνο του 2014). Η αύξηση της απασχόλησης στη μεταποίηση συνοδεύθηκε από μείωση της απασχόλησης σε άλλους κλάδους του δευτερογενούς τομέα, με αποτέλεσμα το ποσοστό συμμετοχής του στη συνολική απασχόληση να παραμείνει αμετάβλητο (15%), ενώ ο τριτογενής τομέας αύξησε το μερίδιο συμμετοχής του (72,0% το εννεάμηνο 2015 από 71,4% το εννεάμηνο 2014), κυρίως λόγω της αύξησης της απασχόλησης στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο.

Εξάλλου, από τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, τα οποία αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015,<sup>17</sup> φαίνεται ότι το 54,9% των εργαζομένων απασχολείται σε επιχειρήσεις έως 49 ατόμων. Συγκεκριμένα, το 28,9% των εργαζομένων απασχολείται σε πολύ μικρές επιχειρήσεις (1-9 εργαζόμενοι) που αντιπροσωπεύουν το 88% του συνόλου των επιχειρήσεων, το 26% απασχολείται σε επιχειρήσεις με 10-49 άτομα, το 18,4% απασχολείται σε επιχειρήσεις με 50-249 άτομα, ενώ το 26,7% των εργαζομένων απασχολείται σε μεγάλες επιχειρήσεις άνω των 250 ατόμων, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ωστόσο ένα πολύ μικρό μερίδιο (μόλις 0,2%) στο σύνολο των επιχειρήσεων.

Οι **εκτιμήσεις των επιχειρήσεων** για τις **βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης** μέχρι το τέλος του 2015 αποτυπώνουν την επιδείνωση των σχετικών προοπτικών, καθώς όλα τα υπό εξέταση μεγέθη παραμένουν σε αρνητικό έδαφος, αντιστρέφοντας τη θετική εξέλιξη που είχε παρουσιαστεί το 2014. Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης παρουσίασαν σημαντική υποχώρηση το 2015 σε όλους τους υπό εξέταση κλάδους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής).<sup>18</sup>

Στην αλλαγή της σύνθεσης της απασχόλησης συνέτειναν οι θεσμικές παρεμβάσεις των προηγούμενων ετών στην αγορά εργασίας, που επέτρεψαν τη χρήση περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης, και η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων από το τέλος του α' εξαμήνου. Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** συνεχίζει να αυξάνεται (9,5% του συνόλου των απασχολούμενων το εννεάμηνο του 2015, έναντι 6,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2011), ενώ εξακολουθεί να είναι δύσκολη η εύρεση εργασίας πλήρους απασχόλησης. Αυξημένα ποσοστά μερικής απασχόλησης παρατηρούνται στους νέους εργαζόμενους (ηλικίας 15-24 ετών), καθώς και στους εργαζόμενους στους κλάδους του χονδρικού-λιανικού εμπορίου και στις υπηρεσίες τουρισμού. Η στροφή των επιχειρήσεων προς πιο ευέλι-

πτες μορφές εργασίας επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, όπου καταγράφονται οι νέες προσλήψεις ανά είδος σύμβασης, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των νέων προσλήψεων το 2015 αφορά προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης.<sup>19</sup> Επίσης, το **ποσοστό της προσωρινής εργασίας** (ως προς το σύνολο των μισθωτών ηλικίας 15-64 ετών) συνεχίζει να αυξάνεται (εννεάμηνο 2015: 12%, εννεάμηνο 2014: 11,7% και εννεάμηνο 2013: 10,1%).

Αναλύοντας την απασχόληση ανά **φύλο και ηλικιακή ομάδα**, το ποσοστό των ανδρών στο σύνολο των απασχολούμενων υπερτερεί έναντι των γυναικών, ωστόσο συνεχίζεται η πτωτική του πορεία σε αντίθεση με την ανοδική πορεία του αντίστοιχου ποσοστού στις γυναίκες, με αποτέλεσμα να έχει μειωθεί η απόκλιση μεταξύ των δύο φύλων και ιδιαίτερα σε σχέση με τα παρατηρούμενα επίπεδα προ κρίσης.<sup>20</sup> Όσον αφορά την εξέλιξη της απασχόλησης ανά φύλο, μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε στις γυναίκες έναντι των ανδρών (2,9% το εννεάμηνο του 2015, έναντι 1,0% το αντίστοιχο διάστημα), ενώ ανά ηλικιακή ομάδα η μεγαλύτερη αύξηση στις γυναίκες σημειώθηκε στις ηλικίες 30-44 ετών, ενώ στους άνδρες στις ηλικίες 25-29 ετών. Διαφορές στην εξέλιξη του ποσοστού απασχόλησης παρατηρούνται και ανάλογα με το **εκπαιδευτικό επίπεδο** των εργαζομένων και σε δυσμενέστερη θέση βρίσκονται όσοι έχουν χαμηλό επίπεδο εκπαίδευσης. Σε πρόσφατη μελέτη του

<sup>17</sup> Τρίτη Ετήσια Έκθεση του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, 2.2.2016.

<sup>18</sup> Εντονότερη υποχώρηση των δεικτών παρατηρείται στις κατασκευές (-38 από 8), στο λιανικό εμπόριο (-6 από 15) και στις υπηρεσίες (-16 από 2) και ηπιότερη στη βιομηχανία (-12 από -3). Ωστόσο, σε μηνιαία βάση, το Δεκέμβριο του 2015 οι προβλέψεις για την απασχόληση βελτιώνονται σε όλους τους εξεταζόμενους κλάδους, με εξαίρεση τις υπηρεσίες.

<sup>19</sup> Το 2015 το 55,5% των νέων προσλήψεων είναι με συμβάσεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης, έναντι 50,5% το 2014. Σημειώνεται ότι το ποσοστό των συμβάσεων εκ περιτροπής απασχόλησης στο σύνολο των νέων προσλήψεων κατέγραψε σημαντική αύξηση, από 14,3% το 2014 σε 18,1% το 2015, κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησής τους τον Ιούλιο του 2015 (πρώτο μήνα της επιβολής των κεφαλαιακών περιορισμών) (βλ. μηνιαία δελτία τύπου του Υπουργείου Εργασίας για τα αποτελέσματα από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, Δεκέμβριος 2015).

<sup>20</sup> Το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών στη συνολική απασχόληση είναι 57,8% το εννεάμηνο του 2015, έναντι 58,3% το 2014 και 59,8% το 2009, και το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στη συνολική απασχόληση είναι 42,2% το εννεάμηνο του 2015, έναντι 41,7% και 40,2% το 2014 και το 2009 αντίστοιχα.

ΟΟΣΑ τονίζεται η σημασία της εκπαίδευσης για την αύξηση της απασχόλησης, τη μείωση της ανεργίας και της ανισότητας.<sup>21</sup>

Το εννεάμηνο του 2015 το **ποσοστό απασχόλησης αλλοδαπών και ημεδαπών εργαζομένων** ηλικίας 15-64 ετών συνεχίζει να αυξάνεται για δεύτερο συνεχόμενο έτος και το ποσοστό απασχόλησης των ατόμων με ξένη υπηκοότητα είναι μεγαλύτερο, επίσης για δεύτερο συνεχόμενο έτος, από το αντίστοιχο των Ελλήνων υπηκόων (51,1% των αλλοδαπών υπηκόων, έναντι 50,6% των Ελλήνων υπηκόων). Αν και πριν από την έναρξη της κρίσης οι εργαζόμενοι με ξένη υπηκοότητα ηλικίας 15-64 ετών είχαν υψηλότερα ποσοστά απασχόλησης από τους Έλληνες εργαζομένους, η τάση αυτή αναστράφηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης, καθώς το ποσοστό απασχόλησης των αλλοδαπών υπο-

χώρησε κατά 22 ποσοστιαίες μονάδες μεταξύ 2008 και 2013 (από 68,3% το 2008 σε 46,3% το 2013), ενώ το ποσοστό απασχόλησης των ημεδαπών υποχώρησε κατά 11,8 ποσοστιαίες μονάδες την ίδια περίοδο (από 60,8% το 2008 σε 49,0% το 2013), καθώς αξιόλογο μέρος των αλλοδαπών υπηκόων εργαζόταν στον κλάδο των κατασκευών και μειώθηκε ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια της κρίσης. Την ίδια περίοδο σημειώθηκε αποχώρηση σημαντικού αριθμού μεταναστών. Το ποσοστό ανεργίας των αλλοδαπών ηλικίας 15-64 ετών είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο των Ελλήνων υπηκόων (30,8% το εννεάμηνο του 2015 έναντι 24,8%), τάση που παρατηρήθηκε μετά το 2009 και αντανάκλα τη δυσκολία εύρεσης εργασίας για τους εργαζόμενους χαμηλής ειδίκευσης.

<sup>21</sup> OECD, *Education at a glance*, 2015.

#### Πλαίσιο V.4

### Η ΘΕΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΝΑΣΤΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΠΑΙΔΙΩΝ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ<sup>1</sup>

#### Βασικά δεδομένα για τους μετανάστες στην Ελλάδα

Περίπου ένα χρόνο πριν από την απότομη έξαρση της προσφυγικής κρίσης το καλοκαίρι του 2015, η ΕΛΣΤΑΤ διεξήγαγε μία σε βάθος έρευνα για τη θέση των οικονομικών μεταναστών και των παιδιών τους στην ελληνική αγορά εργασίας. Τα ευρήματα αφορούν τον αριθμό των μεταναστών και των άμεσων απογόνων τους, τα κοινωνικά, οικονομικά και εκπαιδευτικά χαρακτηριστικά τους, τις διαφορές στην κατάσταση απασχόλησης μεταξύ των μεταναστών και των παιδιών τους αφενός και των γηγενών κατοίκων αφετέρου, καθώς και την καταγραφή των κύριων εμποδίων που αντιμετωπίζουν οι μετανάστες και τα παιδιά τους κατά τη συμμετοχή τους στην αγορά εργασίας. Η έρευνα κάλυψε δειγματοληπτικά όλο τον πληθυσμό 15-64 ετών. Θεωρήθηκε ότι “άτομα με μεταναστευτικό υπόβαθρο” είναι εκείνα που έχουν γεννηθεί – τα ίδια ή τουλάχιστον ένας από τους γονείς τους – στο εξωτερικό.

Τα βασικά ευρήματα συνοψίζονται ως εξής:<sup>2</sup>

- Το 9,2% του πληθυσμού της χώρας 15-64 ετών, δηλ. 647.500 άτομα,<sup>3</sup> είναι γεννημένοι στο εξωτερικό,<sup>4</sup> ενώ το 1,8% (128.500 άτομα) είναι γεννημένοι στην Ελλάδα, αλλά ο ένας ή και οι δύο γονείς είναι γεννημένοι στο εξωτερικό. Επομένως, το 11% του ελληνικού πληθυσμού 15-64 ετών

1 Στο παρόν πλαίσιο δεν αναλύεται η τρέχουσα προσφυγική κρίση, αλλά παρουσιάζονται και σχολιάζονται ορισμένα δεδομένα για το “προφίλ” των οικονομικών μεταναστών στην Ελλάδα βάσει έρευνας που πραγματοποιήθηκε την άνοιξη του 2014 και τα ευρήματα της οποίας δημοσιεύθηκαν στις 20.11.2015. Επίσης, γίνεται συνοπτική αναφορά στο ισχύον θεσμικό πλαίσιο και στις δημογραφικές συνθήκες και προοπτικές.

2 Οι απόλυτοι αριθμοί που αναφέρονται προκύπτουν από την προβολή (που έκανε η ΕΛΣΤΑΤ) στο συνολικό πληθυσμό 15-64 ετών, ο οποίος έφθανε τα 7.047.071 άτομα το β' τρίμηνο του 2014. Για τους αναλυτικούς πίνακες και το δελτίο τύπου της ΕΛΣΤΑΤ, βλ. <http://www.statistics.gr/statistics/-/publication/SJO27/>.

3 659.700 άτομα αν ληφθούν υπόψη και όσοι δεν απάντησαν για τον τόπο γέννησής τους.

4 Ωστόσο, 27.300 από αυτούς έχουν ένα ή δύο γονείς γεννημένους στην Ελλάδα.

έχει μεταναστευτικό υπόβαθρο, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΛΣΤΑΤ. Ωστόσο, περίπου το 1% είναι γεννημένοι στο εξωτερικό και δηλώνουν ότι μητρική τους γλώσσα είναι τα ελληνικά. Αν θεωρηθούν “ομογενείς”, τότε – πιο αυστηρά – τα άτομα με μεταναστευτικό υπόβαθρο περιορίζονται στο 10%.

- Από τους εργαζόμενους ηλικίας 15-64 ετών, το 10,4% (362.300 άτομα) έχουν μεταναστευτικό υπόβαθρο. Η αναλογία αυτή είναι υψηλότερη στις δραστηριότητες νοικοκυριών ως εργοδοτών (δηλ. στα νοικοκυριά που απασχολούν οικιακούς/οικιακές βοηθούς κ.ά., όπου φθάνει το 82,8%), τις κατασκευές (30,3%), τις διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες<sup>5</sup> (22,2%) και τις δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης (20,2%), ενώ δεν είναι αμελητέα στη μεταποίηση (12,4%) και στις τέχνες-διασκέδαση-ψυχαγωγία (12,0%).<sup>6</sup>

- Τα άτομα με μεταναστευτικό υπόβαθρο (εργαζόμενοι και μη) αποτελούν υψηλότερη αναλογία του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών στις περιφέρειες Αττικής (15,2%), Νότιου Αιγαίου (13,9%), Πελοποννήσου (9,9%), Κεντρικής Μακεδονίας (9,8%) και Κρήτης (επίσης 9,8%).

- Είναι αξιοσημείωτο ότι από τα άτομα με μεταναστευτικό υπόβαθρο το 14% (108.900 άτομα) έχουν ανώτατη εκπαίδευση, ενώ το 41,2% (320.000 άτομα) έχουν δευτεροβάθμια εκπαίδευση.

- Τα άτομα που γεννήθηκαν στο εξωτερικό κατανέμονται ως εξής κατά χώρα γέννησης: λοιπές εκτός ΕΕ χώρες Ευρώπης 65,5%, χώρες ΕΕ 20,6%, χώρες Ασίας 9,3%, χώρες Αφρικής 2,4% και χώρες Αμερικής-Ωκεανίας 2,2%.<sup>7</sup>

- Οι δύο κυριότεροι λόγοι για τους οποίους ήρθαν στην Ελλάδα άτομα από το εξωτερικό (εκτός των “ομογενών”) είναι για να βρουν δουλειά (48,0%) και για οικογενειακούς λόγους (27,6%, ιδίως οι γυναίκες – κατά 38,9%).<sup>8</sup>

- Περίπου το 1/5 των ατόμων με μεταναστευτικό υπόβαθρο δηλώνουν ότι “υπάρχουν παράγοντες που τους εμποδίζουν να βρουν εργασία ανάλογη των προσόντων τους”. Οι περισσότεροι (59,2%) δηλώνουν “άλλο παράγοντα”, που κατά την ΕΛΣΤΑΤ συνδέεται με την οικονομική κρίση.<sup>9</sup>

- Από τους εργαζόμενους 15-64 ετών με μεταναστευτικό υπόβαθρο, 14,1% δηλώνουν ότι απασχολούνται σε εργασία κατώτερη των προσόντων τους, ποσοστό που δεν είναι σημαντικά υψηλότερο από εκείνο που προκύπτει από τις απαντήσεις των γηγενών (12,1%). Οι απαντήσεις αυτές είναι ενδεικτικές για το *όχι αμελητέο* μέγεθος των αναντιστοιχιών προσφοράς και ζήτησης εργασίας στην Ελλάδα όσον αφορά τα προσόντα, τόσο των μεταναστών όσο και των Ελλήνων εργαζομένων. Το 11,6% της *συνολικής απασχόλησης*, δηλαδή 405.000 άτομα, θεωρούν ότι δεν αξιοποιούνται κατάλληλα.

5 Περιλαμβάνουν δραστηριότητες παροχής προστασίας και ερευνών, δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών σε κτίρια και εξωτερικούς χώρους, διοικητικές δραστηριότητες γραφείου, γραμματειακή υποστήριξη και άλλες δραστηριότητες παροχής υποστήριξης προς τις επιχειρήσεις.

6 Εξάλλου, με βάση το επάγγελμα, οι υψηλότερες αναλογίες καταγράφονται στους “ανειδίκετους εργάτες-χειρώνακτες-μικροεπαγγελματίες” (44,9%), στους “ειδικευμένους τεχνίτες και ασκούντες συναφή τεχνικά επαγγέλματα” (20,3%) και στους “απασχολούμενους στην παροχή υπηρεσιών και πωλητές σε καταστήματα και υπαίθριες αγορές” (11,7%).

7 Εκείνοι που δηλώνουν μητρική γλώσσα τα ελληνικά προέρχονται κυρίως από τις χώρες της ΕΕ (το 42,2%), τις λοιπές χώρες της Ευρώπης (37,8%) και τις χώρες της Αμερικής-Ωκεανίας (9,8%).

8 Ο κυριότερος τρόπος εύρεσης εργασίας για τα άτομα με μεταναστευτικό υπόβαθρο ήταν μέσω συγγενών, γνωστών ή φίλων (48,5%, έναντι 28,9% για τους γηγενείς), ενώ μόνο το 1,1% βρήκε εργασία μέσω του ΟΑΕΔ (εξίσου χαμηλό το ποσοστό και για τους γηγενείς: 1,4%) και το 1,0% μέσω ιδιωτικού γραφείου εύρεσης εργασίας (0,2% για τους γηγενείς).

9 Ακολουθούν οι περιορισμοί λόγω καταγωγής, θρησκείας ή κοινωνικών διακρίσεων (37,0%), η μη ικανοποιητική γνώση της ελληνικής γλώσσας (27,2%), οι περιορισμοί λόγω υπηκοότητας ή άδειας παραμονής (17,8%) και η μη αναγνώριση τίτλων σπουδών του εξωτερικού (13,2%). Το άθροισμα των ποσοστών είναι μεγαλύτερο από 100%, επειδή οι ερωτηθέντες μπορούσαν να αναφέρουν έως και δύο παράγοντες.

• Τέλος, είναι ενδιαφέρον ότι, από τα άτομα με μεταναστευτικό υπόβαθρο που ήρθαν από το εξωτερικό αλλά δεν έχουν μητρική γλώσσα τα ελληνικά, μόνο 15,6% δηλώνουν ότι παρακολούθησαν μαθήματα ελληνικών,<sup>10</sup> 27,6% απαντούν ότι δεν παρακολούθησαν μαθήματα “γιατί δεν χρειαζόταν” και 39,9% “όχι, για άλλο λόγο”.<sup>11</sup> Τα στοιχεία αυτά είναι ενδεικτικά των αδυναμιών της υποδομής για την ένταξη των μεταναστών στην αγορά εργασίας και την κοινωνία. Η ενθάρρυνση και η διευκόλυνση της εκμάθησης της γλώσσας θα έπρεπε να αποτελεί το πρώτο στοιχείο μιας τέτοιας υποδομής.

### Στοιχεία του εγχώριου θεσμικού πλαισίου

Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο για τη μετανάστευση τα τελευταία χρόνια διαμορφώθηκε με την ψήφιση του Κώδικα Μετανάστευσης και Κοινωνικής Ένταξης (ν. 4251/2014) το Μάρτιο του 2014, που αφορούσε: (α) τη διέλευση προσώπων από τα σύνορα και τη διαμονή πολιτών τρίτων χωρών στην ελληνική επικράτεια, (β) τις άδειες διαμονής που χορηγούνται στο πλαίσιο της νομοθεσίας της ΕΕ και (γ) την κοινωνική ένταξη των πολιτών τρίτων χωρών και ρυθμίσεις οργανωτικού χαρακτήρα. Τον Ιούλιο του 2015, με τον ν. 4332/2015 τροποποιήθηκαν διατάξεις του Κώδικα, ιδίως αυτές που αφορούν το δικαίωμα των παιδιών των αλλοδαπών να αποκτήσουν την ελληνική ιθαγένεια, καθώς και άλλες διατάξεις του ν. 4251/2014, προκειμένου να προσαρμοστεί η ελληνική νομοθεσία σε ορισμένες κοινοτικές οδηγίες.<sup>12</sup>

Τέλος, στις 5-10.2.2016 τέθηκε σε δημόσια διαβούλευση σχέδιο νόμου που περιλαμβάνει τροποποιήσεις του ν. 3907/2011 και του ν. 4251/2014 (ΦΕΚ Α' 80), καθώς και προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2013/32/ΕΕ σχετικά με τις κοινές διαδικασίες για τη χορήγηση και ανάκληση του καθεστώτος διεθνούς προστασίας. Με τις διατάξεις του καθίσταται αποτελεσματικότερη η λειτουργία της Υπηρεσίας Ασύλου και ρυθμίζεται η λειτουργία των Κέντρων Υποδοχής και Ταυτοποίησης των “πολιτών τρίτων χωρών ή ανιθαγενών που εισέρχονται στη χώρα χωρίς τις νόμιμες διατυπώσεις”, των Δομών Προσωρινής Φιλοξενίας για όσους εκ των ανωτέρω βρίσκονται “σε διαδικασία επιστροφής”, καθώς και των Δομών Προσωρινής Υποδοχής για όσους “έχουν αιτηθεί διεθνή προστασία”.

Ιδιαίτερα θετικές και χρήσιμες, από τη σκοπιά της λειτουργίας της οικονομίας και της κοινωνικής συνοχής, είναι οι διατάξεις των άρθρων 128-129 του ν. 4251/2014, οι οποίες εξακολουθούν να ισχύουν όπως ψηφίστηκαν το Μάρτιο του 2014 και αφορούν την κοινωνική ένταξη των μεταναστών. Συγκεκριμένα, προβλέπουν: (α) την απουσία κάθε μορφής διάκρισης, το σεβασμό των θεμελιωδών δικαιωμάτων και την προστασία της πολιτιστικής ετερότητας για όλους τους νομίμως διαμένοντες πολίτες τρίτων χωρών και τα μέλη των οικογενειών τους (στο πλαίσιο των ρυθμίσεων για την οικογενειακή επανένωση), καθώς και για τα παιδιά των μεταναστών, τους δικαιούχους διεθνούς προστασίας και τα μέλη των οικογενειών τους, και (β) την εφαρμογή Εθνικής Στρατηγικής για την Ένταξη των πολιτών τρίτων χωρών και αντίστοιχο Ολοκληρωμένο Πρόγραμμα Δράσης.<sup>13</sup> Είναι φανερό ότι για την αποτελεσματική υλοποίηση των εν λόγω διατάξεων απαιτούνται ακόμη πολλά.

10 Από αυτούς, 82% προέρχονταν από τις λοιπές εκτός ΕΕ χώρες της Ευρώπης, ενώ με βάση την ηλικία το 32% ήταν 15-24 ετών και το 26% ήταν 25-34 ετών.

11 Το 16,9% δεν απάντησε καθόλου.

12 Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2011/98/ΕΕ σχετικά με την ενιαία διαδικασία υποβολής αίτησης για τη χορήγηση στους πολίτες τρίτων χωρών ενιαίας άδειας διαμονής και εργασίας στην επικράτεια κράτους-μέλους και σχετικά με κοινό σύνολο δικαιωμάτων για τους εργαζομένους από τρίτες χώρες που διαμένουν νομίμως σε κράτος-μέλος, Οδηγία 2014/36/ΕΕ σχετικά με τις προϋποθέσεις εισόδου και διαμονής πολιτών τρίτων χωρών με σκοπό την εποχιακή εργασία.

13 (Άρθρο 129): “Το Ολοκληρωμένο Πρόγραμμα Δράσης διαθρονείται σε τομεακά προγράμματα που μεταξύ άλλων περιλαμβάνουν: α) εκμάθηση της ελληνικής γλώσσας, ιστορίας και πολιτισμού, β) εκστρατείες ενημέρωσης των πολιτών τρίτων χωρών για θέματα υγείας, κοινωνικής ασφάλισης και εργασίας, γ) ευαισθητοποίησης της κοινής γνώμης για θέματα ξενοφοβίας, εμπορίας ανθρώπων και παράνομης διακίνησης μεταναστών, δ) εκπαίδευσης και ευαισθητοποίησης των εργαζομένων στο δημόσιο τομέα και την τοπική αυτοδιοίκηση για θέματα μετανάστευσης, ε) διαπολιτισμική μεσολάβηση και στ) ενίσχυση της συμμετοχής των πολιτών τρίτων χωρών σε συλλογικές δράσεις στα Συμβούλια Ένταξης Μεταναστών”.



### Δημογραφικές συνθήκες και προοπτικές – η πρόκληση πολιτικής

Μία κοινή έκθεση/μελέτη της Παγκόσμιας Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Οκτώβριος 2015)<sup>14</sup> συνοψίζει σε τρεις αριθμούς το ελληνικό δημογραφικό πρόβλημα:

- Το “ολικό ποσοστό (ή ολικός συντελεστής) γονιμότητας”<sup>15</sup> στην Ελλάδα υπολογίζεται ότι ήταν **1,53** την περίοδο 1985-1990 (δηλ. προ 30 ετών) και εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο **1,3** την περίοδο 2015-2020. Και οι δύο τιμές του δείκτη υπολείπονται του “ποσοστού αναπλήρωσης”,<sup>16</sup> δηλαδή του αριθμού των παιδιών που θα έπρεπε να γεννηθεί κάθε γυναίκα στη διάρκεια του γόνιμου βίου της προκειμένου ο πληθυσμός να μείνει σταθερός, το οποίο είναι υψηλότερο από το 2.<sup>17</sup>
- Μεταξύ 2015 και 2030 το ποσοστό του πληθυσμού σε ηλικία απασχόλησης (δηλαδή 15-64 ετών) προβλέπεται να μειωθεί κατά **2,46** ποσοστιαίες μονάδες.

Η γήρανση του πληθυσμού προβληματίζει πολλές ανεπτυγμένες χώρες. Η αντιμετώπισή της απαιτεί πολιτικές σε *πολλά μέτωπα*, όπως έχει επισημανθεί επανειλημμένα, τόσο σε εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος όσο και αλλού. Είναι πάντως αναμφισβήτητο ότι *ένα από αυτά τα μέτωπα* – ασφαλώς όχι το μοναδικό – αφορά τη μετανάστευση, όπως επιβεβαίωσαν με δηλώσεις τους τόσο ο Πρόεδρος της Παγκόσμιας Τράπεζας Jim Yong Kim όσο και η Διευθύντρια του ΔΝΤ Christine Lagarde κατά την παρουσίαση της προαναφερθείσας κοινής έκθεσης.<sup>18</sup>

### Συμπεράσματα

Βάσει των ανωτέρω ευρημάτων για τα χαρακτηριστικά των οικονομικών μεταναστών το β' τρίμηνο του 2014, γίνεται αντιληπτό ότι μια αποτελεσματική μεταναστευτική πολιτική, δηλαδή χρήσιμη για την οικονομία και υποβοηθητική για την κοινωνική συνοχή, πρέπει να στηριχθεί σε μια ουσιαστική προσπάθεια *κοινωνικής* ένταξης, αξιοποιώντας τις διατάξεις που έχουν ήδη νομοθετηθεί από το Μάρτιο του 2014.<sup>19</sup> Η *ανάγκη* για μια τέτοια πολιτική είναι ολοφάνερη αν ληφθούν υπόψη οι δυσμενείς δημογραφικές προοπτικές και όσα αρνητικά αυτές συνεπάγονται για την οικονομική μεγέθυνση, το ασφαλιστικό σύστημα και – τελικά – για την κοινωνική ευημερία. Αυτά ισχύουν για τις μεταναστευτικές ροές, αλλά και για το μερίδιο των προσφυγικών ροών που η Ελλάδα αναλαμβάνει να δεχθεί στο πλαίσιο της ΕΕ υπό τις συνθήκες της τωρινής, χωρίς προηγούμενο, κρίσης.

14 World Bank – IMF, *Global Monitoring Report 2015/2016: Development Goals in an Era of Demographic Change*, Οκτ. 2015.

15 Total fertility rate. Πρόκειται για δείκτη που στηρίζεται στον αριθμό των παιδιών που θα γεννούσε μία γυναίκα κατά τη διάρκεια της συνολικής περιόδου αναπαραγωγής, δηλαδή του γόνιμου βίου της.

16 Replacement rate.

17 Μεταξύ άλλων, για παράγοντες που επηρεάζουν το ολικό ποσοστό γονιμότητας βλ. Hondroyannis, G. (2010), “Fertility Determinants and Economic Uncertainty: An Assessment Using European Panel Data”, *Journal of Family and Economic Issues*, 31(1), σελ. 33-50.

18 Ο Πρόεδρος της Παγκόσμιας Τράπεζας επισημαίνει ότι “αν οι χώρες με πληθυσμούς που γερνούν μπορούσαν να δημιουργήσουν ένα μονοπάτι για τη συμμετοχή των προσφύγων και των μεταναστών στην οικονομία, αυτό θα είναι προς όφελος όλων” και πως “τα περισσότερα στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι μετανάστες θα εργαστούν σκληρά και θα συνεισφέρουν σε φόρους περισσότερα από ό,τι καταναλώνουν σε κοινωνικές υπηρεσίες”. Βλ. δελτίο τύπου της Παγκόσμιας Τράπεζας 7.10.2015: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2015/10/07/world-undergoing-major-population-shift-with-far-reaching-implications-for-migration-poverty-development-wbimf-report>.

19 Ιδιαίτερα χρήσιμα, ειδικά όσον αφορά την ένταξη των προσφύγων, είναι τα συμπεράσματα της έκθεσης που έδωσε στη δημοσιότητα ο ΟΟΣΑ στις 28.1.2016. Βλ. OECD, *Making integration work: Refugees and others in need of protection*, 2016.

Το **ποσοστό απασχόλησης** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα, από 49,4% το εννεάμηνο του 2014 σε 50,6% το εννεάμηνο του 2015, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28.

Το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το εννεάμηνο του 2015 παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, αντανakλώντας τη σημαντική αύξηση του ποσοστού συμμετοχής **των γυναικών** στο εργατικό δυναμικό, ενώ το ποσοστό συμμετοχής

των ανδρών μειώθηκε, υποδηλώνοντας ότι υπό την πίεση της ανάγκης εξασφάλισης εισοδήματος οι εκτός απασχόλησης γυναίκες συνεχίζουν την αναζήτηση εργασίας.<sup>22</sup> Η είσοδος και παραμονή στην αγορά εργασίας περισσότερων γυναικών μπορεί να βοηθήσει στην εξισορρόπηση των αποτελεσμάτων της συρρίκνωσης του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, καθώς και στη μείωση της πίεσης στα δημόσια οικονομικά και στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης.

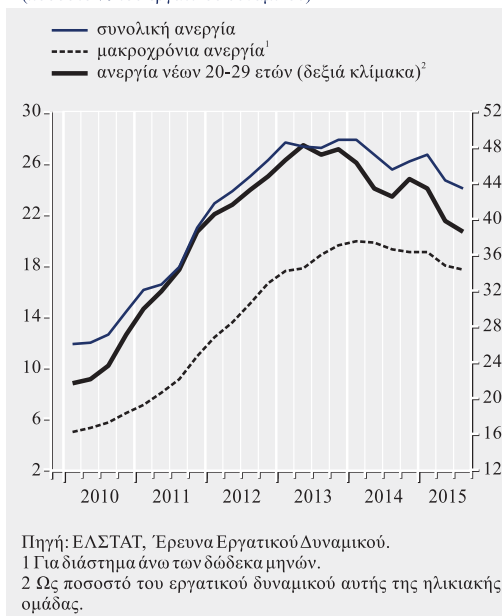
Παράλληλα με την αύξηση της απασχόλησης, τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού καταγράφουν μείωση του αριθμού των ανέργων και συνέχιση της αποκλιμάκωσης του ποσοστού ανεργίας το εννεάμηνο του 2015, το οποίο όμως εξακολουθεί να βρίσκεται σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα V.15).

Η αποκλιμάκωση της ανεργίας συνοδεύθηκε από αντίστοιχη μείωση της ανεργίας σε όλες τις ηλικιακές κατηγορίες και ήταν μεγαλύτερη στις νεότερες ηλικιακές ομάδες. Το ποσοστό **ανεργίας των νέων 20-29 ετών** μειώθηκε σε ετήσια βάση από 44,1% το εννεάμηνο του 2014 σε 40,6% το 2015, διατηρώντας όμως τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28. Τα προγράμματα απασχόλησης, οι νομοθετικές αλλαγές στο διάστημα 2012-2014 που επέτρεψαν την πρόσληψη των νέων (κάτω των 25 ετών) με χαμηλότερες αμοιβές και σε περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς και ο υψηλός βαθμός απασχόλησης των νέων, κατά το εννεάμηνο του 2015, στις τουριστικές υπηρεσίες και το εμπόριο συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων για δεύτερη συνεχή χρονιά.<sup>23</sup>

Η αποκλιμάκωση της ανεργίας συνοδεύθηκε από μείωση του **ποσοστού μακροχρόνιας ανεργίας**, από 19,6% το εννεάμηνο του 2014 σε 18,2% το εννεάμηνο του 2015, με την πλειοψηφία των ανέργων να είναι άνεργοι για διάστημα μεγαλύτερο των 12 μηνών. Η πλειοψηφία των μακροχρόνια ανέργων είναι ηλικίας μεγαλύτερης των 30 ετών, χαμηλής ειδίκευσης και προέρχεται από τους κλάδους που σημείωσαν τις μεγαλύτερες απώλειες σε αριθμό

**Διάγραμμα V.15 Ποσοστά ανεργίας (2010-γ' τρίμ. 2015)**

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



επιχειρήσεων και εργαζομένων κατά τη διάρκεια της μακράς ύφεσης (εμπόριο, κατασκευές και μεταποίηση).

Η σύνθεση της ανεργίας και ειδικότερα της μακροχρόνιας ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση και στον εκσυγχρονισμό και την καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της σύγχρονης αγοράς εργασίας. Οι **ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης** και τα προγράμματα κατάρτισης του ΟΑΕΔ μπορούν να συμβάλουν προς αυτή την κατεύθυνση με τον κατάλληλο σχεδιασμό και

<sup>22</sup> Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το εννεάμηνο του 2015 ήταν 67,7% έναντι 67,5% το αντίστοιχο διάστημα του 2014, των γυναικών 59,8% έναντι 59% και των ανδρών 75,8% έναντι 76,2%. Το εννεάμηνο του 2015 το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό των γυναικών ηλικίας μεταξύ 20 και 64 ετών αυξήθηκε έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014 σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, ενώ το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών στο εργατικό δυναμικό μειώθηκε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες (με εξαίρεση την ομάδα 45-64 ετών που παρουσίασε οριακή αύξηση).

<sup>23</sup> Τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ ενισχύουν τη διαπίστωση για μείωση της ανεργίας των νέων 15-29 ετών, καθώς περίπου το 76% των νέων θέσεων εργασίας για το 2015 αφορά αυτή την ηλικιακή ομάδα (βλ. μηνιαία δελτία τύπου του Υπουργείου Εργασίας για τα αποτελέσματα από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, Δεκέμβριος 2015).

στόχευση και την ορθή αξιοποίηση των διαθέσιμων, κυρίως ευρωπαϊκών, πόρων.<sup>24</sup> Σύμφωνα με το Σχέδιο Κοινής Έκθεσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Συμβουλίου Υπουργών της ΕΕ για την Απασχόληση, η επανένταξη των μακροχρόνια ανέργων αποτελεί βασική προτεραιότητα, καθώς η μακροχρόνια ανεργία έχει αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη και στις δημογραφικές εξελίξεις.<sup>25</sup> Στην έκθεση επισημαίνεται ότι η μετάβαση από τη μακροχρόνια ανεργία στην απασχόληση πρέπει να ενισχυθεί περαιτέρω με πολιτικές απασχόλησης που ευνοούν τη ζήτηση και την προσφορά εργασίας, έτσι ώστε να αποτραπεί η πιθανότητα μετάβασης των μακροχρόνια ανέργων εκτός του εργατικού δυναμικού. Επίσης επισημαίνεται η ανάγκη για τη στήριξη της απασχόλησης των νέων και την αντιμετώπιση των υψηλών επιπέδων των νέων που βρίσκονται εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης (άτομα εκτός απασχόλησης, εκπαίδευσης ή κατάρτισης). Τέλος, τονίζεται η ανάγκη βελτίωσης της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας μέσω της υιοθέτησης πολιτικών για την εναρμόνιση της οικογενειακής ζωής και της επαγγελματικής σταδιοδρομίας.

Στο πλαίσιο του νέου προγράμματος χρηματοδοτικής διευκόλυνσης (Ν. 4336/2015), η χώρα ανέλαβε την υποχρέωση να παρουσιάσει πρόοδο ως προς τον εκσυγχρονισμό και την επέκταση των προγραμμάτων μαθητείας μέσω μιας σειράς δράσεων, που περιλαμβάνουν την εισαγωγή ενός νέου πλαισίου ποιότητας, τη δημιουργία του συστήματος προσδιορισμού των αναγκών της αγοράς εργασίας σε δεξιότητες, τη βελτίωση του πλαισίου συνεργασίας και συντονισμού διαφορετικών φορέων του Δημοσίου με στόχο την αύξηση της αποτελεσματικότητας των δράσεών τους και τις συμπράξεις με τον ιδιωτικό τομέα με μεγαλύτερη συμμετοχή του. Μεσοπρόθεσμα, η προβλεπόμενη από το νέο πρόγραμμα μεταρρύθμιση του εκπαιδευτικού συστήματος σύμφωνα με τις διεθνώς βέλτιστες πρακτικές θα συμβάλει στην ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου και στην αύξηση των προοπτικών απασχόλησης του εργατικού δυναμικού, ώστε

να επιτευχθεί ο στόχος της στρατηγικής “Ευρώπη 2020” για το ποσοστό απασχόλησης.

Η περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας και ιδιαίτερα της ανεργίας των νέων και της μακροχρόνιας ανεργίας και η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης θα εξαρτηθούν από τη σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος και της οικονομικής δραστηριότητας, τη συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών και τη σταδιακή επαναφορά της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Επιπλέον, η συνεχής βελτίωση και επέκταση των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης και η παράλληλη αύξηση της αποτελεσματικότητας των δράσεων αυτών αποτελούν κατευθύνσεις που είναι αναγκαίες προκειμένου να περιοριστεί ο κίνδυνος της ανεργίας και ιδιαίτερα της μακροχρόνιας ανεργίας, η οποία οδηγεί σε υψηλότερη διαρθρωτική ανεργία. Το ίδιο σημαντικές είναι και οι δράσεις κατά της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας, προκειμένου να διασφαλιστούν η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εργασίας, ο υγιής ανταγωνισμός, η στήριξη του συνταξιοδοτικού συστήματος και η ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς.

<sup>24</sup> Από το Μάρτιο του 2016 έως το τέλος του 2016 θα δημιουργηθούν επιπλέον 150.000 θέσεις εργασίας (βλ. δελτία τύπου, Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, 2015). Επίσης, σύμφωνα με το νέο Στρατηγικό Σχέδιο για την ενίσχυση της Κοινωνικής Οικονομίας αναμένονται παρεμβάσεις που έχουν ήδη ξεκινήσει να υλοποιούνται και θα αφορούν τέσσερις βασικούς άξονες: θεσμικές αλλαγές, δομές υποστήριξης, οικονομική στήριξη, πληροφόρηση. Ειδικότερα, οι θεσμικές αλλαγές που θα προωθηθούν αφορούν μεταξύ άλλων την αναθεώρηση του Ν. 4019/2011 για την αντιμετώπιση προβλημάτων που παρουσιάστηκαν κατά τη διάρκεια της εφαρμογής του, την εναρμόνιση της συνεταιριστικής νομοθεσίας στην Ελλάδα για τη λειτουργία και διασύνδεση των επιχειρημάτων Κοινωνικής Οικονομίας μεταξύ τους, τον καθορισμό κριτηρίων και διαδικασιών πιστοποίησης των συμβούλων και εκπαιδευτών της Κοινωνικής Οικονομίας και την εκπαίδευση δημοσίων αρχών για την παροχή εξειδικευμένης συμβουλευτικής και εκπαίδευσης. Μερικές από τις δομές υποστήριξης θα αφορούν τη δημιουργία περιφερειακών κέντρων στήριξης της Κοινωνικής Οικονομίας και τη σύσταση ανεξάρτητου Ινστιτούτου για την Κοινωνική Οικονομία. Σχετικά με την οικονομική στήριξη, προωθείται η απευθείας επιχορήγηση των συνεταιριστικών επιχειρημάτων για την κάλυψη του μισθοδοτικού κόστους και η ίδρυση Ταμείου Κοινωνικής Οικονομίας. Τέλος, αναφορικά με την πληροφόρηση των φορέων προωθούνται η δημιουργία ηλεκτρονικής πλατφόρμας για την παρουσίαση των επιχειρημάτων Κοινωνικής Οικονομίας και η διοργάνωση εκθέσεων και διεθνών συνεδρίων (δελτίο τύπου του Υπ. Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, 17.12.2015).

<sup>25</sup> Σχέδιο Κοινής Έκθεσης της Επιτροπής και του Συμβουλίου για την Απασχόληση που συνοδεύει την ανακοίνωση της Επιτροπής σχετικά με την επίσημη επισκόπηση της ανάπτυξης για το 2016, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 26.11.2015.

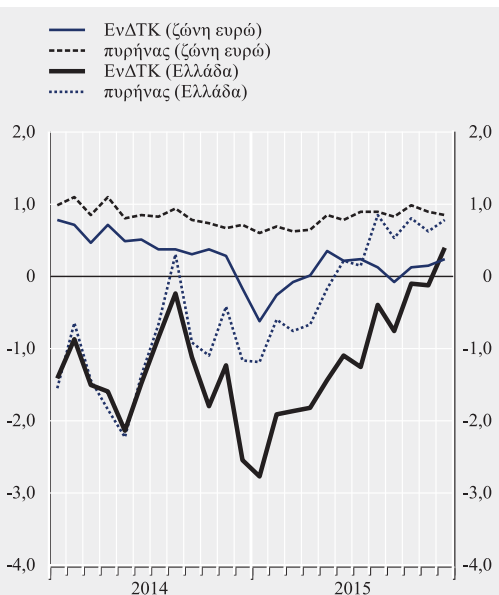
## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΤΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ – ΑΝΙΣΟΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΦΤΩΧΕΙΑ

### 5.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Το 2015 χαρακτηρίστηκε από έντονα αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής του γενικού επιπέδου των τιμών, κυρίως κατά το πρώτο εξάμηνο, και εξασθένιση των αποπληθωριστικών πιέσεων το δεύτερο εξάμηνο, με επιστροφή του πληθωρισμού σε θετικό πρόσημο το Δεκέμβριο. Ο πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) κατέγραψε και το 2015 αρνητικό μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών για τρίτο συνεχές έτος (-1,1% το 2015, -1,4% το 2014 και -0,9% το 2013). Αυτό οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, εξωτερικούς και εγχώριους (βλ. Διάγραμμα V.16). Η ασθενής ανάπτυξη σε συνδυασμό με τους πολύ χαμηλούς ρυθμούς πληθωρισμού

**Διάγραμμα V.16** Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και πυρήνας του πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2014-Δεκέμβριος 2015)

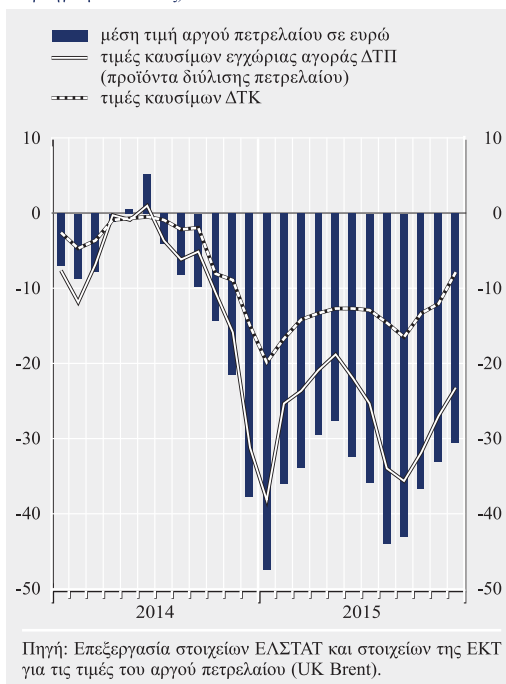
(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat.

**Διάγραμμα V.17** Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2014-Δεκέμβριος 2015)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

στην ευρωζώνη συνέβαλαν στην καταγραφή αρνητικού ετήσιου ρυθμού μεταβολής των τιμών στη χώρα μας. Από το Δεκέμβριο του 2014 και επί τέσσερις συνεχόμενους μήνες ο πληθωρισμός της ευρωζώνης ήταν αρνητικός, ενώ τους υπόλοιπους μήνες του 2015, με εξαίρεση το Σεπτέμβριο, ο πληθωρισμός διατηρήθηκε ελαφρώς πάνω από το μηδέν (βλ. Πίνακα V.7). Ένας από τους πιο βασικούς παράγοντες που συνέβαλε στη διατήρηση ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού γύρω στο μηδέν για περίπου ένα χρόνο στη ζώνη του ευρώ ήταν οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, ενώ το 2013 η μέση τιμή του πετρελαίου Brent ήταν 81,95 ευρώ ανά βαρέλι, το 2014 υποχώρησε στα 74,48 ευρώ ανά βαρέλι και το 2015 βρέθηκε ακόμη χαμηλότερα, στα 47,45 ευρώ ανά βαρέλι (βλ. Διάγραμμα V.17).

Χωρίς να μειώνεται η σημασία του εξωτερικού οικονομικού περιβάλλοντος στη διαμόρφωση της πληθωριστικής διαδικασίας στη χώρα μας,

## Πίνακας V.7 Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>A. Ζώνη ευρώ</b>					
<i>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</i>					
<b>Γενικός δείκτης</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
Αγαθά	3,3	3,0	1,3	-0,2	-0,8
Είδη διατροφής	2,7	3,1	2,7	0,5	1,0
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>1</sup>	3,3	3,1	2,2	1,2	0,6
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,8	3,0	3,5	-0,8	1,6
Βιομηχανικά αγαθά	3,7	3,0	0,6	-0,5	-1,8
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	0,8	1,2	0,6	0,1	0,3
Ενέργεια	11,9	7,6	0,6	-1,9	-6,8
Υπηρεσίες	1,8	1,8	1,4	1,2	1,2
<b>Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία</b>	<b>5,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,7</b>
<b>B. Ελλάδα</b>					
<i>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</i>					
<b>Γενικός δείκτης</b>	<b>3,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>
Αγαθά	4,0	1,9	0,7	-1,0	-2,0
Είδη διατροφής	4,2	1,3	0,9	-1,0	1,7
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>1</sup>	4,7	1,2	0,7	0,6	1,8
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	3,4	1,4	1,3	-3,5	1,7
Βιομηχανικά αγαθά	3,9	2,3	0,4	-1,2	-5,3
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	-0,2	-0,6	-1,7	-1,0	-1,8
Ενέργεια	16,7	12,6	6,3	-2,0	-11,1
Υπηρεσίες	1,9	-0,2	-2,9	-2,0	0,0
<b>Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία</b>	<b>7,4</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,8</b>

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός.

εντούτοις η εκδήλωση του φαινομένου του αποπληθωρισμού στην Ελλάδα αντανακλά και εγχώριους παράγοντες, που συνδέονται με το παραγωγικό κενό της χώρας, την υψηλή ανεργία, την παρατεταμένη κρίση και την επίπτωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας και προϊόντων. Τα ιδιαίτερα υψηλά αρνητικά ποσοστά του πρώτου εξαμήνου αποσυμπιέστηκαν από τον Αύγουστο και μετά, κυρίως λόγω των νέων αυξήσεων στην έμμεση φορολογία. Μεγάλος αριθμός επεξεργασμένων ειδών διατροφής μετατάχθηκε από το μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) στον

κανονικό συντελεστή (23%) μαζί με σημαντικές υπηρεσίες, όπως οι υπηρεσίες εστίασης (στο 23% από 13%) και τα ξενοδοχεία (στο 13% από 6,5%). Επιπλέον, οι κατά 30% μειωμένοι συντελεστές του ΦΠΑ στα νησιά εναρμονίστηκαν σε έξι από αυτά με εκείνους της υπόλοιπης χώρας<sup>26</sup> (βλ. Πίνακα V.8).

Αν και η επιβάρυνση από την έμμεση φορολογία είναι ιδιαίτερα μεγάλη, είναι εμφανές

<sup>26</sup> Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Κεφάλαιο VI, Φορολογικό παράρτημα.

## Πίνακας V.8 Δείκτες τιμών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

Έτη	Δείκτης τιμών καταναλωτή							
	Γενικός	Ειδικοί δείκτες						
		Αγαθά	Υπηρεσίες	ΔTK χωρίς νοπά οπωρο- κηπευτικά & καύσιμα	ΔTK χωρίς είδη διατρο- φής & καύσιμα	Διατροφή και μη αλκοο- λούχα ποτά	Νοπά οπωρο- κηπευτικά	Καύσιμα
2011	3,3	4,2	2,3	1,5	1,3	3,1	5,1	18,8
2012	1,5	2,2	0,5	0,3	0,1	1,5	1,5	12,0
2013	-0,9	0,1	-2,2	-1,7	-1,9	0,0	3,0	4,6
2014	-1,3	-1,3	-1,4	-0,7	-0,9	-1,7	-8,6	-4,1
2015	-1,7	-2,5	-0,7	-0,5	-0,9	1,8	6,5	-13,9

Έτη	Δείκτης τιμών παραγωγού στη βιομηχανία						Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία	
	Γενικός	Εγχώρια αγορά			Εξωτερική αγορά		Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας
		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	Ενδιάμεσα αγαθά	Καταναλω- τικά αγαθά	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας		
2011	7,4	2,7	4,8	1,1	8,8	3,8	7,6	1,5
2012	4,9	0,8	0,6	1,1	4,1	1,3	4,5	0,6
2013	-0,7	0,0	-1,1	1,1	-1,7	-0,2	-2,7	-0,4
2014	-0,8	-0,5	-1,4	0,2	-2,7	-1,2	-3,7	-0,9
2015	-5,8	0,0	0,0	0,0	-11,4	0,0	-10,5	0,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

από το πεντάμηνο Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2015 ότι η μετακύλιση στις τελικές τιμές καταναλωτή των αυξήσεων στην έμμεση φορολογία είναι ιδιαίτερα χαμηλή και ένα μη αμελητέο ποσοστό αυτών των αυξήσεων απορροφάται από τους παραγωγούς με σκοπό τη διατήρηση των μεριδίων αγοράς που κατέχουν.

Η παρακολούθηση της εξέλιξης των συνιστωσών του εναρμονισμένου πληθωρισμού δείχνει ότι τρεις από τις πέντε συνιστώσες του, δηλαδή οι τιμές των επεξεργασμένων και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής μαζί με τις τιμές των υπηρεσιών, καταγράφουν εδώ και αρκετούς μήνες θετικούς ρυθμούς μεταβολής των τιμών τους, ενώ οι άλλες δύο, δηλαδή οι τιμές των ενεργειακών αγαθών και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, συνεχίζουν να κινούνται σε αρνητικό έδαφος. Συνεπώς, το 2016 για τον εναρμονισμένο πληθωρισμό αναμένεται επιστροφή σε θετικό ρυθμό μεταβολής του μέσου επιπέδου των τιμών.

## 5.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σύμφωνα με τα τελευταία αναθεωρημένα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, ο ρυθμός μείωσης του συνόλου των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας<sup>27</sup> εξακολούθησε να επιβραδύνεται το 2015, για δεύτερο κατά σειρά έτος, μετά τις μεγάλες μειώσεις που είχαν καταγραφεί το 2012-2013 (βλ. Πίνακα V.9) και αντανάκλασαν υποχώρηση τόσο των μέσων αποδοχών όσο και του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών.

Ωστόσο, ειδικά το 2015 η επιβράδυνση αυτή φαίνεται να οφείλεται στην καταγραφόμενη αύξηση της μισθωτής απασχόλησης (με ετήσιο ρυθμό 2,6% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, βάσει εθνικολογιστικών στοι-

<sup>27</sup> Το μέγεθος αυτό περιλαμβάνει τις ακαθάριστες αποδοχές των μισθωτών του συνόλου της οικονομίας και τις εργοδοτικές εισφορές που καταβάλλονται επ' αυτών, καθώς και τη δαπάνη για συντάξεις δημοσίων υπαλλήλων (η οποία εμπεριέχεται στις αμοιβές εξαρτημένης εργασίας του τομέα της γενικής κυβέρνησης).



## Πίνακας V.9 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2012-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2012	2013	2014	2015 9μηνο*	2015 (εκτίμ.)	2016 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-9,8	-10,2	-2,0	-1,1	-1,3	1,4
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-3,0	-7,0	-2,1	-3,6	-2,7	0,9
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-1,1	0,4	0,5	-1,5	-1,1	-0,6
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-2,0	-7,4	-2,6	-2,1	-1,1	1,5

Πηγή: Για το 2012-2014 και το 9μηνο του 2015, στοιχεία εθνικών λογαριασμών ΕΛΣΤΑΤ για όλα τα μεγέθη. Για ολόκληρο το 2015 και το 2016, εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

\* Εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

χειών), ενώ οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό μειώθηκαν το ίδιο διάστημα με ετήσιο ρυθμό 3,6%, δηλαδή περισσότερο από ό,τι το 2014. Οι εξελίξεις αυτές, βάσει των αναθεωρημένων στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ, ανατρέπουν τις προηγούμενες εκτιμήσεις για το 2015 για μικρή αύξηση των μέσων αποδοχών, της “δαπάνης για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό”, καθώς και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ήδη, βάσει των νέων δεδομένων, εκτιμάται ότι για ολόκληρο το 2015 οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό μειώθηκαν κατά 2,7% (2014: -2,1%) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας μειώθηκε κατά 1,1%, δηλαδή λιγότερο, λόγω της ταυτόχρονης κάμψης της παραγωγικότητας.

Ειδικότερα, το δωδεκάμηνο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2015 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,4% και οι δαπάνες του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) για συντάξεις αυξήθηκαν κατά 4,9%,<sup>28</sup> ενώ το άθροισμα των δύο μεγεθών<sup>29</sup> αυξήθηκε κατά 1,6%, προσεγγίζοντας την εκτίμηση της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού του 2016 ότι η δαπάνη για αποδοχές και συντάξεις θα αυξανόταν κατά 1,8% το 2015. Εξάλλου, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς της ΕΛΣΤΑΤ, οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης

για αμοιβές εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 1,0% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015.

Στον επιχειρηματικό τομέα υπογράφηκε στη διάρκεια του 2015 περιορισμένος αριθμός (12) κλαδικών/ομοιοεπαγγελματικών συλλογικών συμβάσεων και αξιόλογος αριθμός (275) επιχειρησιακών συλλογικών συμβάσεων.<sup>30</sup> Οι περισσότερες προέβλεπαν σταθερότητα των ήδη συμφωνημένων αποδοχών, ενώ ορισμένες προέβλεπαν μείωση και πολύ λιγότερες προέβλεπαν συγκρατημένες αυξήσεις. Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς της ΕΛΣΤΑΤ, οι δαπάνες του επιχειρηματικού τομέα για αμοιβές εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 2,5% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015.

Επίσης, τα στοιχεία της ηλεκτρονικής καταγραφής, από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, του συνόλου των μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου, τα οποία αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2015,<sup>31</sup> δείχνουν αύξηση του ποσοστού των

<sup>28</sup> Λόγω αύξησης του αριθμού των συνταξιούχων του Δημοσίου.

<sup>29</sup> Το μέγεθος αυτό προσεγγίζει την έννοια των “αμοιβών εξαρτημένης εργασίας του τομέα της γενικής κυβέρνησης”.

<sup>30</sup> Σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Εργασίας και του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, την τριετία 2012-2014 είχαν υπογραφεί 1.671 επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις (2012: 976, 2013: 409, 2014: 286).

<sup>31</sup> Τρίτη Ετήσια Έκθεση, δημοσιεύθηκε στις 2.2.2016.

χαμηλόμισθων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Συγκεκριμένα, το 22,4% των εν λόγω εργαζομένων αμείβεται για μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση (2014: 21,8%), ενώ το 77,6% αμείβεται για πλήρη απασχόληση (2014: 78,2%), ως εξής: το 9,6% (2014: 9,0%) έχει αποδοχές κοντά στις κατώτατες (600 ευρώ μηνιαίως ή χαμηλότερες), το 18,0% (2014: 17,4%) έχει χαμηλές αποδοχές μεταξύ 600 και 800 ευρώ το μήνα και το 50% (2014: 51,8%) έχει μηνιαίες αποδοχές πάνω από 800 ευρώ.

Για το 2016, στον τομέα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το έτος 2016, ότι οι δαπάνες του ΤΠ για αποδοχές και συντάξεις θα μειωθούν κατά 1,4%, κυρίως λόγω της μεταφοράς της μισθοδοσίας του προσωπικού των Περιφερειών από τον ΤΠ στους προϋπολογισμούς των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) Β' βαθμού από 1.1.2016. Εάν όμως συνυπολογιστεί και η προβλεπόμενη στην εν λόγω έκθεση εξέλιξη της δαπάνης για αμοιβές των άλλων φορέων της γενικής κυβέρνησης,<sup>32</sup> η μείωση περιορίζεται στο -0,2%. Για το σύνολο της οικονομίας, προβλέπεται ότι οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό θα εμφανίσουν συγκρατημένη ανάκαμψη (αύξηση κατά 0,9%), ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ενδέχεται να αυξηθεί κατά 1,5%, καθώς ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της παραγωγικότητας θα παραμείνει αρνητικός.

### 5.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2015 καταγράφηκε μικρή βελτίωση των σημαντικότερων μεγεθών των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 165 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,<sup>33</sup> η αύξηση των πωλήσεων έφθασε στο 0,8% και των μικτών κερδών στο 13,2%. Ωστόσο, η καθαρή κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώθηκε στα 533,6 εκατ. ευρώ, έναντι 622,5 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του περασμένου έτους,

και το περιθώριο καθαρού κέρδους υποχώρησε στο 3,0%. Οι επιχειρήσεις της βιομηχανίας και του εμπορίου φαίνεται ότι βελτίωσαν περισσότερο τις επιδόσεις τους, ενώ αντίθετα οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών και λοιπών δραστηριοτήτων είχαν κέρδη μειωμένα κατά 18,7% την ίδια περίοδο.

Επίσης, στους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ καταγράφονται ενδείξεις ανόδου της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, τουλάχιστον έως και το γ' τρίμηνο του 2015. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών εμφανίζεται αυξημένο, σε τρέχουσες τιμές, κατά 10,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου έναντι της ίδιας περιόδου πέρυσι, κυρίως λόγω της μείωσης των φόρων αλλά και της μείωσης των δαπανών για εξαρτημένη εργασία. Η αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος των μη χρηματοοικονομικών εταιριών για την ίδια περίοδο είναι της τάξεως του 5,2%.

### 5.4 ΑΝΙΣΟΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΦΤΩΧΕΙΑ

Η παρατεταμένη ύφεση των τελευταίων ετών στην Ελλάδα, σε συνθήκες όπου οι πόροι είναι περιορισμένοι λόγω της αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής, έχει αναδείξει τη σημασία της στοχευμένης στήριξης των πιο αδύναμων κοινωνικών ομάδων προκειμένου να διατηρηθεί η κοινωνική συνοχή, που είναι βασική προϋπόθεση της σταθερότητας και της ανάπτυξης, χωρίς να διακυβευθεί η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων. Στη συνέχεια, συνοψίζονται οι σημαντικότερες εξελίξεις, με βάση διάφορους κοινωνικούς δείκτες (ανισότητα, φτώχεια, κοινωνικός αποκλεισμός, συνθήκες διαβίωσης κ.ά.) στην Ελλάδα από το 2012 και μετά. Κύριες πηγές στοιχείων είναι οι πιο πρόσφατες δειγματοληπτικές έρευνες νοικοκυριών, που στη χώρα μας διεξάγονται σε ετήσια βάση από την ΕΛΣΤΑΤ: η Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των

<sup>32</sup> Νομικά πρόσωπα Δημοσίου, ασφαλιστικά ταμεία, ΟΑΕΔ, ΕΟΠΥΥ, νοσοκομεία, ΠΕΔΥ, ΟΤΑ Α' και Β' βαθμού, δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμοί τομέα γενικής κυβέρνησης.

<sup>33</sup> Στις 165 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιστήρια.



Νοικοκυριών (EU-SILC) 2014 (για τα εισοδήματα του 2013) και η Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) 2014.<sup>34</sup>

Ο δείκτης του κινδύνου σχετικής φτώχειας εμφάνισε μείωση για πρώτη φορά από την αρχή της κρίσης και διαμορφώθηκε στο 22,1%, υπολογιζόμενος με βάση την έρευνα EU-SILC 2014 (για τα εισοδήματα του 2013), από το 23,1% σύμφωνα με την έρευνα του 2013 (για τα εισοδήματα του 2012). Σε σύγκριση όμως με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28, ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας στην Ελλάδα είναι ο τρίτος υψηλότερος και παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο (17,2%).<sup>35</sup> Επιπλέον, το χάσμα ή βάθος της σχετικής φτώχειας<sup>36</sup> μειώθηκε σε 31,3% στην EU-SILC 2014, από 32,7% το προηγούμενο έτος. Αντίστοιχα με βάση την καταναλωτική χρηματική δαπάνη των νοικοκυριών, τα στοιχεία της ΕΟΠ του 2014 υποδηλώνουν χαμηλότερο κίνδυνο σχετικής φτώχειας (20,6%) και βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος (21,0%). Ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας διαμορφώνεται σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα εάν ληφθούν υπόψη και οι τεκμαρτές δαπάνες, όπως το τεκμαρτό ενοίκιο από ιδιοκατοίκηση, η ιδιοκατανάλωση από τα αγροτικά νοικοκυριά κ.λπ. (14,7% με βάση την ΕΟΠ του 2014, 14,0% με βάση την ΕΟΠ του 2013).

Άλλοι όμως κοινωνικοί δείκτες καταγράφουν περαιτέρω επιδείνωση κατά τα πιο πρόσφατα έτη της τρέχουσας κρίσης. Το ποσοστό του πληθυσμού της χώρας που βρίσκεται είτε σε κίνδυνο φτώχειας είτε σε κατάσταση κοινωνικού αποκλεισμού, δηλαδή με υλικές στερήσεις ή διαβιού σε νοικοκυριά με χαμηλή ένταση εργασίας, αυξήθηκε – με βάση την EU-SILC 2014 – σε 36,0% το 2013 (ή 3.885 χιλιάδες άτομα) από 35,7% το 2012.<sup>37</sup> Ομοίως, το ποσοστό των ατόμων με υλικές στερήσεις αυξήθηκε σε 21,5% το 2013 από 20,3% το 2012. Επίσης, σε πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ επισημαίνεται ότι στην Ελλάδα, όπως και στην Ισπανία και την Ιρλανδία, μεταξύ 2007 και 2012 διπλασιάστηκε το ποσοστό των ενηλίκων που διαβιούν σε νοικοκυριά χωρίς κανένα εργαζό-

μενο.<sup>38</sup> Τέλος, σταθερή επιδείνωση παρουσιάζουν και οι δείκτες φτώχειας τα τελευταία έτη σε απόλυτους όρους, δηλαδή όταν το κατώφλι φτώχειας διατηρείται σταθερό σε όρους πραγματικής αγοραστικής δύναμης παλαιότερης περιόδου. Ειδικότερα, το 48% του πληθυσμού το 2013 χαρακτηρίζεται, με βάση τις συνθήκες του 2008, εκτεθειμένο στον κίνδυνο φτώχειας (από 44,3% το 2012),<sup>39</sup> γεγονός που οφείλεται συνδυαστικά στη συνεχιζόμενη μείωση του μέσου διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και στη διατήρηση του ορίου της φτώχειας στα προ κρίσης υψηλά επίπεδα.

Σε όρους εισοδηματικής ανισότητας, η εικόνα στην Ελλάδα διαγράφεται οριακά σταθερή στις δύο τελευταίες έρευνες, αν και σαφώς δυσμενέστερη σε σχέση με εκείνη των χωρών της ΕΕ-28. Με βάση τα στοιχεία της EU-SILC 2014, ο δείκτης ανισότητας Gini διαμορφώθηκε στο 34,5% (ΕΕ-28: 30,9%) για τα εισοδήματα του 2013, έναντι 34,4% για τα εισοδήματα του 2012.<sup>40</sup> Αντίθετα, ο δείκτης S80/S20 παρουσιάζει οριακή μείωση από 6,6 για τα εισοδήματα του 2012 σε 6,5 για τα εισοδήματα

34 Για την περίοδο αναφοράς των δαπανών της ΕΟΠ, βλ. σελ. 27 του δελτίου τύπου 9.7.2015 της ΕΛΣΤΑΤ για την ΕΟΠ 2014: <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SFA05/2014>.

35 Σύμφωνα με τη σχετική προσέγγιση, το κατώφλι (ή γραμμή) φτώχειας μεταβάλλεται κατ' αναλογία προς το μέσο βιοτικό επίπεδο του πληθυσμού, καθώς ορίζεται στο 60% της διαμέσου του συνολικού διαθέσιμου εισοδήματος εισοδήματος για το σύνολο των νοικοκυριών (ορισμός Eurostat). Για τον υπολογισμό του εισοδήματος εισοδήματος του νοικοκυριού, ο ααρχηγός του λαμβάνει συντελεστή στάθμισης 1, τα άλλα ενήλικα μέλη 0,5 και τα παιδιά κάτω των 14 ετών 0,3. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη τόσο οι οικονομίες κλίμακας στην κατανάλωση των νοικοκυριών όσο και η σύνθεση του νοικοκυριού και οι διαφορετικές ανάγκες ενηλίκων και παιδιών. Στην έρευνα του 2014 το χρηματικό όριο της σχετικής φτώχειας για ένα μονομελές νοικοκυριό ήταν 4.608 ευρώ, ενώ για ένα τετραμελές νοικοκυριό με δύο ενήλικες και δύο παιδιά ηλικίας κάτω των 14 ετών ήταν 9.677 ευρώ.

36 Το χάσμα φτώχειας μετρά την (κανονικοποιημένη) διαφορά του εισοδήματος των φτωχών ατόμων από το κατώφλι της φτώχειας, δηλαδή μας παρέχει το μέσο έλλειμμα των φτωχών ατόμων.

37 Σημειώνεται ότι, σε απόλυτους όρους, το 2012 περισσότερα άτομα (3.904 χιλιάδες) βρισκόταν σε κίνδυνο φτώχειας ή σε κατάσταση κοινωνικού αποκλεισμού.

38 Βλ. Brian Keeley, *Income Inequality: The Gap between Rich and Poor*, OECD Insights, Δεκ. 2015, σελ. 92-93: Στην Ελλάδα από 10,8% σε 20,5%, στην Ισπανία από 8,5% σε 17,1% και στην Ιρλανδία από 9,4% σε 18,0%.

39 Πρόκειται για το ποσοστό φτώχειας του 2013, υπολογιζόμενο με το κατώφλι φτώχειας του έτους 2008, προσαρμοσμένο στο 2013 με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

40 Στην προαναφερθείσα μελέτη του ΟΟΣΑ (βλ. υποσημείωση 38 πιο πάνω), η Ελλάδα εμφανίζεται (σελ. 23) να έχει τον 6ο υψηλότερο δείκτη μεταξύ 31 χωρών-μελών του Οργανισμού και μάλιστα υψηλότερο από όλες τις χώρες της ΕΕ εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου.

του 2013 (EE-28: 5,2).<sup>41</sup> Σε όρους καταναλωτικής δαπάνης, από την ΕΟΠ 2014 προκύπτει χαμηλότερη τιμή του δείκτη S80/S20, η οποία παραμένει όμως σταθερή στα επίπεδα του προηγούμενου έτους στο 5,7 (4,5 εάν ληφθούν υπόψη και οι τεκμαρτές δαπάνες).

Ως προς τα χαρακτηριστικά του πληθυσμού σε κίνδυνο φτώχειας, τα στοιχεία της EU-SILC 2014 υποδηλώνουν ότι τον υψηλότερο κίνδυνο αντιμετωπίζουν οι αλλοδαποί (68,3%) και οι άνεργοι (45,9%), ιδίως οι άνεργοι άνδρες οι οποίοι πλήττονται σε ποσοστό 51,9%. Άλλες ευαίσθητες ομάδες είναι οι οικονομικά μη ενεργοί εκτός συνταξιούχων (28,4%), τα νοικοκυριά με εξαρτώμενα παιδιά (25,7%), τα παιδιά ηλικίας έως 17 ετών (25,5%) και τα νοικοκυριά που διαμένουν σε ενοικιασμένη κατοικία (28,5%). Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι σε σχέση με τα αποτελέσματα της έρευνας του 2013 για το έτος 2012 παρατηρείται βελτίωση για τις περισσότερες ομάδες. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι για μονογονεϊκά νοικοκυριά με ένα τουλάχιστον εξαρτώμενο παιδί ο κίνδυνος φτώχειας μειώθηκε στο 27,8% το 2013 από 37,2% το 2012, για νοικοκυριά με τρεις ή περισσότερους ενήλικες με εξαρτώμενα παιδιά στο 38% το 2013 από 32% το 2012, ενώ για παιδιά ηλικίας έως 17 ετών ο κίνδυνος μειώθηκε κατά 3,3 ποσοστιαίες μονάδες.

Ο ρόλος που μπορεί να διαδραματίσει ο σχεδιασμός των κοινωνικών μεταβιβάσεων στην τρέχουσα συγκυρία είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Σύμφωνα με τα στοιχεία της EU-SILC 2014, τα κοινωνικά επιδόματα συμβάλλουν στη μείωση του ποσοστού φτώχειας κατά 3,9 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ οι συντάξεις κατά 26,2 ποσοστιαίες μονάδες.<sup>42</sup> Μετά την πληρωμή συντάξεων, ποσοστό 17,2% των ατόμων ηλικίας άνω των 65 ετών διατρέχει κίνδυνο φτώχειας, έναντι 31,0% των παιδιών ηλικίας έως 17 ετών και 27,5% των ατόμων ηλικίας 18-64 ετών. Ακόμη και αφού πληρωθούν τα κοινωνικά επιδόματα, η φτώχεια φαίνεται πλέον να μετατοπίζεται από την ομάδα των ηλικιωμένων προς την ομάδα των νεότερων ζευγαριών με παιδιά, αλλά και προς τους νέους εργαζομένους και ακόμη περισσότερο στους ανέργους.<sup>43</sup>

Υπό το πρίσμα αυτών των εξελίξεων, το ζήτημα της προστασίας των παιδιών και των ανέργων θα πρέπει να βρίσκεται στο επίκεντρο της κοινωνικής πολιτικής. Στη σωστή κατεύθυνση, όπως φαίνεται και από τα αποτελέσματα της EU-SILC 2014, συγκαταλέγονται τα μέτρα του 2013 ως προς τα οικογενειακά επιδόματα με τη θέσπιση του ενιαίου επιδόματος στήριξης τέκνων και τη χορήγηση του ειδικού επιδόματος σε τρίτεκνες και πολύτεκνες οικογένειες με εισοδηματικά κριτήρια.<sup>44</sup> Παρομοίως, ενοϊκές κρίνονται οι μεταβολές στη χορήγηση του επιδόματος μακροχρόνια ανέργων, το οποίο από το 2014 και μετά δικαιούνται μακροχρόνια άνεργοι ηλικίας 20-66 (από 45-65 ετών που ίσχυε) με ετήσιο εισόδημα χαμηλότερο των 10.000 ευρώ (από 12.000 ευρώ το 2012 και το 2013 και 5.000 ευρώ τα προηγούμενα έτη), καθώς και η απονομή του κοινωνικού μερίσματος το 2014 (βλ. και Πλαίσιο VI.3).<sup>45</sup> Αν και

<sup>41</sup> Ο δείκτης Gini λαμβάνει τιμές από 0% όταν το εθνικό εισόδημα είναι ισόποσα κατανομημένο (δηλαδή το φτωχότερο x% του πληθυσμού εισπράττει το x% του εθνικού εισοδήματος για  $0 < x \leq 100$ ) έως 100% όταν το εθνικό εισόδημα είναι κατανομημένο σε ένα μόνο άτομο. Ο δείκτης S80/S20 μετρά το λόγο του συνολικού εισοδήματος που εισπράττει το πλουσιότερο 20% του πληθυσμού προς το συνολικό εισόδημα που εισπράττει το φτωχότερο 20%. Και οι δύο δείκτες λαμβάνουν μεγαλύτερες τιμές όσο αυξάνεται η εισοδηματική ανισότητα. Ο δείκτης Gini όμως αποδίδει την ίδια βαρύτητα στην ανισοκατανομή του εισοδήματος σε όλο το φάσμα της εισοδηματικής κατανομής, ενώ ο δείκτης S80/S20 επικεντρώνεται στις διαφορές στα άκρα της εισοδηματικής κατανομής.

<sup>42</sup> Δηλαδή, εάν δεν είχαν καταβληθεί τα κοινωνικά επιδόματα και οι συντάξεις, ο κίνδυνος φτώχειας στην Ελλάδα το 2013 θα ήταν 52,2% αντί 22,1%.

<sup>43</sup> Ανάλογα συμπεράσματα προκύπτουν και από τις πρόσφατες μελέτες ερευνητών. Βλ. Ομάδα Ανάλυσης Δημόσιας Πολιτικής – Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Ενημερωτικό Δελτίο 8/2014: Μάνος Ματαγγάνης και Χρύσα Λεβέντη, “Η κατανομή εισοδήματος στην Ελλάδα (2009-2013)”, καθώς και Ενημερωτικό Δελτίο 7/2014 “Φτώχεια και ανισότητα 2009-2013: διαθέσιμα δεδομένα και διαφορές εκτιμήσεων”. Από τις μελέτες αυτές διαπιστώνεται ότι τα τελευταία χρόνια υπήρχαν σημαντικές ανακατατάξεις στην εισοδηματική κλίμακα και ειδικότερα η “νέα φτώχεια” (οικογένειες ανέργων στις πόλεις) φαίνεται να εκτοπίζει από τα χαμηλότερα κλίμακα εισοδήματος την “παραδοσιακή φτώχεια” (νοικοκυριά ηλικιωμένων στην ύπαιθρο).

<sup>44</sup> Σημειώνεται ότι παράλληλα καταργήθηκαν το επίδομα τρίτου παιδιού, η εφάπαξ παροχή τοκετού και η ισόβια σύνταξη πολύτεκνης μητέρας.

<sup>45</sup> Όσον αφορά το επίδομα μακροχρόνια ανέργων, αξίζει να σημειωθεί ότι παραμένουν σοβαρά προβλήματα σχεδιασμού, που οδηγούν σε χαμηλά ποσοστά κάλυψης. Για παράδειγμα, προκειμένου κάποιος να λάβει επίδομα μακροχρόνιας ανεργίας, πρέπει προηγουμένως να έχει λάβει τακτικό επίδομα ανεργίας επί 12 μήνες. Δεδομένου ότι η μέση διάρκεια επιδότησης από το τακτικό επίδομα ανεργίας είναι 7 μήνες, οι περισσότεροι μακροχρόνια άνεργοι αποκλείονται από το επίδομα μακροχρόνιας ανεργίας ακόμη και όταν πληρούν τα κριτήρια εισοδήματος. Για μια κριτική ανάλυση των όρων επιλεξιμότητας των παροχών κατά της φτώχειας, βλ. Ομάδα Ανάλυσης Δημόσιας Πολιτικής – Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Ενημερωτικό Δελτίο 6/2013: Μάνος Ματαγγάνης, “Η πολιτική κατά της φτώχειας στην Ελλάδα της κρίσης”.

δεν έχει γίνει ακόμη αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των μέτρων για την αντιμετώπιση της ανθρωπιστικής κρίσης που ελήφθησαν το 2015,<sup>46</sup> είναι σημαντικός ο αριθμός των νοικοκυριών που διαβιούν σε συνθήκες ακραίας φτώχειας και ωφελήθηκαν.

Σε γενικότερο πλαίσιο, οι περιορισμένες κοινωνικές δαπάνες πρέπει να γίνουν πιο αποτελεσματικές, δίνοντας προτεραιότητα στην εξάλειψη ακραίων φαινομένων φτώχειας σε οικογένειες με παιδιά και χωρίς κανέναν εργαζόμενο, χωρίς επίδομα ανεργίας ή άλλη εισοδηματική ενίσχυση και συχνά χωρίς πρόσβαση στην κοινωνική ασφάλιση. Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσε να συμβάλει η καθολική εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος.<sup>47</sup> Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Παγκόσμιας Τράπεζας,<sup>48</sup> η καθολική εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος το 2013 στην Ελλάδα θα μπορούσε να αυξήσει το εισόδημα περίπου 1.200.000 ατόμων (ή 11% του πληθυσμού) μειώνοντας το χάσμα της φτώχειας κατά το 1/3. Το δημοσιονομικό κόστος εκτιμήθηκε σε 980 εκατ. ευρώ, δηλαδή 0,5% του ΑΕΠ ή περίπου 2,5% των κοινωνικών δαπανών.<sup>49</sup> Το κόστος αυτό θα μπορούσε να μειωθεί με την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής και να χρηματοδοτηθεί μέσω επανασχεδιασμού των υφιστάμενων κοινωνικών μεταβιβάσεων.

Την ανάγκη στήριξης των πολύ χαμηλών εισοδημάτων, ακόμη και των μισθωτών, επιβεβαιώνει συνοπτική μελέτη του ΟΟΣΑ,<sup>50</sup> σύμφωνα με την οποία οι αμειβόμενοι με τις κατώτατες αποδοχές στην Ελλάδα θα έπρεπε, βάσει των δεδομένων του 2013, να εργάζονται σχεδόν 60 ώρες την εβδομάδα (μονογονεϊκές οικογένειες με παιδιά) ή 70 ώρες (4μελείς οικογένειες με έναν εργαζόμενο και 2 παιδιά) προκειμένου να υπερβούν μια σχετική γραμμή φτώχειας (το 50% της διαμέσου του καθαρού οικογενειακού εισοδήματος). Δεδομένου ότι αυτό δεν είναι ρεαλιστικό, η μελέτη συνιστά στήριξη του εισοδήματος ή εύρεση απασχόλησης με υψηλότερες αποδοχές προκειμένου να καταστεί δυνατή η έξοδος από την κατάσταση φτώχειας.

Πέρα από τη στήριξη του εισοδήματος, στην αντιμετώπιση της φτώχειας και της ανισότητας μπορεί να συμβάλει και ένα αποτελεσματικό και κατάλληλο εκπαιδευτικό σύστημα, προκειμένου τα παιδιά-μαθητές να μπορέσουν να υπερβούν τους περιορισμούς που προκύπτουν από το κοινωνικό τους περιβάλλον. Σε άλλη μελέτη του ΟΟΣΑ<sup>51</sup> σχολιάζεται το ποσοστό των ανθεκτικών μαθητών (“percentage of resilient students”), δηλαδή το ποσοστό των παιδιών που έχουν καλύτερες επιδόσεις (βάσει της έρευνας PISA) από ό,τι θα υποδήλωνε το κοινωνικό τους περιβάλλον. Από τα συγκριτικά στοιχεία για το 2012 προκύπτει ότι στην Ελλάδα καταγράφηκε το τέταρτο χαμηλότερο ποσοστό (3,2%) μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών,<sup>52</sup> δηλαδή αισθητά κάτω από το μέσο όρο του

<sup>46</sup> Το πρόγραμμα για την ανθρωπιστική κρίση (ν. 4320/2015) (α) παρείχε για το έτος 2015 δωρεάν ποσότητα ηλεκτρικού ρεύματος για την κύρια κατοικία τους έως 300kwh μηνιαίως (εφαρμόστηκε για 89.288 νοικοκυριά), (β) χορηγούσε επίδομα ενοικίου (έως 70 ευρώ ανά άτομο και 220 ευρώ ανά πολυμελή οικογένεια) σε νοικοκυριά που δεν έχουν δυνατότητα στέγασης σε ιδιόκτητο ακίνητο εντός του δήμου της κύριας κατοικίας τους (οι δύο καταβολές του Δεκεμβρίου του 2015, συνολικού κόστους 4,8 εκατ. ευρώ, αφορούσαν 19.443 νοικοκυριά, ενώ η καταβολή της 27ης Ιανουαρίου 2016, συνολικού κόστους 2,6 εκατ. ευρώ, αφορούσε 20.243 νοικοκυριά) και (γ) χορηγούσε για το έτος 2015 επιδότηση οίσισης με εκπαιδευτικά κομπόσια ή άλλο ηλεκτρονικό τρόπο (η καταβολή του Δεκεμβρίου του 2015, συνολικού κόστους 16,3 εκατ. ευρώ, αφορούσε 145.330 δικαιούχους, ενώ η καταβολή της 27ης Ιανουαρίου 2016, συνολικού κόστους 17,3 εκατ. ευρώ, αφορούσε 147.729 δικαιούχους). Το δημοσιονομικό κόστος για τα μέτρα αυτά εκτιμήθηκε σε περίπου 200 εκατ. ευρώ για εννέα μήνες το 2015 (ή 0,1% του ΑΕΠ).

<sup>47</sup> Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με Υπουργική Απόφαση του Νοεμβρίου 2014, στη διάρκεια του 2015 εφαρμόστηκε πιλοτικά ο θεσμός του “Εγγυημένου Κοινωνικού Εισοδήματος”. Σύμφωνα με το Υπουργείο Εργασίας (δελτίο τύπου 22.12.2015), στο τέλος Δεκεμβρίου 2015 πιστώθηκε στους λογαριασμούς 16.885 δικαιούχων το συνολικό ποσό των 4,7 εκατ. ευρώ. Εξάλλου, βάσει της συμφωνίας του Αυγούστου 2015 (ν. 4336/2015), η Ελλάδα δεσμεύεται να βελτιώσει το σχεδιασμό του συστήματος κοινωνικής πρόνοιας, δρομολογώντας τη συνολική επανεξέτασή του με την υποστήριξη της Παγκόσμιας Τράπεζας, ώστε να υπάρχει ένα γνήσιο δίχτυ κοινωνικής ασφαλείας. Αυτό θα περιλαμβάνει τη βαθμιαία εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος σε εθνικό επίπεδο πλέον.

<sup>48</sup> Manos Matsaganis and Chrysa Leventi, “Ex ante poverty and fiscal evaluation of a guaranteed minimum income programme in Greece”, GREECE: Means-Tested Income Support Program Pilot Reimbursable Advisory Services Agreement of 31 October 2013 - DRAFT of Output 2.2 10-January 2015, The World Bank.

<sup>49</sup> Τα αποτελέσματα αυτά λαμβάνουν υπόψη αποκλίσεις μεταξύ πραγματικών εισοδημάτων και δηλωθέντων στην εφορία. Εάν η επιλογή των δικαιούχων γινόταν με βάση το πραγματικό και όχι το δηλωθέν εισόδημα των αιτούντων, ώστε να αποκλείονται όσοι ψευδώς εμφανίζονται να πληρούν τα εισοδηματικά κριτήρια λόγω απόκρυψης του πραγματικού εισοδήματος, ο αριθμός των δικαιούχων εκτιμάται ότι θα μειωνόταν σε 754.269 άτομα (ή 7% του πληθυσμού) και το κόστος σε 681 εκατ. ευρώ (ή 0,4% του ΑΕΠ).

<sup>50</sup> OECD, *Minimum wages after the crisis: Making them pay*, Μάιος 2015.

<sup>51</sup> Βλ. υποσημείωση 38 πιο πάνω.

<sup>52</sup> Μετά το Μαυροβούνιο (1,3%), τη Βουλγαρία (2,1%) και τη Ρουμανία (2,8%).

ΟΟΣΑ (6,4%).<sup>53</sup> Καθίσταται επομένως επιτακτικά αναγκαία και μια στοχευμένη εκπαιδευτική πολιτική.

## 6 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας συνέχισε να βελτιώνεται το 2015. Αφενός η υποχώρηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και αφετέρου οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που υλοποιήθηκαν τα προηγούμενα έτη, σε συνδυασμό με τη διατήρηση συνθηκών υπερπροσφοράς στην αγορά εργασίας εξαιτίας της πολυετούς ύφεσης, είχαν ως αποτέλεσμα τη συνέχιση της μείωσης των σχετικών δεικτών σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος. Αντιθέτως, η συνολική ανταγωνιστικότητα της

ελληνικής οικονομίας, η οποία συνενεργά και πλήθος άλλων παραμέτρων διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, παρουσιάζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και οπισθοχώρησης.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι βελτιώθηκε περαιτέρω το 2015, κατά 5,7% με βάση το σχετικό κόστος εργασίας και κατά 4,5% με βάση το σχετικό δείκτη τιμών καταναλωτή. Στη θετική αυτή εξέλιξη των δεικτών πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας συνέβαλε σημαντικά η υποχώρηση του δείκτη ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά 2,7% το 2015 (βλ. Πίνακα V.10).

<sup>53</sup> Σελ. 87 της μελέτης.

**Πίνακας V.10 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)<sup>1</sup>**

(2000=100)

Έτος	Ονομαστική ΣΣΙ		Πραγματική ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>					Δείκτης έναντι των χωρών της ζώνης του ευρώ		
	Δείκτης (2000=100)	(%) Μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας <sup>2</sup>		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας <sup>2</sup>	
			Δείκτης (2000=100)	(%) Μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	(%) Μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	(%) Μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	(%) Μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
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**	110,4	-2,7	106,7	-4,5	95,3	-5,7	105,4	-1,2	95,3	-3,0
2016**	110,4	0,0	105,2	-1,4	93,5	-1,9	104,2	-1,1	94,1	-1,3

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα Ελλάδος. Στοιχεία για συναλλαγματικές ισοτιμίες, εκτιμήσεις και προβλέψεις για τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτιμήσεις και προβλέψεις.

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

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.

Σύμφωνα με την εξέλιξη των δεικτών αυτών, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας που υπέστη η ελληνική οικονομία την περίοδο 2000-2009 ανακτήθηκε σταδιακά. Εκτιμάται ότι το επίπεδο ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ήταν βελτιωμένο κατά 4,2% το 2015 έναντι του 2000, ενώ με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή η σωρευτική απώλεια περιορίστηκε στο 6,7% το 2015 έναντι του 2000. Ανάλογη βελτίωση δείχνουν και οι αντίστοιχοι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ. Ο εναρμονισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το γ' τρίμηνο του 2015 βρισκόταν 3,5% κάτω από το επίπεδο του 2000. Αντιθέτως, ο δείκτης με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή το δ' τρίμηνο του 2015 βρισκόταν 5,7% πάνω από το επίπεδο του 2000. Σημειώνεται ότι η Ελλάδα έχει την τέταρτη καλύτερη επίδοση μετά τη Γερμανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία στην εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας κόστους εργασίας μετά το 2000.

Η ευνοϊκή εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας επιδρά, αν και με χρονική υστέρηση, στη συνεχιζόμενη άνοδο της αξίας αλλά και του όγκου των ελληνικών εξαγωγών πλην καυσίμων, παρά τη μεγάλη συρρίκνωση της παραγωγικής βάσης και την απαξίωση παραγωγικού κεφαλαίου που σημειώθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίες τις δύο δεκαετίες προ του ευρώ βρισκόνταν κατά μέσο όρο στο 16,4% του ΑΕΠ, αυξήθηκαν σταδιακά μετά την κρίση, από το 23,4% του ΑΕΠ το 2008 στο 31,9% του ΑΕΠ το 2015. Η αποκατάσταση της κανονικότητας στο επιχειρηματικό περιβάλλον γενικά και ιδιαιτέρως της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων θα ευνοήσει τη δυνατότητα υλοποίησης παραγωγικών επενδύσεων επέκτασης και διαφοροποίησης της παραγωγικής ικανότητας υπέρ των διεθνώς εμπορεύσιμων κλάδων, ενισχύοντας περαιτέρω την εξωστρέφεια παλαιών και νέων εξαγωγικών επιχειρήσεων.

Η συνολική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, παρουσιάζει εκ νέου ενδείξεις στασιμότητας ή ακόμη και οπισθοχώρησης. Σύμφωνα με το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, η Ελλάδα παρέμεινε στην 81η θέση μεταξύ 140 κρατών, ενώ σύμφωνα με το δείκτη "ευχέρειας του επιχειρείν" της Παγκόσμιας Τράπεζας η Ελλάδα έπεσε κατά δύο θέσεις και βρέθηκε στην 60ή μεταξύ 189 κρατών. Παρότι η Ελλάδα είναι η χώρα που έχει ανταποκριθεί στον καλύτερο δυνατό βαθμό στις συστάσεις του ΟΟΣΑ για υιοθέτηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, συνεχίζει να κατατάσσεται με βάση του περισσότερους από τους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας στη χαμηλότερη θέση τόσο μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ-28 όσο και μεταξύ όλων των προηγμένων οικονομιών. Σύμφωνα με αυτούς τους σύνθετους δείκτες, τα σημαντικότερα εμπόδια στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων εξακολουθούν να είναι η πρόσβαση στη χρηματοδότηση, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο.

## **7 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ**

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, παρουσίασε αξιοσημείωτη βελτίωση κατά 3,8 δισεκ. ευρώ το 2015 και περίπου ισοσκελίστηκε (βλ. Πίνακα V.11). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη σημαντική μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, η οποία αντιστάθμισε τον περιορισμό του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση του ελλείμματος του συνολικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών, που αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος του ΙΤΣ. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών περιορίστηκαν, αλλά οι αντίστοιχες εισαγωγές μειώθηκαν με πολύ ταχύτερο ρυθμό. Τέλος, το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων βελτιώθηκε,

## Πίνακας V.11 Ισοζύγιο πληρωμών

(εκατ. ευρώ)

	2013	2014	2015
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)</b>	<b>-3.691,9</b>	<b>-3.767,4</b>	<b>-7,5</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)</b>	<b>-5.030,9</b>	<b>-4.006,3</b>	<b>-234,6</b>
Εισπράξεις	54.941,4	57.839,3	52.774,9
Πληρωμές	59.972,3	61.845,5	53.009,5
<b>I.A Εμπορικό ισοζύγιο (I.A.1-I.A.2)</b>	<b>-20.780,3</b>	<b>-22.279,4</b>	<b>-17.247,8</b>
<i>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</i>	26.895,6	26.788,0	24.787,2
Καύσιμα	9.485,1	9.049,8	6.713,7
Πλοία (πωλήσεις)	443,0	626,0	175,5
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	16.967,6	17.112,1	17.898,0
<i>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</i>	47.675,9	49.067,4	42.035,0
Καύσιμα	16.398,5	15.384,2	10.921,8
Πλοία (αγορές)	1.926,2	2.799,2	623,2
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	29.351,1	30.884,1	30.489,9
<b>I.B Ισοζύγιο υπηρεσιών (I.B.1-I.B.2)</b>	<b>15.749,4</b>	<b>18.273,2</b>	<b>17.013,2</b>
<i>I.B.1 Εισπράξεις</i>	28.045,8	31.051,3	27.987,7
Ταξιδιωτικό	12.152,2	13.393,1	14.194,4
Μεταφορές	12.060,9	13.130,8	9.968,3
Λοιπές υπηρεσίες	3.832,7	4.527,4	3.825,0
<i>I.B.2 Πληρωμές</i>	12.296,4	12.778,1	10.974,5
Ταξιδιωτικό	1.835,2	2.076,4	2.025,1
Μεταφορές	6.492,2	6.258,6	5.430,0
Λοιπές υπηρεσίες	3.969,1	4.443,1	3.519,4
<b>I.Γ Ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων (I.Γ.1-I.Γ.2)</b>	<b>-457,0</b>	<b>573,6</b>	<b>739,3</b>
<i>I.Γ.1 Εισπράξεις</i>	6.458,1	6.867,4	5.942,8
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	209,3	209,9	153,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.213,7	3.241,5	2.624,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.035,1	3.416,1	3.164,6
<i>I.Γ.2 Πληρωμές</i>	6.915,1	6.293,8	5.203,5
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	453,0	491,7	379,4
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.097,1	5.439,6	4.525,0
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	365,0	362,6	299,1
<b>I.Δ Ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων (I.Δ.1-I.Δ.2)</b>	<b>1.796,1</b>	<b>-334,7</b>	<b>-512,2</b>
<i>I.Δ.1 Εισπράξεις</i>	4.652,8	2.550,7	1.908,7
Γενική κυβέρνηση	3.375,5	1.441,7	1.054,9
Λοιποί τομείς	1.277,3	1.109,0	854,9
<i>I.Δ.2 Πληρωμές</i>	2.856,7	2.885,5	2.421,9
Γενική κυβέρνηση	2.068,1	2.054,7	1.695,0
Λοιποί τομείς	788,6	830,8	726,9
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)</b>	<b>3.040,8</b>	<b>2.510,6</b>	<b>1.988,6</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>3.380,6</b>	<b>2.866,2</b>	<b>2.369,5</b>
Γενική κυβέρνηση	3.298,9	2.789,8	2.319,3
Λοιποί τομείς	81,7	76,4	50,2
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>339,8</b>	<b>355,6</b>	<b>380,9</b>
Γενική κυβέρνηση	9,7	8,8	4,1
Λοιποί τομείς	330,1	346,7	376,8
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)</b>	<b>-651,1</b>	<b>-1.256,8</b>	<b>1.981,1</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤ/ΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>2.562,5</b>	<b>634,1</b>	<b>3.143,5</b>
<b>III.A Άμεσες επενδύσεις<sup>1</sup></b>	<b>-2.713,6</b>	<b>-577,4</b>	<b>602,9</b>
Απατήσεις	-534,2	685,0	345,4
Υποχρεώσεις	2.179,4	1.262,5	-257,6
<b>III.B Επενδύσεις χαρτοφυλακίου<sup>1</sup></b>	<b>6.583,1</b>	<b>6.978,0</b>	<b>8.348,3</b>
Απατήσεις	-1.023,6	8.910,1	6.996,0
Υποχρεώσεις	-7.606,7	1.932,1	-1.352,4
<b>III.Γ Λοιπές επενδύσεις<sup>1</sup></b>	<b>-1.414,0</b>	<b>-6.222,5</b>	<b>-6.162,2</b>
Απατήσεις	-21.187,9	-6.888,7	16.699,8
Υποχρεώσεις	-19.773,9	-666,2	22.861,9
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	30.061,2	4.000,2	11.921,6
<b>III.Δ Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων<sup>2</sup></b>	<b>107,0</b>	<b>456,0</b>	<b>354,4</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)</b>	<b>3.213,6</b>	<b>1.890,9</b>	<b>1.162,3</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>4.172</b>	<b>5.117</b>	<b>5.535</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εξροή.

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

σχεδόν αντισταθμίζοντας την επιδείνωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων.

Η βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς το κόστος εργασίας και τις τιμές είχε θετική επίδραση στον όγκο των ελληνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, παρά τους ήπιους ρυθμούς μεγέθυνσης των αγορών όπου κυρίως απευθύνονται τα ελληνικά προϊόντα. Ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, από την αρχή του έτους, αντανάκλασε σε μεγάλο βαθμό τη βελτίωση του ισοζυγίου των καυσίμων, ως αποτέλεσμα της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου, και τη μείωση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, οι οποίες είχαν επιβαρύνει σημαντικά το ισοζύγιο αγαθών το 2014, αλλά και τη θετική πορεία των εξαγωγών αγαθών των περισσότερων εξαγωγικών κλάδων εκτός καυσίμων και πλοίων. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών περιορίστηκε λόγω της μείωσης των καθαρών εισπράξεων από μεταφορές. Η άνοδος της τουριστικής κίνησης, η οποία συνεχίστηκε και το 2015, επέδρασε θετικά στις αντίστοιχες εισπράξεις, παρά τη μείωση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι και της μέσης διάρκειας παραμονής, και συνέβαλε στη βελτίωση του ταξιδιωτικού ισοζυγίου.

Η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να συνεχιστεί και το 2016, καθώς ενισχύεται σταδιακά η ζήτηση από τις αγορές των προηγμένων οικονομιών (κυρίως της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ γενικότερα)

και διατηρούνται τα οφέλη που προέκυψαν από την αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, καθώς και από και την πτώση των τιμών του πετρελαίου και την υποτίμηση του ευρώ. Ωστόσο, η επιβράδυνση της μεγέθυνσης στις αναδυόμενες οικονομίες και κυρίως στην Κίνα επιδρά αρνητικά στον όγκο του παγκόσμιου εμπορίου, με δυσμενή αποτελέσματα και στον τομέα των θαλάσσιων μεταφορών.

Η περαιτέρω θετική εξέλιξη της εξαγωγικής δραστηριότητας προϋποθέτει τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και κυρίως την ενίσχυση των επενδύσεων, η οποία θα επιτρέψει τη βελτίωση του εξαγόμενου προϊόντος και την εδραίωση της θέσης των ελληνικών επιχειρήσεων στις ξένες αγορές. Η ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας και της δυναμικής των εξαγωγών είναι αναγκαία ώστε να αντισταθμιστούν οι αυξημένες απαιτήσεις σε εισαγωγές, που συνδέονται με την αυξημένη οικονομική δραστηριότητα. 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 και επομένως το βαθμό ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας. Τέλος, η επιτάχυνση της απορρόφησης των κοινωνικών εισροών, η οποία παρατηρείται από το τελευταίο τρίμηνο του 2015, αναμένεται να έχει θετική επίδραση στο ΙΤΣ.

## Πλαίσιο V.5

### ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΕΞΑΓΩΓΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η αναπτυξιακή προοπτική της ελληνικής οικονομίας συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την ανάγκη περαιτέρω ενίσχυσης της εξαγωγικής της επίδοσης. Το γεγονός ότι, παρά τη βελτίωση που έχει σημειωθεί τα τελευταία χρόνια, ο βαθμός εξωστρέφειας της Ελλάδος εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά εκείνου της ζώνης του ευρώ<sup>1</sup> σημαίνει ότι η αλλαγή του αναπτυξιακού προτύ-

<sup>1</sup> Το ποσοστό των ελληνικών εξαγωγών στο ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 33% το 2014, έναντι 21% το 2004, ενώ τα αντίστοιχα μεγέθη για τη ζώνη του ευρώ ήταν 45% το 2014 και 35% το 2004.

που απαιτείται για την ανάκαμψη της οικονομίας και την έξοδο από την κρίση είναι συνυφασμένη με την ενδυνάμωση της εξαγωγικής επίδοσης της χώρας.

### Μεθοδολογία και ανάλυση

Η ανάλυση που ακολουθεί, αξιοποιώντας μεθοδολογία που έχει ήδη χρησιμοποιηθεί και για άλλες χώρες,<sup>2</sup> επιχειρεί να εκτιμήσει το βαθμό διείσδυσης των ελληνικών εξαγωγών αγαθών στις ξένες αγορές, όπως αποτυπώνεται από το μερίδιο αγοράς που κατέχουν. Από την ανάλυση προκύπτει ότι τα ελληνικά προϊόντα έχουν παρουσία σε μεγάλο εύρος αγορών. Αλλά παρά το γεγονός ότι οι εξαγωγές τα τελευταία χρόνια εμφάνισαν ικανοποιητική επίδοση και τα ελληνικά προϊόντα κατάφεραν να διατηρήσουν τις θέσεις τους στις ξένες αγορές στα προ της κρίσης επίπεδα, ο βαθμός διείσδυσης τους στις αγορές αυτές παραμένει χαμηλός.

Το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών στην παγκόσμια αγορά αναλύεται σε δύο διαστάσεις: (α) το εύρος στο οποίο έχουν επεκταθεί οι εμπορικές σχέσεις της Ελλάδος στην παγκόσμια αγορά (επεκτατικό όριο/extensive margin – EM) και (β) το βάθος στο οποίο έχουν διεισδύσει τα ελληνικά προϊόντα στις αγορές στις οποίες η Ελλάδα έχει παρουσία ως εξαγωγέας (εντατικό όριο/intensive margin – IM). Σημειώνεται ότι ο όρος “αγορά” στην παρούσα ανάλυση αντιπροσωπεύει ένα συνδυασμό εξαγόμενου προϊόντος και τόπου προορισμού και όχι μόνο τον τόπο.

Το μερίδιο αγοράς των ελληνικών εξαγωγών ( $S_t$ ) κατά την περίοδο  $t$  είναι ο λόγος των ελληνικών εξαγωγών ( $X_t$ ) προς τις παγκόσμιες εξαγωγές ( $X_{wt}$ )

$$S_t = \frac{X_t}{X_{wt}} = \frac{\sum_i \sum_{peN_{it}^p} x_{it}^p}{\sum_i \sum_{peN_{wit}^p} x_{wit}^p}$$

όπου  $x_{it}^p$ ,  $x_{wit}^p$  οι εξαγωγές του προϊόντος  $p$  στη χώρα  $i$  από την Ελλάδα και τον υπόλοιπο κόσμο αντίστοιχα.  $N_{it}^p$  και  $N_{wit}^p$  αντιπροσωπεύουν τα σύνολα με  $x_{it}^p > 0$  και  $x_{wit}^p > 0$  αντίστοιχα, δηλαδή τις χώρες  $i$  όπου γίνονται εξαγωγές του προϊόντος  $p$  από την Ελλάδα και τον υπόλοιπο κόσμο.

Η ανωτέρω σχέση εκτίμησης του μεριδίου αγοράς των ελληνικών εξαγωγών μπορεί να εκφραστεί ως το γινόμενο:

$$S_t = \frac{\sum_i \sum_{peN_{it}^p} x_{it}^p}{\sum_i \sum_{peN_{wit}^p} x_{wit}^p} \times \frac{\sum_i \sum_{peN_{it}^p} x_{wit}^p}{\sum_i \sum_{peN_{wit}^p} x_{wit}^p} = IM_t \times EM_t$$

Το πρώτο κλάσμα είναι το εντατικό όριο ( $IM_t$ ), το οποίο είναι ίσο με το λόγο των συνολικών ελληνικών εξαγωγών προς τις εξαγωγές των λοιπών χωρών του κόσμου σε εκείνες τις “αγορές” στις οποίες εξάγει η Ελλάδα. Το δεύτερο κλάσμα είναι το επεκτατικό όριο ( $EM_t$ ), το οποίο είναι ίσο με το λόγο των εξαγωγών των λοιπών χωρών στις “αγορές” στις οποίες εξάγει η Ελλάδα προς τις παγκόσμιες εξαγωγές. Έτσι, το εντατικό όριο εκφράζει το μερίδιο της Ελλάδος στις “αγο-

2 Βλ. Hummels, D. and P.J. Klenow (2005), “The Variety and Quality of a Nation’s Exports”, *American Economic Review*, 95(3), 707-723, Veeramani, C. and G. Prachi (2014), “Extensive and Intensive Margins of India’s Exports: Comparison with China”, Working Paper No. 2014-011, Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai, March 2014, και Benkovskis, K. and J. Wörz, (2014), “What Drives the Market Share Changes? Price versus Non-Price Factors”, ECB Working Paper No. 1640.



## Ανάλυση μεριδίου αγοράς των ελληνικών προϊόντων

Έτος	Παγκόσμια αγορά			Ευρωπαϊκή Ένωση			Χώρες εκτός ΕΕ		
	S	EM	IM	S	EM	IM	S	EM	IM
2004	0,0017	0,70	0,0024	0,0029	0,82	0,0035	0,0009	0,62	0,0014
2005	0,0016	0,68	0,0024	0,0028	0,79	0,0036	0,0009	0,61	0,0014
2006	0,0017	0,69	0,0025	0,0029	0,78	0,0038	0,0009	0,64	0,0015
2007	0,0017	0,67	0,0025	0,0029	0,79	0,0036	0,0009	0,60	0,0016
2008	0,0016	0,65	0,0025	0,0028	0,76	0,0036	0,0009	0,57	0,0016
2009	0,0017	0,69	0,0025	0,0029	0,80	0,0036	0,0011	0,62	0,0017
2010	0,0016	0,69	0,0023	0,0028	0,80	0,0035	0,0009	0,62	0,0015
2011	0,0016	0,66	0,0024	0,0027	0,79	0,0035	0,0010	0,59	0,0017
2012	0,0016	0,68	0,0024	0,0027	0,78	0,0034	0,0012	0,63	0,0018
2013	0,0017	0,69	0,0025	0,0028	0,78	0,0035	0,0012	0,64	0,0019
2014	0,0017	0,71	0,0024	0,0026	0,82	0,0032	0,0012	0,66	0,0018

Έτος	Προϊόντα εντάσεως πρώτων υλών			Προϊόντα εντάσεως εργασίας			Προϊόντα εντάσεως τεχνολογίας		
	S	EM	IM	S	EM	IM	S	EM	IM
2004	0,0020	0,66	0,0031	0,0047	0,77	0,0061	0,0008	0,69	0,0011
2005	0,0020	0,66	0,0031	0,0048	0,79	0,0061	0,0007	0,66	0,0011
2006	0,0022	0,67	0,0033	0,0050	0,76	0,0066	0,0009	0,69	0,0013
2007	0,0023	0,67	0,0035	0,0044	0,74	0,0059	0,0009	0,66	0,0014
2008	0,0021	0,62	0,0034	0,0044	0,73	0,0059	0,0009	0,64	0,0013
2009	0,0020	0,63	0,0032	0,0045	0,77	0,0059	0,0009	0,69	0,0013
2010	0,0019	0,63	0,0030	0,0039	0,75	0,0053	0,0009	0,70	0,0013
2011	0,0020	0,63	0,0031	0,0035	0,74	0,0048	0,0010	0,66	0,0016
2012	0,0018	0,64	0,0029	0,0035	0,75	0,0047	0,0012	0,68	0,0017
2013	0,0018	0,65	0,0028	0,0036	0,76	0,0048	0,0013	0,68	0,0019
2014	0,0019	0,66	0,0028	0,0034	0,78	0,0043	0,0012	0,72	0,0017

Πηγή: UN COMTRADE database.

Σημείωση: Τα S, EM, IM έχουν υπολογιστεί όπως ορίζονται στο κείμενο.

ρές” στις οποίες η χώρα έχει παρουσία, ενώ το επεκτατικό όριο εκφράζει το ποσοστό το οποίο οι “αγορές” αυτές αντιπροσωπεύουν στην παγκόσμια αγορά.<sup>3</sup>

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, το μερίδιο αγοράς των ελληνικών εξαγωγών είναι μικρό (βλ. τον πίνακα και τα Διαγράμματα Α και Β) λόγω του χαμηλού εντατικού ορίου, ενώ το επεκτατικό όριο

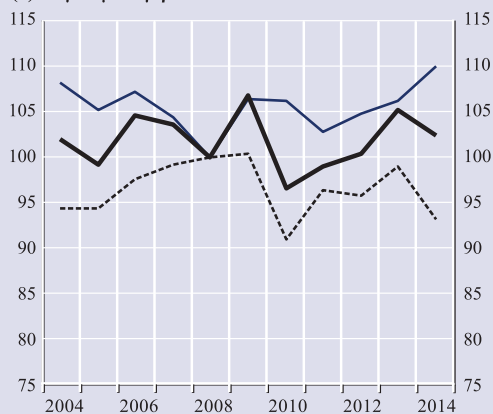
3 Για τον υπολογισμό του εντατικού και του επεκτατικού ορίου για τις διμερείς εμπορικές συναλλαγές της Ελλάδος με τον υπόλοιπο κόσμο χρησιμοποιήθηκαν αναλυτικά στοιχεία σε επίπεδο τριμήνιας κατηγορίας της Τυποποιημένης Ταξινόμησης του Διεθνούς Εμπορίου (ΤΤΔΕ). Για λόγους διαθεσιμότητας στατιστικών δεδομένων, χρησιμοποιήθηκαν στατιστικά στοιχεία εμπορικών συναλλαγών σε επίπεδο συγκέντρωσης κατά προϊόν μεγαλύτερο από το επιθυμητό, με αποτέλεσμα να μην καταγράφονται, ως ένα βαθμό, οι μεταβολές στη σύνθεση των εξαγωγών μέσα στην ίδια κατηγορία. Επίσης για λόγους διαθεσιμότητας των στοιχείων, χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία εισαγωγών. Έτσι, το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών σε μια αγορά υπολογίζεται ως ο λόγος των εισαγωγών από την Ελλάδα προς τις συνολικές εισαγωγές στην αγορά αυτή. Οι υπολογισμοί έγιναν χωριστά για τις χώρες της ΕΕ, στις οποίες κατευθύνεται πάνω από το 50% των ελληνικών εξαγωγών, και για τις χώρες εκτός ΕΕ. Επιπροσθέτως, οι υπολογισμοί έγιναν χωριστά για τρεις μεγάλες κατηγορίες προϊόντων: έντασης πρώτων υλών, έντασης εργασίας και έντασης τεχνολογίας. Η ανάλυση καλύπτει την περίοδο 2004-2014, δηλαδή μια πενταετία πριν και μια πενταετία μετά την κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου το 2009.

**Διάγραμμα Α Ανάλυση μεριδίων αγοράς ελληνικών προϊόντων σε διάφορους προορισμούς**

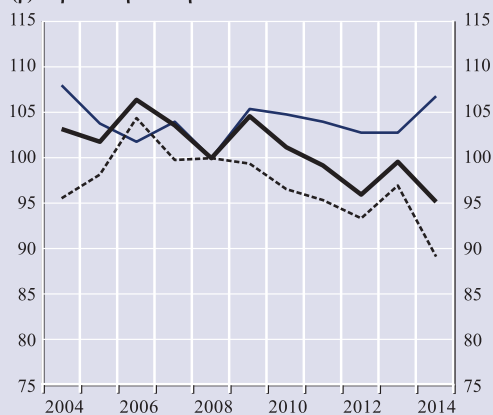
(δείκτης 2008=100)\*

— EM  
- - - IM  
— S

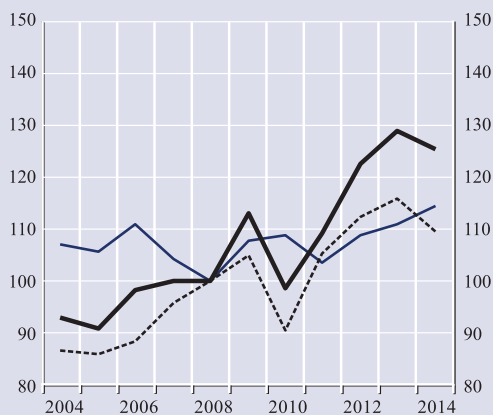
**(α) Παγκόσμια αγορά**



**(β) Ευρωπαϊκή Ένωση**



**(γ) Χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης**



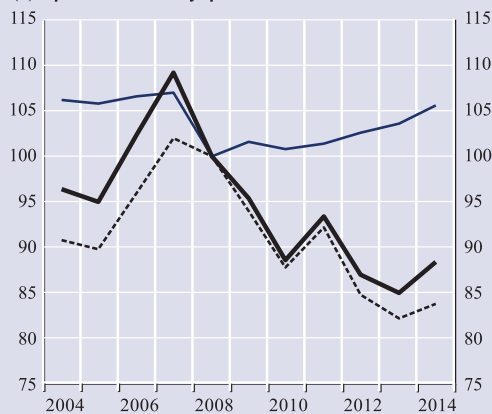
Πηγή: UN COMTRADE database.  
\*Τα S, EM και IM ορίζονται στο κείμενο.

**Διάγραμμα Β Ανάλυση μεριδίων αγοράς ελληνικών προϊόντων για διαφορετικές κατηγορίες προϊόντων**

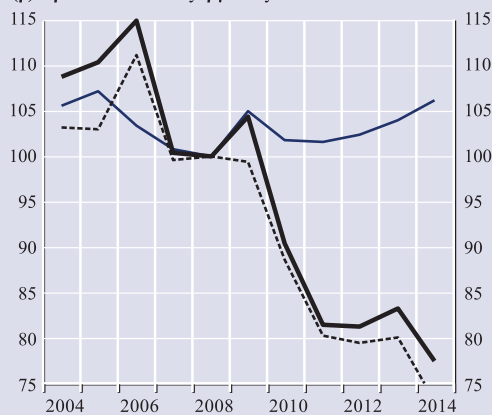
(δείκτης 2008=100)\*

— EM  
- - - IM  
— S

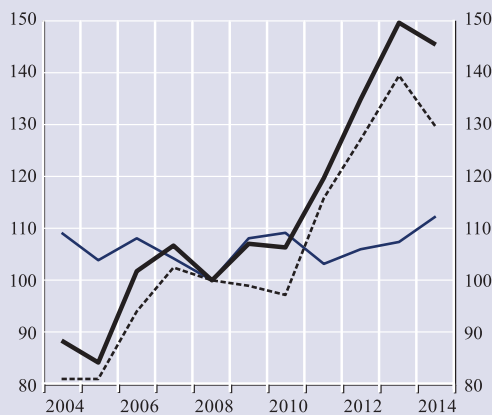
**(α) Προϊόντα εντάσεως πρώτων υλών**



**(β) Προϊόντα εντάσεως εργασίας**



**(γ) Προϊόντα εντάσεως τεχνολογίας**



Πηγή: UN COMTRADE database.  
\*Τα S, EM και IM ορίζονται στο κείμενο.

είναι πολύ υψηλότερο, χωρίς όμως να παρατηρούνται αξιολογικές διαφορές πριν και μετά το 2009. Το επεκτατικό όριο διαμορφώνεται περίπου στο 70%. Αυτό σημαίνει ότι οι εμπορικές σχέσεις της Ελλάδος, δηλαδή οι συνδυασμοί προϊόντος-προορισμού στους οποίους υπάρχει ελληνική παρουσία, επεκτείνονται στο 70% της παγκόσμιας αγοράς. Το ποσοστό αυτό είναι ιδιαίτερα υψηλό και έχει παραμείνει περίπου σταθερό στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Το μικρό όμως εντατικό όριο, το οποίο φθάνει περίπου το 0,25%, δείχνει ότι ο βαθμός διείσδυσης των ελληνικών εξαγωγών στις αγορές αυτές είναι σχετικά περιορισμένος. Επομένως, το πρόβλημα με τις ελληνικές εξαγωγές δεν είναι τόσο η επέκταση σε νέους προορισμούς και προϊόντα όσο η ενίσχυση της θέσης των προϊόντων που εξάγονται στους υπάρχοντες προορισμούς.

Τα αποτελέσματα αυτά διαφοροποιούνται μεταξύ προορισμών της ΕΕ και εκτός ΕΕ, καθώς το εντατικό όριο στην ΕΕ είναι σχεδόν διπλάσιο εκείνου των εκτός ΕΕ προορισμών, αν και στις αγορές εκτός ΕΕ έχει αυξηθεί σχεδόν κατά 30% από την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου. Επίσης, το επεκτατικό όριο δείχνει ότι η ελληνική παρουσία εκτείνεται σε ποσοστό περισσότερο από το 80% της αγοράς της ΕΕ. Η εξέλιξη αυτή σε συνδυασμό με την αύξηση του αντίστοιχου επεκτατικού ορίου είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση των μεριδίων των ελληνικών εξαγωγών στις αγορές εκτός ΕΕ.

Διαφορές των υπολογισθέντων ορίων υπάρχουν και μεταξύ κατηγοριών προϊόντων. Το μερίδιο αγοράς των προϊόντων έντασης εργασίας είναι υψηλότερο από ό,τι στις άλλες κατηγορίες, καθώς και οι δύο διαστάσεις είναι μεγαλύτερες. Επίσης παρατηρείται ότι τα μερίδια αγοράς των προϊόντων έντασης πρώτων υλών και εργασίας έχουν περιοριστεί σημαντικά στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (κατά 17% και 32% αντίστοιχα), ακολουθώντας τις διακυμάνσεις του εντατικού ορίου. Αυτό σημαίνει περιορισμό της διείσδυσης των εξαγωγών αυτών των προϊόντων στις ξένες αγορές. Αντίθετα, στην κατηγορία των προϊόντων έντασης τεχνολογίας, το εντατικό όριο παρουσίασε αξιολογική άνοδο (κατά 54%).

#### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Η ανάλυση δείχνει ότι το εύρος στο οποίο επεκτείνονται οι ελληνικές εξαγωγές είναι σημαντικό και σ' αυτό έχει συμβάλει η πλήρης απελευθέρωση των εμπορικών συναλλαγών, κυρίως μέσω της συμμετοχής της χώρας στην ΕΕ. Επομένως, έχει αξιοποιηθεί σε σημαντικό βαθμό η δυνατότητα ενίσχυσης της εξαγωγικής επίδοσης της χώρας μέσω της σύναψης νέων εμπορικών σχέσεων (δηλαδή με την επέκταση σε νέες αγορές και την προσθήκη νέων προϊόντων). Αντίθετα, η ελληνική οικονομία εμφανίζεται να υστερεί όσον αφορά το βαθμό διείσδυσης σε υφιστάμενες αγορές και επομένως υπάρχει περιθώριο για περαιτέρω ενίσχυση των υφιστάμενων εμπορικών σχέσεων. Ειδικότερα, είναι αναγκαία η εντατικοποίηση των ήδη υπαρχουσών εμπορικών σχέσεων με τους παραδοσιακούς εμπορικούς εταίρους της χώρας, καθώς και η ποιοτική αναβάθμιση των ελληνικών προϊόντων που εξάγονται μέσω της ανάδειξης επώνυμων προϊόντων (brand names), γεγονός που σημαίνει ότι η χώρα θα πρέπει να επενδύσει στην τεχνολογική αναβάθμιση και την καλύτερη αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου που διαθέτει. Παράλληλα, η ποιοτική αναβάθμιση του εξαγωγικού προϊόντος και η μετατόπιση των εξαγωγών υπέρ προϊόντων υψηλής και μέσης-υψηλής τεχνολογίας θα επιτρέψει τη μεγαλύτερη συμμετοχή της χώρας στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Αυτό άλλωστε επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι η εξαγωγική διείσδυση της κατηγορίας των τεχνολογικά προηγμένων προϊόντων εμφανίζει σημαντική άνοδο μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Η άνοδος αυτή αφορά τόσο το εύρος όσο και το βάθος της διείσδυσης.

Επομένως, η ποιοτική αναβάθμιση των εξαγόμενων προϊόντων, που σε σημαντικό βαθμό αφορά το τεχνολογικό περιεχόμενό τους, αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ουσιαστική βελτίωση της εξαγωγικής επίδοσης. Μεταξύ άλλων, είναι αναγκαία τα εξής:

Πρώτον, εντοπισμός και ενίσχυση των κλάδων, κυρίως στη μεταποίηση, στους οποίους η χώρα θα μπορούσε να αυξήσει περαιτέρω το συγκριτικό της πλεονέκτημα. Όπως φαίνεται από την ανάλυση που προηγήθηκε, αυτό δεν σημαίνει κατ' ανάγκην την ανάδειξη νέων κλάδων. Αντίθετα, μπορεί να επιδιωχθεί η ενδυνάμωση του συγκριτικού πλεονεκτήματος των υφιστάμενων εξαγωγικών δραστηριοτήτων μέσω της εισαγωγής πιο προηγμένης τεχνολογίας. Ακόμη και στην περίπτωση προϊόντων χαμηλότερης τεχνολογίας, η ανταγωνιστικότητα της χώρας μπορεί να ενισχυθεί περαιτέρω με τη βελτίωση της ποιότητας μέσω της καινοτομίας.

Δεύτερον, ενίσχυση της προσπάθειας και υιοθέτηση μέτρων για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), ιδιαίτερα σε κλάδους με ισχυρό εξαγωγικό προσανατολισμό. Η ποιοτική αναβάθμιση της παραγωγικής βάσης της χώρας δεν θα καταστεί δυνατή αν δεν προηγηθεί η ανάκαμψη των εισροών ΞΑΕ, σε ό,τι αφορά όχι μόνο το μέγεθος, αλλά κυρίως τη μορφή τους. Αυτό παράλληλα απαιτεί βελτίωση του περιβάλλοντος και ισχυροποίηση του θεσμικού πλαισίου εντός του οποίου δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, αλλά και συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας μέσω της προώθησης των διαρθρωτικών αλλαγών.

## 7.1 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ

Το ισοζύγιο αγαθών, μετά την επιδείνωση που σημείωσε το 2014 κυρίως λόγω της επιβράδυνσης των εξαγωγών και της μεγάλης αύξησης των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, παρουσίασε σημαντική βελτίωση το 2015. Αυτή, όπως προαναφέρθηκε, οφείλεται κυρίως στον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων και πλοίων, αλλά και στη βελτίωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία.

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων οφείλεται στην πώση των τιμών του πετρελαίου και τη μεγάλη μείωση της αξίας των εισαγωγών και των εξαγωγών καυσίμων. Το ποσοστό των εξαγωγών καυσίμων στο σύνολο της αξίας των ελληνικών εξαγωγών περιορίστηκε κατά 10 σχεδόν ποσοστιαίες μονάδες (30% το 2015). Αντίθετα, ο όγκος των εξαγωγών καυσίμων παρουσίασε άνοδο. Η μείωση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων οφείλεται ως ένα βαθμό και στη μη καταγραφή των σχετικών συναλλαγών, λόγω της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και στην πραγματοποίηση των διακανονισμών εκτός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

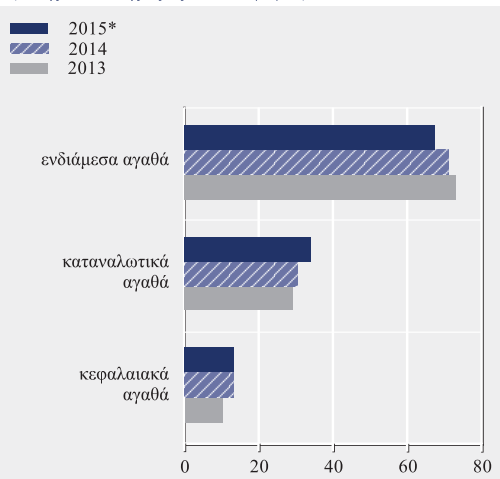
Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασε αύξηση το α' εξα-

μηνο του 2015 σε σχέση με το 2014, παρά το γεγονός ότι οι εξαγωγές παρουσίασαν ταχείς ρυθμούς ανόδου από την αρχή του έτους, καθώς σημειώθηκε σημαντική αύξηση και στις αντίστοιχες εισαγωγές. Η βελτίωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία οφείλεται κυρίως στις εξελίξεις του γ' τριμήνου του 2015. Η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων προκάλεσε μείωση των εισαγωγών όλων των κατηγοριών αγαθών και ειδικότερα των πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών προϊόντων, που αντιπροσωπεύουν τη σημαντικότερη κατηγορία εισαγωγών (βλ. Διάγραμμα V.18), ενώ από την άλλη πλευρά οι εξαγωγές περιορίστηκαν σε πολύ μικρότερο βαθμό. Σημειώνεται πάντως ότι η βελτίωση της διαχείρισης των κεφαλαιακών περιορισμών είχε ως αποτέλεσμα τη σχετικά γρήγορη αποκατάσταση της ομαλής ροής των εισαγωγών.

Οι εξαγωγές αγαθών σημείωσαν άνοδο περίπου 4,4% σε πραγματικούς όρους, παρά τους περιορισμούς ρευστότητας και το κλίμα αβεβαιότητας. Αξιόλογη άνοδο σημείωσαν οι εξαγωγές στους κλάδους των τροφίμων, ποτών και καπνού, χημικών, μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων και μηχανημάτων και εξοπλισμού, αυξάνοντας και το μερίδιό τους στο σύνολο (βλ. Διάγραμμα V.19). Επίσης, οι εξαγωγές προς τις αγορές της ευρωζώνης

### Διάγραμμα V.18 Διάρθρωση των ελληνικών εισαγωγών αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους

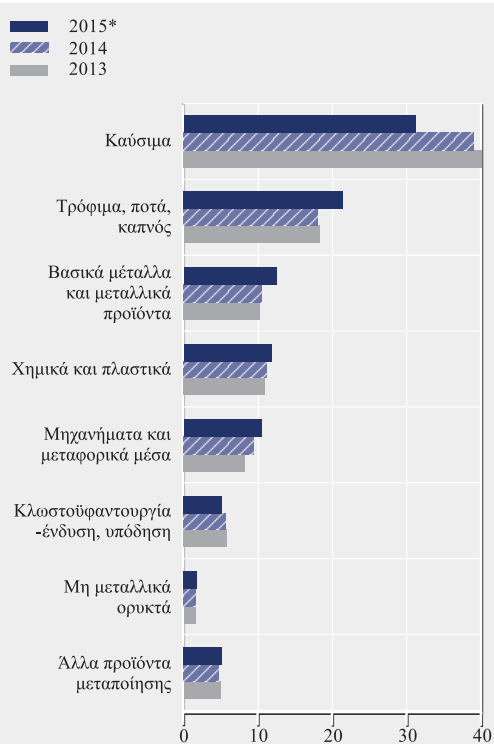
(% της συνολικής αξίας των εισαγωγών)



Πηγή: Eurostat, COMEXT database.  
\* Στοιχεία για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015.

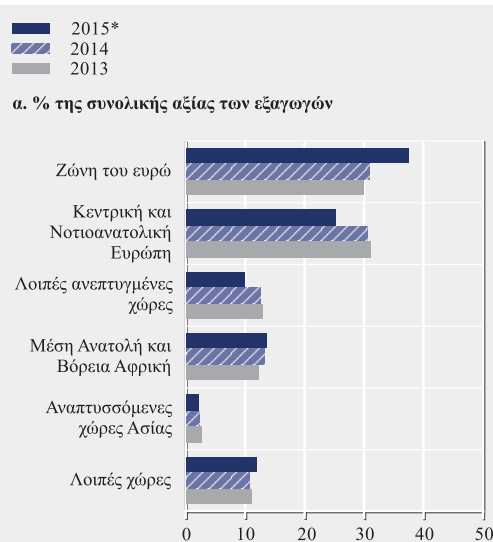
### Διάγραμμα V.19 Διάρθρωση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών κατά κλάδο

(% της συνολικής αξίας των εξαγωγών)



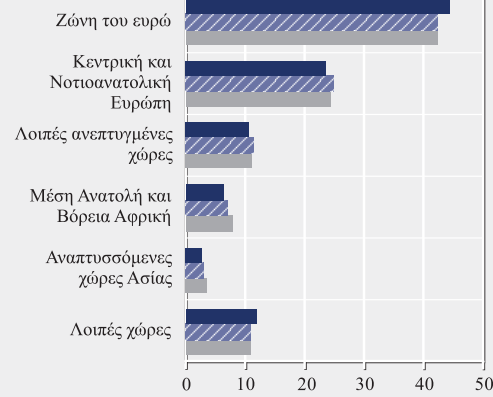
Πηγή: Eurostat, COMEXT database.  
\* Στοιχεία για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015.

### Διάγραμμα V.20 Γεωγραφική κατανομή των ελληνικών εξαγωγών αγαθών



α. % της συνολικής αξίας των εξαγωγών

β. % της αξίας των εξαγωγών χωρίς καύσιμα



Πηγή: Eurostat, COMEXT database.  
\* Στοιχεία για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015.

και της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) γενικότερα αυξήθηκαν με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι οι εξαγωγές προς τρίτες χώρες (βλ. Διάγραμμα V.20). Αυτό εξηγείται, ως ένα βαθμό, από το γεγονός ότι η στροφή προς αγορές εκτός ΕΕ, που παρατηρήθηκε το 2012, οφειλόταν κυρίως στην άνοδο των εξαγωγών καυσίμων προς τις αγορές αυτές. Επομένως, η ενίσχυση του ρυθμού μεγέθυνσης των οικονομιών της ΕΕ θα διαμορφώσει συνθήκες ευνοϊκές για ισχυρή ζήτηση των ελληνικών εξαγωγίμων προϊόντων.

Οι εισαγωγές, οι οποίες είχαν αρχίσει να ανακάμπτουν από το 2014, συνέχισαν να αυξάνονται στις αρχές του 2015, ανταποκρινόμενες στην άνοδο της ζήτησης αγαθών λόγω της αυξημένης ιδιωτικής κατανάλωσης και της σταθεροποίησης της παραγωγής. Η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων ανέτρεψε την τάση αυτή και, παρά την αποκατάστασή τους σε κανονικά επίπεδα, οι εισαγωγές περιορίστηκαν σε πραγματικούς όρους, λόγω της επιβράδυνσης της οικονομίας το 2015. Η άνοδος των εισαγωγών αναμένεται να επιβαρύνει σημαντικά το ισοζύγιο εφόσον ανακάμψουν οι επενδύσεις και επιταχυνθεί η οικονομική δραστηριότητα, δεδομένου ότι σχεδόν το 70% των εισαγωγών αντιπροσωπεύουν κεφαλαιακά αγαθά, πρώτες ύλες και ενδιάμεσα αγαθά. Το γεγονός αυτό καθιστά ακόμη πιο αναγκαία την ενίσχυση της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων και την ενδυνάμωση της θέσης των ελληνικών προϊόντων στις ξένες αγορές.

## 7.2 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

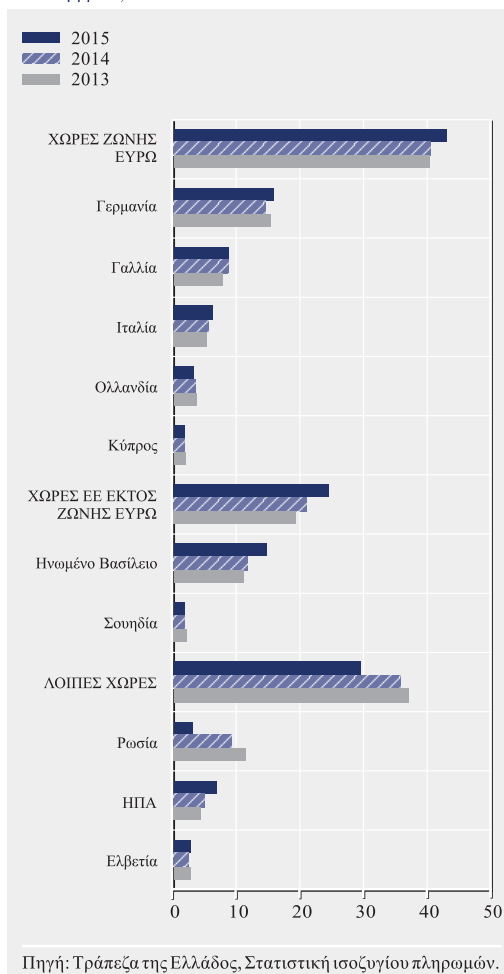
Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών περιορίστηκε το 2015 λόγω της μείωσης των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη βελτίωση του ταξιδιωτικού ισοζυγίου και του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών.

Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 6,0% και διαμορφώθηκαν περίπου στο ήμισυ του συνόλου των εισπράξεων από υπηρεσίες, χρηματοδοτώντας σχεδόν το 83% του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, αλλά ο ρυθμός ανόδου έχει επιβραδυνθεί μετά τους υψηλούς ρυθμούς που παρατηρήθηκαν τα προηγούμενα έτη (10,2% το 2014). Το 2015 οι αφίξεις τουριστών αυξήθηκαν κατά 7,1%, ενώ τόσο η μέση δαπάνη ανά ταξίδι όσο και η μέση διάρκεια παραμονής σημείωσαν μείωση, γεγονός που εξηγεί την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των τουριστικών εισπράξεων σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια.<sup>54</sup>

Η ανθεκτικότητα του τουριστικού κλάδου στα προβλήματα που δημιουργήθηκαν με την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων

**Διάγραμμα V.21 Διάρθρωση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες κατά τόπο προέλευσης ταξιδιωτών**

(% του συνόλου των εισπράξεων, περίοδος Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου)



ήταν αξιοσημείωτη και τα σχετικά μεγέθη σημείωσαν άνοδο για τρίτη συνεχή χρονιά. Ο ελληνικός τουρισμός ωφελήθηκε από την πολιτική αστάθεια σε ανταγωνιστικούς προορισμούς (Μέση Ανατολή), αλλά και από την πτώση της τιμής του πετρελαίου και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Ειδικότερα, σημειώθηκε πτώση των τιμών των προσφερόμενων στις ξένες αγορές τουριστικών πακέτων. Τα κενά των κρατή-

<sup>54</sup> Η παρατηρούμενη αύξηση των αφίξεων από βαλκανικές κυρίως χώρες συνέβαλαν ως ένα βαθμό στην εξέλιξη αυτή, καθώς οι ταξιδιώτες από τις γειτονικές βαλκανικές χώρες έρχονται για σχετικά σύντομες επισκέψεις.

σεων που δημιουργήθηκαν τον Ιούνιο του 2015 σε αρκετές περιοχές καλύφθηκαν από ξένους τουρίστες ως αποτέλεσμα της πολιτικής εκπνώσεων και προσφορών.

Αύξηση αφίξεων παρατηρήθηκε τόσο από τις χώρες της ζώνης του ευρώ όσο και από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ, τη Σουηδία και την Ελβετία.<sup>55</sup> Σε περαιτέρω ανάλυση τα στοιχεία των αφίξεων δείχνουν στροφή σε νέους τουριστικούς προορισμούς, επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου, στροφή προς εναλλακτικές μορφές τουρισμού, βελτίωση της απευθείας σύνδεσης της χώρας με σημαντικές αγορές, καθώς και σημαντική άνοδο των οδικών αφίξεων. Επίσης θετική επίδραση στις αφίξεις είχαν η προβολή της πολιτιστικής και τουριστικής εικόνας της χώρας στο εξωτερικό, καθώς και τα μέτρα βελτίωσης της επισκεψιμότητας στα τουριστικά αξιοθέατα (π.χ. επιμήκυνση ωραρίου λειτουργίας των αρχαιολογικών χώρων, άνοιγμα μουσείων στις αργίες). Άνοδικά κινήθηκε και η δραστηριότητα της κρουαζιέρας, όπως καταγράφεται από τις αυξημένες αφίξεις κρουαζιερόπλοιων και ροές επιβατών προς τα ελληνικά λιμάνια.<sup>56</sup> Τέλος, σύμφωνα με το World Travel & Tourism Council (WTTC), η άμεση συμβολή του τουρισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 7,0% το 2014, ποσοστό το οποίο εκτιμάται ότι θα παραμείνει σταθερό το 2015. Επισημαίνεται ότι η συνολική συμβολή του τουρισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ ανήλθε στο 17,3% το 2014 και προβλέπεται να αυξηθεί σε 17,6% το 2015 και σε 19,8% το 2025. Οι θετικές εξελίξεις και επιδόσεις του 2015 για τον ελληνικό τουρισμό αναμένεται να συνεχιστούν και το 2016, ενώ οι προοπτικές για τα επόμενα χρόνια είναι ενθαρρυντικές, καθώς η χώρα μας θεωρείται ασφαλής προορισμός σε σχέση με τις χώρες της Ανατολικής Μεσογείου και της Βορείου Αφρικής.<sup>57</sup> Σημαντικότερος ανασταλτικός παράγοντας, κυρίως για την τουριστική κίνηση των νήσων του Ανατολικού Αιγαίου, αποτελεί η συνεχιζόμενη προσφυγική ροή η οποία εντείνεται τους καλοκαιρινούς μήνες. Επίσης, η ζήτηση τουριστικών υπηρεσιών ενδέχεται να υποστεί πιέσεις λόγω των αυξημένων συντελεστών του ΦΠΑ στις υπηρεσίες διαμονής και εστίασης.

Το 2015 οι ακαθάριστες εισπράξεις από θαλάσσιες κυρίως μεταφορές, οι οποίες αποτελούν σχεδόν το σύνολο της κατηγορίας αυτής, μειώθηκαν κατά 24,1% σε σχέση με το 2014. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στην επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, η οποία οδήγησε σε σημαντική μείωση των εισροών που αφορούν εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές το β' εξάμηνο κατά 55% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μη καταγραφή της σχετικής δραστηριότητας, στο βαθμό που οι εν λόγω συναλλαγές διενεργήθηκαν εκτός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος λόγω των περιορισμών. Από την πορεία των ναύλων πάντως προκύπτει θετική εικόνα. Το 2015 οι ναύλοι (σύμφωνα με τον ClarkSea Index) κατέγραψαν αύξηση περίπου 22,3% σε σχέση με το 2014, παρά τη μείωση των ναύλων ξηρού φορτίου κατά 28,3% σε σχέση με πέρυσι,<sup>58</sup> καθώς οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, εξέλιξη η οποία συνδέεται με τη θεαματική μείωση της τιμής του αργού πετρελαίου.<sup>59</sup>

<sup>55</sup> Μεγάλη αύξηση παρουσίασαν και οι οδικές αφίξεις, κυρίως από βάλκανικές χώρες (Τουρκία, Ρουμανία, Βουλγαρία, ΠΓΑΜ), οι οποίες αντιστάθμισαν τη μείωση της ταξιδιωτικής κίνησης από τη Ρωσία.

<sup>56</sup> Ο αριθμός των επισκεπτόν κρουαζιέρας, σύμφωνα με τα στοιχεία της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, παρουσίασε αύξηση κατά 12,2% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2014. Οι συνολικές διανυκτερεύσεις που πραγματοποιήσαν αυτοί οι επισκέπτες εκτός του κρουαζιερόπλοιου αυξήθηκαν κατά 21,9%, ασκώντας θετική επίδραση στις εισπράξεις από την κρουαζιέρα, οι οποίες σημείωσαν άνοδο κατά 13,6%.

<sup>57</sup> Η Ελλάδα γενικά θεωρείται ασφαλής τουριστικός προορισμός. Με βάση το "The Travel & Tourism Competitiveness Report" του World Economic Forum και συγκεκριμένα το Δείκτη Ασφάλειας και Προστασίας, η Ελλάδα κατατάσσεται το 2015 στην 57η θέση ανάμεσα σε 141 τουριστικούς προορισμούς, πολύ υψηλότερα από άλλες ανταγωνίστριες χώρες όπως η Τουρκία, η Αίγυπτος και η Τυνησία. Επιπλέον, το 2015 η Ελλάδα βελτίωσε την κατάταξή της παγκοσμίως κατά 12 θέσεις σε σχέση με το 2013. Επίσης, η κρίση στις σχέσεις της Ρωσίας με την Τουρκία, η οποία είναι μια από τις κύριες ανταγωνίστριες χώρες της Ελλάδος στον κλάδο, ενδέχεται να ευνοήσει τον ελληνικό τουρισμό.

<sup>58</sup> Η επίδοση αυτή έχει ως αποτέλεσμα οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου (bulklers) 5 ετών κατά τη διάρκεια του 2015 να έχουν μειωθεί κατά 30% περίπου, ενώ οι τιμές για τα αντίστοιχα νεότευκτα πλοία να παρουσιάζουν πτώση της τάξεως του 10-14%. Το γεγονός αυτό ενθαρρύνει πολλές ναυτιλιακές εταιρίες ελληνικών συμφερόντων να δραστηριοποιούνται σε επενδύσεις πλοίων ξηρού φορτίου (Πηγή: Clarksons Research Services).

<sup>59</sup> Ενώ η ανισοροπία στην προσφορά (3%) και ζήτηση πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου (2%) έχει οδηγήσει σε περιορισμό τους ναύλους της κατηγορίας αυτής, η κατάσταση στους ναύλους υγρού φορτίου είναι εντελώς διαφορετική. Συγκεκριμένα, σημειώθηκε αύξηση του στόλου υγρού φορτίου κατά 3,3% και της ζήτησης κατά 4,8%, γεγονός που οδήγησε τα έσοδα των δεξαμενοπλοίων σε πολύ υψηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια του 2015 (Πηγή: Clarksons Research Services).

Όσον αφορά τις προοπτικές της ελληνικής ναυτιλίας για το 2016, θετικές επιδράσεις αναμένονται από ενδεχόμενη άνοδο των ναύλων.<sup>60</sup> Η επιβράδυνση όμως των αναδυόμενων οικονομιών και κυρίως της Κίνας μπορεί να έχει αρνητική επίδραση. Επίσης, μια πιθανή κατάργηση του προνομιακού φορολογικού καθεστώτος του ναυτιλιακού κλάδου ενδέχεται να ωθήσει πολλές ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες σε μετεγκατάσταση (σε χώρες όπως η Κύπρος, η Σιγκαπούρη και η Μάλτα), με αρνητικό αποτέλεσμα στο ισοζύγιο μεταφορών,<sup>61</sup> στην απασχόληση και στο ΑΕΠ της χώρας,<sup>62</sup> αλλά και στη συνεισφορά της ελληνικής ναυτιλίας στην οικονομία της ΕΕ. Προς την αντίθετη κατεύθυνση όμως αναμένεται να επιδράσει το ενδεχόμενο επέκτασης των κινεζικών επενδύσεων στον Πειραιά και της αναβίωσης της ναυπηγοεπισκευαστικής δραστηριότητας που αναμένεται να οδηγήσει σε σημαντική αύξηση της διακίνησης εμπορευματοκιβωτίων, η οποία μπορεί να προσφέρει στην ελληνική οικονομία επιπλέον έσοδα της τάξεως των 5,1 δισεκ. ευρώ και να δημιουργήσει έως και 125.000 νέες θέσεις εργασίας μέχρι το 2018.<sup>63</sup>

### 7.3 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ – ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το 2015 το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων παρουσίασε αυξημένο πλεόνασμα σε σχέση με το 2014, ενώ τα ισοζύγια δευτερογενών εισοδημάτων και κεφαλαίων παρουσίασαν επιδείνωση.

Οι σωρευτικές εισροές των διαρθρωτικών κονδυλίων του (“παλαιού”) ΕΣΠΑ 2007-2013 ανήλθαν στο τέλος του 2015 σε περίπου 19,9 δισεκ. ευρώ, συμπεριλαμβανόμενων των προκαταβολών. Οι σωρευτικές εισροές (προκαταβολές) από το (“νέο”) ΕΣΠΑ 2014-2020 ανήλθαν σε περίπου 900 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2015.

Η απορρόφηση των κονδυλίων τόσο του παλαιού όσο και του νέου ΕΣΠΑ επιταχύνθηκε σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του 2015, μετά την εφαρμογή των αποφάσεων που λήφθηκαν

σε επίπεδο ΕΕ για μηδενική εθνική συμμετοχή για τα κονδύλια της περιόδου 2007-2013 και για πρόωγη καταβολή του τελευταίου 5% των πληρωμών που συνήθως διακρατείται έως το κλείσιμο των προγραμμάτων, καθώς και για αύξηση των προκαταβολών για τα κονδύλια της περιόδου 2014-2020. Όσον αφορά τα κονδύλια του παλαιού ΕΣΠΑ, η έγκαιρη ενεργοποίηση αυτών των αποφάσεων οδήγησε σε απορρόφηση που υπερβαίνει το 97% κατά τη λήξη της περιόδου απορρόφησης που συμπίπτει με το τέλος του 2015. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Ελλάδα κατατάσσεται πλέον στην πρώτη θέση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ όσον αφορά την απορρόφηση κοινοτικών κονδυλίων της περιόδου 2007-2013.<sup>64</sup>

Το 2016 η απορρόφηση των κονδυλίων του νέου ΕΣΠΑ αναμένεται να βελτιωθεί περαιτέρω μετά την προκήρυξη των προγραμμάτων του νέου ΕΣΠΑ.

### 7.4 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών το 2015 παρουσίασε άνοδο των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, καθώς η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων από άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου αντιστάθμισαν τη μείωση που προήλθε από τις λοιπές επενδύσεις.

Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, οι καθαρές απαιτήσεις των κατοίκων οι οποίες αντιπροσωπεύουν επενδύσεις στο εξωτερικό

<sup>60</sup> Σημειώνεται ότι ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης της παγκόσμιας εμπορικής ναυτιλίας, που καταρτίζεται από τον οίκο Moore Stephens (και εκτείνεται σε μια κλίμακα από 1 έως 10), ανέκαμψε σημαντικά τον Αύγουστο του 2015 στις 5,9 μονάδες από το χαμηλό των 5,3 μονάδων του Μαΐου 2015. Βλ. Moore Stephens, *Shipping confidence survey*, September 2015.

<sup>61</sup> Κατά την ίδια περίοδο που η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εντείνει τις πιέσεις για το φορολογικό καθεστώς της ελληνικής ναυτιλίας, σε άλλες χώρες της ΕΕ υπάρχει η πρόθεση προνομιακής μεταχείρισης (κυβερνητική στήριξη σε θέματα επάνδρωσης των πλοίων και κοινωνικής ασφάλισης των ναυτικών, χαμηλότερη φορολόγηση της χωρητικότητας/tonnage) σε σχέση με τους εφοπλιστές των οποίων τα πλοία ανήκουν στο ελληνικό νηολόγιο.

<sup>62</sup> Η Συμβολή της Ποντοπόρου Ναυτιλίας στην Ελληνική Οικονομία: Επιδόσεις και Προοπτικές, IOBE, Ιανουάριος 2013.

<sup>63</sup> Πηγή: *Container ports: An engine of growth. Sectoral report*, Εθνική Τράπεζα, April 2013.

<sup>64</sup> Πηγή: [cohesiondata.ec.europa.eu](http://cohesiondata.ec.europa.eu) (database, online).



αυξήθηκαν κατά 345,4 εκατ. ευρώ, ενώ οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, μειώθηκαν κατά 257,6 εκατ. ευρώ.<sup>65</sup> Η άνοδος των ξένων άμεσων επενδύσεων, η οποία είναι αναγκαία για την αναπτυξιακή πορεία της χώρας στο μέλλον, θα εξαρτηθεί από την αποκατάσταση του οικονομικού κλίματος, την πρόοδο των ιδιωτικοποιήσεων, καθώς και από το βαθμό εμπιστοσύνης στην προοπτική ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι το αποτέλεσμα της καθαρής αύξησης κατά 7 δισεκ. ευρώ των απαιτήσεων κατοίκων έναντι του εξωτερικού σε συνδυασμό με τη μείωση των καθαρών υποχρεώσεων κατοίκων έναντι του εξωτερικού κατά 1,4 δισεκ. ευρώ. Η πρώτη οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τοποθετήσεων κατοίκων σε μετοχές αλλοδαπών επιχειρήσεων κατά 6,4 δισεκ. ευρώ. Η δεύτερη οφείλεται κυρίως στη μείωση των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία αντιστάθμισε την άνοδο των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε μετοχές ελληνικών επιχειρήσεων.

Στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων, η καθαρή αύξηση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων κατοίκων έναντι του εξωτερικού αντανάκλασε σε μεγάλο βαθμό τη στατιστική προσαρμογή που συνδέεται με την έκδοση τραπεζογραμμάτων.<sup>66</sup> Το 2015 σημειώθηκε αύξηση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων λόγω της στατιστικής προσαρμογής που συνδέεται με την έκδοση τραπεζογραμμάτων, ύψους 15 δισεκ. ευρώ και 14,4 δισεκ. ευρώ αντιστοίχως. Επιπλέον, όσον αφορά τις απαιτήσεις, σημειώθηκε καθαρή αύξηση κατά 1,3 δισεκ. ευρώ των καταθέσεων και των *repos* κατοίκων στο εξωτερικό, ενώ στην πλευρά των υποχρεώσεων, η καθαρή αύξηση των καταθέσεων και των *repos* μη κατοίκων στην Ελλάδα (περιλαμβάνεται και ο λογαριασμός TARGET) ανήλθε σε 5,3 δισεκ. ευρώ.

Στο τέλος του 2015 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 5,5 δισεκ. ευρώ έναντι 5,1 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2014.

## 8 ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΧΡΕΟΣ

Στο τέλος του 2015 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας παρουσίασαν μείωση 3,4 δισεκ. ευρώ περίπου, με αποτέλεσμα η αρνητική Καθαρή Διεθνής Επενδυτική Θέση<sup>67</sup> (ΚΔΕΘ) της Ελλάδος να παρουσιάσει βελτίωση και να ανέλθει σε 218,9 δισεκ. ευρώ, από 222,3 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2014 (βλ. Πίνακα V.12). Η ΚΔΕΘ βελτιώθηκε ελαφρώς και ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς ανήλθε σε απόλυτη τιμή στο 124,8% του ΑΕΠ (από 125,2% στο τέλος του 2014) παρά την κάμψη του ονομαστικού ΑΕΠ.<sup>68</sup>

Με βάση την ανάλυση κατά κατηγορία επενδύσεων (βλ. Διάγραμμα V.22), η θετική καθαρή θέση για τις άμεσες επενδύσεις παρουσίασε αξιολογή αύξηση της τάξεως του 1,9 δισεκ. ευρώ το 2015 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Αυτό, εκτός της αύξησης της καθαρής εισροής για άμεσες επενδύσεις στην

<sup>65</sup> Η σημαντικότερη συναλλαγή στην κατηγορία αυτή αφορά εισροή 350 εκατ. ευρώ το μήνα Δεκέμβριο για τη συμμετοχή της εταιρίας Fairfax Financial Holdings (Καναδάς) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank.

<sup>66</sup> Σημειώνεται ότι στις υποχρεώσεις καταγράφεται και η στατιστική προσαρμογή η οποία συνδέεται με την έκδοση τραπεζογραμμάτων (ευρώ) πάνω από την ποσόστωση συμμετοχής στην ΕΚΤ και αντιπροσωπεύει υποχρεώσεις της Τράπεζας της Ελλάδος έναντι του Ευρωσυστήματος. Η εγγραφή αυτή αντισταθμίζεται από ισόποση εγγραφή στις απαιτήσεις, η οποία αντιπροσωπεύει απαιτήσεις κατοίκων έναντι του Ευρωσυστήματος.

<sup>67</sup> Η Διεθνής Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ) παρουσιάζει τις καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι μη κατοίκων και λαμβάνει υπόψη τις άμεσες επενδύσεις, τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, τις λοιπές επενδύσεις και το ύψος των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τους διεθνείς κανονισμούς, η καταγραφή των μεγεθών που αφορούν το ύψος για τις άμεσες επενδύσεις, τα ομόλογα και τις μετοχές πρέπει να γίνεται σε αγοραίες τιμές όπως ισχύουν την τελευταία ημέρα της περιόδου αναφοράς.

<sup>68</sup> Σημειώνεται ότι μεταβολές στην ΚΔΕΘ αντανακλούν όχι μόνο μεταβολές στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλαδή τις ροές που προκύπτουν από το ισόζυγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και μεταβολές στην αποτίμηση των επενδύσεων αυτών. Οι τελευταίες είναι δύσκολο να υπολογιστούν, καθώς συνδέονται με μεταβολές στις αγοραίες τιμές των περιουσιακών στοιχείων που απαριθμούν τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις της χώρας προς το εξωτερικό και είναι αποτέλεσμα κυρίως των μεταβολών στις τιμές ομολόγων, μετοχών καθώς και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

**Πίνακας V.12 Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2013	2014	2015*
<b>I. ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b>	<b>7.563</b>	<b>6.553</b>	<b>8.481</b>
1.1 Κατοίκων στο εξωτερικό	29.280	28.409	28.784
1.2 Μη κατοίκων στην Ελλάδα	21.717	21.856	20.303
<b>II. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ</b>	<b>53.709</b>	<b>63.829</b>	<b>73.159</b>
<b>1. Γενική κυβέρνηση</b>	<b>-30.538</b>	<b>-26.602</b>	<b>-30.926</b>
1.1 Απαιτήσεις	15.024	12.646	1.007
1.2 Υποχρεώσεις	45.562	39.248	31.933
<b>2. Τράπεζα της Ελλάδος</b>	<b>15.246</b>	<b>24.929</b>	<b>34.628</b>
2.1 Απαιτήσεις	15.246	24.929	34.628
2.2 Υποχρεώσεις	0	0	0
<b>3. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα</b>	<b>61.507</b>	<b>54.702</b>	<b>56.151</b>
3.1 Απαιτήσεις	63.610	62.159	63.497
3.2 Υποχρεώσεις	2.103	7.457	7.346
<b>4. Λοιποί τομείς</b>	<b>7.494</b>	<b>10.800</b>	<b>13.306</b>
4.1 Απαιτήσεις	17.635	20.781	23.231
4.2 Υποχρεώσεις	10.141	9.981	9.925
<b>III. ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b>	<b>-288.295</b>	<b>-297.821</b>	<b>-306.113</b>
<b>1. Γενική κυβέρνηση</b>	<b>-220.581</b>	<b>-224.516</b>	<b>-226.642</b>
1.1 Απαιτήσεις	1.757	2.269	2.580
1.2 Υποχρεώσεις	222.338	226.784	229.222
<b>2. Τράπεζα της Ελλάδος</b>	<b>-61.558</b>	<b>-53.746</b>	<b>-112.114</b>
2.1 Απαιτήσεις	1.843	2.101	1.996
2.2 Υποχρεώσεις	63.401	55.847	114.110
<b>3. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα</b>	<b>-35.597</b>	<b>-41.908</b>	<b>-6.398</b>
3.1 Απαιτήσεις	35.150	31.332	28.719
3.2 Υποχρεώσεις	70.747	73.240	35.116
<b>4. Λοιποί τομείς</b>	<b>29.441</b>	<b>22.348</b>	<b>39.042</b>
4.1 Απαιτήσεις	45.842	40.291	58.815
4.2 Υποχρεώσεις	16.401	17.943	19.773
<b>IV. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ</b>	<b>4.172</b>	<b>5.117</b>	<b>5.535</b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ (I+II+III+IV)</b>	<b>-222.851</b>	<b>-222.322</b>	<b>-218.937</b>
<b>Καθαρή ΔΕΘ ως % του ΔΕΠ</b>	<b>-123,5%</b>	<b>-125,2%</b>	<b>-124,8%</b>

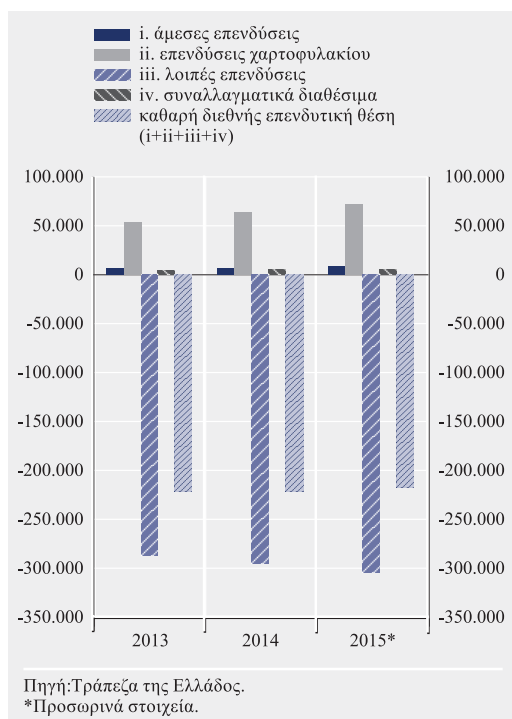
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

Ελλάδα το 2015, ήταν αποτέλεσμα της μείωσης της αποτίμησης των επενδύσεων μη κατοίκων στην Ελλάδα λόγω κυρίως της σημαντικής κάμψης των τιμών των μετοχών των εισηγμένων εταιριών στις οποίες συμμετέχουν ξένοι άμεσοι επενδυτές.

Σημαντική βελτίωση της καθαρής θετικής θέσης σημειώθηκε και στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, κατά 9,3 δισεκ. ευρώ το 2015 σε σχέση με το 2014. Η βελτίωση αυτή προέρχεται πρωτίστως από την αύξηση των τοποθετήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένους τίτ-

**Διάγραμμα V.22 Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης**



λους, στο πλαίσιο της συμμετοχής της στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Σε ό,τι αφορά τους υπόλοιπους τομείς, τόσο η αύξηση των τοποθετήσεων των λοιπών τομέων (κυρίως φυσικά πρόσωπα) σε ξένα αμοιβαία κεφάλαια όσο και η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων αντισταθμίστηκαν πλήρως από την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης σε ομόλογα, εξαιτίας της μείωσης των απαιτήσεων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) σε τίτλους που είχαν εκδοθεί από το EFSF (10,9 δισεκ. ευρώ) στο πλαίσιο της χρηματοδότησης της χώρας μέσω του μηχανισμού στήριξης.<sup>69</sup> Ειδικά για τα λοιπά πιστωτικά ιδρύματα, η αύξηση των καθαρών απαιτήσεών τους (κατά 1,3 δισεκ. ευρώ περίπου) σε σχέση με το 2014 είναι αποτέλεσμα της αγοράς ομολόγων του ESM στο πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησής τους το μήνα Νοέμβριο. Τέλος, στις λοιπές επενδύσεις, η καθαρή αρνητική θέση κατέ-

γραψε επιδείνωση κατά 8,2 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη σημαντική αύξηση, κατά 58,3 δισεκ. ευρώ, των υποχρεώσεων της χώρας μέσω του λογαριασμού TARGET κυρίως λόγω της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την Τράπεζα της Ελλάδος μέσω του ELA, η οποία ωστόσο αντισταθμίστηκε κυρίως από:

α) τη βελτίωση των καθαρών υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έναντι του εξωτερικού κατά 35,5 δισεκ. ευρώ ως συνέπεια της απόφασης της ΕΚΤ να περιορίσει τη χρήση των ελληνικών ομολόγων που διατηρούσε ως ενέχυρο για την άντληση ρευστότητας τους και

β) την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών τομέων κατά 16,7 δισεκ. ευρώ, η οποία οφείλεται αφενός στις εκροές καταθέσεων στο εξωτερικό ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ και αφετέρου στην αύξηση των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων.

Τέλος, η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών το Νοέμβριο του 2015 συνέβαλε στην αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης κατά 2,1 δισεκ. ευρώ. Αυτό συνέβη παρά την αρχική βελτίωσή τους που οφειλόταν στη μείωση των απαιτήσεων του ΤΧΣ έναντι της γενικής κυβέρνησης στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου.

Το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος της χώρας σε τρέχουσες αξίες κατέγραψε αύξηση κατά 16,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2015.<sup>70</sup> Ειδικότερα, ανήλθε σε 441,0 δισεκ. ευρώ (251,4% του ΑΕΠ) στο τέλος του έτους, από 424,5 δισεκ. ευρώ (239% του ΑΕΠ) το 2014 (βλ. Πίνακα V.13). Αναλυτικότερα, η αύξηση σε τρέχουσες αξίες οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση των υποχρεώσεων της χώρας κατά 58,3 δισεκ. ευρώ μέσω του λογαριασμού TARGET,

<sup>69</sup> Ωστόσο, το ποσό αυτό αντισταθμίστηκε από αντίστοιχη ισοποίηση μείωση των υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων.

<sup>70</sup> Οι υποχρεώσεις της διεθνούς επενδυτικής θέσης εξαιρουμένων των υποχρεώσεων σε μετοχές και χρηματοοικονομικά παράγωγα αποτελούν το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος της χώρας.

**Πίνακας V.13 Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος (τρέχουσες τιμές)**

(εκατ. ευρώ)

	2013	2014	2015*
A. Γενική κυβέρνηση	267.900	266.032	261.155
B. Τράπεζα της Ελλάδος	63.401	55.847	114.110
Γ. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	70.747	74.351	35.562
Δ. Λοιποί τομείς	19.001	20.313	22.083
Ε. Άμεσες επενδύσεις	7.704	7.912	8.092
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (AEX) ( A+B+Γ+Δ+Ε)	428.753	424.455	441.002
Καθαρό εξωτερικό χρέος (KEX)	239.787	236.980	242.330
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος γενικής κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ	148,5%	149,8%	148,9%
<b>Συνολικό ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ</b>	<b>237,7%</b>	<b>239,0%</b>	<b>251,4%</b>
<b>Συνολικό καθαρό εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ</b>	<b>132,9%</b>	<b>133,5%</b>	<b>138,1%</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισολογίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

ποσό το οποίο αντισταθμίστηκε από τη μείωση των υποχρεώσεων τόσο της γενικής κυβέρνησης κατά 4,87 δισεκ. ευρώ σε χρεόγραφα (ομόλογα και έντοκα γραμμάτια) και σε δάνεια όσο και των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο εξωτερικό κατά 38,8 δισεκ. ευρώ. Σε ό,τι αφορά το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος, η αντίστοιχη αύξηση ήταν 5,35 δισεκ. ευρώ,

καθώς ανήλθε σε 242,3 δισεκ. ευρώ από 237,0 δισεκ. ευρώ το 2014 (βλ. Πίνακα V.13).<sup>71</sup>

<sup>71</sup> Το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος προκύπτει από την Καθαρή Διεθνή Επενδυτική Θέση εάν αφαιρέσουμε την καθαρή θέση σε μετοχές προερχόμενες από άμεσες επενδύσεις και από επενδύσεις χαρτοφυλακίου, καθώς επίσης και την καθαρή θέση σε παράγωγα, ειδικά τραπεζικά δικαιώματα, χρυσό και μετοχές που περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα.



## VI ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το 2015 τα δημοσιονομικά μεγέθη παρουσίασαν μεγάλη διακύμανση, λόγω της πολιτικοοικονομικής αβεβαιότητας που επικράτησε στα τέλη του 2014 και εντάθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους εξαιτίας των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Η αβεβαιότητα κορυφώθηκε τον Ιούλιο του 2015 με τη διεξαγωγή του δημοψηφίσματος, την κήρυξη τραπεζικής αργίας και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και άρχισε σταδιακά να αποκλιμακώνεται τον Αύγουστο του 2015 με την υπογραφή της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και την ψήφιση νέων δημοσιονομικών μέτρων.

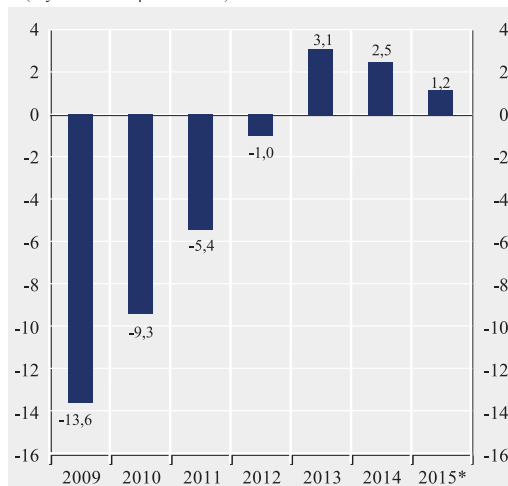
Μετά την επίτευξη σημαντικού πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 ύψους 1,2% του ΑΕΠ, που υπερέβη το στόχο του δεύτερου προγράμματος χρηματοδότησης για ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα, το 2014 παρατηρήθηκε δημοσιονομική επιδείνωση, που αποτυπώθηκε στη σημαντική απόκλιση του σχεδόν ισοσκελισμένου πρωτογενούς αποτελέσματος από τον αντίστοιχο στόχο για πλεόνασμα ύψους 1,5% του ΑΕΠ. Το 2015 το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα κάτω και αναμένεται πρωτογενές έλλειμμα ύψους 0,25% του ΑΕΠ, έναντι προγενέστερου στόχου για πλεόνασμα ύψους 3,0% του ΑΕΠ.

Αναμφισβήτητα, τα τελευταία έξι έτη έχει συντελεστεί πρωτοφανής δημοσιονομική προσαρμογή μέσα από σειρά δημοσιονομικών μέτρων που ήταν ιδιαίτερα επώδυνα για την πραγματική οικονομία και την κοινωνία. Τα αποτελέσματά της αποτυπώνονται στη βελτίωση του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης, με φθίνουσα όμως πορεία τα τελευταία δύο έτη.

Η εμπειρία των πολιτικοοικονομικών αναταράξεων κατά το τελευταίο ενάμισι έτος καταδεικνύει τον κρίσιμο ρόλο της πολιτικοοικονομικής σταθερότητας στην εδραίωση κλίματος εμπιστοσύνης, που αποτελεί προϋπόθεση

Διάγραμμα VI.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.

για τη μεγέθυνση της οικονομίας. Τα έως τώρα δημοσιονομικά επιτεύγματα θα πρέπει να διασφαλιστούν με τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα οδηγήσουν σε ταχύτερη επάνοδο της οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά και αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Για το σκοπό αυτό, η οικειοποίηση του προγράμματος και η απρόσκοπτη εφαρμογή του κρίνονται απαραίτητες. Έμφαση πρέπει να δοθεί στη μείωση των μη παραγωγικών δαπανών του δημόσιου τομέα, στην ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων, στον εξορθολογισμό του φορολογικού συστήματος, καθώς και στην αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας.

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

Τα τελευταία έξι έτη έχει αναμφισβήτητα συντελεστεί μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή μέσω της συνεχούς λήψης μέτρων, ιδιαίτερα επώδυνων για την πραγματική οικο-

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 8.2.2016.

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

(ως % του ΑΕΠ)

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	<b>-10,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-12,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,2*</b>
– 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	-
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-10,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,2*</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7*</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης)<sup>2</sup></b>		<b>-1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2*</b>
<b>Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού</b>					
<i>Δημοσιονομικά στοιχεία<sup>2</sup></i>	<b>-11,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>
<i>Ταμειακά στοιχεία<sup>3</sup></i>	<b>-11,1</b>	<b>-5,6<sup>4</sup></b>	<b>-7,1<sup>5</sup></b>	<b>-2,4<sup>6</sup></b>	<b>-1,9<sup>7</sup></b>

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

\* Προσωρινά στοιχεία (ΓΑΚ, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού του 2016).

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 και Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού του 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 βραχυχρόνιων τίτλων του EFSF.

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

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

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

νομία και την κοινωνία. Η προσπάθεια αυτή δεν ήταν απρόσκοπτη, αλλά διακόπηκε κατά τους τελευταίους μήνες του 2014 και συνεχίστηκε με τη σύναψη της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης τον Αύγουστο του 2015. Η επιτευχθείσα δημοσιονομική προσαρμογή αποτυπώνεται στην πρωτοφανή βελτίωση του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης, η οποία, αφού κορυφώθηκε σε περίπου 17 ποσοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ την περίοδο 2010-2013, περιορίστηκε ελαφρά σε περίπου 16 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2010-2014 και αναμένεται να περιοριστεί περαιτέρω σε περίπου 15 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2010-2015 (βλ. Διάγραμμα VI.1).

Πιο αναλυτικά, μετά την υπέρβαση του στόχου του προγράμματος επί δύο συνεχή έτη το 2012

και το 2013 και την επίτευξη σημαντικού πρωτογενούς πλεονάσματος (ύψους 1,2% του ΑΕΠ) αλλά και διαρθρωτικού πρωτογενούς πλεονάσματος (ύψους 3,1% του δυνητικού ΑΕΠ) το 2013, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα το 2014 επιδεινώθηκε έναντι του 2013 και απέκλινε από το στόχο του δεύτερου προγράμματος, ως συνέπεια κυρίως της απόκλισης των εσόδων εξαιτίας της πολιτικής αβεβαιότητας που δημιουργήθηκε τους τελευταίους μήνες του έτους. Παράλληλα, το διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα διαμορφώθηκε χαμηλότερα από το αντίστοιχο του 2013.

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 VI.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 εμφανίζεται επιδεινωμένο έναντι του 2013 (2014: -3,6%, 2013: -1,8%). Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2016, το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ για το 2014 σύμφωνα με το πρόγραμμα 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 2010 (0,4% του ΑΕΠ) και περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων,<sup>2</sup> 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 υτέρηση των εσόδων, και στην αλλαγή του τρόπου καταγραφής των αμυντικών δαπανών από την ΕΛΣΤΑΤ.

Το 2015 υπήρξαν έντονες αναταράξεις στο πολιτικοοικονομικό κλίμα που επηρέασαν σημαντικά τις δημοσιονομικές εξελίξεις. Το δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής έληξε τον Ιούνιο και το διαδέχθηκε ένα νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής διευκόλυνσης, που υπογράφηκε τον Αύγουστο του 2015 και περιλαμβάνει ως προϋπόθεση τη λήψη σειράς διαρθρωτικών και δημοσιονομικών μέτρων. Στο πλαίσιο του νέου προγράμματος και δεδομένης της επιδείνωσης των φορολογικών εσόδων, οι δημοσιονομικοί στόχοι για το 2015 και εφεξής αναθεωρήθηκαν σημαντικά προς τα κάτω, με αποτέλεσμα το 2015 ο δημοσιονομικός στόχος να τεθεί για πρωτογενές έλλειμμα σε επίπεδο χαμηλότερο του 2013. Η μετάβαση αυτή δεν ήταν ομαλή, αφού προηγήθηκε παρατεταμένη περίοδος πολιτικής αβεβαιότητας και κρίσης εμπιστοσύνης.

Συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2015 χαρακτηρίστηκε από τις παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους εταίρους, πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής (συμπεριλαμβανομένης της απόδοσης εσόδων ANFA και SMP),<sup>3</sup> άνοδο των επιτοκίων δανεισμού και απόκλιση των φορολογικών εσόδων από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2015. Ως εκ τούτου, η ταμειακή 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 πολιτική 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 επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την επιδείνωση των δεικτών εμπιστοσύνης. Η μεγάλη αβεβαιότητα και η κρίση εμπιστοσύνης εντεινόνταν συνεχώς κατά τη διάρκεια του Ιουνίου, καθώς στο πλαίσιο της έλλειψης ρευστότητας το Ελληνικό Δημόσιο μετατόπισε την πληρωμή υποχρεώσεων του

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), ενώ 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.



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 σοβαρές 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 νέου τριετούς προγράμματος χρηματοοικονομικής στήριξης προς την Ελλάδα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Βάσει της συμφωνίας, αποφασίστηκε 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 επιτακτική 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. 4334/2015<sup>4</sup> μια πρώτη δέσμη μέτρων που αφορούν, μεταξύ άλλων, την αναδιάρθρωση του συστήματος ΦΠΑ και τη διεύρυνση της φορολογικής 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. 4335/2015<sup>5</sup> θεσπίστηκε δεύτερη δέσμη προαπαιτούμενων μέτρων, που 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 τη Βουλή των Ελλήνων με συντριπτική πλειοψηφία 76% στις 14 Αυγούστου (Ν. 4336/2015).<sup>6</sup> Το πρόγραμμα αφορά παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα έως τον Αύγουστο του 2018 ύψους έως 86 δισεκ. ευρώ και 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, δηλαδή πρωτογενούς ελλείμματος ύψους 0,25% για το 2015 και πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 0,5%, 1,75% και 3,5% του ΑΕΠ για το 2016, 2017 και 2018 και εξής αντίστοιχα. Οι νέοι στόχοι αναμένεται να επιτευχθούν με την υιοθέτηση σειράς μέτρων, μερικά

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”.

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 τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος, την ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης, τη βελτίωση της δημοσιονομικής διαχείρισης και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής.

Η διαδικασία της θέσπισης των προαπαιτούμενων μέτρων προκειμένου να ολοκληρωθεί η πρώτη αξιολόγηση τον Οκτώβριο του 2015 καθυστέρησε με την εκλογική αναμέτρηση της 20ής Σεπτεμβρίου, το αποτέλεσμα της οποίας ανέδειξε εκ νέου την κυβέρνηση που είχε διαπραγματευθεί και υπογράψει τη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Ως εκ τούτου, η πρώτη αξιολόγηση μετατέθηκε στις αρχές του 2016, ενώ συνεχίστηκε η μεταρρυθμιστική προσπάθεια με τους Ν. 4337/2015<sup>7</sup>, Ν. 4342/2015<sup>8</sup>, Ν. 4346/2015<sup>9</sup> και Ν.4354/2015,<sup>10</sup> οι οποίοι περιλαμβάνουν συνταξιοδοτικές και μισθολογικές ρυθμίσεις, καθώς και άλλες ρυθμίσεις δημοσιονομικού και διαρθρωτικού χαρακτήρα. Παράλληλα δημοσιεύθηκε το πόρισμα που υπέβαλε η Επιτροπή Σοφών για το ασφαλιστικό σύστημα, προκειμένου να χρησιμεύσει ως βάση για την ασφαλιστική μεταρρύθμιση.

Με τους προαναφερθέντες νόμους θεσμοθετήθηκε η πλειοψηφία των δημοσιονομικών προαπαιτούμενων δράσεων του νέου προγράμματος, οι οποίες αφορούν τη φορολογική και την ασφαλιστική μεταρρύθμιση καθώς και τη δημοσιονομική διαχείριση. Οι φορολογικές ρυθμίσεις διακρίνονται σε διαρθρωτικού και εισπρακτικού χαρακτήρα και περιγράφονται αναλυτικά στο φορολογικό παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου.

Οι ασφαλιστικές ρυθμίσεις περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων την ένταξη όλων των ταμείων και τομέων επικουρικής ασφάλισης στο Ενιαίο Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης (ΕΤΕΑ), τη διατήρηση της κρατικής επιχορήγησης των ταμείων έως το 2021 στα ονομαστικά επίπεδα του 2015, την αύξηση της εισφοράς υγειονο-

μικής περίθαλψης στο 6% για τις κύριες συντάξεις και την επέκταση της εφαρμογής της και στις επικουρικές συντάξεις, καθώς και τη χορήγηση της κατώτατης σύνταξης μετά τη συμπλήρωση του 67ου έτους της ηλικίας (Ν. 4334/2015). Επίσης, θεσπίστηκε η διατήρηση του κατώτατου ορίου σύνταξης (364 ευρώ) αμετάβλητου σε ονομαστικούς όρους μέχρι το 2021, η σταδιακή προσαρμογή για όλους όσους 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 η αυξημένη ποινή για τις πρόωρες συνταξιοδοτήσεις 10% επιπλέον της τρέχουσας ετήσιας μείωσης του 6% (Ν. 4336/2015).<sup>11</sup> Οι παρεμβάσεις αυτές θα ενταχθούν στο πλαίσιο της ευρύτερης ασφαλιστικής μεταρρύθμισης που είναι υπό συζήτηση και αποτελεί νευραλγικό τομέα της εφαρμογής του νέου προγράμματος, καθώς συνδέεται άμεσα με την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης.

Στο σκέλος της δημοσιονομικής διαχείρισης, οι κυριότερες παρεμβάσεις που ψηφίστηκαν αφορούν την επίσπευση των δημόσιων δαπανών μέσα από την κατάργηση των προληπτικών ελέγχων του Ελεγκτικού Συνεδρίου τόσο στις δαπάνες του κράτους όσο και των υπόλοιπων φορέων και την αυστηροποίηση των κυρώσεων για τους φορείς της γενικής κυβέρνησης σε περιπτώσεις που παρατηρείται υπέρβαση

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 “Διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, μισθολογικές ρυθμίσεις και άλλες επείγουσες διατάξεις εφαρμογής της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”.

11 Οι δημοσιονομικές δεσμεύσεις της Ελλάδος στο πλαίσιο της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης παρουσιάζονται αναλυτικά στο Ειδικό θέμα V.2, Νομισματική Πολιτική - Ενδιάμεση Έκθεση 2015.

μεγαλύτερη του 10% από τους τριμηνιαίους δημοσιονομικούς στόχους με αναστολή αμοιβών για τα μέλη του Δ.Σ. και παύση των εκτελεστικών μελών. Επίσης προς την κατεύθυνση της βελτίωσης 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 της εποπτείας 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 Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (Ν. 4337/2015). Τέλος, στο πλαίσιο της αναμόρφωσης του ενιαίου μισθολογίου στο δημόσιο τομέα, προβλέπονται αλλαγές στις αμοιβές των δημοσίων υπαλλήλων από την 1.1.2016, χωρίς μεταβολή του συνολικού μισθολογικού κόστους, και σύνδεση αυτών με τις δεξιότητες, τις επιδόσεις, τα καθήκοντα και τη θέση του προσωπικού (Ν. 4354/2015).

Η υπογραφή του νέου προγράμματος συνυποδείχθηκε από εκταμίευση ποσού ύψους 13 δισεκ. ευρώ, που χρησιμοποιήθηκε ως επί το πλείστον για την αποπληρωμή του προαναφερθέντος μεταβατικού δανείου από τον ΕΜΧΣ και λοιπών χρεολυσίων, καθώς και επιπλέον 10 δισεκ. ευρώ που 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,<sup>12</sup> το ποσό των 10 δισεκ. ευρώ χαρακτηρίστηκε διαθέσιμο προς

άντληση για τις ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ αποδεσμεύθηκε και ποσό ύψους 2 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο του 2015 και επιπλέον 1 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του ίδιου έτους.

Οι πολιτικοοικονομικές αναταράξεις σε συνδυασμό με καθυστερήσεις στη λειτουργία του φοροεισπρακτικού μηχανισμού προκάλεσαν κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 μεγάλη υστέρηση στα φορολογικά έσοδα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ). 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 τις νέες δημοσιονομικές παρεμβάσεις, 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. Αντίστοιχα για το 2016 προβλέπει πρωτογενές πλεόνασμα 0,53% του ΑΕΠ στο πλαίσιο των αναθεωρημένων προς τα κάτω στόχων του νέου προγράμματος.<sup>13</sup>

Η καθαρή απόδοση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων γενικής κυβέρνησης εκτιμάται

<sup>12</sup> 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. Τελικά, η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών ολοκληρώθηκε με συνολική επιβάρυνση 5,4 δισεκ. ευρώ. Βλ. και Κεφάλαιο VII.

<sup>13</sup> 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.

στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού σε περίπου 1,5 δισεκ. ευρώ ή 0,9% του ΑΕΠ για το 2015 και σε περίπου 5,7 δισεκ. ευρώ ή 3,3% του ΑΕΠ σωρευτικά για τη διετία 2015-2016. Σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης, το μεγαλύτερο ποσοστό της σωρευτικής απόδοση των μέτρων στη διετία αφορά παρεμβάσεις στο σκέλος των εσόδων. Αν συνυπολογιστεί στην απόδοση των φορολογικών μέτρων (3,2 δισεκ. ευρώ) και αυτή των μέτρων που στοχεύουν στην αύξηση των εισφορών και λοιπών παροχών των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης καθώς και στην αύξηση των εσόδων των νοσοκομείων και των εποπτευόμενων νομικών προσώπων φορέων της γενικής κυβέρνησης (0,8 δισεκ. ευρώ), τότε το ποσοστό της σωρευτικής απόδοσης των μέτρων στη διετία, ως προς το σκέλος των εσόδων, φθάνει τα 4,1 δισεκ. ευρώ, που υπερβαίνει το 70% της συνολικής απόδοσης των παρεμβάσεων.

Το τελευταίο τρίμηνο του έτους η δημοσιονομική διαχείριση ομαλοποιήθηκε παράλληλα με τη σταθεροποίηση της οικονομικής/πολιτικής κατάστασης. Τα δημόσια έσοδα ενισχύθηκαν από την είσπραξη της πλειοψηφίας των φόρων που είχαν συγκεντρωθεί στο τέλος του έτους, ενώ οι δημόσιες δαπάνες επιταχύνθηκαν μετά και την καταβολή των πρώτων δόσεων του νέου προγράμματος. Ως εκ τούτου, τα φορολογικά έσοδα το 2015 υπερέβησαν τον αναθεωρημένο ετήσιο στόχο τους, οι δαπάνες του ΤΠ παρουσίασαν περιορισμένη συγκράτηση σε σχέση με τους πρώτους επτά μήνες του έτους, ενώ οι δαπάνες επενδύσεων πραγματοποιήθηκαν στο ακέραιο του προϋπολογισμού. Εντούτοις, το αποτέλεσμα του ΚΠ το 2015 απέκλινε από τον αναθεωρημένο στόχο λόγω της μη είσπραξης των εσόδων ANFA και SMP που είχε προβλεφθεί στον Προϋπολογισμό<sup>14</sup> (βλ. Πίνακα VI.2). Το αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2015 βάσει της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης δεν έχει γίνει ακόμη γνωστό, όμως εκτιμάται ότι αντίστοιχα θα διαμορφωθεί στο πλαίσιο του αναθεωρημένου στόχου και πιθανόν να τον υπερβεί. Παράλληλα, το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα αναμένεται να διαμορφωθεί για τρίτο συνεχές έτος σε πλεόνα-

σμα, παρότι μικρότερο από εκείνο των δύο προηγούμενων ετών (βλ. Διάγραμμα VI.1).

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 ως 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. Εντούτοις, τόσο το ΔΝΤ όσο και οι ευρωπαϊκοί θεσμοί συμφωνούν ότι στην περίπτωση της Ελλάδος το μέγεθος αυτό δεν αποτελεί ασφαλή ένδειξη για τη δυνατότητα εξυπηρέτησής του, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες της διάρθρωσης του χρέους 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.<sup>15</sup> Περαιτέρω συζήτηση για πιθανούς τρόπους ελάφρυνσης της εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους προϋποθέτει την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του νέου προγράμματος.

Οι προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν το 2016 είναι σημαντικές. Η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης είναι κρίσιμη για τη συνέχιση του προγράμματος και τη βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία. Προϋποθέτει την υλοποίηση δύο πολύ σημαντικών και ευαίσθητων δράσεων, που αφορούν την ολοκλήρωση της μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού συστήματος και την ευθυγράμμιση της φορολογίας του αγροτικού εισοδήματος. Και οι δύο αυτές δράσεις είναι απαραίτητες για λόγους δημοσιονομικής και ασφαλιστικής βιωσιμότητας, αλλά και για λόγους κοινωνικής δικαιοσύνης, τόσο μεταξύ των γενεών όσο και μεταξύ διαφορετικών ομάδων φορολογουμένων.

<sup>14</sup> Βλ. υποσημείωση 3.

<sup>15</sup> Βλ. και Ειδικό θέμα V.2, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015.

**Πίνακας VI.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού**

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία					Ποσοστιαίες μεταβολές				
	2013	2014	2015	2016	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2014/2013	2015/2014	2016/2015
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6=2:1)	(7=3:2)	(8=4:2)	(9=5:4)	(9=5:4)
<b>I. Έσοδα</b>	<b>53.079</b>	<b>51.367</b>	<b>53.091</b>	<b>53.527</b>	<b>-3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>4,1</b>
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	48.414	46.650	48.618	49.107	-3,6	4,2	-0,1	4,2	-0,1	5,4
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	51.433	49.636	51.720	50.573	-3,5	4,2	-0,8	4,2	-0,8	2,7
Έσοδα απογραμματοποίησης	86	384	268	1.802	268	254	-30,2	-30,2	-33,9	
Επιστροφές φόρων	3.105	3.370	3.370	3.268	8,5	0,0	-13,3	0,0	-13,3	10,3
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	4.665	4.717	4.473	4.420	1,1	-5,2	2,4	-5,2	2,4	-8,7
- Ίδια έσοδα	154	67	530	932						
- Έσοδα από ΕΕ	4.511	4.649	3.943	4.170						
<b>III. Δαπάνες</b>	<b>58.456</b>	<b>55.063</b>	<b>55.664</b>	<b>55.751</b>	<b>-5,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,5</b>
(Προϋπολογισμός δημοσίων ΚΠ)	52.412	49.494	49.834	49.821	-5,6	0,7	-0,7	0,7	-0,7	1,4
1. Τακτικός προϋπολογισμός	51.806	48.471	49.264	49.001	-6,4	1,6	0,2	1,6	0,2	0,9
- Τόκοι	6.044	5.569	5.830	5.930	-7,9	4,7	4,1	4,7	4,1	2,3
- Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	44.227	41.928	41.924	41.298	-5,2	0,0	-1,5	0,0	-1,5	1,3
- Εξοχιστικά προγράμματα	529	345	590	598						
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οπταίων	879	587	720	703						
εντός γενικής κυβέρνησης	514	442	660	655						
εκτός γενικής κυβέρνησης	365	145	60	48						
- Προμήθεια εκταμίευσης δανείων στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (EFSE)	127	42	200	178						
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	6.650	6.592	6.400	6.750	-0,9	-2,9	-2,8	-0,9	-2,8	5,2
<b>III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)</b>	<b>-5.377</b>	<b>-3.697</b>	<b>-2.573</b>	<b>-2.224</b>	<b>-31,2</b>	<b>-30,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-31,2</b>	<b>-30,4</b>	<b>-35,3</b>
% του ΑΕΠ	-3,0	-2,1	-1,5	-2,0						
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-3.392	-1.821	-646	-1.955						
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-1.985	-1.875	-1.927	-2.330						
<b>IV. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων</b>	<b>667</b>	<b>1.872</b>	<b>3.257</b>	<b>3.706</b>	<b>180,7</b>	<b>74,0</b>	<b>21,3</b>	<b>180,7</b>	<b>74,0</b>	<b>76,7</b>
% του ΑΕΠ	0,4	1,1	1,9	2,1						
Χρεολύσια	12.755	24.818	16.130	7.240	94,6	-35,0	9,4	94,6	-35,0	-80,2

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

\* Προσοφτικά στοιχεία.

Η επιτυχής υλοποίηση του προγράμματος είναι αναγκαία προκειμένου να επιτευχθούν διατηρήσιμη δημοσιονομική προσαρμογή, ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Σημαντικό μέσο για την άμεση υλοποίηση των αναγκαιών επιμέρους δράσεων είναι η ευρύτερη αποδοχή του προγράμματος και η οικειοποίηση των έως τώρα δημοσιονομικών επιτευγμάτων.

Στο πλαίσιο αυτό, η αποτελεσματική αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου και η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων

θα συνέβαλλαν αφενός στην εξοικονόμηση δαπανών και αφετέρου στην ενίσχυση της ροής των εσόδων. Συνεπώς θα μπορούσαν να στηρίξουν την προσπάθεια αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους, με παράλληλα οφέλη που αναμένεται να δράσουν πολλαπλασιαστικά στην οικονομία. Η σύμβαση παραχώρησης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, η κατακύρωση του διαγωνισμού για την πώληση του 67% του Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ), καθώς και η υπογραφή της νέας συμφωνίας για την αξιοποίηση του Αστέρρα (Astir Palace) στη Βουλιαγμένη είναι προς τη σωστή κατεύθυνση (βλ. Πλαίσιο VI. 1).

## Πλαίσιο VI.1

### ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ: ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Η αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου αποτελεί δικαίως έναν από τους βασικούς πυλώνες της νέας δανειακής συμφωνίας. Εκτός από τη δημιουργία υπεραξιών και την εξασφάλιση σημαντικών αποδόσεων από ακίνητα, πόρους και υπηρεσίες, οι οποίες παραμένουν ανεκμετάλλετες ή δεν έχουν αξιοποιηθεί στο μέγιστο δυνατό βαθμό, η επιτυχής έναρξη και υλοποίηση νέων ιδιωτικών επενδύσεων στη δημόσια περιουσία θα σημάνει και την έναρξη της αναστροφής του αρνητικού επενδυτικού κλίματος και της δυσπιστίας προς την ελληνική οικονομία. Τόσο στη θεωρία όσο και στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι οι ιδιωτικοποιήσεις όχι μόνο συνεισφέρουν στην επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και, εφόσον μάλιστα συνοδεύονται από ισχυρή δέσμευση για μελλοντικές επενδύσεις, ενισχύουν τη ροή παραγωγικών επενδυτικών πόρων, δημιουργούν νέες αγορές, αναπτύσσουν τις υπάρχουσες και συμβάλλουν στην ενίσχυση της συνολικής ζήτησης. Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδος, μπορούν επιπρόσθετα να αναδείξουν ανεκμετάλλετες μέχρι σήμερα δυνατότητες και προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Περαιτέρω, η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας μέσω του νέου ταμείου το οποίο θα αντικαταστήσει το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ), όπως αναφέρεται στη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, θα προσδώσει νέα δυναμική στο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων, καθώς θα επαναπροσδιοριστούν οι στόχοι και ο προγραμματισμός, βάσει της εμπειρίας των τελευταίων ετών, αλλά και των επικαιροποιημένων δεδομένων της οικονομίας και της αγοράς.

#### Αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας: εξελίξεις, σχέδια και προκλήσεις

Τα διαχρονικά σχέδια αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου<sup>1</sup> προσκρούουν σε πλήθος νομικών, τεχνικών και διαδικαστικών ζητημάτων, στην εμπλοκή φορέων οι οποίοι εκφράζουν διαφορετικά και συχνά αντικρουόμενα συμφέροντα, αλλά και στους περιορισμένους πόρους. Το 2011, με την ίδρυση του ΤΑΙΠΕΔ, ξεκίνησε μια οργανωμένη προσπάθεια προσέλκυσης άμεσων επενδύσεων στις υποδομές, την ενέργεια, αλλά και την ακίνητη περιουσία. Δημόσια ακί-

<sup>1</sup> Η συνολική ακίνητη περιουσία του Δημοσίου υπερβαίνει τα 70.000 ακίνητα ανά την επικράτεια, τα οποία διαχειρίζονται η Εταιρεία Ακινήτων Δημοσίου (ΕΤΑΔ Α.Ε.) και το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ Α.Ε.), ενώ περί τα 240.000 επιπλέον αγροτικά και περιαιστικά ακίνητα τελούν υπό τη διαχείριση του Υπουργείου Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων, των Περιφερειών και άλλων φορέων.

νητα τα οποία συγκέντρωναν σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον, αλλά και υψηλό βαθμό νομοτεχνικής ωρίμανσης, συγκεντρώθηκαν από το Ταμείο προκειμένου να προωθηθούν μέσω διαγωνισμών στην αγορά με σκοπό τη μακροχρόνια παραχώρηση, μίσθωση, πώληση ή και τιτλοποίησή τους. Ναυαρχίδα της συγκεκριμένης προσπάθειας αποτέλεσε η αξιοποίηση της έκτασης του πρώην διεθνούς αερολιμένα στο Ελληνικό, ο διαγωνισμός για την αξιοποίηση του οποίου ξεκίνησε στα τέλη του 2011. Ωστόσο, η εκκίνηση του έργου βρίσκεται ακόμη σε εκκρεμότητα, παρότι το γεγονός ότι έχει οριστεί ανάδοχο σχήμα από το Νοέμβριο του 2014. Προτεραιότητα δόθηκε και σε άλλα μικρότερα αλλά υψηλού επενδυτικού ενδιαφέροντος ακίνητα, κυρίως σε τουριστικές περιοχές (Ρόδος, Κέρκυρα, Χαλκιδική, Πόρτο Χέλι κ.ά.). Οι διαδικασίες και η εξέλιξη των διαγωνισμών ήταν αργές, με αποτέλεσμα μέχρι σήμερα να μην έχει ξεκινήσει οποιοδήποτε από τα παραπάνω έργα ανάπτυξης.

Τα βασικότερα προβλήματα που ανακύπτουν κατά την εξέλιξη των διαγωνισμών και την υλοποίηση των συμβάσεων σχετίζονται με:

- τεχνικά ζητήματα, όπως περιβαλλοντικοί περιορισμοί, χαρακτηρισμοί δασικών εκτάσεων, καθορισμός αιγιαλών και παραλίας, ολοκλήρωση περιβαλλοντικών μελετών, Ειδικών Σχεδίων Χωρικής Ανάπτυξης Δημόσιων Ακινήτων (ΕΣΧΑΔΑ) και πολεοδομικών σχεδίων, καθορισμός χρήσεων κ.ά.,
- νομικά ζητήματα, όπως καταπατήσεις, διεκδικήσεις, παραχωρήσεις κ.ά.,
- συνεχείς προσφυγές στο Συμβούλιο της Επικρατείας κατά των αποφάσεων σε όλα τα στάδια της διαδικασίας.

Επιπρόσθετα, το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον των τελευταίων ετών και οι συνθήκες πολιτικής αβεβαιότητας κατά τη διάρκεια του 2015 είχαν ως αποτέλεσμα περαιτέρω καθυστερήσεις ή και αναβολές στην προώθηση των νέων έργων και στην υπογραφή και υλοποίηση των σε εξέλιξη συμβάσεων. Παράλληλα, όπως αναφέρεται στη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, η κυβέρνηση δεσμεύεται να δημιουργήσει ένα νέο ταμείο για την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Με την ολοκλήρωση της δημιουργίας του εντός του α' εξαμήνου του 2016, θα διευκρινιστούν οι αρμοδιότητες και οι στόχοι του νέου σχήματος και θα οργανωθεί εκ νέου το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων. Σημαντικά τουριστικά ακίνητα, μαρίνες αλλά και πρώην ολυμπιακά ακίνητα, για τα οποία έχει γίνει ήδη προεργασία από το ΤΑΙΠΕΔ, θα αποτελέσουν ορισμένους από τους σημαντικότερους νέους διαγωνισμούς και συμβάσεις τις οποίες θα κληθεί να ολοκληρώσει το νέο ταμείο.

Αδιαμφισβήτητα, η σημασία της επιτάχυνσης και υλοποίησης του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων και αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας δεν περιορίζεται στη συγκέντρωση εσόδων από την εκμετάλλευση. Τα οφέλη είναι πολλαπλά και αναμένεται να επιδράσουν πολλαπλασιαστικά στην οικονομία. Η επιτυχής ενεργοποίηση των συμβάσεων με τους ανάδοχους επενδυτές θα αποτελέσει αδιαφιλονίκητο δείγμα εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία και θα αναδείξει την αποφασιστικότητα της πολιτείας να υποστηρίξει νέες παραγωγικές επενδύσεις και να προστατεύσει τους επενδυτές. Ήδη η κατακύρωση του διαγωνισμού για την πώληση του 67% του Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ Α.Ε.)<sup>2</sup> τον Ιανουάριο του 2016, αλλά και η υπογραφή της νέας

2 Το τίμημα της βελτιωτικής δεσμευτικής προσφοράς για την πώληση του 67% του ΟΛΠ ανέρχεται σε 368,5 εκατ. ευρώ. Τα συνολικά εκτιμώμενα οφέλη της συμφωνίας ανέρχονται σε 1,5 δισεκ. ευρώ, ποσό που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων την ανωτέρω προσφορά, υποχρεωτικές επενδύσεις ύψους 350 εκατ. ευρώ εντός της επόμενης δεκαετίας καθώς και τα αναμενόμενα έσοδα του Ελληνικού Δημοσίου από τη Σύμβαση Παραχώρησης, συνολικού εκτιμώμενου ύψους 410 εκατ. ευρώ (βλ. δελτίο τύπου ΤΑΙΠΕΔ, 20.1.2016).

συμφωνίας για την αξιοποίηση του Αστέρα (Astir Palace)<sup>3</sup> στη Βουλιαγμένη το Δεκέμβριο του 2015 και της προηγηθείσας σύμβασης παραχώρησης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων<sup>4</sup> για 40 έτη, δίνουν το στίγμα της επανεκκίνησης του επενδυτικού ενδιαφέροντος για την ελληνική αγορά.

Οι ιδιωτικοποιήσεις των υποδομών, όπως των αεροδρομίων, των λιμένων και των σιδηροδρομικών υπηρεσιών, παράλληλα με τον εκσυγχρονισμό αλλά και την προώθηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, θα αποτελέσουν πυλώνα ανάπτυξης τόσο κατά τη διαδικασία της κατασκευής όσο και στη διάρκεια της λειτουργίας τους, δημιουργώντας νέες περιφερειακές δραστηριότητες, νέες χρήσεις και υπεραξίες και ενισχύοντας την τοπική απασχόληση. Εκτός από την περιοχική άμεση επιρροή, ο εκσυγχρονισμός και η ενίσχυση της φέρουσας ικανότητας των υποδομών εξασφαλίζει νέους χρήστες, δημιουργεί ανοίγματα σε νέες αγορές, εγχώριες και του εξωτερικού, που σχετίζονται με τον τουρισμό, τη βιομηχανία και τις μεταφορές, με πολλαπλασιαστικά οφέλη για την απασχόληση και την οικονομία σε επίπεδο χώρας.

### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Εκμεταλλεμένη τη γεωγραφική της θέση, τους πόρους της και την παρουσία της, η Ελλάδα μπορεί να αναδειχθεί σε σημαντικό διαμετακομιστικό κόμβο, καθώς και σε τουριστικό προορισμό υψηλών προδιαγραφών, εξειδικευμένων υπηρεσιών και οργανωμένης τουριστικής κατοικίας. Είναι επιβεβλημένη επομένως η οργανωμένη διαχείριση της δημόσιας περιουσίας, σε συνδυασμό με στρατηγικό σχεδιασμό ο οποίος θα καταγράψει ένα συνολικό σχέδιο-κατεύθυνση σε σχέση με τους στόχους, τις χρήσεις, τη μορφή των επιδιωκόμενων επενδύσεων, θέτοντας παράλληλα με τις γενικές προδιαγραφές και ένα σταθερό και κατανοητό πλαίσιο για τους υποψήφιους επενδυτές. Στο στρατηγικό σχεδιασμό θα πρέπει να ενταχθεί και η αξιοποίηση της αγροτικής και περιαιστικής περιουσίας του Δημοσίου με στόχο τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, την αναδιάρθρωση και τον εκσυγχρονισμό της αγροτικής παραγωγής, τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, την ενίσχυση των εξαγωγών και την τυποποίηση των προϊόντων του πρωτογενούς τομέα.

Στο πλαίσιο του στρατηγικού σχεδιασμού, είναι απαραίτητη η έναρξη συστηματικής διαδικασίας νομικής και τεχνικής ωρίμανσης των δημόσιων ακινήτων, ώστε να καταστεί δυνατή η προώθησή τους στην αγορά, την κατάλληλη χρονική στιγμή, ενώ θα πρέπει άμεσα να δημιουργηθούν οι δικλίδες επιτάχυνσης των διαδικασιών, χωρίς ωστόσο να υπονομούνται η εγκυρότητα, η νομιμότητα, η αποδοτικότητα και η ασφάλεια των έργων ανάπτυξης. Επιπρόσθετα, θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να διασφαλίζεται η προστασία του κοινωνικού συμφέροντος και του φυσικού περιβάλλοντος, μέσω ελεγκτικών μηχανισμών σε όλες τις φάσεις των έργων, από την προκήρυξη μέχρι και τη λειτουργία τους.

Η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η άμεση προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων θα αποτελέσουν το αποφασιστικό βήμα προς την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος στη χώρα. Θα αναδείξουν τα επενδυτικά πλεονεκτήματα και τις προοπτικές της οικονομίας, οδηγώντας σταδιακά στην αναζωπύρωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος και την εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό, συμβάλλοντας τελικά στην επίτευξη των στόχων της δημοσιονομικής προσαρμογής, της αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους και της επιστροφής σε διατηρήσιμη ανάπτυξη.

<sup>3</sup> Τα αναμενόμενα έσοδα από τη σύμβαση αξιοποίησης του Αστέρα ανέρχονται σε 400 εκατ. ευρώ (βλ. δελτίο τύπου ΤΑΙΠΕΔ, 14.12.2015).

<sup>4</sup> Το εφάπαξ τίμημα που θα εισπράξει το Ελληνικό Δημόσιο από την υπογραφείσα σύμβαση για την παραχώρηση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων ανέρχεται σε 1,234 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, θα λαμβάνει ετήσιο εγγυημένο μίσθωμα 22,9 εκατ. ευρώ, αναπροσαρμοζόμενο ετησίως με τον πληθωρισμό και ετήσια κεραινόμενη μεταβλητή αμοιβή ποσοστού 28,6% επί των κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων των αεροδρομίων. Το συνολικό ύψος των ως άνω εσόδων αναμένεται να ξεπεράσει τα 10 δισεκ. ευρώ. Τέλος, οι προγραμματιζόμενες επενδύσεις αναμένεται να υπερβούν το συνολικό ποσό των 330 εκατ. ευρώ κατά την πρώτη τετραετία, ενώ για όλη τη διάρκεια της σύμβασης το αντίστοιχο ποσό εκτιμάται σε 1,4 δισεκ. ευρώ (βλ. δελτίο τύπου ΤΑΙΠΕΔ, 3.1.2016).



Παράλληλα, η ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων αποτελεί δίοδο για την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, καθώς δημιουργεί τις κατάλληλες προϋποθέσεις για την ανάπτυξη και των ιδιωτικών επενδύσεων. Υπό ένα τέτοιο πρίσμα, καθοριστικής σημασίας είναι ο ποιοτικός χαρακτήρας των δημόσιων επενδύσεων, η σωστή διαχείριση των προγραμμάτων δημοσίων επενδύσεων, αλλά και η ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων μέσω της εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης. Επιπλέον έσοδα από την ένταξη περισσότερων ιδιωτικοποιήσεων στο πρόγραμμα θα μπορούσαν να διοχετευθούν σε στοχευμένες δημόσιες επενδύσεις, όπως σε υποδομές, με θετική επίδραση στην οικονομική μεγέθυνση (βλ. Πλαίσιο VI. 2).

Η έως τώρα δημοσιονομική προσαρμογή έχει επιτευχθεί με τη λήψη σειράς δημοσιονομικών μέτρων που είχαν δυσμενείς επιδράσεις στην οικονομική μεγέθυνση. Η μεγάλη βελτίωση του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος την περίοδο 2010-2015 έχει προέλθει κυρίως από λήψη φορολογικών μέτρων. Η πολιτική αυτή είχε άμεσο αρνητικό αντίκτυπο στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και αναδιανεμητικές επιδράσεις (βλ. Πλαίσιο VI. 3). Προκειμένου να περιοριστούν οι αρνητικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής προσαρμογής στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, έμφαση θα πρέπει να δοθεί στον εξορθολογισμό των δομών του δημόσιου τομέα, που θα οδηγήσει στην εξοικονόμηση μη παραγωγικών δαπανών, καθώς και στην κατάργηση των εναπομεινουσών 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. Με τον τρόπο αυτό θα καταστεί δυνατή, σε μεσοπρόθεσμη βάση, η μείωση του γενικού επιπέδου της φορολογίας. Επιπλέον, η έμφαση της δημοσιονομικής πολιτικής στην περιστολή των δαπανών τείνει να οδηγεί σε

διατηρήσιμη μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, σε αντίθεση με την περίπτωση όπου η δημοσιονομική προσαρμογή βασίζεται στην αύξηση των εσόδων.<sup>16</sup>

Επιπρόσθετα, η σταθεροποίηση του φορολογικού πλαισίου αποτελεί καθοριστικό παράγοντα 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.

## 2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2015)

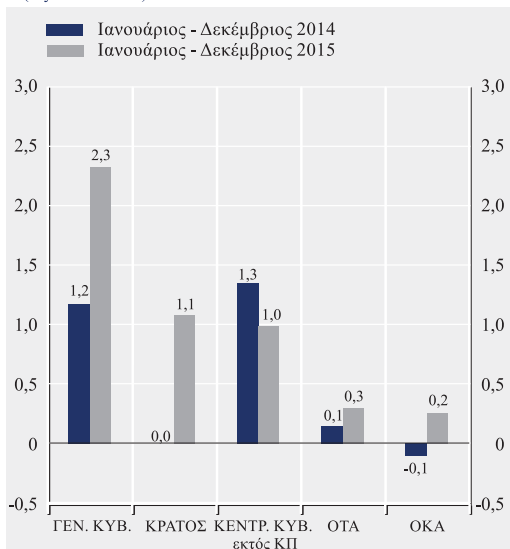
### Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2015 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση έναντι του 2014 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Αντίστοιχα την ίδια περίοδο το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,2% του ΑΕΠ το 2014. Η καλή αυτή επίδοση οφείλεται κυρίως στη βελτίωση του αποτελέσματος του Κράτους, καθώς επίσης και στη βελτίωση των αποτελεσμάτων των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιο-

<sup>16</sup> M.G. Attinasi and L. Metelli (2016), "Is fiscal consolidation self-defeating?", ECB Working Paper 1883, February.

**Διάγραμμα VI.2** Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση

(ως % του ΑΕΠ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ΓΛΚ.

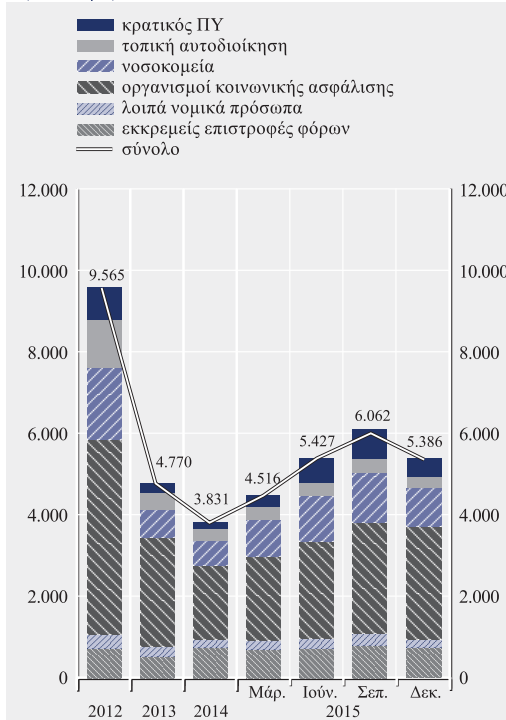
Σημείωση: Το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γεν. Κυβέρνησης προκύπτει μετά από ενοποίηση των ενδοκυβερνητικών συναλλαγών. Ως εκ τούτου, διαφέρει από το άθροισμα των πρωτογενών αποτελεσμάτων των επιμέρους τομέων της Γεν. Κυβέρνησης.

κης (ΟΤΑ) και των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Συνολικά τα έσοδα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασαν μείωση στο δωδεκάμηνο (-1,1%), που οφείλεται κυρίως στη μείωση των εσόδων από άμεσους φόρους και από μεταβιβάσεις, ενώ αύξηση παρουσίασαν τα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές και από έμμεσους φόρους. Αντιστοίχως και οι πρωτογενείς δαπάνες παρουσίασαν μεγαλύτερη μείωση (-3,9%), εξαιτίας κυρίως της συγκράτησης των δαπανών για αγορά αγαθών και υπηρεσιών, για κοινωνικές παροχές, για μεταβιβάσεις, καθώς και για αγορές μη χρηματοοικονομικών παγίων. Η μείωση των πρωτογενών δαπανών οφείλεται εν μέρει και στο γεγονός ότι το αντίστοιχο διάστημα του 2014 είχαν πραγματοποιηθεί δαπάνες ύψους 1.152 εκατ. ευρώ για πληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών προηγούμενων ετών, ενώ το 2015 δεν έγινε καμία τέτοια δαπάνη.

**Διάγραμμα VI.3** Ληξιπρόθεσμες οφειλές γενικής κυβέρνησης προς προμηθευτές

(εκατ. ευρώ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ΓΛΚ.

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 5,4 δισεκ. ευρώ περίπου το Δεκέμβριο του 2015, έναντι 3,8 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2014 και 4,8 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2013, καθώς σταμάτησε η προσπάθεια εκκαθάρισής τους που είχε ξεκινήσει το 2013, ενώ παράλληλα δημιουργήθηκαν νέες μέσα στο 2015 (βλ. Διάγραμμα VI.3).

Στον Προϋπολογισμό 2016 γίνεται αναφορά στη συνέχιση της προσπάθειας εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ με στόχο τη σημαντική μείωσή τους έως το τέλος του 2016, υπό την προϋπόθεση της ομαλής χρη-

ματοδότησης στο πλαίσιο του νέου προγράμματος. Συγκεκριμένα προβλέπεται η τακτοποίηση υποχρεώσεων παρελθόντων ετών φορέων της ΓΚ από την ειδική πίστωση ύψους 700 εκατ. ευρώ το 2015 και 5.500 εκατ. ευρώ το 2016. Εντούτοις, το 2015 δεν πραγματοποιήθηκε η εν λόγω δαπάνη.

### Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Το αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) το 2015 βελτιώθηκε οριακά έναντι του 2014, λόγω κυρίως της συγκράτησης των δαπανών του ΚΠ, των αυξημένων εσόδων του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), καθώς και των ιδιαιτέρως μειωμένων επιστροφών φόρων. Αντίθετα, τα έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) (προ μείωσης επιστροφών) παρουσίασαν μείωση, αν και ενισχύθηκαν μέσα στο έτος από έκτακτες ενδοκυβερνητικές μεταφορές από λοιπούς φορείς της ΓΚ. Έναντι του ετήσιου στόχου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2016 το αποτέλεσμα του ΚΠ το 2015 παρουσίασε απόκλιση. Εντούτοις, η απόκλιση αυτή οφείλεται αποκλειστικά στη μη είσπραξη των προϋπολογισμένων εσόδων ANFA και SMP.<sup>17</sup> Αντίθετα, η πορεία των φορολογικών εσόδων και των εσόδων του ΠΔΕ ήταν καλύτερη της εκτιμώμενης. Μεγαλύτερη της εκτιμώμενης ήταν επίσης και η συγκράτηση των επιστροφών φόρων, καθώς και των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ. Οι δαπάνες για τόκους και οι δαπάνες του ΠΔΕ εκτελέστηκαν κανονικά στο πλαίσιο του Προϋπολογισμού τους (βλ. Πίνακα VI.2).

### Έσοδα Τακτικού Προϋπολογισμού

Το 2015 τα έσοδα του ΤΠ (προ μείωσης επιστροφών<sup>18</sup>) μειώθηκαν κατά 1,0% έναντι του 2014, εξέλιξη που υποδηλώνει απόκλιση κατά περίπου 2,5 δισεκ. ευρώ έναντι του αναθεωρημένου ετήσιου στόχου (για αύξηση 3,5%) που περιλαμβανόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2015<sup>19</sup> (βλ. Πίνακα VI.3). Η υστέρηση αυτή μετατρέπεται σε υπέρβαση του στόχου κατά 1,1 δισεκ. ευρώ αν από το στόχο αφαιρεθούν έσοδα ύψους 3,6 δισεκ.

ευρώ από ANFA και SMP, αφού δεν υπήρξε σχετική απόφαση.<sup>20</sup> Σημειώνεται ότι τα έσοδα ενισχύθηκαν σημαντικά από τους φόρους εισοδήματος, τον Ενιαίο Φόρο Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ), τον ΦΠΑ, τις αυξημένες εισροές κοινοτικών κονδυλίων και από την είσπραξη έκτακτων εσόδων ύψους 1 δισεκ. ευρώ περίπου τους μήνες Μάρτιο και Απρίλιο.

Τα έσοδα από την άμεση φορολογία παρουσίασαν μείωση κατά 3,5% σε σχέση με το 2014 και σημαντική υπέρβαση έναντι του αναθεωρημένου ετήσιου στόχου, καθώς όλες σχεδόν οι κατηγορίες των άμεσων φόρων υπερέβησαν τον ετήσιο στόχο. Οι άμεσοι φόροι ενισχύθηκαν σημαντικά από τις αποδόσεις των μέτρων των νόμων 4321/2015<sup>21</sup>, 4334/2015<sup>22</sup> και 4336/2015<sup>23</sup>. Ειδικότερα:

- Τα έσοδα από τη φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων παρουσίασαν μείωση (-0,4%) σε σχέση με το 2014. Παρά το μειωμένο ρυθμό μεταβολής, οι φόροι εισοδήματος υπερέβησαν τον ετήσιο στόχο. Η υπέρβαση αυτή οφείλεται στην πολύ καλή απόδοση του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων, λόγω της αυξημένης παρακράτησης και της αυξημένης προκαταβολής φόρου εισοδήματος για τους αγρότες. Κατά τους δύο τελευταίους μήνες του έτους οι φόροι εισοδήματος ενισχύθηκαν και από την αύξηση της προκαταβολής φόρου εισοδήματος στα νομικά πρόσωπα.
- Οι εισπράξεις από τους φόρους περιουσίας παρουσίασαν μείωση (-8,5%) σε σχέση με το 2014, καθώς το 2014 η εν λόγω κατηγορία είχε ενισχυθεί από την καταβολή των τελευταίων δόσεων του ΦΑΠ 2013 και του

<sup>17</sup> Βλ. και υποσημείωση 3.

<sup>18</sup> Συμπεριλαμβάνονται τα έσοδα αποκρατικοποιήσεων.

<sup>19</sup> Με την κατάθεση του Προϋπολογισμού 2016, οι ετήσιοι στόχοι για τα έσοδα του 2015 αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω κατά 3,6 δισεκ. ευρώ περίπου.

<sup>20</sup> Συγκεκριμένα, 1,9 δισεκ. ευρώ προέρχονται από τη μη είσπραξη των εσόδων από SMP του 2014 που είχαν μετατεθεί για το 2015 και 1,7 δισεκ. ευρώ από έσοδα ANFA και SMP του 2015.

<sup>21</sup> Περιλαμβάνει το μέτρο της ρύθμισης των 100 δόσεων, η απόδοση του οποίου καταχωρείται σε διάφορες κατηγορίες εσόδων. Βλ. Φορολογικό παράρτημα.

<sup>22</sup> Βλ. Φορολογικό παράρτημα.

<sup>23</sup> Βλ. Φορολογικό παράρτημα.

### Πίνακας VI.3 Έσοδα τακτικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	2012	2013	2014	2015*	Ποσοστιαίες μεταβολές		
					2013/2012	2014/2013	2015*/2014
<b>I. Άμεσοι φόροι</b>	<b>21.096</b>	<b>20.058</b>	<b>20.465</b>	<b>19.758</b>	<b>-4,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-3,5</b>
1. Φόρος εισοδήματος	13.311	11.488	12.207	12.093	-13,7	6,3	-0,9
– Φυσικών προσώπων	9.968	7.971	7.849	7.817	-20,0	-1,5	-0,4
– Νομικών προσώπων	1.715	1.681	2.655	2.895	-2,0	57,9	9,0
– Ειδικές κατηγορίες φόρων εισοδήματος	1.628	1.837	1.703	1.381	12,8	-7,3	-18,9
2. Φόροι περιουσίας	2.857	2.991	3.474	3.180	4,7	16,1	-8,5
3. Άμεσοι φόροι παρελθόντων οικονομικών ετών	1.812	2.826	1.928	1.700	56,0	-31,8	-11,8
4. Έκτακτοι και λοιποί άμεσοι φόροι	3.116	2.752	2.855	2.785	-11,7	3,7	-2,5
<b>II. Έμμεσοι φόροι</b>	<b>26.082</b>	<b>24.556</b>	<b>23.776</b>	<b>23.773</b>	<b>-5,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,0</b>
1. Δασμοί και ειδικές εισφορές εισαγωγών-εξαγωγών	154	146	166	175	-5,2	13,7	5,4
2. Φόροι κατανάλωσης στα εισαγόμενα	1.433	1.378	1.509	1.608	-3,8	9,5	6,6
– ΦΠΑ	1.380	1.322	1.426	1.497	-4,2	7,9	5,0
– Τέλη ταξινόμησης αυτοκινήτων	44	45	72	92	2,3	60,0	27,8
3. Φόροι κατανάλωσης εγχωρίων	23.147	21.469	20.808	20.781	-7,2	-3,1	-0,1
– ΦΠΑ	13.575	12.533	12.192	12.131	-7,7	-2,7	-0,5
– Καύσιμα	4.464	4.228	4.113	4.175	-5,3	-2,7	1,5
– Καπνά	2.707	2.503	2.419	2.373	-7,5	-3,4	-1,9
– Τέλη κυκλοφορίας	1.305	1.183	1.119	1.123	-9,3	-5,4	0,4
– Ειδικά τέλη και εισφορές αυτοκινήτων	36	35	30	37	-2,8	-14,3	23,3
– Λοιποί	1.059	987	935	942	-6,8	-5,3	0,7
4. Φόροι συναλλαγών	733	819	615	623	11,7	-24,9	1,3
– Μεταβίβαση κεφαλαίων	387	503	277	310	30,0	-44,9	11,9
– Τέλη χαρτοσήμου	342	313	327	310	-8,5	4,5	-5,2
5. Λοιποί έμμεσοι φόροι	614	744	678	586	21,2	-8,9	-13,6
<b>III. Σύνολο φορολογικών εσόδων</b>	<b>47.178</b>	<b>44.614</b>	<b>44.240</b>	<b>43.531</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>
<b>IV. Μη φορολογικά έσοδα<sup>1</sup></b>	<b>4.318</b>	<b>6.904</b>	<b>5.780</b>	<b>5.980</b>	<b>59,9</b>	<b>-16,3</b>	<b>3,5</b>
– Μεταφορά αποδόσεων από τη διακράτηση ομολόγων του Ε.Δ. στα χαρτοφυλάκια των ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος (ANFA και SMP)	303	2.715	580	291	-	-	-
<b>V. Σύνολο εσόδων τακτικού προϋπολογισμού</b>	<b>51.497</b>	<b>51.519</b>	<b>50.020</b>	<b>49.510</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,0</b>

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

\* Προσωρινά στοιχεία.

<sup>1</sup> Συμπεριλαμβάνονται τα έσοδα αποκρατικοποιήσεων.

τέλους της ΔΕΗ του 2013 (Έκτακτο Ειδικό Τέλος Ακινήτων – ΕΕΤΑ). Εντούτοις, οι εισπράξεις από τους φόρους περιουσίας σημείωσαν υπέρβαση έναντι του ετήσιου στόχου, λόγω της ικανοποιητικής πορείας των εισπράξεων του ΕΝΦΙΑ του 2015.<sup>24</sup> Επιπλέον, οι εισπράξεις αυτές ενισχύθηκαν

από τις ρυθμίσεις ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο, καθώς και από την είσπραξη του ΕΕΤΑ του 2013 για όσους δεν

<sup>24</sup> Σημειώνεται ότι, λόγω της καθυστερημένης βεβαίωσης και πληρωμής της πρώτης δόσης του ΕΝΦΙΑ του 2015, η καταβολή του θα ολοκληρωθεί το πρώτο δίμηνο του 2015, καθώς το 2015 εισπράχθηκαν μόνο οι τρεις από τις πέντε δόσεις.

είχαν καταβάλει το τέλος αυτό μέσω των λογαριασμών της ΔΕΗ.

- Οι άμεσοι φόροι παρελθόντων οικονομικών ετών παρουσίασαν μείωση (-11,8%) έναντι του 2014, καθώς το 2014 η εν λόγω κατηγορία είχε ενισχυθεί από την καταβολή των τελευταίων δόσεων των ΦΑΠ 2011-12. Εντούτοις καταγράφεται μικρή υπέρβαση σε σχέση με τον ετήσιο στόχο.
- Οι λοιποί άμεσοι φόροι παρουσίασαν μείωση (-2,5%), σημείωσαν όμως υπέρβαση έναντι του ετήσιου στόχου. Τα έσοδα της συγκεκριμένης κατηγορίας ενισχύθηκαν από τις αυξημένες εισπράξεις από την ειδική εισφορά αλληλεγγύης στα φυσικά πρόσωπα λόγω του αναπροσδιορισμού (αυξητικά) της κλίμακας για την εισφορά αλληλεγγύης για τα μικτά εισοδήματα άνω των 30.000 ευρώ. Επιπλέον, αυξημένες εμφανίστηκαν οι εισπράξεις από το τέλος επιτηδεύματος, λόγω της καθυστερημένης βεβαίωσης και εισπράξης εντός του 2015 του τέλους επιτηδεύματος έτους 2013 των νομικών προσώπων. Τέλος, οι λοιποί άμεσοι φόροι ενισχύθηκαν από την αναδρομική αύξηση και τη διεύρυνση της βάσης του φόρου πολυτελούς διαβίωσης.

Οι εισπράξεις από την έμμεση φορολογία παρουσίασαν μηδενική μεταβολή σε σχέση με το 2014, υπερέβησαν όμως το στόχο, κυρίως λόγω της καλής απόδοσης του ΦΠΑ και του Ειδικού Φόρου Κατανάλωσης (ΕΦΚ) καυσίμων. Αναλυτικότερα:

- Οι συνολικές εισπράξεις από τον ΦΠΑ (εισαγομένων και εγχωρίων) κατέγραψαν οριακή αύξηση (+0,1%) σε σχέση με το 2014 και υπέρβαση σε σχέση με τον ετήσιο στόχο, αντανakλώντας την αναμόρφωση του κώδικα ΦΠΑ το μήνα Ιούλιο. Μεγάλη μείωση σημείωσε ο ΦΠΑ στα πετρελαιοειδή, λόγω της μείωσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου.
- Ελαφρώς αυξημένα (+1,5%) σε σχέση με το 2014 ήταν τα έσοδα από τη φορολογία υγρών καυσίμων, λόγω της αυξημένης κατανάλωσης.

- Τα τέλη κυκλοφορίας σημείωσαν μικρή αύξηση (+0,4%), λόγω της αναδιαμόρφωσης των τελών του 2015, ενώ σημαντική αύξηση (+27,8%) σημειώθηκε στις εισπράξεις από τα τέλη ταξινόμησης αυτοκινήτων, λόγω της ανάκαμψης της ζήτησης αυτοκινήτων.

Τα μη φορολογικά έσοδα παρουσίασαν σημαντική αύξηση 3,5% σε σχέση με το 2014. Η υστέρηση κατά 3,3 δισεκ. ευρώ περίπου έναντι του ετήσιου στόχου προέρχεται από τη μη εισπράξη εσόδων από ΑΝΦΑ και SMP ύψους 3,6 δισεκ. ευρώ περίπου, αφού δεν υπήρξε σχετική απόφαση. Η εν λόγω κατηγορία έχει ενισχυθεί από έκτακτες εισπράξεις ύψους πάνω από 1 δισεκ. ευρώ τους μήνες Μάρτιο και Απρίλιο, συμπεριλαμβανομένου ποσού ύψους 555,6 εκατ. ευρώ που μεταφέρθηκε από το ΤΧΣ στον ΤΠ. Επίσης περιλαμβάνεται επιστροφή ποσού που είχε δοθεί σε φορείς της ΓΚ για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δεν είχε διατεθεί, καθώς και ποσό από την εισπράξη φόρων με ταυτότητα οφειλής.<sup>25</sup> Επιπλέον, συμπεριλαμβάνονται 1,17 δισεκ. ευρώ από το πρόγραμμα ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών και 254 εκατ. ευρώ από έσοδα αποκρατικοποιήσεων.

Τέλος, το 2015 οι επιστροφές φόρων ήταν ιδιαίτερα μειωμένες (-13,3%), σημειώνοντας μεγάλη απόκλιση από τον ετήσιο στόχο και ενισχύοντας τα καθαρά (μετά μείωσης επιστροφών) έσοδα του ΤΠ (βλ. Πίνακα VI.2).

#### Δαπάνες Τακτικού Προϋπολογισμού

Μετά τη συνεχή μείωσή τους τα τρία προηγούμενα έτη, οι δαπάνες του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) παρουσίασαν οριακή αύξηση το 2015 (0,2%), μικρότερη όμως της εκτιμώμενης στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2016 (1,6%) (βλ. Πίνακα VI.4). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μεγαλύτερη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών

<sup>25</sup> Ορισμένες κατηγορίες φορολογικών εσόδων καταχωρούνται προσωρινά σε μη φορολογικό κωδικό εσόδου και στη συνέχεια, μετά από έλεγχο των ΔΟΥ, καταχωρούνται στις κατηγορίες φορολογικών εσόδων στις οποίες αντιστοιχούν.

**Πίνακας VI.4 Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού και προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων**

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία				Ποσοστιαίες μεταβολές			
	2013	2014	2015*	2016	2014/13	2015*/14	2016/15*	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(6=2:1)	(7=3:2)	(8=4:2)	
<b>I. Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού</b>	<b>51.806</b>	<b>48.471</b>	<b>49.264</b>	<b>48.544</b>	<b>-6,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,2</b>	
1. Αποδοχές και συντάξεις	18.422	18.479	18.804	18.740	0,3	1,8	1,4	
<i>εκ των οποίων:</i> μισθοί	12.572	12.386	12.462	12.392	-1,5	0,6	0,0	
<i>συντάξεις</i>	5.850	6.093	6.342	6.348	4,2	4,1	4,2	
2. Ασφάλιση και περιθώρια	15.922	14.421	14.495	14.388	-9,4	0,5	-0,2	
<i>εκ των οποίων:</i> επιχορηγήσεις ασφαλιστικών ταμείων	12.740	11.100	11.558	11.106	-12,9	4,1	4,1	
<i>δαπάνες κάλυψης ελλειμμάτων νοσοκομείων και εξοφλήσης παλαιών οφειλών τους</i>	1.654	1.450	1.324	1.289	-12,3	-8,7	-11,1	
<i>κοινωνική προστασία</i>	1.462	1.813	1.553	1.486	24,0	-14,3	-18,0	
<i>Λειτουργικές και λοιπές δαπάνες</i>	6.337	5.733	5.707	5.383	-9,5	-0,5	-6,1	
<i>εκ των οποίων:</i> καταναλωτικές δαπάνες και δαπάνες υπό κατανομή	1.732	1.746	1.900	1.510	0,8	8,8	-13,5	
4. Αποδίδεμοι φόροι	3.549	3.295	2.792	2.787	-7,2	-15,3	-15,4	
5. Αποθεματικό	0	0	126	0	1.000			
6. Τόκοι	6.044	5.569	5.830	5.800	-7,9	4,7	4,1	
7. Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας	529	345	590	565	-34,8	71,0	63,8	
8. Καταπτώσεις εγγυήσεων (φορέων εντός γενικής κυβέρνησης)	514	442	660	655	-14,0	49,3	48,2	
9. Καταπτώσεις εγγυήσεων (φορέων εκτός γενικής κυβέρνησης)	365	145	60	48	-152	-58,6	-66,9	
10. Προμήθεια εγκατεστησών δανείων στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (EFSF)	127	42	200	178	-66,9	376,2	323,8	
<b>II. Δαπάνες προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων</b>	<b>6.650</b>	<b>6.592</b>	<b>6.400</b>	<b>6.406</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,8</b>	
1. Εκτέλεση έργων	1.696	1.701	...	...	...	...	...	
2. Επιχορηγήσεις	4.882	4.784	...	...	...	...	...	
3. Λειτουργικές δαπάνες	72	107	...	...	...	...	...	
<b>III. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II)</b>	<b>58.456</b>	<b>55.063</b>	<b>55.664</b>	<b>54.951</b>	<b>-5,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	
Προσγενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (III-16)	52.412	49.494	49.834	49.153	-5,6	0,7	-0,7	
Προσγενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού (I+II+I3+I4+I5)	44.227	41.928	41.924	41.298	-5,2	0,0	-1,5	
Χρεολύσια	12.755	24.818	16.130	27.154	94,6	-35,0	9,4	

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

\* Προσωρινά στοιχεία.

του ΤΠ, ενώ οι δαπάνες για τόκους κινήθηκαν στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου τους.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, η εξέλιξη των κυριότερων κατηγοριών των δαπανών του ΤΠ έχει ως εξής:

- Οι δαπάνες για αποδοχές και συντάξεις παρουσίασαν αύξηση (1,4%) έναντι του 2014, μικρότερη όμως από τον ετήσιο στόχο (1,8%), που οφείλεται στην αύξηση των δαπανών για συντάξεις (4,2%) λόγω της αύξησης του αριθμού των συνταξιούχων, ενώ οι δαπάνες για μισθούς παρέμειναν σταθερές έναντι στόχου για αύξηση 0,6%. Οι δαπάνες της κατηγορίας αυτής ενσωματώνουν την πρώτη δόση αναδρομικών αποδοχών των στελεχών των Ενόπλων Δυνάμεων και των Σωμάτων Ασφαλείας, εν ενεργεία και συνταξιούχων, τη δαπάνη λόγω της βαθμολογικής ωρίμανσης των μισθοδοτούμενων με ειδικά μισθολόγια, καθώς και λόγω της επαναφοράς υπαλλήλων που είχαν τεθεί σε διαθεσιμότητα.
- Οι δαπάνες για ασφάλιση και περίθαλψη μειώθηκαν οριακά έναντι του 2014 (-0,2%), έναντι στόχου για μικρή αύξηση (0,5%). Οι δαπάνες για επιχορηγήσεις ασφαλιστικών ταμείων αυξήθηκαν (4,1%) ύστερα από τη συνεχή μείωσή τους κατά τα τρία προηγούμενα έτη και διαμορφώθηκαν στο ύψος του ετήσιου στόχου, λόγω κυρίως αυξημένων επιχορηγήσεων προς τον ΟΓΑ και τον ΟΑΕΔ, καθώς και αυξημένης καταβολής ΕΚΑΣ. Αντίθετα, οι δαπάνες για κάλυψη ελλειμμάτων νοσοκομείων και για την εξόφληση παλαιών οφειλών τους, όπως και οι δαπάνες για κοινωνική προστασία, μειώθηκαν περισσότερο από τις αντίστοιχες εκτιμήσεις στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋ-

πολογισμού 2016. Σημειώνεται ότι οι δαπάνες για κοινωνική προστασία ενσωματώνουν την έκτακτη οικονομική ενίσχυση για την αντιμετώπιση της ανθρωπιστικής κρίσης που δόθηκε το 2015, ύψους 108 εκατ. ευρώ, ενώ η μείωσή τους αντανάκλα τη μη καταβολή του κοινωνικού μερίσματος ύψους 506 εκατ. ευρώ που είχε δοθεί το 2014.

- Οι λειτουργικές και λοιπές δαπάνες παρουσίασαν επίσης μείωση έναντι του 2014 (-6,1%), σημαντικά όμως μεγαλύτερη του ετήσιου στόχου τους (-0,5%), λόγω της μεγάλης μείωσης των καταναλωτικών δαπανών και των δαπανών υπό κατανομή (-13,5%), έναντι στόχου για αύξηση (8,8%), παρότι ενσωματώνουν τις δαπάνες των δύο εκλογικών αναμετρήσεων και του δημοψηφίσματος (συνολικού ύψους 115 εκατ. ευρώ).
- Οι δαπάνες για αποδιδόμενους πόρους μειώθηκαν έναντι του 2014 (-15,4%) σύμφωνα με τον ετήσιο στόχο τους.
- Τέλος, οι δαπάνες για τόκους αυξήθηκαν το 2015 έναντι του 2014 (4,1%) και διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου τους.

#### Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων

Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) βελτιώθηκε το 2015 έναντι του 2014, καθώς και έναντι του ετήσιου στόχου. Τα έσοδα αυξήθηκαν κατά 2,4% έναντι του 2014, υπερβαίνοντας κατά περίπου 360 εκατ. ευρώ τον ετήσιο στόχο στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2016, ενώ οι δαπάνες, μετά τη μεγάλη συγκράτησή τους στη διάρκεια του έτους, διαμορφώθηκαν τελικά στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου, μειωμένες κατά 2,8% έναντι του 2014 (βλ. Πίνακα VI.2).

#### Πλαίσιο VI.2

##### Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ

Η ανάγκη ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας σε περιβάλλον ύφεσης καθιστά επίκαιρη τη συζήτηση γύρω από τη συμβολή των δημόσιων επενδύσεων στην οικονομική μεγέθυνση.

Οι δημόσιες επενδύσεις μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, ιδιαίτερα στην τρέχουσα ευρωπαϊκή συγκυρία που χαρακτηρίζεται από υποτονική συνολική ενεργό ζήτηση και από χαμηλά επίπεδα επιτοκίων δανεισμού, κυρίως λόγω της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Πολλοί διεθνείς οργανισμοί επισημαίνουν τη σημασία των δημόσιων επενδύσεων για την ανάκαμψη της οικονομίας, τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και την πλευρά της προσφοράς.<sup>1</sup> Καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση των δημόσιων επενδύσεων θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά το ΑΕΠ και την απασχόληση, ιδιαίτερα στην περίπτωση που οι ιδιωτικές επενδύσεις επίσης αποθαρρύνονται.<sup>2</sup>

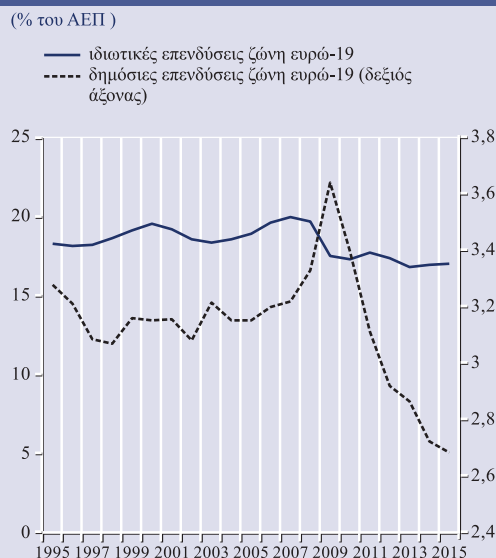
Ύστερα από μια περίοδο σταθεροποίησης την προηγούμενη δεκαετία, οι δημόσιες επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ των 19 αυξήθηκαν στην αρχή της κρίσης, ενώ στη συνέχεια παρουσίασαν σημαντική μείωση. Οι ιδιωτικές επενδύσεις μειώθηκαν αρχικά, ενώ μετά σταθεροποιήθηκαν σε χαμηλότερα επίπεδα (βλ. Διάγραμμα Α).

Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων (crowding in) και μείωση της ανεργίας, με θετικές επιδράσεις στην αύξηση του ΑΕΠ.<sup>3</sup> Αντίστοιχα ευρήματα παρουσιάζονται και σε μελέτη της ΕΚΤ για την Αυστρία, τη Γερμανία, τη Δανία, τη Φιλανδία, την Ελλάδα, την Πορτογαλία, την Ισπανία και τη Σουηδία.<sup>4</sup>

Εντούτοις, στην ΕΕ το Δημοσιονομικό Σύμφωνο (Fiscal Compact)<sup>5</sup> απαιτεί από τα κράτη-μέλη να επιτυγχάνουν ισοσκελισμένους ή πλεονασματικούς διαρθρωτικούς προϋπολογισμούς (structural budget). Ως εκ τούτου, επιπλέον χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων θα πρέπει να λάβει χώρα είτε μέσω της αύξησης των εσόδων είτε μέσω της εξοικονόμησης των λοιπών δημόσιων δαπανών, με αρνητικές όμως πολλαπλασιαστικές συνέπειες στο ΑΕΠ και στις δύο περιπτώσεις.

Το πρόβλημα γίνεται ακόμη πιο έντονο για τις χώρες που βρίσκονται σε πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής (όπως η Ελλάδα), αφού, για να ανταποκριθούν στις δημοσιονομικές τους υποχρεώσεις και να επιτύχουν τους δημοσιονομικούς στόχους, χρησιμοποιούν τις δημόσιες επενδύσεις ως εργαλείο βραχυχρόνιας πολιτικής δημοσιονομικής σταθεροποίησης, σε αντίθεση με

**Διάγραμμα Α Ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου (ζώνη του ευρώ)**



Πηγή: AMECO.

1 Βλ. π.χ. IMF, "Making Public Investment More Efficient", June 2015.

2 Leeper, E.M., T.B. Walker and S.S. Yang (2010), "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, 57, 1000-12.

3 Βλ. Abiad, A., D. Furceri and P. Topalova (2015), "The Macroeconomic Effect of Public investment: Evidence from Advanced Economies", IMF Working Paper 15/95.

4 Βλ. Afonso, A. and M. St. Aubyn (2008), "Macroeconomic rates of return of public and private investment crowding in and crowding out effects", ECB Working Paper 864, February.

5 Συνθήκη για τη σταθερότητα, το συντονισμό και τη διαζυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, Μάρτιος 2012.



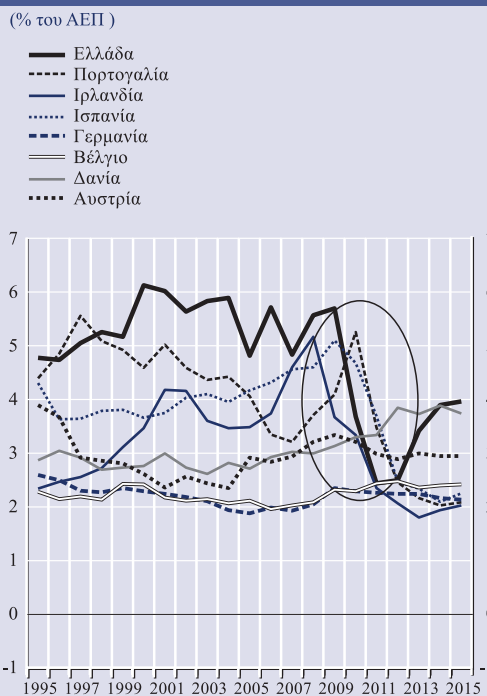
άλλες χώρες (Γερμανία, Αυστρία, Βέλγιο και Δανία) που διατηρούν σταθερές τις δημόσιες επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Β).

Αξίζει να επισημανθεί ότι στην περίπτωση της Ελλάδος η έμφαση της δημοσιονομικής προσαρμογής έχει δοθεί κυρίως στο σκέλος των φορολογικών εσόδων, με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν περιθώρια χρηματοδότησης επιπλέον δημόσιων επενδύσεων μέσω περαιτέρω φορολογικής επιβάρυνσης, η οποία άλλωστε επηρεάζει αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα, και συνεπώς αναδεικνύεται η σημασία της αναζήτησης άλλων πηγών χρηματοδότησης των δημόσιων επενδύσεων. Τέτοιες πηγές θα μπορούσαν να είναι τα έσοδα από επιπλέον αποκρατικοποιήσεις και η καλύτερη αξιοποίηση της δημόσιας ακίνητης περιουσίας μέσα από διάφορες μορφές, όπως π.χ. οι συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ).

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ, στην Ελλάδα η φορολογική επιβάρυνση των εισοδημάτων από εργασία ξεπερνά το μέσο όρο των χωρών-μελών του Οργανισμού. Συνεπώς, η χρηματοδότηση των δημόσιων επενδύσεων με περαιτέρω φορολόγηση της εργασίας θα δημιουργήσει στρεβλώσεις στην αγορά εργασίας, με αρνητικές βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στο ΑΕΠ (εξαιτίας του αρνητικού πολλαπλασιαστή), που αναιρούν τις θετικές μακροπρόθεσμες επιδράσεις από την αύξηση των επενδύσεων. Εκτιμήσεις δείχνουν ότι η χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ μέσω αύξησης στη φορολογία της απασχόλησης συνεπάγεται συρρίκνωση του ΑΕΠ κατά 3,68 μονάδες βραχυπρόθεσμα.<sup>6</sup> Μακροπρόθεσμα, ο πολλαπλασιαστής εκτιμάται σε 2,25.

Επίσης σημαντικά, όσον αφορά το μέγεθος της επίδρασης στην οικονομική δραστηριότητα, είναι και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των δημόσιων επενδύσεων, από την άποψη της συμβολής τους στην οικονομική μεγέθυνση. Στην περίπτωση δημόσιων επενδύσεων χαμηλής ποιότητας, υπάρχουν ενδείξεις για αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία μακροπρόθεσμα. Για την περίοδο 1983-2008 και για ένα σύνολο χωρών, οι Bom and Lighthart<sup>7</sup> αναδεικνύουν τη σημασία του ποιοτικού χαρακτήρα των δημόσιων επενδύσεων. Ειδικότερα, υποστηρίζουν ότι η απόδοση των δημόσιων επενδύσεων, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, διπλασιάζεται εάν αυτές αφορούν συγκεκριμένες ποιοτικές επενδύσεις (core public capital), σε έργα υποδομής, όπως αεροδρόμια, σιδηροδρόμους κ.λπ., που θα δημιουργήσουν νέες θέσεις απασχόλησης και θα προσελκύσουν ιδιωτικές επενδύσεις, ενισχύοντας εκ νέου την οικονομική δραστηριότητα.

**Διάγραμμα Β Ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου γενικής κυβέρνησης**



Πηγή: AMECO.

6 Bom, P.R.D and J.E. Lighthart (2014), "Public infrastructure investment, output dynamics, and balance budget fiscal rules", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 40, 334-54.

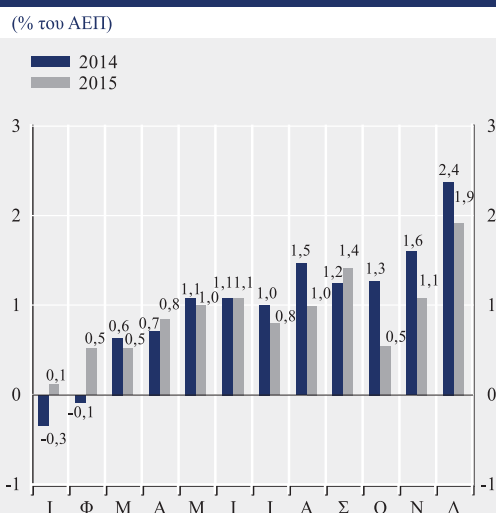
7 Bom, P.R.D and J.E. Lighthart (2014), "What Have We Learned from Three Decades of Research on the Productivity of Public Capital?", *Journal of Economic Surveys*, 28(5), 889-916.

Τέλος, για τη βέλτιστη προσδοκώμενη επίδραση των δημόσιων επενδύσεων στο ΑΕΠ, καθοριστική σημασία έχει η σωστή διαχείριση των προγραμμάτων δημόσιων επενδύσεων με θεσμούς που διασφαλίζουν μέσα από διαφανείς μηχανισμούς/διαδικασίες το σωστό προγραμματισμό και συντονισμό των εμπλεκόμενων κυβερνητικών φορέων και την κατανομή της δαπάνης σε παραγωγικούς τομείς, με υγιείς προϋπολογισμούς πολυετούς ορίζοντα που εγγυώνται ταυτόχρονα την επαρκή χρηματοδότηση των έργων και την προστασία των επενδύσεων.

Συμπερασματικά, η συμβολή των ποιοτικών δημόσιων επενδύσεων στην οικονομική μεγέθυνση, τόσο άμεσα<sup>8</sup> όσο και μέσω της προσέλκυσης ιδιωτικών επενδύσεων, είναι πολύ σημαντική. Ως εκ τούτου, η ενίσχυση και η επιτάχυνσή τους θα πρέπει να αποτελέσει ένα από τα σημεία έμφασης της οικονομικής πολιτικής. Η σημασία τους στην ανάκαμψη της οικονομίας αναγνωρίζεται και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τη δημιουργία μέσα στο 2015 του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων (European Fund for Strategic Investments) που στοχεύει στην υποστήριξη μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων προγραμμάτων ανάπτυξης υποδομών και επενδύσεων. Οι περιορισμοί όμως που απορρέουν από τις δημοσιονομικές υποχρεώσεις των κρατών-μελών της ΕΕ δυσχεραίνουν τη χρηματοδότηση των εν λόγω επενδύσεων. Έτσι αναδεικνύεται η σημασία αφενός της σωστής διαχείρισης των προγραμμάτων δημόσιων επενδύσεων και αφετέρου της αναζήτησης κατάλληλων πηγών χρηματοδότησης. Τα έσοδα από επιπλέον αποκρατικοποιήσεις και η αποτελεσματικότερη αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας θα μπορούσαν να αποτελέσουν τέτοιες πηγές.

8 Οι Bom and Lighthart (βλ. προηγούμενη υποσημείωση), χρησιμοποιώντας “meta regression” ανάλυση για ένα δείγμα 578 εκτιμήσεων από 68 μελέτες για την περίοδο 1983-2008, εκτιμούν την εισοδηματική ελαστικότητα των δημόσιων επενδύσεων σε 0,083 σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, η οποία μακροπρόθεσμα αυξάνεται στο 0,122. Για την Ελλάδα, την ίδια περίοδο, η ελαστικότητα εκτιμάται στο 0,205.

**Διάγραμμα VI.4 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση (Ιανουάριος 2014-Δεκέμβριος 2015)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Τα “μηνιαία” στοιχεία είναι το σωρευτικό ποσοστό από την αρχή του έτους. Διευκρινίζεται ότι δεν περιλαμβάνεται το αποτέλεσμα του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

### Οι εξελίξεις του Κρατικού Προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

Το 2015 το ταμειακό αποτέλεσμα (δανειακές ανάγκες) του ΚΠ<sup>26</sup> παρουσίασε βελτίωση έναντι του 2014 κατά 0,5% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 1,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,4% του ΑΕΠ το 2014 (βλ. Πίνακα VI.5 και Διάγραμμα VI.4). Αντίστοιχα, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε βελτίωση κατά 0,7% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,5% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 0,8% του ΑΕΠ το 2014. Η βελτίωση αυτή προκύπτει τόσο από τον ΤΠ όσο και από τον ΠΔΕ.

Η χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του κρατικού προϋπολογισμού και η αποπληρωμή χρεολυσίων έγινε με: α) δανεισμό από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (16 δισεκ. ευρώ), β) επανεκδόσεις εντόκων γραμματίων (συνολικού ύψους έως περίπου 15

<sup>26</sup> Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού ΟΠΕΚΕΠΕ.

## Πίνακας VI.5 Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση<sup>1,2</sup>

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία				
	2011	2012	2013	2014	2015*
<b>Κρατικός προϋπολογισμός</b>	<b>23.144</b>	<b>10.697</b>	<b>12.794</b>	<b>4.209</b>	<b>3.359</b>
% του ΑΕΠ	11,1	5,6	7,1	2,4	1,9
– Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	20.462 <sup>4</sup>	8.503 <sup>5</sup>	10.785 <sup>6</sup>	2.343 <sup>7</sup>	1.788 <sup>8</sup>
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.682	2.194	2.009	1.866	1.571

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 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα: α) από ΑΤΕ, ύψους 675 εκατ. ευρώ λόγω εξαγοράς προνομιούχων μετοχών της από το Ε.Δ. και β) από ΤΠ&Δ, ύψους 250 εκατ. ευρώ λόγω μείωσης του αποθεματικού του. Αντίθετα περιλαμβάνονται έσοδα από αποκρατικοποιήσεις ύψους 1.536 εκατ. ευρώ. Δεν περιλαμβάνεται δαπάνη: α) για κάλυψη από το Ε.Δ. οφειλών των νοσοκομείων παρελθόντων ετών (επανεκδόση ομολ. δανείου) ύψους 4.011 εκατ. ευρώ βάσει του άρθρου 27 του Ν. 3867/2010 καθώς οι εν λόγω οφειλές επιβαρύνουν το χρέος του 2011, β) για κάλυψη από το Ε.Δ. υποχρεώσεων του ΕΛΓΑ (έκδοση ομολ. δανείου) ύψους 350 εκατ. ευρώ αφού πρόκειται για αντικατάσταση προηγούμενου δανείου με όμοιους όρους και γ) δαπάνη για κάλυψη οφειλών του Ε.Δ. προς τους απολυμένους της Ολυμπιακής (έκδοση ομολ. δανείου) ύψους 140,2 εκατ. ευρώ. Επίσης δεν περιλαμβάνεται δαπάνη ύψους 1.551,8 εκατ. ευρώ από τη συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, εκ των οποίων ποσό ύψους 1.434,5 εκατ. ευρώ αφορά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ, καθώς και το προϊόν ομολογιακού δανείου (επανεκδόση) ύψους 1.380 εκατ. ευρώ που διατέθηκε για την αγορά από το Ε.Δ. προνομιούχων μετοχών της ΕΤΕ και της Τράπεζας Πειραιώς.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 303 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA και β) 10,6 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνεται δαπάνη: α) για τόκους ύψους 4.751 εκατ. ευρώ για τα ομόλογα που συμμετείχαν στο PSI, καθώς και τόκους ύψους 519 εκατ. ευρώ λόγω της επαναγοράς χρέους, που καταβλήθηκαν με τη μορφή βραχυπρόθεσμων τίτλων του EFSF, β) για κάλυψη από το Ε.Δ. οφειλών προς την Ισραηλιτική Κοινότητα Θεσ/κης (με έκδοση ομολ. δανείου) ύψους 9,9 εκατ. ευρώ και γ) για συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 73 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (ΟΔΙΕ ΑΕ, ΕΛΒΟ ΑΕ, Ελληνικά Αμυντικά Συστήματα ΑΕ κ.ά.). Περιλαμβάνεται δαπάνη 901,3 εκατ. ευρώ που αφορά τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 682 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA 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 ΕθνΚΤ 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.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 518 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 480 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 1.310 εκατ. ευρώ που προέρχονται από αποπληρωμή προνομιούχων μετοχών και δ) 443 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 62 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 51 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΟΣ ΑΕ, της 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.

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

δισεκ. ευρώ) και γ) σύναψη πράξεων πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς (repas) (βλ. Πίνακα VI.6).

Πιο αναλυτικά, εξαιτίας της περιορισμένης ρευστότητας του Δημοσίου κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015, λόγω της διακοπής χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος και της υστέρησης των φορολογικών εσόδων, παρατηρήθηκε επιπλέον άντληση των διαθεσίμων των φορέων της ΓΚ μέσω βραχυπρόθεσμου

δανεισμού. Ως εκ τούτου, ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) προέβη επανειλημμένα σε σύναψη πράξεων πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς (repas) με το “Κοινό Κεφάλαιο ΝΠΔΔ και ΑΦ”, του οποίου η διαχείριση έχει ανατεθεί στην Τράπεζα της Ελλάδος. Η ταμειακή διαχείριση διευκολύνθηκε τον Ιούλιο με την είσπραξη βραχυπρόθεσμου μεταβατικού δανείου (bridge loan) ύψους 7,2 δισεκ. ευρώ που χορηγήθηκε από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό

## Πίνακας VI.6 Πηγές κάλυψης ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	2012		2013		2014		2015*	
	Ποσά	Ποσο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Ποσο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Ποσο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Ποσο- στιαία συμμε- τοχή
Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου <sup>1</sup>	-8.365 <sup>4</sup>	-78,2	-11.799	-92,2	-9.632	-228,8	-6.348	-189,0
Μεταβολή λογαριασμών κεντρικής κυβέρνησης στο πιστωτικό σύστημα <sup>2</sup>	-2.895	-27,1	3.415	26,7	9.621	228,6	1.756	52,3
Εξωτερικός δανεισμός <sup>3</sup>	-1.071	-10,0	-3.600	-28,1	-7.483	-177,8	-8.049	-239,6
Δανεισμός από το Μηχανισμό Στήριξης	23.028	215,3	24.778	193,7	11.703	278,0	16.000	476,3
– από ΕΕ	21.397		18.100		8.300		16.000	
– από ΔΝΤ	1.631		6.678		3.403		0	
<b>Σύνολο</b>	<b>10.697</b>	<b>100,0</b>	<b>12.794</b>	<b>100,0</b>	<b>4.209</b>	<b>100,0</b>	<b>3.359</b>	<b>100,0</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Περιλαμβάνονται τα έντοκα γραμμάτια, οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι και τα ομόλογα του Δημοσίου που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό, καθώς και τα προμήτογα.

2 Περιλαμβάνονται οι μεταβολές των λογαριασμών της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ δεν περιλαμβάνεται η μεταβολή του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

3 Περιλαμβάνονται οι εκδόσεις τίτλων και η σύναψη δανείων στο εξωτερικό (σε οποιοδήποτε νόμισμα). Δεν περιλαμβάνεται η διακράτηση τίτλων από κατοίκους του εξωτερικού που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό της χώρας.

4 Δεν περιλαμβάνεται η έκδοση ομολόγων για την εξόφληση από το Ε.Δ. οφειλών προς την Ισραηλιτική Κοινότητα Θεσ/κης, ύψους 9,9 εκατ. ευρώ.

σμό Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (EFSM). Μετά τη σύναψη του νέου προγράμματος χρηματοδότησης εισπράχθηκε δόση ύψους 13,1 δισεκ. ευρώ από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) τον Αύγουστο (από την οποία αποπληρώθηκε το μεταβατικό δάνειο προς τον EFSM), 2 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο και 1 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο.

### Χρέος Γενικής Κυβέρνησης

Στον Προϋπολογισμό του 2016 εκτιμάται ότι το δημόσιο χρέος το 2015 θα μειωθεί σε 316.503 εκατ. ευρώ, από 317.117 εκατ. ευρώ το 2014 (βλ. Πίνακα VI.7). Εντούτοις, ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί σε 180,2% από 178,6% το 2014, εξαιτίας της μείωσης του ονομαστικού ΑΕΠ.<sup>27</sup>

Η εκτίμηση για το χρέος του 2015 περιλαμβάνει την επιστροφή των ομολόγων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ύψους 10,9 δισεκ. ευρώ ή περίπου 6,0% του ΑΕΠ<sup>28</sup> από το ΤΧΣ που δεν είχαν χρησιμοποιηθεί για την ανακεφαλαιο-

ποίηση των τραπεζών. Επίσης συνυπολογίζεται ποσό ύψους 10 δισεκ. ευρώ, που αφορά την εκτίμηση του κόστους της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και 700 εκατ. ευρώ για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών. Στις υποθέσεις της πρόβλεψης περιλαμβάνεται και η είσπραξη εσόδων από ANFA και SMP, ύψους 3,9 δισεκ. ευρώ.<sup>29</sup>

Καθώς η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών ολοκληρώθηκε με συνολική επιβάρυνση 5,4 δισεκ. ευρώ,<sup>30</sup> η εκτίμηση του Προϋπολογισμού εμφανίζεται υπερεκτιμημένη κατά 4,6 δισεκ. ευρώ ή 2,6% του ΑΕΠ. Εντούτοις, η υπερεκτίμηση του κόστους ανακεφαλαιοποίησης αντισταθμίζεται κατά το μεγαλύτερο μέρος από τη μη είσπραξη εσόδων από ANFA και SMP.

<sup>27</sup> Βάσει των διαθέσιμων στοιχείων κατά ESA, το χρέος της ΓΚ στο τέλος του γ' τριμήνου του 2015 διαμορφώθηκε σε 301.908 εκατ. ευρώ (ή 171,9% του ΑΕΠ).

<sup>28</sup> Το ποσό αυτό αφορά τίτλους EFSF που περιλαμβάνονταν στο πακέτο των 48 δισεκ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και δεν χρησιμοποιήθηκαν τελικά.

<sup>29</sup> Βλ. υποσημείωση 3.

<sup>30</sup> Βλ. Κεφάλαιο VII.

## Πίνακας VI.7 Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup>

(εκατ. ευρώ)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	6.268	12.765	12.179	14.650	18.897	14.971	14.529
– τίτλοι	5.496	10.820	9.121	11.844	16.516	11.993	13.169
– δάνεια	772	1.945	3.058	2.806	2.381	2.978	1.360
Μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	257.626	286.760	317.107	340.484	285.020	305.688	299.999
– τίτλοι	219.953	251.953	253.434	239.832	76.927	67.212	57.678
– δάνεια	37.673	34.807	63.673	100.652	208.093	238.476	242.321
Κέρματα και καταθέσεις	728	1.477	1.005	820	774	819	995
<b>Σύνολο</b>	<b>264.659</b>	<b>300.876</b>	<b>330.372</b>	<b>356.003</b>	<b>304.814</b>	<b>319.215</b>	<b>317.117</b>
<b>% του ΑΕΠ</b>	<b>109,4</b>	<b>126,7</b>	<b>146,2</b>	<b>172,0</b>	<b>159,4</b>	<b>177,0</b>	<b>178,6</b>
– χρέος σε ευρώ	263.026	299.616	324.359	346.818	294.827	305.965	303.282
εκ του οποίου:							
– προς την Τράπεζα της Ελλάδος	(7.168)	(6.706)	(6.110)	(5.665)	(5.193)	(4.721)	(4.259)
– προς το Μηχανισμό Στήριξης			(27.121)	(65.379)	(174.557)	(199.915)	(204.472)
– χρέος σε νομίσματα εκτός ευρώ <sup>2</sup>	1.633	1.260	6.013	9.185	9.987	13.250	13.835
εκ του οποίου: προς το Μηχανισμό Στήριξης			(4.704)	(7.831)	(8.541)	(13.237)	(13.453)

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

1 Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

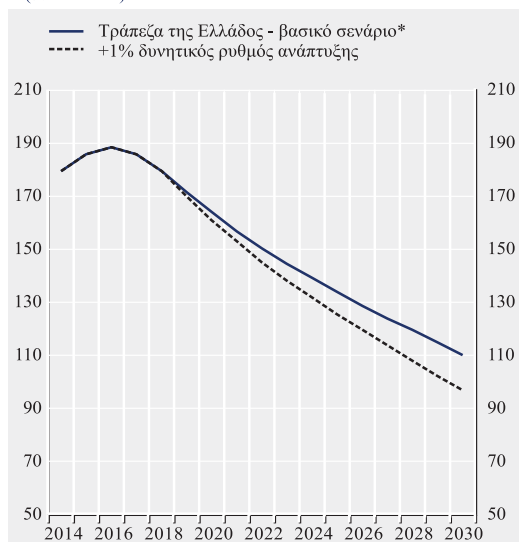
2 Αποτίμηση με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 31.12 εκάστου έτους.

Η διαφορά μεταξύ επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ επιβαρύνει κατά 5,9 ποσοστιαίες μονάδες το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ, υπερβαίνοντας τη μειωτική συμβολή του πρωτογενούς αποτελέσματος, καθώς και της προσαρμογής ελλείμματος-χρέους (βλ. Πίνακα VI.8). Η επιβάρυνση προκύπτει εξ ολοκλήρου από τη συνεχιζόμενη συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ, η οποία αντισταθμίζει την οριακή μείωση του έμμεσου ονομαστικού επιτοκίου.

Η διαφορά μεταξύ επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ αποτελεί τον κύριο επιβαρυντικό παράγοντα στη διάρκεια της περιόδου 2009-2015, συμβάλλοντας σωρευτικά κατά 85,6 ποσοστιαίες μονάδες στην αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Συγκριτικά, η επιβάρυνση από τα πρωτογενή αποτελέσματα την ίδια περίοδο ανέρχεται σε 29,5 ποσοστιαίες μονάδες. Η συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ έχει συμβάλει καθοριστικά, εξουδετερώνοντας τη θετική επίδραση από τη θεαματική μείωση του έμμεσου ονομαστικού επιτοκίου από 4,5% το 2009 σε 2,2% το 2015.

## Διάγραμμα VI.5 Η επίδραση στην εξέλιξη του δημόσιου χρέους από μια αύξηση του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης κατά 1%

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος για την τριετία 2015-2017 ακολουθεί τις προβολές του Ευρωσυστήματος και υποθέτει πρωτογενή αποτελέσματα όπως προβλέπονται στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Από το 2018 και έπειτα ισχύουν οι υποθέσεις του βασικού σεναρίου των θεσμών, το οποίο περιλαμβάνει δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης 1,75%.

## Πίνακας VI.8 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ<sup>1</sup>

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	107,3	103,5	103,1	109,4	126,7	146,2	172,0	159,4	177,0	178,6	180,2
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	4,6	-3,8	-0,5	6,3	17,3	19,5	25,8	-12,5	17,5	1,6	1,6
- Επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	1,5	1,5	2,2	5,4	10,1	5,4	3,0	3,7	8,4	-0,4	-0,7
- Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	1,8	-4,8	-2,1	0,9	7,1	12,3	20,7	19,3	13,6	6,8	5,9
- Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους <sup>2</sup>	1,3	-0,6	-0,6	0,1	0,1	1,8	2,1	-35,6	-4,5	-4,8	-3,5

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενική Διεύθυνση Οικονομικής Πολιτικής, "Hellas: Macroeconomic Aggregates".

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

$$\left( \frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left( \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου  $D_t$  = χρέος γενικής κυβέρνησης

$PB_t$  = πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα (+) ή πλεόνασμα (-))

$Y_t$  = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές

$g_t$  = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ

$i_t$  = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου

$SF_t$  = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους

2 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

Η αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ εξαρτάται καιρία από τη συνεχιζόμενη εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών και την προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προκειμένου να επισπευστεί η επιστροφή της οικονομικής δραστηριότητας σε διατηρήσιμο θετικό ρυθμό ανάπτυξης. Υπό την προϋπόθεση τήρησης των δημοσιονομικών στόχων που προβλέπονται στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, μια μόνιμη αύξηση στο δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης κατά 1% έναντι των μακροοικονομικών εκτιμήσεων που περιλαμβάνονται στο βασικό σενάριο του προγράμματος, εκτιμάται ότι οδηγεί σε μείωση του δημόσιου χρέους κατά περίπου 13 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έως το 2030 (βλ. Διάγραμμα VI.5).<sup>31</sup>

### 3 ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016

Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2016 ενσωματώνει τα δημοσιονομικά μέτρα που περιλαμβάνονται στη νέα Σύμβαση Χρη-

ματοδοτικής Διευκόλυνσης του Αυγούστου και αναθεωρεί αντίστοιχα τους δημοσιονομικούς στόχους για το 2015 και εφεξής.

Συγκεκριμένα, για το 2016 το έλλειμμα της ΓΚ (κατά ESA 2010) προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,1% του ΑΕΠ, από 3,2% του ΑΕΠ το 2015. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ με βάση τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης προβλέπεται να φθάσει το στόχο του νέου προγράμματος, 0,53% του ΑΕΠ, έναντι εκτίμησης για έλλειμμα 0,20% του ΑΕΠ το 2015.

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις στηρίζονται στην πρόβλεψη για ύφεση της ελληνικής οικονομίας το 2016, με αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ (-0,7%), που αποδίδεται κυρίως στις προβλέψεις για μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης (-0,7%), της δημόσιας κατανάλωσης (-1,0%), του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (-3,7%) και της

<sup>31</sup> Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, βλ. Ειδικό θέμα V.2, Νομισματική Πολιτική - Ενδιάμεση Έκθεση 2015.

απασχόλησης (-0,4%). Η βελτίωση στο ισοζύγιο της ΓΚ προβλέπεται να προέλθει κατά κύριο λόγο από τη βελτίωση στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα του ΚΠ και τη βελτίωση στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα των Λοιπών Νομικών Προσώπων, ενώ παράλληλα τόσο οι ΟΤΑ όσο και οι ΟΚΑ προβλέπεται να παρουσιάσουν – σε μικρότερο βαθμό – βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι του 2015.

Το βελτιωμένο αποτέλεσμα της ΓΚ το 2016 στηρίζεται σε δημοσιονομικές παρεμβάσεις σωρευτικής απόδοσης για το 2015-2016 ύψους περίπου 5,7 δισεκ. ευρώ ή 3,3% του ΑΕΠ, που θα έχουν ως συνέπεια την αύξηση των εσόδων του ΤΠ (εξαιρουμένων των εσόδων από ANFA και SMP<sup>32</sup>), τη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ, καθώς και το βελτιωμένο αποτέλεσμα των Λοιπών Νομικών Προσώπων, των ΟΤΑ και των ΟΚΑ. Οι παρεμβάσεις αφορούν ως επί το πλείστον το σκέλος των εσόδων του ΚΠ (βλ. Φορολογικό παράρτημα) και περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων την περικοπή των εξοπλιστικών δαπανών, καθώς και τη μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος.

Στον Προϋπολογισμό του 2016 έχουν επιπλέον ληφθεί υπόψη η εντατικοποίηση των διαδικασιών απορρόφησης των κονδυλίων ΠΔΕ, η εκτέλεση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, καθώς και η επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Όσον

αφορά τις αποκρατικοποιήσεις, προβλέπονται έσοδα ύψους 2 δισεκ. ευρώ μέσα στο 2016, που αφορούν κυρίως την παραχώρηση δικαιώματος εκμετάλλευσης περιφερειακών αεροδρομίων της χώρας. Τέλος, γίνεται αναφορά στην πρόθεση για σημαντική μείωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου προς τους προμηθευτές των φορέων της ΓΚ έως το τέλος του 2016, καθώς και για εντατικοποίηση της αποπληρωμής των εκκρεμών επιστροφών φόρων προς τους δικαιούχους. Προβλέπεται η εξόφληση ποσού ύψους 5,5 δισεκ. ευρώ μέσα στο 2016.

Όσον αφορά το χρέος της ΓΚ, προβλέπεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2016 και να διαμορφωθεί σε 327.603 εκατ. ευρώ ή 187,8% του ΑΕΠ. Η πρόβλεψη αυτή προϋποθέτει την κάλυψη του ταμειακού ελλείμματος του Προϋπολογισμού, τη χρηματοδότηση της εξόφλησης ληξιπρόθεσμων οφειλών και την αύξηση των διαθεσίμων κατά 3,4 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον περιλαμβάνεται η είσπραξη των εσόδων από ANFA και SMP, καθώς και η αξιοποίηση του συνολικού ποσού των 10 δισεκ. ευρώ που ήταν διαθέσιμα για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών το 2015.

<sup>32</sup> Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2016 περιλαμβάνει την είσπραξη εσόδων από ANFA και SMP ύψους 3.882 εκατ. ευρώ για το 2015 και 1.691 εκατ. ευρώ για το 2016, που όμως υπόκειται σε αβεβαιότητα. Τα έσοδα αυτά δεν περιλαμβάνονται στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Βλ. και υποσημείωση 3.

### Πλαίσιο VI.3

#### ΟΙ ΑΝΑΔΙΑΝΕΜΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2010-2015

Η δημοσιονομική προσπάθεια που κατέβαλε η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια είναι αδιαμφισβήτητα μεγάλη. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, από έλλειμμα 10,1% του ΑΕΠ το 2009, μεταστράφηκε σε πλεόνασμα 0,4% του ΑΕΠ το 2014. Η προσαρμογή κρίνεται ακόμη πιο εντυπωσιακή με βάση το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, το οποίο την περίοδο 2009-2014 παρουσίασε βελτίωση της τάξεως των 16 ποσοστιαίων μονάδων του δυνητικού ΑΕΠ. Πώς όμως αποτυπώνεται το κόστος της δημοσιονομικής προσαρμογής στην εισοδηματική κατανομή; Πώς επηρέασαν τα μέτρα που εφαρμόστηκαν τη φτώχεια και την ανισότητα; Ποια μέτρα είχαν τη μεγαλύτερη επίδραση; Ποιες πληθυσμιακές ομά-

δες επλήγησαν περισσότερο; Τα ερωτήματα αυτά προσεγγίζονται χρησιμοποιώντας ως εργαλείο ανάλυσης το EUROMOD, το οποίο είναι ένα διακρατικό υπόδειγμα μικροπροσομοίωσης φόρων και παροχών.<sup>1</sup>

### Παρουσίαση του υποδείγματος μικροπροσομοίωσης φόρων και παροχών

Η τεχνική της μικροπροσομοίωσης επιτρέπει την άμεση παρακολούθηση των αλλαγών στην εισοδηματική κατανομή και την απόδοσή τους σε συγκεκριμένες μεταβολές στην κυβερνητική πολιτική ή και τη συσχέτισή τους με αλλαγές στην οικονομία. Το EUROMOD είναι ένα ερευνητικό εργαλείο που χρησιμοποιείται από την ακαδημαϊκή κοινότητα και από διεθνείς οργανισμούς οι οποίοι χαράσσουν ή αξιολογούν τη δημοσιονομική πολιτική (π.χ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΔΝΤ, ΟΟΣΑ).<sup>2</sup>

Το επίκεντρο της παρούσας ανάλυσης είναι η διερεύνηση των άμεσων επιδράσεων των δημοσιονομικών μέτρων της περιόδου 2010-2015 στα εισοδήματα των νοικοκυριών. Συνεπώς, τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται δεν συμπεριλαμβάνουν αλλαγές στη συμπεριφορά που μπορεί να προκύψουν από την εφαρμογή δημοσιονομικών μέτρων (π.χ. στην κατανάλωση ή στην αγορά εργασίας).<sup>3</sup> Τα στοιχεία για τα εισοδήματα σε ονομαστικές τιμές που χρησιμοποιούνται προέρχονται από την Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC) 2012. Καθώς η περίοδος αναφοράς εισοδήματος της EU-SILC 2012 είναι το έτος 2011, τα εισοδήματα αναπροσαρμόζονται στα ονομαστικά επίπεδα των ετών 2010-15.<sup>4</sup> Δημιουργείται δηλαδή μια τεχνητή εισοδηματική κατανομή, η οποία μπορεί να μην απεικονίζει πλήρως τις πραγματικές μεταβολές. Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάλυση συμπεριλαμβάνει εκτιμήσεις για τη φοροδιαφυγή που αφορούν τη φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων.<sup>5</sup> Τέλος, η ανάλυση δεν λαμβάνει υπόψη τις παροχές σε είδος (π.χ. υγεία, εκπαίδευση, δωρεάν σίτιση) ούτε προσομοιώνει τους κανόνες έμμεσης φορολογίας.<sup>6</sup>

### Αποτελέσματα

Όπως προαναφέρθηκε, εστιάζουμε στα άμεσα αποτελέσματα που έχουν, *ceteris paribus*, οι μεταβολές στις κυβερνητικές πολιτικές ετησίως στο διαθέσιμο εισόδημα (first-order effects) και δεν

1 Το EUROMOD συνδυάζει πληροφορίες που αντλούνται από εισοδηματικές έρευνες με τους ισχύοντες, ανά κράτος, κανόνες για τους φόρους και παροχές και προσομοιώνει τις φορολογικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών και τα δικαιώματά τους σε κοινωνικές παροχές. Κατά αυτόν τον τρόπο παράγει τη μεταβολή, σε μικροοικονομικό επίπεδο, του εισοδήματος κάθε νοικοκυριού όπως προκύπτει μετά από αλλαγές πολιτικών (βλ. Sutherland, S. and F. Figari (2013), "EUROMOD: the European Union tax-benefit microsimulation model," *International Journal of Microsimulation*, 1 (6, 4-26). Η τεχνική της μικροπροσομοίωσης επιτρέπει την ανάλυση των αναδιανεμητικών επιδράσεων των δημοσιονομικών μέτρων μέχρι και την περίοδο για την οποία έχει γίνει η καταγραφή αυτών, παρέχοντας έτσι ένα χρονικό προβάδισμα σε σχέση με την αντίστοιχη ανάλυση με βάση εισοδηματικές έρευνες η οποία θα μπορούσε να εκπονηθεί με χρονική υστέρηση δύο ή τριών ετών, όταν δηλαδή θα είχε ολοκληρωθεί η επεξεργασία των μικροδεδομένων για τα εισοδήματα της υπό εξέταση περιόδου.

2 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <https://www.euromod.ac.uk/research/impact>.

3 Η παρούσα προσέγγιση υποθέτει μηδενική επίδραση της δημοσιονομικής προσαρμογής στο ΑΕΠ (βλ. Leventi, C. and M. Matsaganis (2016), Technical background paper).

4 Το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών κάθε έτους υπολογίζεται συνδυαστικά, λαμβάνοντας υπόψη αφενός μεν εισοδήματα που δεν προσομοιώνονται, όπως π.χ. εισόδημα από εργασία, αφετέρου δε επιδόματα που προσομοιώνονται, όπως π.χ. τα επιδόματα αναπηρίας (βλ. Jara, X.H. and C. Leventi, (2014), "Baseline results from the EU27 EUROMOD (2009-2013)", EUROMOD Working Paper EM18/14, Colchester: ISER, University of Essex). Τα εισοδήματα που δεν προσομοιώνονται προσαρμόζονται στα ονομαστικά επίπεδα του εκάστοτε έτους χρησιμοποιώντας δείκτες που προκύπτουν από διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία.

5 Συγκεκριμένα υποθέτει ότι ανά πηγή εισοδήματος το ποσοστό του εισοδήματος που δεν φορολογείται (αφορολόγητα εισοδήματα και απόκρυψη εισοδήματος) είναι 5%, 35% και 80% για τα εισοδήματα από μισθούς, από αυτοαπασχόληση και από γεωργικές εργασίες αντίστοιχα (βλ. Leventi C., M. Matsaganis and M. Flevotomou (2013), "Distributional implications of tax evasion and the crisis in Greece", EUROMOD Working Paper EM17/13, Colchester: ISER, University of Essex).

6 Σημειώνεται ότι (α) η προσομοίωση μη χρηματικών κρατικών παροχών (βλ. Paulus, A., H. Sutherland and P. Tsakloglou (2010), "The Distributional Impact of In-Kind Public Benefits in European Countries", *Journal of Policy Analysis and Management*, 29, 243-266) και (β) η ενσωμάτωση της προσομοίωσης των κανόνων έμμεσης φορολογίας (βλ. Décoster, A., R. Ochmann and K. Spiritus (2013), "Integrating VAT into EUROMOD. Documentation and results for Germany", EUROMOD Working Paper EM 20/13, December, και A. Décoster, R. Ochmann and K. Spiritus (2014), "Integrating VAT into EUROMOD. Documentation and results for Belgium", EUROMOD Working Paper EM 12/14, June) είναι μεθοδολογικές βελτιώσεις που αναπτύσσονται αυτή τη στιγμή για το υπόδειγμα EUROMOD.



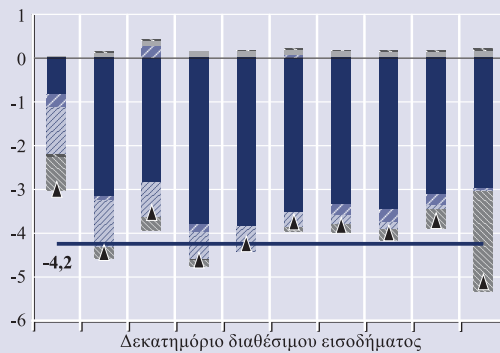
## Η επίδραση των δημοσιονομικών μέτρων στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών

(ποσοστό % μεταβολής)

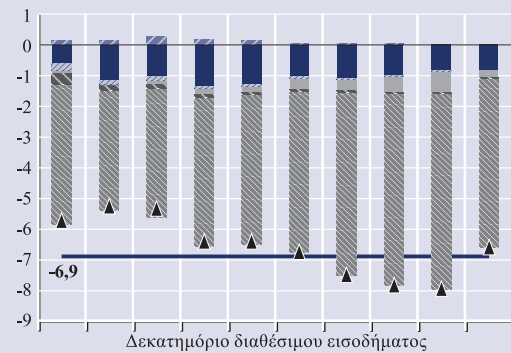
συντάξεις  
 εισφορές μισθωτών  
 επιδόματα με εισοδηματικά κριτήρια  
 εισφορές αυτοαπασχολούμενων

επιδόματα άνευ εισοδηματικών κριτηρίων  
 άμεσοι φόροι  
 διαθέσιμο εισόδημα, σύνολο  
 διαθέσιμο εισόδημα

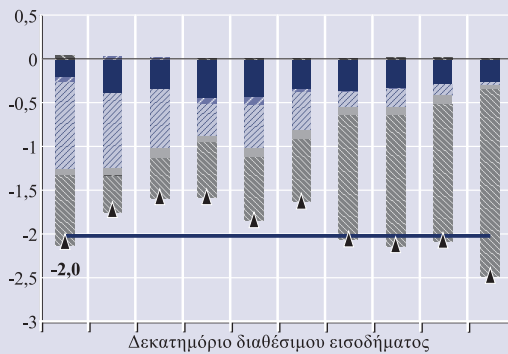
**A. 2010**



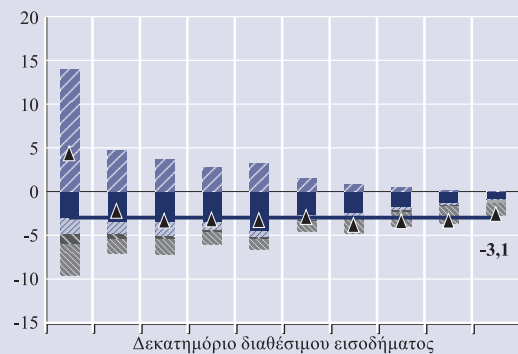
**B. 2011**



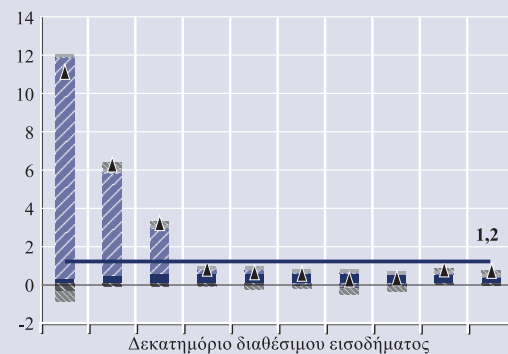
**Γ. 2012**



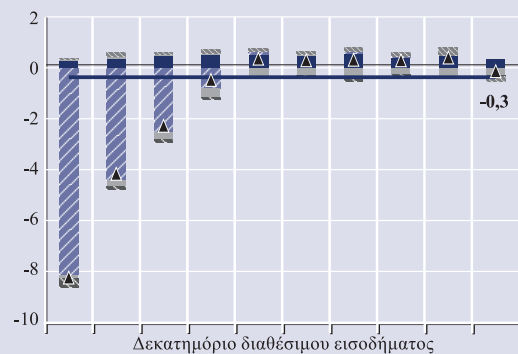
**Δ. 2013**



**E. 2014**



**ΣΤ. 2015**



Πηγή: Εκτιμήσεις με βάση το υπόδειγμα μικροπροσομοίωσης EUROMOD (έκδοση G2.75+).

Σημειώσεις:

1. Το (ισοδύναμο) διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών υπολογίζεται χρησιμοποιώντας την κλίμακα ισοδυναμίας του ΟΟΣΑ, βάσει της οποίας ο αρχηγός του νοικοκυριού λαμβάνει συντελεστή στάθμισης 1, τα άλλα ενήλικα μέλη 0,5 και τα παιδιά κάτω των 14 ετών 0,3. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη τόσο οι οικονομίες κλίμακας στην κατανάλωση των νοικοκυριών όσο και η σύνθεση του νοικοκυριού και οι διαφορετικές ανάγκες ενηλίκων και παιδιών.
2. Η μεταβολή που προκύπτει από την εφαρμογή των μέτρων κάθε έτους υπολογίζεται σε σχέση με το σύστημα φόρων-παροχών του προηγούμενου έτους, για σταθερά όμως εισοδήματα (προ φορολογίας και κοινωνικών μεταβιβάσεων), επίπεδα απασχόλησης και χαρακτηριστικά νοικοκυριών.

εξετάζουμε δευτερογενή αποτελέσματα που είχαν τα μέτρα, μέσω της μείωσης της συνολικής ζήτησης, στο διαθέσιμο εισόδημα. Δηλαδή, για σταθερά αρχικά εισοδήματα και χαρακτηριστικά των νοικοκυριών, συγκρίνεται η επίπτωση στο διαθέσιμο εισόδημα των δημοσιονομικών πολιτικών που εφαρμόζονται την περίοδο  $t$  έναντι αυτών της περιόδου  $t-1$ .<sup>7</sup>

Οι ετήσιες δημοσιονομικές παρεμβάσεις που έχουν ενσωματωθεί στο υπόδειγμα, ταξινομημένες σε έξι βασικές κατηγορίες,<sup>8</sup> καθώς και η συμβολή τους στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (συνολικά και ανά εισοδηματικό δεκατημόριο) παρουσιάζονται στα Διαγράμματα Α έως ΣΤ. Ακολουθεί μια σύντομη αναφορά, ανά έτος, στα δημοσιονομικά μέτρα με τη μεγαλύτερη συμβολή στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών.

Το 2010 τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν (βλ. Διάγραμμα Α): α) οι περικοπές στις συντάξεις (κατάργηση της 13ης και 14ης σύνταξης<sup>9</sup>), οι οποίες επηρέασαν όλο το φάσμα της κατανομής, και β) μέτρα άμεσης φορολογίας, όπως η επιβολή πιο προοδευτικής φορολογικής κλίμακας, η θεσμοθέτηση της εισφοράς αλληλεγγύης και της εισφοράς αλληλεγγύης συνταξιούχων καθώς και της έκτακτης εισφοράς σε εισοδήματα άνω των 100.000 ευρώ, που επιβάρυναν κατά κύριο λόγο το ανώτατο εισοδηματικό δεκατημόριο. Η μόνη μη προοδευτική φορολογική πολιτική ήταν η θεσμοθέτηση του τέλους επιτηδεύματος (300 ευρώ ετησίως) για τους αυτοαπασχολούμενους και ελεύθερους επαγγελματίες, η οποία παρουσιάζεται να πλήττει ιδιαίτερα το κατώτατο εισοδηματικό δεκατημόριο.

Το 2011 τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν (βλ. Διάγραμμα Β<sup>10</sup>): α) τα μέτρα άμεσης φορολογίας, όπως η εισαγωγή του Έκτακτου Ειδικού Τέλους Ηλεκτροδοτούμενων Δομημένων Επιφανειών (ΕΕΤΗΔΕ), η αύξηση του τέλους επιτηδεύματος, η αύξηση της εισφοράς αλληλεγγύης συνταξιούχων, η επιπλέον εισφορά αλληλεγγύης συνταξιούχων και η εισφορά συνταξιούχων στις επικουρικές συντάξεις – σωρευτικά, τα μέτρα αυτά επιβάρυναν περισσότερο το άνω μέρος της εισοδηματικής κατανομής<sup>11</sup> και β) η αύξηση των εισφορών για ανεργία, που είχε προοδευτικό αντίκτυπο για τους μισθωτούς εν αντιθέσει με τους αυτοαπασχολούμενους, εκ των οποίων επλήγησαν κυρίως τα χαμηλότερα εισοδήματα.

7 Συγκεκριμένα, οι επιδράσεις των μέτρων μέχρι το 2011 κρίνονται με βάση χαρακτηριστικά των νοικοκυριών και τα εισοδήματά τους κατά το τρέχον έτος, ενώ από το 2012 και μετά με βάση τα αντίστοιχα χαρακτηριστικά του προηγούμενου έτους. Επίσης, σημειώνεται ότι γίνεται τιμαριθμική προσαρμογή όσων παραμέτρων του φορολογικού συστήματος και του συστήματος κοινωνικών παροχών εκφράζονται σε ονομαστικούς όρους (π.χ. εισοδηματικά κλίμακα της φορολογίας εισοδήματος, τα ποσά των επιδομάτων) βάσει του ετήσιου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ).

8 Οι έξι κατηγορίες είναι: (α) οι συντάξεις, (β) τα επιδόματα που χορηγούνται με εισοδηματικά κριτήρια, (γ) τα επιδόματα που χορηγούνται άνευ εισοδηματικών κριτηρίων, (δ) οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης μισθωτών (περιλαμβάνουν και τις εισφορές συνταξιούχων για υγειονομική περίθαλψη), (ε) οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης αυτοαπασχολούμενων και (στ) οι άμεσοι φόροι. Σημειώνεται ότι στους άμεσους φόρους περιλαμβάνονται και οι φόροι ακίνητης περιουσίας, οι εισφορές αλληλεγγύης (συμπεριλαμβανομένων των συνταξιούχων) και το τέλος επιτηδεύματος για τους ελεύθερους επαγγελματίες.

9 Η 13η και 14η σύνταξη αντικαταστάθηκαν από τα δώρα Πάσχα και Χριστουγέννων, συνολικού ύψους 800 ευρώ ετησίως, τα οποία χορηγήθηκαν με εισοδηματικά κριτήρια.

10 Σημειώνεται ότι η μείωση που φαίνεται να προέρχεται από τις συντάξεις στο Διάγραμμα Β είναι αποτέλεσμα της τιμαριθμικής προσαρμογής που έγινε στο πλαίσιο της παρούσας ανάλυσης, καθώς στην πραγματικότητα οι συντάξεις δεν μειώθηκαν σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η ίδια λογική ισχύει και για την ερμηνεία των μεταβολών που προκύπτουν από τις συντάξεις στα Διαγράμματα Γ, Ε και ΣΤ.

11 Με εξαίρεση την αύξηση του τέλους επιτηδεύματος για τους αυτοαπασχολούμενους και τους ελεύθερους επαγγελματίες (βλ. και αναφορά στα μέτρα του 2010) και το ΕΕΤΗΔΕ, το οποίο είχε αντίστροφα προοδευτική επίδραση. Το τελευταίο εύρημα είναι ενιαίο στο σε δύο πηγές σφάλματος. Πρώτον, έγιναν εξ ανάγκης κάποιες απλουστευτικές υποθέσεις στην προσομοίωση του ΕΕΤΗΔΕ (βλ. Leventi, C. and M. Matsaganis (2013), "Distributional Implications of the Crisis in Greece in 2009-2012", EUROMOD Working Paper EM 14/13, August). Δεύτερον, καθώς τα στοιχεία της EU-SILC παρέχουν πληροφορίες για ιδιοκτησία κύριας κατοικίας μόνο, το ΕΕΤΗΔΕ έχει υπολογιστεί μόνο για αυτή και όχι για πιθανή δεύτερη κατοικία. Ως εκ τούτου, συνιστάται η συντηρητική ερμηνεία του ευρήματος για αντίστροφα προοδευτική επίδραση του. Αξίζει πάντως να σημειωθεί ότι το συγκεκριμένο εύρημα συνάδει με τα ευρήματα των Γιαννίτση και Ζωγραφάκη (βλ. T. Giannitsis and S. Zografakis (2015), "Greece: Solidarity and Adjustment in Times of Crisis", [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_study\\_38\\_2015.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_38_2015.pdf), Πίνακας 5.2, σελ. 70).

Το 2012 τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν (βλ. Διάγραμμα Γ): α) οι αυξήσεις στη φορολογία εισοδήματος (εκ νέου αύξηση του τέλους επιτηδεύματος, φόροι σε συντάξεις άνω των 1.000 ευρώ, επιπλέον εισφορά συνταξιούχων σε επικουρικές συντάξεις), οι οποίες πλήττουν όλη την εισοδηματική κατανομή, κυρίως δε το άνω τμήμα της, και β) η μείωση στο εισόδημα από επιδόματα, κυρίως στο κάτω μέρος της κατανομής, που εξηγείται από τη μείωση του τακτικού επιδόματος ανεργίας κατά 22% (από 454.25 ευρώ σε 360 ευρώ μηνιαίως).

Το 2013 τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν (βλ. Διάγραμμα Δ): α) οι χαμηλότερες συντάξεις λόγω κατάργησης των δώρων Χριστουγέννων και Πάσχα για τις κύριες συντάξεις και κατάργησης της 13ης και 14ης πληρωμής της σύνταξης ανασφάλιστων υπερελίκων του ΟΓΑ και αλλαγή στα ηλικά κριτήρια απονομής της, β) τα φορολογικά μέτρα, αν και σε μικρότερο βαθμό,<sup>12</sup> όπως ο νέος φορολογικός κώδικας, ο οποίος, σε σχέση με το παλαιό καθεστώς, φαίνεται να ευνόησε τα πλουσιότερα στρώματα του πληθυσμού, γ) τα επιδόματα που χορηγούνται με εισοδηματικά κριτήρια λόγω του ανασχεδιασμού των οικογενειακών επιδομάτων (θεσπίστηκε το ενιαίο επίδομα στήριξης τέκνων, ενώ το πολυτεχνικό επίδομα – μετονομασμένο σε ειδικό επίδομα σε τρίτεκνες και πολύτεκνες οικογένειες – ξεκίνησε να χορηγείται με εισοδηματικά κριτήρια, καταργήθηκαν το επίδομα τρίτου παιδιού, η εφάπαξ παροχή τοκετού και η ισόβια σύνταξη πολύτεκνης μητέρας) και της αύξησης του ανώτατου εισοδηματικού ορίου για την απονομή του επιδόματος ανεργίας μακροχρόνια ανέργων.

Το 2014 τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν (βλ. Διάγραμμα Ε): α) τα επιδόματα με εισοδηματικά κριτήρια (κυρίως από το 1ο έως και το 3ο δεκατημόριο) λόγω της απονομής του κοινωνικού μερίσματος<sup>13</sup> και της μεταβολής στη χορήγηση του επιδόματος μακροχρόνια ανέργων, το οποίο από το 2014 και μετά δικαιούνται μακροχρόνια άνεργοι ηλικίας 20-66 (από 45-65 ετών που ίσχυε)<sup>14</sup>, β) η κατάργηση των εισφορών ασφάλισης για τα οικογενειακά επιδόματα και γ) οι άμεσοι φόροι (οριακά αρνητική επίπτωση), λόγω της λιγότερο ευνοϊκής αντιμετώπισης των φορολογούμενων επιδομάτων.<sup>15</sup> Η επίπτωση του ΕΝΦΙΑ στο διαθέσιμο εισόδημα αποτυπώνεται μικρή και αντίστροφα προοδευτική.<sup>16</sup>

Το 2015 (βλ. Διάγραμμα ΣΤ) δεν έχουν συμπεριληφθεί τα μέτρα που προβλέπονται στο νομοσχέδιο για την ανθρωπιστική κρίση, καθώς στην πλειοψηφία τους αφορούν παροχές σε είδος.<sup>17</sup> Από τα μέτρα που περιλαμβάνονται, σημαντικότερα είναι α) τα επιδόματα που χορηγούνται με εισοδηματικά κριτήρια λόγω της αναστολής χορήγησης του κοινωνικού μερίσματος που χορηγήθηκε εκτάκτως το 2014 (μείωση στο διαθέσιμο εισόδημα των φτωχότερων νοικοκυριών), β) η αύξηση των εισφορών για υγειονομική περίθαλψη των συνταξιούχων (περιλαμβάνεται στις εισφορές μισθωτών) και γ) οι άμεσοι φόροι, λόγω της κατάργησης της ιδιαίτερης φορολογικής

12 Το 2013 επήλθε μεταξύ άλλων και οριζόντια περιοχή κατά 15% του ΕΕΤΗΔΕ, το οποίο μετονομάστηκε σε ΕΕΤΑ (Έκτακτο Ειδικό Τέλος Ακινήτων).

13 Συγκεκριμένα, το 2014 διανεμήθηκε συνολικό ποσό 450 εκατ. ευρώ από το πρωτογενές πλεόνασμα του προηγούμενου έτους για τη στήριξη των πολιτών και οικογενειών με χαμηλό συνολικό ετήσιο εισόδημα. Το κοινωνικό μερίσμα, που χορηγήθηκε εκτάκτως σε νοικοκυριά με ετήσιο εισόδημα χαμηλότερο των 7.050 ευρώ, διαμορφώθηκε, στο βασικό του επίπεδο, σε 500 ευρώ ετησίως. Το βασικό εισοδηματικό όριο και το ποσό του επιδόματος προσαυξανόταν ανάλογα με την οικογενειακή κατάσταση του δικαιούχου.

14 Σημειώνεται ότι παράλληλα μειώθηκε και το εισοδηματικό όριο από 12.000 ευρώ σε 10.000 ευρώ, εξέλιξη όμως που δεν ανέστρεψε την ευεργετική επίδραση στο διαθέσιμο εισόδημα που είχε η αλλαγή στα ηλικιακά όρια για τη χορήγηση του επιδόματος μακροχρόνια ανέργων.

15 Συγκεκριμένα, μειώθηκε (από 30.000 ευρώ σε 10.000 ευρώ) το ανώτατο όριο φορολογητέου εισοδήματος πάνω από το οποίο φορολογούνται και τα επιδόματα ανεργίας.

16 Για το συγκεκριμένο εύρημα ισχύουν οι περιορισμοί που αναλύονται για το ΕΕΤΗΔΕ στην υποσημείωση 11, καθώς και ο επιπλέον περιορισμός ότι η ΕΥ-SILC δεν περιέχει στοιχεία για ιδιοκτησία γης. Ως εκ τούτου συνιστάται η συντηρητική ερμηνεία του.

17 Από τα μέτρα για την αντιμετώπιση της ανθρωπιστικής κρίσης ωφελήθηκε σημαντικός αριθμός νοικοκυριών που διαβιών σε συνθήκες ακραίας φτώχειας. Για περισσότερες λεπτομέρειες ως προς τον αριθμό των δικαιούχων, βλ. Κεφάλαιο V.4.4, “Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια”.

μεταχείρισης των αγροτών και της κατάργησης του συμπληρωματικού φόρου στο εισόδημα από μισθώματα (μικρή θετική επίδραση).

Συνολικά, από τα Διαγράμματα Α έως ΣΤ φαίνεται ότι τα μέτρα των δύο πρώτων ετών δημοσιονομικής προσαρμογής (2010 και 2011) επέφεραν τη μεγαλύτερη μείωση στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών (κατά 4,2% και 6,9% αντίστοιχα). Η δημοσιονομική εξυγίανση των επόμενων δύο ετών, μετακυλιώντας σταδιακά το βάρος της προσαρμογής από τους φόρους στις περικοπές ή τον ανασχεδιασμό δαπανών επέφερε πιο ήπιες μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα (κατά 2,0% το 2012 και 3,1% το 2013). Μετά από τέσσερα συναπτά έτη μέτρων λιτότητας, το 2014 είναι το πρώτο έτος δημοσιονομικής χαλάρωσης και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αυξάνεται κατά 1,2%. Τα μέτρα του 2015 φαίνεται να επιφέρουν οριακή μείωση στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών (0,3%), αν και έχουν συμπεριληφθεί μερικώς, όπως προαναφέρθηκε.

Η επίπτωση των δημοσιονομικών μέτρων στους δείκτες ανισοκατανομής και φτώχειας παρουσιάζεται στους Πίνακες Α και Β αντίστοιχα.

Ως προς τις αναδιανεμητικές επιδράσεις τους, βάσει του Πίνακα Α, οι εξεταζόμενες δημοσιονομικές πολιτικές των πρώτων ετών (2010 και 2011), πλήττοντας κατά κύριο λόγο τα υψηλότερα εισοδήματα, φαίνεται να έχουν μικρό και θετικό άμεσο αντίκτυπο (first-order effect) στην ανισοκατανομή του εισοδήματος. Ειδικά το έτος 2010, πριν από την περαιτέρω στήριξη της δημοσιονομικής προσαρμογής σε μέτρα άμεσης φορολογίας, το αποτέλεσμα αυτό είναι πιο αισθητό βάσει του δείκτη S90/S10, ο οποίος συγκρίνει το εισόδημα που αντιστοιχεί στο πλουσιότερο σε σχέση με το φτωχότερο δεκατημόριο. Αντίστοιχα αισθητή στην ανισοκατανομή του εισοδήματος βάσει του ίδιου δείκτη γίνεται και η θετική επίδραση των κοινωνικών παροχών που ευεργέτησαν τα χαμηλότερα εισοδήματα το 2013. Τα επεκτατικά μέτρα του 2014 οδήγησαν, όπως αναμενόταν, σε ακόμη μεγαλύτερες μειώσεις όλων των δεικτών ανισότητας.

**Πίνακας Α Οι επιδράσεις των δημοσιονομικών μέτρων στους δείκτες ανισοκατανομής εισοδήματος**

	Μεταβολή δεικτών ανισοκατανομής (%)					
	Δημοσιονομικά μέτρα έτους					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης Gini	-0,6	-0,7	-0,2	0,2	-1,7	1,6
Δείκτης S80/S20	-1,3	-1,7	-0,3	-1,0	-5,7	6,2
Δείκτης S90/S10	-2,5	-0,3	-0,5	-3,0	-6,8	9,1

Πηγή: Εκτιμήσεις με βάση το υπόδειγμα μικροπροσομοίωσης EUROMOD (έκδοση G2.75+).

Σημειώσεις:

1. Η μεταβολή που προκύπτει από την εφαρμογή των μέτρων κάθε έτους υπολογίζεται σε σχέση με το σύστημα φόρων-παροχών του προηγούμενου έτους, για σταθερά όμως εισοδήματα (προ φορολογίας και κοινωνικών μεταβιβάσεων), επίπεδα απασχόλησης και χαρακτηριστικά νοικοκυριών.
2. Ο δείκτης Gini ορίζεται ως ο λόγος των αθροιστικών μεριδίων του πληθυσμού, κατανεμημένου ανάλογα με το ύψος του εισοδήματος, προς το αθροιστικό μερίδιο του συνολικού εισοδήματος όλου του πληθυσμού. Λαμβάνει τιμές από 0%, όταν το εθνικό εισόδημα είναι ισοποσα κατανεμημένο, έως 100%, όταν το εθνικό εισόδημα είναι κατανεμημένο σε ένα μόνο άτομο.
3. Ο δείκτης S80/S20 μετρά το λόγο του συνολικού εισοδήματος που εισπράττει το πλουσιότερο 20% του πληθυσμού προς το συνολικό εισόδημα που εισπράττει το φτωχότερο 20%.
4. Ο δείκτης S90/S10 μετρά το λόγο του συνολικού εισοδήματος που εισπράττει το πλουσιότερο 10% του πληθυσμού προς το συνολικό εισόδημα που εισπράττει το φτωχότερο 10%.

Από τον Πίνακα Β φαίνεται ότι τα μέτρα των δύο πρώτων ετών μείωσαν σε κάποιο βαθμό τη σχετική φτώχεια και το χάσμα της φτώχειας.<sup>18</sup> Τα μέτρα του 2012 έχουν σχετικώς ουδέτερα αποτελέσματα. Τα μέτρα του 2013 έχουν θετικό αντίκτυπο ειδικά για τα φτωχότερα νοικοκυριά, όπως φαίνεται από τους δείκτες που χρησιμοποιούν ως όριο φτώχειας το 50% του ισοδύναμου διαθέσιμου εισοδήματος. Αυξάνεται όμως ο κίνδυνος φτώχειας αν το κατώφλι φτώχειας οριστεί ίσο με 60% του ισοδύναμου διαθέσιμου εισοδήματος. Τα μέτρα του 2014 επέφεραν τα αναμενόμενα θετικά αποτελέσματα με βάση όλους τους δείκτες.

18 Η σχετική φτώχεια μετρείται ως το ποσοστό των ατόμων που ζουν σε νοικοκυριά των οποίων το διαθέσιμο εισόδημα είναι χαμηλότερο από το κατώφλι φτώχειας. Το κατώφλι φτώχειας είναι κυμαινόμενο, και όχι σταθερό σε πραγματικούς όρους, και ορίζεται ως ποσοστό του διαμέσου ισοδύναμου διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Το χάσμα της φτώχειας μετρά την (κανονικοποιημένη) διαφορά του εισοδήματος των φτωχών ατόμων από το κατώφλι φτώχειας. Μπορεί να ερμηνευθεί και ως το κόστος εξάλειψης της φτώχειας.

**Πίνακας Β Οι επιδράσεις των δημοσιονομικών μέτρων στους δείκτες φτώχειας**

	Μεταβολή δεικτών φτώχειας (%)					
	Δημοσιονομικά μέτρα έτους					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Κατώφλι φτώχειας (60% της διαμέσου του ισοδύναμου εισοδήματος)</b>						
Σχετική φτώχεια	-0,4	-2,8	0,0	1,5	-7,1	8,0
Χάσμα φτώχειας	-0,6	-2,9	0,4	-2,0	-9,7	11,1
Σοβαρότητα του κινδύνου φτώχειας	-1,0	-1,7	0,7	-4,4	-11,9	14,2
<b>Κατώφλι φτώχειας (50% της διαμέσου του ισοδύναμου εισοδήματος)</b>						
Σχετική φτώχεια	-3,5	-3,3	-0,7	-0,8	-9,2	9,0
Χάσμα φτώχειας	-1,4	-3,0	0,6	-3,4	-10,8	12,8
Σοβαρότητα του κινδύνου φτώχειας	-1,1	-0,6	1,0	-5,9	-13,2	16,1

Πηγή: Εκτιμήσεις με βάση το υπόδειγμα μικροπροσομοίωσης EUROMOD (έκδοση G2.75+).

Σημειώσεις:

1. Η μεταβολή που προκύπτει από την εφαρμογή των μέτρων κάθε έτους υπολογίζεται σε σχέση με το σύστημα φόρων-παροχών του προηγούμενου έτους, για σταθερά όμως εισοδήματα (προ φορολογίας και κοινωνικών μεταβιβάσεων), επίπεδα απασχόλησης και χαρακτηριστικά νοικοκυριών.
2. Σχετική φτώχεια (δείκτης Foster-Greer-Thorbecke,  $\alpha=0$ ): Το ποσοστό των ατόμων που ζουν σε νοικοκυριά των οποίων το διαθέσιμο εισόδημα είναι χαμηλότερο από το κατώφλι φτώχειας.
3. Χάσμα φτώχειας (δείκτης Foster-Greer-Thorbecke,  $\alpha=1$ ): Η (κανονικοποιημένη) διαφορά του εισοδήματος των φτωχών ατόμων από το κατώφλι φτώχειας.
4. Σοβαρότητα του κινδύνου φτώχειας (δείκτης Foster-Greer-Thorbecke,  $\alpha=2$ ): Λαμβάνει υπόψη την ανισότητα ανάμεσα τους φτωχούς.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ VI ΜΕΤΡΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Τα φορολογικά μέτρα που ελήφθησαν κατά το 2015<sup>1</sup> διακρίνονται σε δύο γενικές κατηγορίες: (α) φορολογικές διατάξεις που στοχεύουν στην ελάφρυνση συγκεκριμένων κοινωνικών ομάδων σύμφωνα με τις προεκλογικές δεσμεύσεις της κυβέρνησης, και (β) μέτρα που ενσωματώνουν τις επιταγές της Σύμβασης Χρηματοοικονομικής Διευκόλυνσης και είναι είτε διαρθρωτικού είτε εισπρακτικού χαρακτήρα, προκειμένου να ενισχυθούν τα φορολογικά έσοδα και να αντιμετωπιστεί η μεγάλη υστέρηση των φορολογικών εσόδων που παρουσιάστηκε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015.

Συγκεκριμένα, ο φορολογικός νόμος του Απριλίου παρέχει νέα δυνατότητα ρύθμισης για την αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο και ο φορολογικός νόμος του Ιουνίου ρυθμίζει με ευνοϊκό τρόπο ζητήματα φορολόγησης περιστασιακά απασχολουμένων, αγροτών και ομογενών κατοίκων εξωτερικού. Τον Ιούλιο, στο πλαίσιο ιδιαίτερα δύσκολων δημοσιονομικών συνθηκών και προκειμένου να γίνει η έναρξη των διαπραγματεύσεων για τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, υιοθετήθηκε δέσμη φορολογικών μέτρων που, μεταξύ άλλων, περιλάμβανε την αναμόρφωση του ΦΠΑ, τη σταδιακή κατάργηση της έκπτωσης του 30% στα νησιά, την αύξηση των συντελεστών στο φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων, την αύξηση της προκαταβολής φόρου για τα νομικά πρόσωπα, την αναμόρφωση των συντελεστών στην ειδική εισφορά αλληλεγγύης και την αναδρομική αύξηση και διεύρυνση του φόρου πολυτελείας. Με το νόμο κύρωσης του νέου Προγράμματος του Αυγούστου περιγράφονται οι μελλοντικές, προαπαιτούμενες, δράσεις διαρθρωτικού και εισπρακτικού χαρακτήρα στο πλαίσιο τεσσάρων πυλώνων και θεσμοθετούνται άμεσα κάποιες ρυθμίσεις που αφορούν, μεταξύ άλλων, την αύξηση του συντελεστή προκαταβολής για τους αγρότες, την αύξηση της προκαταβολής φόρου στους ελεύθερους επαγγελματίες, την αυστηροποίηση της ρύθμισης των εκατό δόσεων, τροποποιήσεις στο καθεστώς ΦΠΑ, καθώς και την κατάργηση της επιβολής προληπτικού φόρου 26% στις εισαγωγές. Κατ' εφαρμογή των

δεσμεύσεων του προαναφερθέντος νόμου, τον Οκτώβριο ψηφίστηκε πολυνόμος που επαναδιατυπώνει τον ορισμό της φοροδιαφυγής, επαναπροσδιορίζει το πλαίσιο για τις φορολογικές παραβάσεις με εκλογίκευση των προστίμων και με ευνοϊκές ρυθμίσεις για εκκρεμείς υποθέσεις πλαστών και εικονικών τιμολογίων και καταργεί απαλλαγές του Ενιαίου Φόρου Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ). Στην ίδια κατεύθυνση, με τους δύο πολυνόμους του Νοεμβρίου αυξάνεται ο ΕΦΚ στο αγροτικό πετρέλαιο, ενσωματώνεται στη ρύθμιση των εκατό δόσεων το περιουσιακό κριτήριο, αυστηροποιούνται οι όροι για την παραμονή οφειλετών στη ρύθμιση, καταργείται ο ΦΠΑ στην εκπαίδευση, επιβάλλεται ειδικό τέλος στα τυχερά παιχνίδια και ειδικός φόρος στο κρασί και αναδιαμορφώνονται τα τέλη κυκλοφορίας.

Αναλυτικότερα:

Ο Ν. 4321/2015<sup>2</sup> του Μαρτίου, μεταξύ άλλων, παρέχει νέα δυνατότητα ρύθμισης για την αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο<sup>3</sup> και τα ασφαλιστικά ταμεία και προβλέπει επιβολή φόρου στις τριγωνικές συναλλαγές. Ειδικότερα:

— Δίνεται η δυνατότητα ρύθμισης όλων των οφειλών προς το Δημόσιο, ανεξαρτήτως από τα ποσά των αρχικών χρεών, που κατέστησαν ληξιπρόθεσμες έως και την 1.3.2015, σε μέχρι και εκατό δόσεις. Ως καταληκτική ημερομηνία ισχύος της νέας ρύθμισης ορίζεται η 30.4.2015. Για ληξιπρόθεσμες οφειλές έως 5.000 ευρώ δεν θα επιβάλλεται πρόσθετη επιβάρυνση, ενώ για μεγαλύτερες οφειλές ορίζεται ετήσιο επιτόκιο 3%. Με τον Ν. 4328/2015<sup>4</sup> διευκολύνεται η ένταξη στη ρύθμιση για φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις. Με το

1 Τα φορολογικά μέτρα μέχρι το Φεβρουάριο του 2015 περιγράφονται στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, σελ. 147-151.

2 “Ρυθμίσεις για την επανεκκίνηση της οικονομίας”.

3 Η προηγούμενη ρύθμιση για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο είχε υιοθετηθεί με τον Ν. 4305/2014 του Οκτωβρίου 2014, βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, σελ. 150. Είχε προηγηθεί παλαιότερη ρύθμιση με το νόμο 4152/2013, βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013, σελ. 131.

4 Βλ. πιο κάτω.

μεταγενέστερο Ν. 4336/2015<sup>5</sup> το επιτόκιο αναπροσαρμόζεται στο 5,05%. Αντίστοιχα αναπροσαρμόζεται το επιτόκιο για την πάγια ρύθμιση των 12 δόσεων του Ν. 4152/2013 και από την 15.10.2015 μειώνεται από 8,05% σε 5,05%. Επιπλέον, με τον ίδιο νόμο ορίζεται ότι ο οφειλέτης χάνει τη ρύθμιση των εκατό δόσεων στην περίπτωση που δεν εξοφλήσει ή δεν ρυθμίσει νέα φορολογική οφειλή εντός 30 ημερών από την ημερομηνία που αυτή κατέστη ληξιπρόθεσμη. Με διάταξη του Ν. 4342/2015<sup>6</sup> ενσωματώνεται το περιουσιακό κριτήριο, ενώ με διάταξη του Ν. 4346/2015<sup>7</sup> αυστηροποιούνται οι όροι για την παραμονή οφειλετών στη ρύθμιση. Περιλαμβάνεται αντίστοιχη ρύθμιση για χρέη προς τα ασφαλιστικά ταμεία που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμα έως και την 2.3.2015. Το ετήσιο επιτόκιο ορίζεται σε 3%. Με τη μετέπειτα εγκύκλιο 47/7.10.2015 του Υπουργείου Οικονομικών, από την 1.11.2015 το επιτόκιο αυξάνεται από 3% σε 5%. Αντίστοιχα αναπροσαρμόζεται το επιτόκιο της ρύθμισης του Ν. 4152/2013 και μειώνεται από 8% σε 5%, καθώς και το επιτόκιο της ρύθμισης του Ν. 4305/2014 που αυξάνεται από 4,56% σε 5,05%.

- Εισάγεται παρακράτηση φόρου 26% για τις ελληνικές επιχειρηματικές συναλλαγές. Η διάταξη τελικά καταργήθηκε με τον Ν. 4336/2015.<sup>8</sup>

Ο νόμος 4328/2015<sup>9</sup> του Μαΐου περιλαμβάνει ευνοϊκές διατάξεις για αγρότες και φυσικά πρόσωπα. Συγκεκριμένα:

- Προβλέπεται ότι οι αποζημιώσεις για φυσικές καταστροφές στην αγροτική οικονομία των οποίων προβλεπόταν φορολόγηση από το πρώτο ευρώ με συντελεστή 13%<sup>10</sup> παραμένουν αφορολόγητες. Επιπλέον, οι αγροτικές επιδοτήσεις, των οποίων επίσης προβλεπόταν φορολόγηση από το πρώτο ευρώ με συντελεστή 13%, παραμένουν αφορολόγητες έως ύψους 12.000 ευρώ. Η προκαταβολή φόρου για τους αγρότες περιορίζεται στο μισό, δηλαδή από το προβλεπόμενο

55% στο 27,5%. Η διάταξη τελικά καταργήθηκε με τον Ν. 4336/2015.

- Επανερχεται στα φυσικά πρόσωπα η έκπτωση ύψους 2% επί του συνόλου του φόρου για την εφάπαξ πληρωμή του φόρου εισοδήματος κατά την υποβολή της δήλωσης. Η διάταξη ίσχυσε για το οικονομικό έτος 2015, αλλά έπειτα καταργήθηκε με τον Ν. 4336/2015.
- Προβλέπονται μέτρα για τη διευκόλυνση ένταξης στη ρύθμιση των εκατό δόσεων του Ν. 4321/2015 φυσικών προσώπων και επιχειρήσεων που επιθυμούν να ενταχθούν, αλλά αδυνατούν να καταβάλουν το αντίστοιχο ποσό για την υπαγωγή σε αυτήν επειδή έχει προηγηθεί η επιβολή υπέρ του Δημοσίου κατάσχεσης των τραπεζικών λογαριασμών τους.

Ο φορολογικός νόμος 4330/2015<sup>11</sup> του Ιουνίου ρυθμίζει με ευνοϊκό τρόπο ζητήματα φορολόγησης περιστασιακά απασχολούμενων με πολύ χαμηλά ετήσια εισοδήματα, αγροτών και ομογενών κατοίκων εξωτερικού. Στόχος του νόμου είναι να αποφευχθεί η φορολογική επιβάρυνση που επέφερε ο νέος Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος<sup>12</sup> του 2013 στις πιο πάνω κατηγορίες μέσω διατάξεων του που ψηφίστηκαν το 2013, αλλά έχουν ημερομηνία εφαρμογής μεταγενέστερη (εισοδήματα του 2014). Ειδικότερα:

- Καταργούνται τα τεκμήρια διαβίωσης για κατοίκους εξωτερικού. Επανερχεται το φορολογικό καθεστώς του προηγούμενου Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος (Ν. 2238/1994) που ίσχυσε για το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) για τους κατοίκους εξωτερικού. Για τους εν λόγω φορολογου-

<sup>5</sup> Βλ. πιο κάτω.

<sup>6</sup> Βλ. πιο κάτω.

<sup>7</sup> Βλ. πιο κάτω.

<sup>8</sup> Βλ. πιο κάτω.

<sup>9</sup> “Κύρωση της από 27 Μαρτίου 2015 Πράξης Νομοθετικού Περιεχομένου ‘Κατεπείγουσα ρύθμιση για τη βιωσιμότητα της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζάχαρης Α.Ε. και τις ληξιπρόθεσμες οφειλές’ (ΦΕΚ Α’ 35) και άλλες διατάξεις”.

<sup>10</sup> Ν. 4172/2013.

<sup>11</sup> “Τροποποίηση διατάξεων Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος και άλλες διατάξεις”.

<sup>12</sup> Ν. 4172/2013.

μένους η υποχρέωση να αναγράφουν στη δήλωση φορολογίας εισοδήματος όλα τα εισοδήματα από πηγές εντός Ελλάδος, ανεξαρτήτως ποσού, δεν ενεργοποιεί τα τεκμήρια διαβίωσης.

- Αλλάζει ο τρόπος φορολόγησης της προσιθέμενης διαφοράς εισοδήματος βάσει τεκμηρίων για τους φορολογουμένους που έχουν αποκτήσει κατά τη διάρκεια του 2014 εισοδήματα μόνο από κεφάλαιο, δηλαδή από τόκους, μερίσματα ή εκμίσθωση ακινήτων ή και από υπεραξία κεφαλαίου (π.χ. από μετοχές). Σ' αυτή την περίπτωση, αν, με βάση τεκμήρια διαβίωσης, το εισόδημα προσδιορίζεται σε υψηλότερο επίπεδο από το δηλωθέν η προκύπτουσα διαφορά φορολογητέου εισοδήματος θα φορολογείται με την κλίμακα των μισθωτών και των συνταξιούχων, στην οποία ισχύει αφορολόγητο όριο 9.545 ευρώ, και όχι με συντελεστή 26% και προκαταβολή επόμενου έτους, εφόσον το τεκμαρτό εισόδημα (το εισόδημα που προκύπτει βάσει τεκμηρίων) δεν υπερβαίνει το ποσό των 9.500 ευρώ.
  - Προβλέπονται ελαφρύνσεις για περιστασιακά και ευκαιριακά απασχολούμενους.
  - Οι αγρότες απαλλάσσονται από την υποχρέωση καταβολής φόρου 11-13% για ιδιοχρησία ή δωρεάν παραχώρηση αγροτικών εκτάσεων.
  - Τροποποιείται ο κώδικας ΦΠΑ για τους κατασκευαστές αγωγών φυσικού αερίου και συγκεκριμένα θεσπίζεται απαλλαγή τους από τον ΦΠΑ.
- Ο Ν. 4334/2015<sup>13</sup> του Ιουλίου περιλαμβάνει την πρώτη δέσμη των προαπαιτούμενων δημοσιονομικών δεσμεύσεων προκειμένου να γίνει η έναρξη των διαπραγματεύσεων για τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης.<sup>14</sup> Μεταξύ άλλων, ο νόμος αυτός προβλέπει τα εξής μέτρα φορολογικής πολιτικής:
- Θεσπίζονται τρεις συντελεστές ΦΠΑ (6%,13% και 23%) και ορίζονται τα προϊ-

όντα που μετατάσσονται από το μειωμένο στον κανονικό συντελεστή. Πιο αναλυτικά, στον υπερμειωμένο συντελεστή (6%) υπάγονται φάρμακα και εμβόλια, βιβλία και περιοδικά και θέατρα. Στο μειωμένο συντελεστή (13%) υπάγονται τα βασικά είδη διατροφής και τα φρέσκα τρόφιμα, η ενέργεια, το νερό και η διαμονή σε ξενοδοχεία (η τελευταία μετατάσσεται από το συντελεστή 6,5%). Τέλος, στον κανονικό συντελεστή (23%) υπάγονται τα υπόλοιπα προϊόντα και υπηρεσίες. Σημειώνεται ότι στον κανονικό συντελεστή μετατάσσονται από το μειωμένο συντελεστή (13%) τα εισιτήρια των μέσων μαζικής μεταφοράς, τα κόμιστρα ταξί, οι υπηρεσίες από καλλιτέχνες, συγγραφείς και συνθέτες, η επισκευή και συντήρηση παλαιών κατοικιών, τα άνθη-φυτά και η εστίαση,<sup>15</sup> ενώ εντάσσονται σε καθεστώς ΦΠΑ η εκπαίδευση<sup>16</sup> και τα ασφαλιστικά προγράμματα.

- Η εφαρμογή των νέων συντελεστών ισχύει από τις 20.7.2015, με εξαίρεση τη διαμονή σε ξενοδοχεία όπου ισχύει από 1.10.2015.
- 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. Με το μεταγενέστερο Ν. 4335/2005<sup>17</sup> η έκπτωση καταργείται πλήρως σε όλα τα νησιά μέχρι το τέλος του 2016.
- Αυξάνεται κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες σε 29% ο φορολογικός συντελεστής για τα κέρδη των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.). Ισχύει για τα κέρδη που προκύπτουν στα φορολογικά έτη από 1.1.2015 και μετά.
- Αυξάνεται η προκαταβολή του φόρου για τις Α.Ε. από 80% σε 100%. Εφαρμόζεται

<sup>13</sup> "Επείγουσες ρυθμίσεις για τη διαπραγμάτευση και σύναψη συμφωνίας με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (Ε.Μ.Σ.)".

<sup>14</sup> Βλ. Ν. 4336/2015 πιο κάτω.

<sup>15</sup> Η κείμενη νομοθεσία προέβλεπε από το 2012 συντελεστή 23% για την εστίαση και έκτοτε η ελληνική κυβέρνηση πετύχαινε σε ετήσια βάση και κατ' εξαίρεση την επιβολή μειωμένου συντελεστή 13%.

<sup>16</sup> Τελικά καταργήθηκε με τον Ν. 4346/2015, βλ. πιο κάτω.

<sup>17</sup> Βλ. πιο κάτω.



για τα κέρδη που προκύπτουν σε φορολογικά έτη από 1.1.2014 και μετά.

- Αυξάνεται η προκαταβολή του φόρου για τις υπόλοιπες νομικές μορφές (Ο.Ε., Ε.Ε. κ.λπ.) από 55% σε 75% για τα κέρδη που προκύπτουν στο φορολογικό έτος από 1.1.2015 έως και 31.12.2015.
- Αυξάνεται ο φόρος ασφαλίσεων από 20% σε 25% για τον κλάδο πυρός και από 10% σε 15% για τον κλάδο των αυτοκινήτων.
- Αναπροσδιορίζεται (αυξητικά) η κλίμακα για την εισφορά αλληλεγγύης με αναδρομική ισχύ από 1.1.2015 για τα μικτά εισοδήματα άνω των 30.000 ευρώ.
- Αυξάνεται αναδρομικά από 10% σε 13% ο φόρος πολυτελούς διαβίωσης και διευρύνεται η βάση του με την επιβολή φόρου και στα σκάφη αναψυχής.

Με τον Ν. 4336/2005<sup>18</sup> κύρωσης του νέου Προγράμματος του Αυγούστου κυρώνεται η νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Περιλαμβάνονται ρυθμίσεις για την υλοποίηση της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης (προαπαιτούμενα), καθώς και σειρά μελλοντικών δράσεων που αφορούν τέσσερις πυλώνες: α) την αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, β) τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, γ) την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και την οικονομική μεγέθυνση και δ) τον εκσυγχρονισμό του κράτους και της δημόσιας διοίκησης.

Στις παρεμβάσεις που θεσμοθετούνται άμεσα με τον Ν. 4336/2015 συγκαταλέγονται νέα φορολογικά μέτρα, που αφορούν:

- Αύξηση του συντελεστή προκαταβολής φόρου για τους αγρότες από 27,5% σε 55% από το 2015.
- Αύξηση από 55% σε 75% της προκαταβολής φόρου για προσωπικές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες από το 2016 και σε 100% από το 2017.
- Περιορισμό των φοροαπαλλαγών για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις με την αύξηση κατά 4% κάθε χρόνο από το 2016 έως και το 2020 στους συντελεστές φόρου και εισφοράς για τα πλοία Α' κατηγορίας που είναι νηολογημένα με ελληνική σημαία και τα πλοία ελληνικών συμφερόντων με ξένη σημαία και την παράταση της ειδικής εισφοράς στις ναυτιλιακές εταιρίες<sup>19</sup> μέχρι το 2018.
- Αυστηροποίηση της ρύθμισης των εκατό δόσεων.<sup>20</sup> Για όσους φορολογούμενους χρωστούν στο Δημόσιο ποσά άνω των 5.000 ευρώ και υπό προϋποθέσεις για όσους χρωστούν λιγότερα από 5.000 ευρώ, το επιτόκιο με το οποίο θα επιβαρύνονται οι μηνιαίες δόσεις αυξάνεται στο 5,05%. Παράλληλα, δίνεται η δυνατότητα στη φορολογική διοίκηση να θεσπίσει κριτήρια για τη μείωση του αριθμού των δόσεων.
- Τροποποιήσεις στο καθεστώς ΦΠΑ, με μείωση από 23% σε 13% του ΦΠΑ στο μοσχάρι κρέας,<sup>21</sup> επιβολή ΦΠΑ 23% στα ιδιωτικά εκπαιδευτήρια<sup>22</sup> και την πλήρη κατάργηση των μειωμένων συντελεστών του ΦΠΑ σε όλα τα νησιά έως το τέλος του 2016.
- Μείωση των ακατάσχετων ορίων για οφειλές προς το Δημόσιο και συγκεκριμένα μείωση του ακατάσχετου ορίου μισθών, συντάξεων και ασφαλιστικών βοηθημάτων από τα 1.500 στα 1.000 ευρώ και την αύξηση του ποσοστού κατάσχεσης από 25% σε 50-100%. Επιπλέον, μειώνεται από 1.500 σε 1.250 ευρώ το ακατάσχετο όριο των καταθέσεων των φυσικών προσώπων.
- Ρυθμίσεις για τον ΕΝΦΙΑ. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι ο φόρος για το 2015 πρέπει να

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

19 Θεσπίστηκε με τον Ν. 4301/2014 με ισχύ για τέσσερα έτη (2014-2017).

20 Βλ. παραπάνω σχετικά με τον Ν. 4321/2015.

21 Η αύξηση του ΦΠΑ στο μοσχάρι κρέας είχε επέλθει με το νόμο 4334/2015.

22 Το μέτρο αυτό αναστάλη διαδοχικά μέχρι τις 16.11.2015 και τελικά καταργήθηκε το Νοέμβριο με τον Ν. 4346/2015, βλ. πιο κάτω.

πληρωθεί σε πέντε μηνιαίες δόσεις από τον Οκτώβριο του 2015 έως το Φεβρουάριο του 2016.

- Εφαρμογή διαδικασιών για αποτελεσματικότερες και γρηγορότερες κατασχέσεις τραπεζικών καταθέσεων σε όσους χρωστούν στο Δημόσιο.
- Κατάργηση της έκπτωσης φόρου 2% για την εφάπαξ εξόφληση του φόρου εισοδήματος για τα εισοδήματα που αποκτώνται από 1.1.2015 και μετά.<sup>23</sup>
- Κατάργηση της επιβολής προληπτικού φόρου 26% στις εισαγωγές.<sup>24</sup>

Κατ' εφαρμογή του Ν. 4336/2015 ψηφίστηκε τον Οκτώβριο ο Ν. **4337/2015**,<sup>25</sup> ο οποίος, μεταξύ άλλων, περιλαμβάνει ρυθμίσεις δημοσιονομικού χαρακτήρα. Συγκεκριμένα:

- Επαναδιατυπώνεται ο ορισμός του “εγκλήματος φοροδιαφυγής”, καθώς πλέον περιλαμβάνει και την απόκρυψη εισοδήματος από οποιαδήποτε πηγή και τη μη καταβολή ΦΠΑ.
- 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.
- Προβλέπεται η είσπραξη του ΕΝΦΙΑ από το πρώτο ευρώ και η αναδρομική επιβολή του από 1.1.2015 σε παραδοσιακούς οικισμούς και σε ακίνητα άνω των 100 ετών.

Άλλη μια σειρά δημοσιονομικών παρεμβάσεων περιλαμβάνεται στον Ν. **4342/2015**<sup>26</sup> του Νοεμβρίου σύμφωνα με τον οποίο:

- Αυξάνεται σταδιακά ο Ειδικός Φόρος Κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο αγροτικό πετρέλαιο από 66 ευρώ σε 200 ευρώ ανά χιλιόλιτρο από 1.10.2015 και στα 330 ευρώ ανά χιλιόλιτρο την 1.10.2016.

- Τροποποιείται η ρύθμιση των εκατό δόσεων<sup>27</sup> και προστίθεται το περιουσιακό κριτήριο. Ειδικότερα, σε περίπτωση ληξιπρόθεσμης οφειλής προς το Δημόσιο μέχρι 5.000 ευρώ το επιτόκιο παραμένει μηδενικό εάν δεν υπερβαίνει τις 150.000 ευρώ η συνολική αντικειμενική αξία των κτισμάτων και των εντός σχεδίου οικοπέδων του οφειλέτη. Αν αυτή υπερβαίνει το παραπάνω όριο, τότε οι δόσεις γίνονται έντοκες για όσους οφειλέτες δεν πληρούν το κριτήριο του ύψους της ακίνητης περιουσίας.

Στο πλαίσιο της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, με τον Ν. **4346/2015**<sup>28</sup> του Νοεμβρίου υιοθετείται μία ακόμη δέσμη προαπαιτούμενων. Συγκεκριμένα, οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις έχουν ως εξής:

- Αυστηροποιούνται οι όροι για την αποβολή οφειλετών από τη ρύθμιση των εκατό δόσεων. Συγκεκριμένα εξαλείφεται σταδιακά έως 1.1.2018 το χρονικό περιθώριο των 30 ημερών το οποίο ίσχυε για εξόφληση δόσης ληξιπρόθεσμης οφειλής προκειμένου ο οφειλέτης να μην τίθεται εκτός της ρύθμισης.
- Υιοθετείται νέα ρύθμιση για τη μη φορολόγηση των ανείσοπρακτων ενοικίων.
- Καταργείται ο ΦΠΑ στην ιδιωτική εκπαίδευση.<sup>29</sup>
- Επιβάλλεται ειδικό τέλος στα τυχερά παιχνίδια (ως πρώτο ισοδύναμο του ΦΠΑ στην εκπαίδευση).

<sup>23</sup> Είχε θεσπιστεί με τον Ν. 4328/2015.

<sup>24</sup> Η διάταξη υιοθετήθηκε με τον Ν. 4321/2015, βλ. πιο πάνω.

<sup>25</sup> “Μέτρα για την εφαρμογή της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”.

<sup>26</sup> “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”.

<sup>27</sup> Η διάταξη υιοθετήθηκε με τον Ν. 4321/2015, βλ. πιο πάνω.

<sup>28</sup> “Μεταρρύθμιση Συνταξιοδοτικού Συστήματος του Δημοσίου και συναφείς διατάξεις”.

<sup>29</sup> Υιοθετήθηκε με τον Ν. 4336/2015 (βλ. πιο πάνω), αλλά δεν εφαρμόστηκε ποτέ.

- Επιβάλλεται ειδικός φόρος στο κρασί (ως δεύτερο ισοδύναμο του ΦΠΑ στην εκπαίδευση).
- Αναδιαμορφώνονται τα τέλη κυκλοφορίας αυτοκινήτων.

Τέλος, με την απόφαση ΠΟΛ. 1009/18.1.2016<sup>30</sup> του υπουργείου Οικονομικών αναπροσαρμόζονται<sup>31</sup> οι τιμές ζώνης στο σύστημα αντικειμενικού προσδιορισμού της αξίας των ακινήτων (Τ.Ζ.) καθώς και οι συντελεστές εμπορικότητας (Σ.Ε.). Συγκεκριμένα, στις ισχύουσες τιμές από 400 έως και 600 ευρώ καθώς και από 4.000 έως και 8.800 ευρώ δεν καταγράφεται μεταβολή, ενώ στις υπόλοιπες τιμές

ζώνης οι μειώσεις κυμαίνονται από 4% έως και 19%. Οι συντελεστές εμπορικότητας μειώνονται, ενώ οι τιμές των συντελεστών οικοπέδου (Σ.Ο.), οι πίνακες τιμής οικοπέδου (Τ.Ο.) και ο συντελεστής εκμετάλλευσης ισογείου (Κ) καθώς και τα διαγράμματα στα οποία απεικονίζονται οι ζώνες τιμών παραμένουν ως έχουν. Οι νέες τιμές ζώνης και οι νέοι συντελεστές εμπορικότητας έχουν αναδρομική ισχύ από 21.5.2015.

<sup>30</sup> “Αναπροσαρμογή τιμών του συστήματος αντικειμενικού προσδιορισμού της αξίας των με οποιαδήποτε αιτία μεταβιβαζομένων ακινήτων, που βρίσκονται σε περιοχές εντός σχεδίου όλης της Χώρας.”

<sup>31</sup> Η τελευταία αναπροσαρμογή των αντικειμενικών αξιών είχε πραγματοποιηθεί το 2007.

## VII ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ<sup>1</sup>

*Η έντονη αβεβαιότητα που χαρακτηρίσε το α' εξάμηνο του 2015 επηρέασε δυσμενώς τις τραπεζικές καταθέσεις, επιδείνωσε την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών και κατέστησε αναγκαία εν τέλει την επιβολή περιορισμών στις τραπεζικές εργασίες. Η αβεβαιότητα δεν διατάραξε ουσιαστικά την προοδευτική συγκράτηση του ετήσιου ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα της ελληνικής οικονομίας ή την πτωτική πορεία των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού. Παρά τον περιορισμό της αβεβαιότητας κατά το β' εξάμηνο, είχαν πλέον διαμορφωθεί συνθήκες οικονομικής ύφεσης, εξέλιξη που δημιούργησε την ανάγκη για διενέργεια Συνολικής Αξιολόγησης (από τα μέσα Αυγούστου του 2015), η οποία διαπίστωσε ότι απαιτείται ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος πραγματοποιήθηκε στα τέλη του έτους, ενώ την ίδια περίοδο υιοθετήθηκαν σημαντικά νομοθετήματα για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων οφειλών του ιδιωτικού τομέα.*

### I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Βασικός παράγοντας που διαμόρφωσε την εξέλιξη των τραπεζικών καταθέσεων το 2015 ήταν η αβεβαιότητα. Η αναζωπύρωσή της, λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές το α' εξάμηνο, προκάλεσε σημαντικές εκροές καταθέσεων, ενώ η υποχώρηση της αβεβαιότητας με την κατ' αρχήν συμφωνία στη σύνοδο κορυφής των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ στις αρχές Ιουλίου και τη νέα Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης τον Αύγουστο του 2015, σε συνδυασμό με τους περιορισμούς που επιβλήθηκαν στις τράπεζες, ελαχιστοποίησε τις εκροές.

Η υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους, σε συνδυασμό με την ευεργετική επίδραση της αναδιάρθρωσης και εξυγίανσης που

είχε προηγηθεί στον τραπεζικό κλάδο και την επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης το 2014 και στις αρχές του 2015, είναι δυνατόν να δικαιολογήσουν τη συγκράτηση του ετήσιου ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Αντιθέτως, σύμφωνα με την έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις, τόσο η προσφορά όσο και η ζήτηση πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις υποχωρούσε από τρίμηνο σε τρίμηνο το 2015. Στο Πλαίσιο VII.1 ανιχνεύονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της προσφοράς και της ζήτησης επιχειρηματικών δανείων κατά τα τελευταία 21 έτη και αναλύονται ειδικότερα οι εξελίξεις στη διάρκεια μιας περιόδου που κατά το μάλλον ή ήττον συμπίπτει με την ελληνική κρίση.

Η αβεβαιότητα και η συνακόλουθη αποδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας κατά το 2015 επηρέασαν το τραπεζικό σύστημα. Ενδεικτικά, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 καταγράφηκε αύξηση του λόγου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο σύνολο των δανείων των τραπεζών, μείωση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας και διεύρυνση των ζημιών έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014. Με δεδομένες αυτές τις τάσεις, το γ' τρίμηνο διεξήχθη άσκηση Συνολικής Αξιολόγησης προκειμένου να προσδιοριστούν υπό δύο εναλλακτικά σενάρια οι κεφαλαιακές ανάγκες των πιστωτικών ιδρυμάτων, οι οποίες εν τέλει καλύφθηκαν κυρίως μέσω της άντλησης κεφαλαίων από ιδιώτες και δευτερευόντως με τη συνδρομή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Δεδομένης της ανανέωσης της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών και της πρόσφατης ενίσχυσης του νομικού πλαισίου όσον αφορά την αντιμετώπιση της αθέτησης πληρωμών για την εξυπηρέτηση χρεών του ιδιωτικού τομέα, οι δυνατότητες του πιστωτικού συστήματος να στηρίξει την οικονομική ανάπτυξη παρουσιάζονται βελτιωμένες στα τέλη του 2015 και στις αρχές του 2016.

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 4.2.2016.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

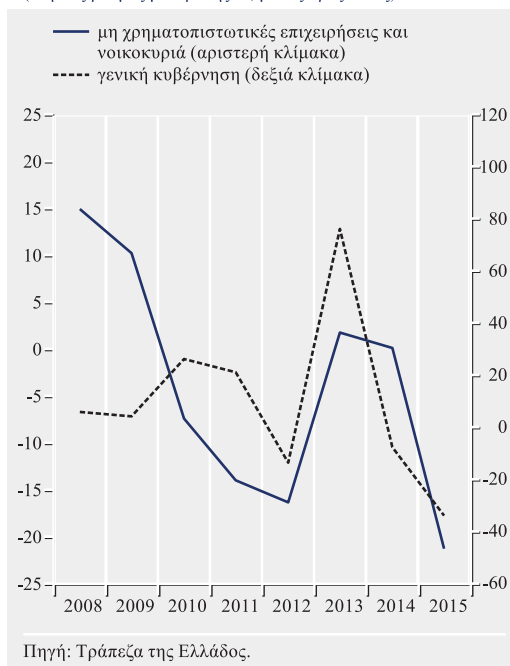
Στη διάρκεια των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές κατά το α' εξάμηνο του 2015, η αβεβαιότητα αυξήθηκε. Παρά το γεγονός ότι το ονομαστικό ΑΕΠ ενισχύθηκε το β' τρίμηνο (είχαν βεβαίως προηγηθεί επανειλημμένες τριμηνιαίες μειώσεις), καταγράφηκε σημαντική υποχώρηση των καταθέσεων (βλ. Διάγραμμα VII.1). Το κοινό αποθησαύρισε τραπεζογραμμάτια, ενώ μέρος των καταθέσεων εμβάστηκε εκτός Ελλάδος.

Η επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών και στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό συνέβαλε στη συγκράτηση των εκροών. Εξάλλου, τα κίνητρα για εκροή καταθέσεων εξασθένησαν μετά τις 12 Ιουλίου 2015, οπότε συνήφθη νέα κατ' αρχήν συμφωνία μεταξύ της ελληνικής κυβέρνησης και των διεθνών πιστωτών στο πλαίσιο συνόδου κορυφής των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, γεγονός που συνετέλεσε σε αποφασιστικό περιορισμό της αβεβαιότητας. Ακολούθησε στις 19 Αυγούστου η υπογραφή της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, η οποία συνέβαλε σε περαιτέρω υποχώρηση της αβεβαιότητας. Δεδομένου του ορίου που έχει επιβληθεί στις αναλήψεις μετρητών, αυξήθηκε η χρησιμότητα των καταθέσεων μίας ημέρας ως μέσου πληρωμών, κατόπιν μάλιστα της έκδοσης πλήθους νέων καρτών, κυρίως χρεωστικών. Η εξέλιξη αυτή συντελεί σε μείωση του κόστους συναλλαγών στην οικονομία και θα αποβεί πολλαπλώς ωφέλιμη αν αποτελέσει το έναυσμα για την εδραίωση νέων συναλλακτικών συνθηκών μονίμως.

Μεταξύ Νοεμβρίου 2014 (όταν πολιτικές εξελίξεις τροφοδότησαν αρχικά την αβεβαιότητα) και Ιουνίου 2015, οι τραπεζικές καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών,<sup>2</sup> που κατ' εξοχήν επηρεάζονται αρνητικά από την αβεβαιότητα (και θετικά από την οικονομική δραστηριότητα και τα επιτόκια καταθέσεων), υποχώρησαν κατά 40,5 δισεκ. ευρώ (δηλ. κατά -26%). Η εκροή καταθέσεων που σημειώθηκε τον Ιανουάριο 2015 ήταν η μεγαλύτερη που έχει καταγραφεί από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης το δ'

Διάγραμμα VII.1 Καταθέσεις των επιμέρους τομέων στα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα (2008-2015)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, μέσος όρος έτους)



τρίμηνο του 2009. Ήδη από τα τέλη του 2014 εκροές άρχισαν να καταγράφονται επίσης και από τις καταθέσεις της γενικής κυβέρνησης στο τραπεζικό σύστημα, καθώς και από τις καταθέσεις των μη κατοίκων.<sup>3</sup>

Κατ' εκτίμηση το ποσοστό των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων εκτός τραπεζικού συστήματος στο M3 στην Ελλάδα<sup>4</sup> πλησίασε, λόγω του αποθησαυρισμού, το 25% κατά μέσο όρο κατά το πρώτο ήμισυ του 2015 (2014:

- <sup>2</sup> Το σύνολο των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα περιλαμβάνει, επιπλέον των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τις καταθέσεις των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στο χρηματοπιστωτικό τομέα, της γενικής κυβέρνησης και των κατοίκων εξωτερικού, αλλά δεν περιλαμβάνει διατραπεζικές τοποθετήσεις.
- <sup>3</sup> Η σωρευτική εκροή την περίοδο Νοεμβρίου 2014-Ιουνίου 2015 εκ μέρους όλων των τομέων οι οποίοι διακρατούν καταθέσεις ανήλθε σε 52,9 δισεκ. ευρώ ή 27,5% του αρχικού υπολοίπου τον Οκτώβριο του 2014.
- <sup>4</sup> Κατ' ακρίβεια, ως "M3 στην Ελλάδα" νοείται το άθροισμα των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων τα οποία έχουν τεθεί στην κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος συν την ελληνική συμβολή στο νομισματικό μέγεθος M3 της Νομισματικής Ένωσης, δηλ. το σύνολο των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα με αρχική διάρκεια κάτω των δύο ετών, εξαιρουμένων όμως των καταθέσεων των κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης και των διατραπεζικών καταθέσεων.

16%) έναντι 10% στο σύνολο της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, η φυγή κεφαλαίων κατά το α' εξάμηνο του 2015 ήταν μεγαλύτερη από ό,τι είχε παρατηρηθεί στα υπόλοιπα εξάμηνα τα οποία έχουν παρέλθει από τα τέλη του 2009. Σε αντίθεση με το παρελθόν, οπότε αφορούσε κυρίως μεταφορά κεφαλαίων σε καταθέσεις εκτός Ελλάδος, η εκροή στις αρχές του 2015 έλαβε κατά κύριο λόγο τη μορφή τοποθετήσεων σε αμοιβαία κεφάλαια. Η έκταση αυτών των τοποθετήσεων αντανάκλα πιθανόν προσδοκίες για καταγραφή κεφαλαιακών κερδών λόγω της εφαρμογής πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης εκ μέρους του Ευρωσυστήματος και άλλων παγκοσμίως σημαντικών κεντρικών τραπεζών, αλλά και κάποια βελτίωση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματογοράς στη ζώνη του ευρώ.

Με δεδομένη την υποχώρηση της αβεβαιότητας και την επιβολή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σημείωσαν αύξηση κατά 3,4 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιουλίου-Δεκεμβρίου 2015, ενώ οι καταθέσεις των νοικοκυριών συνέχισαν να μειώνονται, με πολύ βραδύτερο ρυθμό ωστόσο από ό,τι προηγούμενος: κατά 350 εκατ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα (έναντι μέσης μηνιαίας μείωσης 5 δισεκ. ευρώ το α' εξάμηνο). Στη μείωση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα, που είναι συνεπής με την ανάπτυξη συνθηκών οικονομικής ύφεσης και την υποχώρηση των επιτοκίων, συνετέλεσε επίσης η πληρωμή φορολογικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων που συγκεντρώθηκαν στο τέλος του έτους. Πάντως, το σύνολο των καταθέσεων στις ελληνικές τράπεζες (πλην των καταθέσεων κατοίκων εξωτερικού<sup>5</sup>) αυξήθηκε κατά 3,2 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιουλίου-Δεκεμβρίου 2015. Καταγράφηκε επιστροφή τραπεζογραμματίων στις τράπεζες ύψους 2,8 δισεκ. ευρώ (μέχρι το τέλος του έτους) και την περίοδο Ιουλίου-Νοεμβρίου 2015 για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, επαναπατρισμός καταθέσεων ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ.

Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης – καθώς προχωρεί η εφαρμογή της νέας Σύμβασης Χρημα-

τοδοτικής Διευκόλυνσης – και η ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων είναι εξελίξεις που δημιουργούν κατάλληλες προϋποθέσεις για επιστροφή και άλλων αποταμιεύσεων στις ελληνικές τράπεζες. Εξάλλου, η ελκυστικότητα των εγχώριων καταθέσεων θα αυξάνεται καθώς θα χαλαρώνει το πλέγμα των περιορισμών στις τράπεζες.

Τα επιτόκια στις νέες καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών, τα οποία είχαν καταγράψει διαρκείς μειώσεις τα προηγούμενα έτη, διατηρήθηκαν σχεδόν αμετάβλητα στο 1,8% κατά το α' εξάμηνο του 2015. Όσον αφορά τις νέες καταθέσεις προθεσμίας των επιχειρήσεων, τα επιτόκια σημείωσαν μικρή αύξηση. Δεδομένης της καταγραφής μεγάλων εκροών καταθέσεων την περίοδο αυτή, οι τράπεζες απέφυγαν να μειώσουν τα επιτόκια, προκειμένου να μην επιδεινώσουν την κατάσταση. Οι τράπεζες μείωσαν τα επιτόκια στις νέες καταθέσεις προθεσμίας μόνο αφού θεσπίστηκε όριο στο ύψος της εβδομαδιαίας ανάληψης μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς (μέσος όρος επιτοκίου την περίοδο Ιουλίου-Δεκεμβρίου 2015: 1,1% για νοικοκυριά). Η υποχώρηση των επιτοκίων ήταν απότομη την περίοδο Ιουλίου-Αυγούστου, έκτοτε όμως φαίνεται ότι επιβραδύνθηκε σημαντικά (μέση μηνιαία μείωση επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας νοικοκυριών το 2014: 8 μονάδες βάσης, Ιούλιος-Αύγουστος 2015: 31 μονάδες βάσης, Σεπτέμβριος-Δεκέμβριος: 13 μονάδες βάσης). Σε σύγκριση με αυτά των καταθέσεων προθεσμίας, τα επιτόκια καταθέσεων μίας ημέρας (μέσος όρος επιτοκίου το 2015: 0,2% για νοικοκυριά) παρουσίασαν πολύ μικρή μεταβλητότητα το 2015, όπως και κατά τα προηγούμενα έτη.

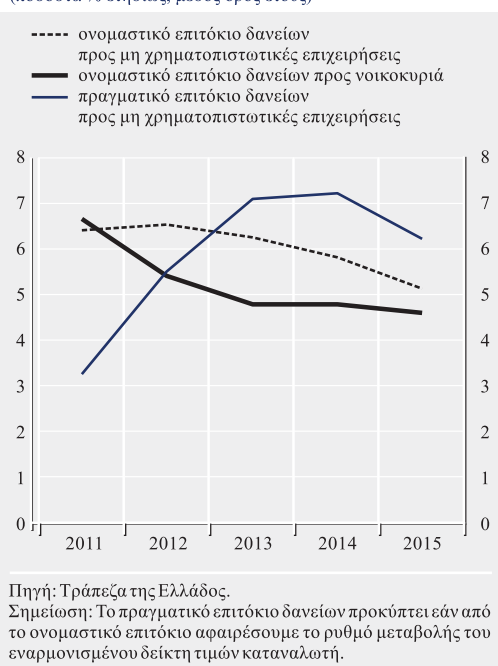
### 3 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε σημαντικά (μέσος όρος 2015: 5,1%, 2014: 5,8%, βλ. Διάγραμμα VII.2). Το κόστος της

<sup>5</sup> Οι καταθέσεις κατοίκων εξωτερικού επηρεάστηκαν το Νοέμβριο του 2015 έντονα από τεχνικούς παράγοντες στο πλαίσιο της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων.

## Διάγραμμα VII.2 Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά (2011-2015)

(ποσοστά % ετησίως, μέσος όρος έτους)



τραπεζικής χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά, συνολικά μέσω στεγαστικών δανείων και καταναλωτικής πίστης, υποχώρησε κατά τι (μέσος όρος 2015: 4,6%, 2014: 4,8%).

Τα δανειακά επιτόκια υποχώρησαν και σε πραγματικούς όρους<sup>6</sup> (μέσος όρος κατά το 2015 του πραγματικού επιτοκίου τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: 6,2%, προς νοικοκυριά: 5,7%), εν μέρει λόγω του περιορισμού του ρυθμού μείωσης των τιμών σε σχέση με τα επίπεδα στα οποία είχε διαμορφωθεί στις αρχές του έτους. Τα πραγματικά επιτόκια (υπολογιζόμενα με απλό τρόπο, δηλ. ex post) διατηρούνται ακόμη σε σχετικά υψηλές τιμές, σε σύγκριση με το μέσο όρο κατά την περίοδο που έχει παρέλθει από τον Ιανουάριο του 2003, δηλ. το χρονικό σημείο κατά το οποίο άρχισε η δημοσίευση από το Ευρωσύστημα εναρμονισμένων σειρών για τα τραπεζικά επιτόκια (μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: 3,6%, νοικοκυριά: 4%). Τα πραγματικά επιτόκια έχουν ωστόσο αποκλιμακωθεί από τα μέγιστα επίπεδα (μη χρηματοπιστωτι-

κές επιχειρήσεις: 9%, νοικοκυριά: 7,5%) στα οποία είχαν φθάσει νωρίτερα στη διάρκεια της κρίσης (κατ' ακρίβεια το Νοέμβριο του 2013).

Αυτό σημαίνει ότι τα κίνητρα για ανάληψη επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου ή για την αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών, καθώς επίσης και η δυναμική του ιδιωτικού χρέους προς τις τράπεζες, έχουν βελτιωθεί σε σύγκριση με τις πρώτες φάσεις της κρίσης. Δημιουργούνται δηλαδή οι συνθήκες για να τεθεί σε κίνηση ένας ενάρετος κύκλος μεταξύ τόνωσης της συνολικής ζήτησης και περαιτέρω βελτίωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Η υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων και η άνοδος, κατά το α' εξάμηνο του 2015, του πραγματικού ΑΕΠ σε ετήσια βάση πρέπει να συνέβαλαν σε ενδυνάμωση της ζήτησης για τραπεζική πίστη. Πρέπει επίσης να συνετέλεσαν και σε περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, γεγονός που ενθαρρύνει την προσφορά πιστώσεων. Οι παραπάνω ευνοϊκές επιδράσεις κατά το α' εξάμηνο του 2015 αντιστράφηκαν εν μέρει καθώς η οικονομία εισήλθε σε νέα ύφεση το β' εξάμηνο του έτους. Πάντως, η αναδιάρθρωση και η εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος κατά το πρόσφατο παρελθόν εκτιμάται ότι δημιούργησαν κατάλληλες συνθήκες ώστε η προσφορά τραπεζικής πίστης να ενισχυθεί το 2015 σε σύγκριση με τα αμέσως προηγούμενα έτη.

Τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά είναι εύλογο να επηρεάστηκαν αρνητικά από την αναζωπύρωση της αβεβαιότητας, κατά το α' εξάμηνο του 2015, η οποία συνέβαλε σε σημαντικό περιορισμό της ρευστότητας των τραπεζών. Πέραν των εκροών καταθέσεων λιανικής

<sup>6</sup> Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα προκύπτει όταν από το ονομαστικό επιτόκιο που καταγράφεται το μήνα αυτό αφαιρεθεί ο δωδεκάμηνος ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος επικρατεί τον ίδιο μήνα. Δεδομένου ότι ο ρυθμός πληθωρισμού ήταν τους περισσότερους μήνες 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 σύμφωνα με τη θεωρία, να τεκμαίρεται με βάση τις μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, δεδομένου ότι η διατήρηση του πληθωρισμού σε αρνητικά επίπεδα είναι προσωρινό φαινόμενο. Ωστόσο, δεν υπάρχει δημοσιευμένη σειρά για τον μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού στη χώρα μας.

τις οποίες προκάλεσε, η αβεβαιότητα δυσχέρανε επίσης την πρόσβαση των τραπεζών στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Η απώλεια ρευστών διαθεσίμων αντισταθμίστηκε μερικώς, εκ μέρους των εμπορικών τραπεζών, με προσφυγή στην κεντρική τράπεζα για άντληση χρηματοδότησης. Πάντως, το μέγεθος του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος συρρικνώθηκε κατά 3% το 2015 (έναντι μείωσης κατά 2,4% το 2014). Εάν, ωστόσο, η χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα δεν είχε αυξηθεί, ο περιορισμός του ύψους του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών θα ήταν μεγαλύτερος και η τραπεζική χρηματοδότηση προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα, αντί για ρυθμό μεταβολής -2,2% κατά μέσο όρο, θα είχε καταγράψει εντονότερη μείωση.

Τέλος, ανασχετική επίδραση στην πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών συνέχισε να ασκεί το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Πληροφορίες για την εμπειρία και τις εκτιμήσεις των ίδιων των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών όσον αφορά την εξέλιξη της προσφοράς και της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατά το 2015<sup>7</sup> δίνονται στην ενότητα VII.3.

Η αλληλεπίδραση των μεταβολών της προσφοράς και της ζήτησης, οι οποίες με βάση την παραπάνω ανάλυση (και ανεξαρτήτως από τις εκτιμήσεις των τραπεζών) θεωρούνται πιθανές, πρέπει να αντανakλάται στην εξέλιξη των ετήσιων ρυθμών μεταβολής των πιστωτικών μεγεθών.<sup>8</sup> Το 2015, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σταδιακά περιορίστηκε (Δεκέμβριος 2015:-1,2%, 2014 (μέσος όρος έτους): -4,4%). Ομοίως, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της καταναλωτικής πίστης συγκρατήθηκε ελαφρά (μέσος όρος 2015: -2,6%, 2014: -2,9%). Τούτο σημαίνει ότι η εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών ήταν λιγότερο δυσμενής το 2015 — με την έννοια ότι η χρηματοδότηση μειώθηκε μεν, με μικρότερη ταχύτητα δε — σε σύγκριση με το 2014. Από την άλλη πλευρά, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των στεγαστικών δανείων εμφανίζεται κατά μέσο όρο ελαφρώς

εντονότερος το 2015 (-3,4%) έναντι του προηγούμενου έτους (2014: -3,2%).

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα προς τη γενική κυβέρνηση διατηρήθηκε σε θετικά επίπεδα και συνολικά κατέγραψε επιτάχυνση στη διάρκεια του 2015 (11,6% κατά μέσο όρο το 2015, έναντι -8,1% το 2014). Έτσι, το μερίδιο της γενικής κυβέρνησης στη συνολική υφιστάμενη χρηματοδότηση από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα προς την εγχώρια οικονομία αυξήθηκε από 13% το 2014 σε 14,4% το 2015. Αυτό συνέβη επειδή μέχρι τον Ιούλιο του 2015 δεν εισέρρεαν στη χώρα δανειακά κεφάλαια από τους διεθνείς πιστωτές, συνεπώς πηγή κάλυψης των δανειακών αναγκών της γενικής κυβέρνησης ήταν το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, το οποίο αφενός απορροφούσε το μεγαλύτερο μέρος των τακτικών εκδόσεων εντόκων γραμματίων από την κεντρική κυβέρνηση και αφετέρου χορήγησε βραχυπρόθεσμα δάνεια. Επισημαίνεται ότι θετική καθαρή ροή χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα προς τη γενική κυβέρνηση καταγράφηκε το β' εξάμηνο του 2014 (η μεγαλύτερη εξαμηνιαία καθαρή ροή από το δεύτερο ήμισυ του έτους 2010), ενώ το 2015 η σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης ήταν αρνητική (βλ. Διάγραμμα VII.3).

Ο σταδιακός περιορισμός της αβεβαιότητας συμβάλλει σε ενίσχυση των δυνατοτήτων των ελληνικών τραπεζών να χρηματοδοτήσουν την πραγματική οικονομία. Ωστόσο, απαιτείται ενεργότερη διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση, προκειμένου να μετριαστούν οι δυσμενείς τους επιπτώσεις στην πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών. Το νομικό πλαίσιο που θεσπίστηκε τους τελευταίους μήνες ενθαρρύνει αυτή την αναγκαία εξέλιξη. Παρο-

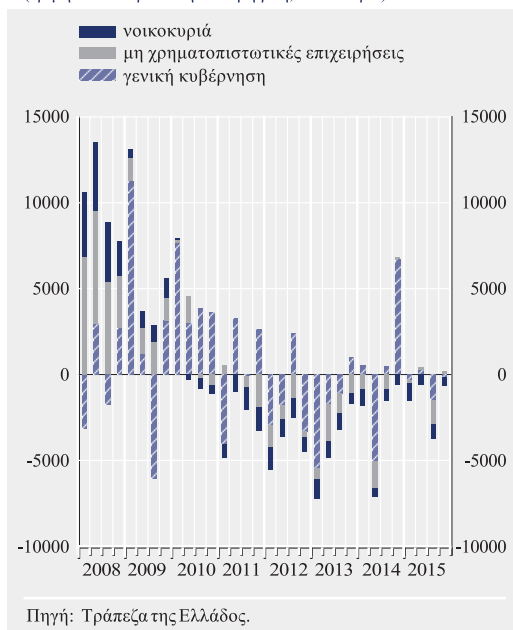
7 Στην έρευνα γίνονται συγκρίσεις των συνθηκών στη διάρκεια κάθε τριμήνου το 2015 με τις συνθήκες κατά τη διάρκεια του αμέσως προηγούμενου τριμήνου και όχι με την αντίστοιχη περίοδο 12 μήνες νωρίτερα όπως στην παρούσα ενότητα.

8 Γίνεται η απλουστευτική παραδοχή ότι τα πιστωτικά μεγέθη που καταγράφουν οι στατιστικές συμπίπτουν με το “επίπεδο ισορροπίας”, δηλ. το σημείο τομής των καμπυλών προσφοράς και ζήτησης πιστώσεων.



### Διάγραμμα VII.3 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα και τη γενική κυβέρνηση (2008-2015)

(τριμηνιαία σωρευτική καθαρή ροή, εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

μοίως επεκτατικό για την προσφορά πιστώσεων θα είναι το αποτέλεσμα της πρόσφατης ανακεφαλαιοποίησης.

Καθώς θα σημειώνεται περαιτέρω πρόοδος με την υλοποίηση της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης καθ' οδόν προς την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, είναι εύλογο να επιτευχθούν: (α) η εκ νέου αποδοχή εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ των χρεογράφων του Ελληνικού Δημοσίου ως καλύμματος για τη χρηματοδότηση η οποία προσφέρεται μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής και (β) η υπαγωγή των ομολόγων αυτών στο διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος, μέτρα που θα καταστήσουν δυνατή σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας (κατά συνέπεια και της πιστοδοτικής ικανότητας) των ελληνικών τραπεζών με πολύ χαμηλότερο χρηματοδοτικό κόστος από ό,τι το 2015. Τέλος, τα προγράμματα για την κάλυψη με εγγυήσεις και τη συγχρηματοδότηση, με βάση κοινοτικούς πόρους, δανείων που χορηγούν οι ελληνικές τράπεζες θα εξακολουθήσουν να στηρίζουν την προ-

σφορά πιστώσεων. Σημειώνεται πάντως ότι η απορρόφηση των προγραμμάτων αυτών, με βάση πρόσφατα στοιχεία που καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος του 2015, μειώθηκε περίπου κατά 45% έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2014, εξέλιξη η οποία είναι αναγκαίο να αντιστραφεί το ταχύτερο δυνατόν.

#### 4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΟΣΩΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ<sup>9</sup>

Τα πιστοδοτικά κριτήρια<sup>10</sup> όσον αφορά τις χορηγήσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άρχισαν να αυστηροποιούνται από το β' τρίμηνο του 2015. Είχε προηγηθεί περίοδος 1,5 έτους περίπου στη διάρκεια της οποίας τα πιστοδοτικά κριτήρια είχαν παραμείνει αμετάβλητα.

Τα πιστωτικά ιδρύματα απέδωσαν το γεγονός ότι προέβησαν σε αυστηροποίηση: (1) στις δυσκολίες που συνάντησαν όσον αφορά την προσέλκυση καταθέσεων και την πρόσβαση στις ανοικτές χρηματοπιστωτικές αγορές με σκοπό την άντληση πόρων προς αναδανεισμό, (2) στις συνακόλουθες πιέσεις στη ρευστότητά τους, οι οποίες εκδηλώθηκαν ήδη από τις αρχές του 2015 καθώς επίσης και (3) εσχάτως το γ' και δ' τρίμηνο του 2015, σε πιέσεις στην κεφαλαιακή τους βάση. Επισημαίνεται ότι περιορισμοί όσον αφορά τις δυνατότητες των τραπεζών να συγκεντρώσουν ρευστά διαθέσιμα ή την επάρκεια της κεφαλαιακής τους βάσης είχαν διαπιστωθεί από την έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων για τελευταία φορά το α' τρίμηνο του 2013.

Πράγματι, όπως προαναφέρθηκε στην ενότητα VII.1, το α' εξάμηνο του 2015 καταγράφηκαν (από τη νομισματική και τραπεζική στατιστική) εκτεταμένες εκροές καταθέσεων.

<sup>9</sup> Περιγράφονται οι αποκρίσεις στην έρευνα από τη σκοπιά του συνόλου του δείγματος (και όχι μεμονωμένων τραπεζών). Περιγράφεται δηλαδή η εξέλιξη του απλού μέσου όρου (χωρίς στάθμιση) των απαντήσεων των τεσσάρων εγχώριων σημαντικών τραπεζών.

<sup>10</sup> Ορισμός για τα πιστοδοτικά κριτήρια δίνεται στο Πλαίσιο IV.3.

Υπάρχουν επίσης στοιχεία τα οποία καταδεικνύουν ότι όντως η πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά περιορίστηκε δραστικά. Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές αντιστράφηκαν το γ' τρίμηνο του 2015, γεγονός που δεν αντανάκλαται στα αποτελέσματα της έρευνας. Πάντως, οι αποκρίσεις στην έρευνα είναι συνεπείς με το ότι, όπως επισημαίνεται στην ενότητα VII.6, σύμφωνα με στοιχεία για τους πρώτους εννέα μήνες του 2015 το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων έβαινε αυξανόμενο.

Οι τράπεζες ανέφεραν ως επιπλέον αιτία αυστηροποίησης των πιστοδοτικών τους κριτηρίων τη χειροτέρευση, από τις αρχές του 2015, των προσδοκιών: (1) για τις μακροοικονομικές προοπτικές της χώρας και (2) ειδικότερα, για τις εξελίξεις κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας. Επισημαίνεται ότι επίδραση από τις μακροοικονομικές ή τις κλαδικές εξελίξεις, η οποία να συνηγορεί υπέρ αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων, είχε να αναφερθεί από το έτος 2013. Ως άλλη αιτία αυστηροποίησης αναφέρθηκε (3) η μεταβολή επί το δυσμενέστερο των εκτιμήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων για τη "ρευστότητα" των εξασφαλίσεων (δηλ. την ευκολία ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων που καλύπτουν τις τραπεζικές πιστώσεις και το ύψος των τιμών στις οποίες είναι δυνατόν να εκποιηθούν οι εξασφαλίσεις σε περίπτωση που αθετείται η υποχρέωση εξόφλησης του δανείου). Επιπροσθέτως, ως αιτία αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων, αναφέρεται από τις τράπεζες (4) ο περιορισμός της έκτασης στην οποία ήταν διατεθειμένες να αναλάβουν κινδύνους.

Αναμφίβολα οι προβλέψεις για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω στη διάρκεια του 2015. Συνεπώς, οι τράπεζες δικαιολογημένα θεώρησαν, όπως δείχνει η έρευνα, ότι οι μακροοικονομικές προοπτικές της χώρας χειροτέρευσαν. Όσον αφορά την ευκολία ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων, αναφέρεται ενδεικτικά ότι μεταξύ δ' τριμήνου του 2014 και δ' τριμήνου του 2015, σύμφωνα με τους δείκτες

που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, οι τιμές των ακινήτων (οικιστικών και επαγγελματικών), τα οποία αποτελούν βασική μορφή εξασφάλισης τραπεζικού δανεισμού, πράγματι υποχωρούσαν διαρκώς, ενώ είναι γνωστό ότι η αξία των συναλλαγών στην αγορά ακινήτων συρρικνώνεται προοδευτικά. Αυτές οι εξελίξεις δικαιολογούν το προαναφερθέν εύρημα της έρευνας τραπεζικών χορηγήσεων ότι οι τράπεζες εκτιμούν ότι η ρευστότητα των εξασφαλίσεων περιορίστηκε.

Όσον αφορά την εξέλιξη των όρων (επιτοκιακών και μη) και των προϋποθέσεων τραπεζικού δανεισμού<sup>11</sup> προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, καταγράφηκε μεταβολή επί το δυσμενέστερο καθ' όλο το 2015. Σύμφωνα με τις αποκρίσεις των τραπεζών, η μεταβολή περιλάμβανε: (1) διεύρυνση του περιθωρίου τους, καθώς επίσης (με εξαίρεση το α' τρίμηνο) (2) αύξηση των χρεώσεων επί των δανειοληπτών πέραν των τόκων, (3) περιορισμό του ύψους και της διάρκειας των χορηγούμενων δανείων, (4) επιβολή αυστηρότερων συμβατικών ρητρών<sup>12</sup> και, τέλος, (5) αυστηροποίηση των απαιτήσεων των τραπεζών για κάλυψη, εκ μέρους των δανειοληπτών, των ανοιγμάτων με εξασφαλίσεις. Όσον αφορά τη ζήτηση τραπεζικών δανείων, η ζήτηση εκ

<sup>11</sup> Ορισμός για τους όρους και τις προϋποθέσεις τραπεζικού δανεισμού δίνεται στο Πλαίσιο IV.3.

<sup>12</sup> Οι συμβατικές ρήτρες τίθενται για να προστατεύσουν τη δανείστρια τράπεζα αποτρέποντας τους πιστούχους από ορισμένες ενέργειες οι οποίες θα συνέβαλαν σε μείωση της πιθανότητας ομαλής εξυπηρέτησης και τελικής αποπληρωμής του δανείου. Οι ρήτρες διακρίνονται σε καταφατικές, περιοριστικές, αποφατικές και ρήτρες αθέτησης πληρωμής. Οι καταφατικές ρήτρες καθορίζουν διάφορες υποχρεώσεις για τον πιστόχο, όπως η υποχρέωση να διατηρεί ένα ελάχιστο ύψος κεφαλαίων κίνησης και η αναγκαιότητα η δανείστρια τράπεζα να εγκρίνει τις αλλαγές στη διοίκηση της δανειολήπτριας εταιρίας. Παραδείγματα περιοριστικών ρητρών (δηλ. ρητρών που περιορίζουν την έκταση κάποιων ενεργειών του δανειολήπτη) είναι ο καθορισμός του ύψους των μερισμάτων που δύναται να διανεμίει ο πιστούχος, των αμοιβών και άλλων παροχών (π.χ. δάνεια) προς το προσωπικό του πιστούχου και όρια επί του ύψους των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου που επιτρέπεται να πραγματοποιήσει. Παραδείγματα αποφατικών ρητρών (δηλ. ρητρών που απαγορεύουν στον πιστόχο κάποιες ενέργειες) είναι η απαγόρευση της ενεχύρασης εκ μέρους του δανειολήπτη περιουσιακών του στοιχείων υπέρ τρίτων (δηλ. εκτός της δανείστριας τράπεζας), απαγόρευση εκποίησης κάποιων περιουσιακών στοιχείων ή συγχώνευσης της δανειολήπτριας εταιρίας με άλλη επιχείρηση. Τέλος, η εκπλήρωση των ρητρών αθέτησης πληρωμών καθιστά το δάνειο αμέσως ληξιπρόθεσμο και απαιτητό. Συχνά καθορίζεται π.χ. ότι αυτό θα συμβεί αν ο πιστούχος αθετήσει κάποια πληρωμή όχι μόνο προς τη δανείστρια τράπεζα (π.χ. αν το δάνειο δεν εξυπηρετείται ομαλά) αλλά και προς τρίτους, αν τα στοιχεία που υποβάλλει ο πιστούχος προς την τράπεζα κριθούν αναληθή κ.ά.

μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων περιοριζόταν σταδιακά καθ' όλο το 2015, μετά από 1,5 έτος συνεχών αυξήσεων.

Η τριμηνιαία καθαρή ροή νέων επιχειρηματικών δανείων, η οποία υπολογίζεται στο πλαίσιο της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής, μειώθηκε το α' και σημαντικά το γ' τρίμηνο του 2015, ενώ αυξήθηκε το β' και το δ' τρίμηνο έναντι του προηγούμενου τριμήνου αντιστοίχως (βλ. Διάγραμμα VII.3). Εάν μάλιστα εναλλακτικά, χάριν καλύτερης αντιστοίχισης των στατιστικών με το εννοιολογικό περιεχόμενο των ερωτημάτων της έρευνας, ληφθούν υπόψη οι υπάρχουσες ενδείξεις για τις ακαθάριστες μηνιαίες ροές<sup>13</sup> διαπιστώνεται αύξηση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών μεταξύ δ' τριμήνου 2014 και α' τριμήνου 2015, προοδευτική μείωση το β' και το γ' τρίμηνο και ανάκαμψη κατά το δ' τρίμηνο σε επίπεδα πλησίον αυτών του α' τριμήνου. Οι καταγραφείσες κατά το β' και γ' τρίμηνο του 2015 μειώσεις της ροής και η συνεχής υποχώρηση καθ' όλο το 2015 του επιπέδου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είναι κατά βάση συνεπείς με την εικόνα ταυτόχρονης υποχώρησης της προσφοράς (όπως στοιχειοθετείται από την προαναφερθείσα αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων και των όρων δανεισμού) και της ζήτησης επιχειρηματικών πιστώσεων, την οποία συνθέτουν τα αποτελέσματα της έρευνας.<sup>14</sup>

Οι τράπεζες αποκρίθηκαν στην έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων ότι καταλογίζουν την υποχώρηση της ζήτησης επιχειρηματικών δανείων κυρίως: (1) στη μείωση των δανειακών αναγκών των επιχειρήσεων αφενός για τη χρηματοδότηση επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και αφετέρου για κεφάλαια κίνησης. Σημαντική αρνητική επίδραση αποδίδεται εξάλλου (2) στη σχετική σπανιότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων και άλλων συναφών αναδιατάξεων στον επιχειρηματικό τομέα, (3) στο ύψος των δανειακών επιτοκίων και (4) στη χρήση χρηματοδοτικών πόρων οι οποίοι έχουν δημιουργηθεί εσωτερικά (με αποταμίευση) από τις επιχειρήσεις.

Είναι γεγονός ότι η ονομαστική αξία των ιδιωτικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου (όπως καταγράφονται στους εθνικούς λογαριασμούς) υποχωρούσε τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2015. Το ονομαστικό ΑΕΠ επίσης ακολούθησε κατά βάση πτωτική πορεία από τα τέλη του 2014, εξέλιξη η οποία είναι εκ πρώτης όψεως συνεπής με περιορισμό των αναγκών για κεφάλαια κίνησης.<sup>15</sup>

Στο πλαίσιο της έρευνας τέθηκαν στις τράπεζες επιπροσθέτως ειδικά (ad hoc) ερωτήματα και από τις απαντήσεις συνάγονται τα εξής:

- Μετά από δύο και πλέον έτη κατά τα οποία οι δυνατότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων να συγκεντρώσουν καταθέσεις από την αγορά λιανικής, καθώς επίσης και από τη διατραπεζική αγορά *άνευ εξασφαλίσεων*, βελτιώνονταν ανά τρίμηνο (ή παρεμέναν αμετάβλητες), καθ' όλο το 2015 οι τράπεζες του δείγματος ανέφεραν περιορισμό της πρόσβασής τους στις εν λόγω αγορές, εντονότερο μάλιστα κατά το α', β' και γ' τρίμηνο, από οτιδήποτε είχε καταγραφεί στο παρελθόν, δηλ. από το 2007 και εξής που τίθενται σχετικά ερωτήματα στην έρευνα.
- Το β' και το δ' τρίμηνο του 2015 οι ελληνικές τράπεζες ερωτήθηκαν για τη συμμετοχή

<sup>13</sup> Εάν δηλαδή δεν αφαιρεθούν από τη μηνιαία εκταμίευση νέων δανείων οι πληρωμές χρεολυσίων επί των υφιστάμενων επιχειρηματικών δανείων στη διάρκεια του μήνα.

<sup>14</sup> Ωστόσο, εάν αντί για σύγκριση μεταξύ διαδοχικών τριμήνων συγκριθεί η αρνητική σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μεταξύ 2015 και 2014, διαπιστώνεται ότι κατέγραψε σημαντική μείωση κατά 65% περίπου σε απόλυτο μέγεθος (που υποδηλώνει σχετικά αφθονότερη τραπεζική χρηματοδότηση το 2015 έναντι του 2014). Στην αντίθετη κατεύθυνση, η σωρευτική ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν μικρότερη το α' εξάμηνο του 2015 από ό,τι το β' εξάμηνο του 2014 και μειώθηκε έντονα (περίπου κατά 50%) περαιτέρω κατά το β' εξάμηνο του 2015 έναντι του α' εξαμήνου του ίδιου έτους, γεγονός που συμφωνεί με τα ευρήματα της έρευνας για προοδευτική υποχώρηση τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης κατά το 2015. Η αλγεβρική αύξηση της καθαρής ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το 2015 σε σύγκριση με το 2014 ταυτόχρονα με ενδείξεις μείωσης (μεταξύ των διαδοχικών εξαμήνων) της ακαθάριστης ροής υποδηλώνει ότι δεν αυξήθηκε η χορήγηση νέων πιστώσεων το 2015, αλλά περιορίστηκαν σε σύγκριση με το 2014 οι πληρωμές χρεολυσίων στα υφιστάμενα τραπεζικά δάνεια των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

<sup>15</sup> Από την άλλη πλευρά, η απασχόληση αυξανόταν το β' και το γ' τρίμηνο του 2015, ωστόσο ταυτόχρονα οι μισθολογικές δαπάνες στην οικονομία (σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας) μειώνονταν.

τους στη στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης το Μάρτιο και το Δεκέμβριο του 2015 αντιστοίχως, καθώς και για τις προσδοκίες τους σχετικά με τις επόμενες πράξεις σε αυτή τη σειρά. Ένα σημαντικό μέρος του ελληνικού δείγματος αποκρίθηκε ότι η χρηματοδότηση που αντλείται μέσω των στοχευμένων πράξεων χρησιμοποιείται αφενός για τη χορήγηση νέων επιχειρηματικών (και, σε μικρότερη έκταση, καταναλωτικών) δανείων και αφετέρου για την αναπλήρωση καταθέσεων λιανικής όπως επίσης και για την εξόφληση άλλων πράξεων αναχρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα. Ανιχνεύεται επίσης κάποια θετική επίδραση των στοχευμένων πράξεων στην κερδοφορία και τη ρευστότητα των τραπεζών. Φαίνεται ότι παρά την αδυναμία χρήσης ελληνικών τίτλων, οι οποίοι αποτελούν σημαντικό μέρος του χαρτοφυλακίου τίτλων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων, ως εξασφαλίσεων, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα εξακολούθησε να επωφελείται σε κάποια έκταση από τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία εφαρμόζει το Ευρωσύστημα.

## 5 ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ SAFE ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΜΙΚΡΟΥ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι απαντήσεις του δείγματος επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους<sup>16</sup> στην Ελλάδα στο πλαίσιο των δύο τελευταίων επαναλήψεων της Έρευνας για την πρόσβαση των επιχειρήσεων στις πηγές χρηματοδότησης (Survey on the access to finance of enterprises – SAFE),<sup>17</sup> οι οποίες καλύπτουν το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2015 και Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015 (“εξεταζόμενη περίοδος”),<sup>18</sup> έχουν ως εξής:<sup>19</sup>

Το πρόβλημα της πρόσβασης σε (εξωτερική) χρηματοδότηση παρέμεινε το 2015 κυρίαρχο στη χώρα μας (μέσο ποσοστό επιχειρήσεων οι οποίες δήλωσαν το πρόβλημα αυτό ως το πιο σημαντικό κατά την εξεταζόμενη περίοδο: 32%), όπως εξάλλου έχει καταγραφεί και σε

όλες τις προηγούμενες επαναλήψεις της έρευνας. Στην τελευταία έρευνα οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα βαθμολογούν το πρόβλημα αυτό με 8 (από 7 τα προηγούμενα έτη) με βάση κλίμακα αυξανόμενης σοβαρότητας του προβλήματος 1-10. Ακολουθούν σε μεγάλη απόσταση το πρόβλημα της εύρεσης πελατών (10%), που μετριάζεται σημαντικά από το 2012 και μετά, ο ανταγωνισμός, το κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο, το κόστος παραγωγής ή εργασίας και η διαθεσιμότητα εξειδικευμένου προσωπικού.

Αναφορικά με τις πηγές χρηματοδότησης, τα ευρήματα της έρευνας επιβεβαιώνουν ότι οι εμπορικές πιστώσεις<sup>20</sup> αποτελούν τον ευρύτερα διαδεδομένο τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (63% των επιχειρήσεων απάντησε ότι χρηματοδοτήθηκε μέσω εμπορικών πιστώσεων την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2015), ενώ ακολουθούν η λήψη είτε κανονικού είτε συγχρηματοδοτούμενου (από δημόσιους πόρους) τραπεζικού δανείου, δηλαδή πίστωσης με καθορισμένη διάρκεια και δεδομένο ύψος εξ αρχής (53% και 49% αντιστοίχως), ο βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός<sup>21</sup> και οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing) (31%), η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (27%), η εσωτερική χρηματοδότηση και τα λοιπά μη τραπεζικά δάνεια<sup>22</sup> (17%) και τέλος η πρακτορεία απαιτήσεων (factoring, 15%).

<sup>16</sup> Οι επιχειρήσεις αυτές διακρίνονται σε πολύ μικρές (με 1-9 απασχολούμενους), μικρές (με 10-49 απασχολούμενους) και μεσαίες (με 50-249 απασχολούμενους).

<sup>17</sup> Η Έρευνα διεξάγεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ κάθε έξι μήνες στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

<sup>18</sup> Παρακάτω αναφερόμαστε συνδυαστικά στα δύο αυτά χρονικά διαστήματα ως “εξεταζόμενη περίοδος”, η οποία κατά συνέπεια εκτείνεται από τον Οκτώβριο του 2014 μέχρι το Σεπτέμβριο του 2015.

<sup>19</sup> Ειδικότερα, το δείγμα των ελληνικών επιχειρήσεων περιλαμβάνει από το 2010 περίπου 500 επιχειρήσεις από τους κλάδους της βιομηχανίας, των κατασκευών, του εμπορίου και των υπηρεσιών, με εξαίρεση την έρευνα της περιόδου Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015, οπότε ο αριθμός των επιχειρήσεων διευρύνθηκε σε περίπου 800.

<sup>20</sup> Ως εμπορική πίστωση ορίζεται, σύμφωνα με την έρευνα, η πληρωμή των προμηθευτών της επιχείρησης σε μεταγενέστερη συμφωνημένη ημερομηνία, συνήθως 30, 60 ή 90 ημέρες μετά την παραλαβή των αγαθών ή υπηρεσιών που αγοράστήκαν.

<sup>21</sup> Δηλ. οι υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως και οι πιστωτικές γραμμές.

<sup>22</sup> Για παράδειγμα, δάνεια από την οικογένεια και φίλους, σχετιζόμενες επιχειρήσεις (π.χ. εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο όμιλο) ή μετόχους.

Από την πλευρά της ζήτησης εξωτερικής χρηματοδότησης, διαπιστώνεται αύξηση των αναγκών των ελληνικών επιχειρήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο, όπως είχε παρατηρηθεί αδιαλείπτως και στο παρελθόν. Ειδικότερα, οι ανάγκες για τραπεζικό δάνειο (με καθορισμένη διάρκεια) εξακολούθησαν να αυξάνονται στις δύο τελευταίες επαναλήψεις της έρευνας με σταδιακά ενισχυόμενο καθαρό ποσοστό<sup>23</sup> (μέσο καθαρό ποσοστό Οκτώβριος 2014-Σεπτέμβριος 2015: 31%, έναντι 25% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014). Επισημαίνεται ωστόσο ότι το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες τους για τραπεζικό δάνειο αυξήθηκαν διατηρήθηκε σε αισθητά χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με το μέγιστο που είχε καταγραφεί το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012 (51%).

Συχνότερα, συγκριτικά με άλλες πηγές χρηματοδότησης, καταγράφονται στις τελευταίες επαναλήψεις της έρευνας αυξήσεις των αναγκών για βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό<sup>24</sup> – η συχνότητα μάλιστα αυξάνεται στη διάρκεια του 2015 (μέσο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που αναφέρει αύξηση των αναγκών κατά την εξεταζόμενη περίοδο: 42%, έναντι 40% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 και 51% την ίδια περίοδο του 2012). Οι ανάγκες για εμπορικές πιστώσεις γίνονται επίσης συχνότερες στο δείγμα (μέσο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που αναφέρει αύξηση αναγκών την εξεταζόμενη περίοδο: 36%, από 32% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 αλλά 40% την ίδια περίοδο του 2012). Η ενίσχυση των αναγκών για βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό και για εμπορικές πιστώσεις πιθανόν αντανακλά την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας το α' εξάμηνο του 2015, αλλά και τα εντονότερα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπισαν μετά την επιβολή των περιορισμών στις αναλήψεις από τραπεζικούς λογαριασμούς το β' εξάμηνο κυρίως οι μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις.

Γενικότερα, σύμφωνα με τις απαντήσεις των επιχειρήσεων στο σχετικό ερώτημα της έρευνας, η αναζήτηση χρηματοδοτικών πόρων

(από εσωτερικές ή εξωτερικές πηγές) κατά την εξεταζόμενη περίοδο αποσκοπούσε κυρίως στην κάλυψη τρεχουσών αναγκών σε αποθέματα και κεφάλαια κίνησης (μέσο ποσοστό επιχειρήσεων που απάντησε ότι ο παράγοντας αυτός είναι ο κύριος λόγος για την αναζήτηση πόρων: 42%, έναντι 35% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014) και, κατά δεύτερο λόγο, στην αναχρηματοδότηση ή αποπληρωμή παλαιών χρεών (36%, έναντι 25% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014). Η ανάπτυξη και εισαγωγή νέων προϊόντων (μέσο ποσοστό επιχειρήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο: 24%, έναντι 17% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014), η πραγματοποίηση πάγιων επενδύσεων (22% έναντι 18%) και η πρόσληψη και εκπαίδευση προσωπικού (11% έναντι 6%) ως πηγές δημιουργίας χρηματοδοτικών αναγκών ενισχύθηκαν σημαντικά στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (δηλ. κατά το διάστημα Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015), υποχώρησαν όμως στη συνέχεια, συμβαδίζοντας με την επί το δυσμενέστερο αναθεώρηση των προσδοκιών για την οικονομική ανάπτυξη τα επόμενα έτη.

Από την πλευρά της προσφοράς εξωτερικής χρηματοδότησης, ολοένα περισσότερες επιχειρήσεις ανέφεραν κατά την εξεταζόμενη περίοδο μειώσεις της διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων (με τη μορφή δανείων ή τραπεζικών υπεραναλήψεων και πιστωτικών γραμμών, βλ. Διάγραμμα VII.4) (μέσο καθαρό ποσοστό<sup>25</sup> επιχειρήσεων που απάντησε ότι μειώθηκε η διαθεσιμότητα τραπεζικών πιστώσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο: -29%, έναντι -19% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014). Σημειώνεται ότι την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 είχε καταγραφεί η μικρότερη επιδείνωση της διαθεσιμότητας τραπεζικών και εμπορικών πιστώσεων από την έναρξη διεξαγωγής της

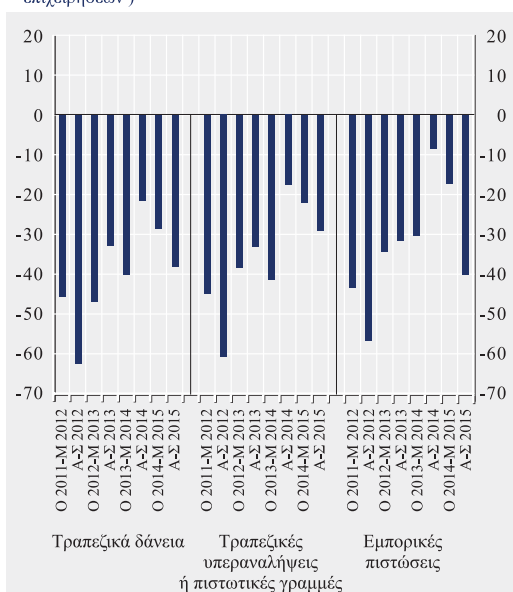
<sup>23</sup> Ως καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες χρηματοδότησης αυξήθηκαν μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι μειώθηκαν.

<sup>24</sup> Βλ. υποσημείωση 21.

<sup>25</sup> Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα χρηματοδότησης αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα μειώθηκε.

### Διάγραμμα VII.4 Μεταβολή στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα

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



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

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και από την πέμπτη επανάληψη και μετά καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.

2 Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι μειώθηκε.

έρευνας (το 2009). Όμως, παρά την πρόσφατη επιδείνωσή της, η συχνότητα αναφορών από τις επιχειρήσεις μειώσεων της διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης δεν προσεγγίζει το δυσμενές επίπεδο της περιόδου Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012 (-61%). Παρόμοια εικόνα παρουσιάζει και η συχνότητα αναφορών σε περιορισμούς της διαθεσιμότητας εμπορικών πιστώσεων, η πρόσφατη επιδείνωση της οποίας ήταν όμως αρκετά εντονότερη (μέσο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που ανέφερε ότι μειώθηκε η διαθεσιμότητα εμπορικών πιστώσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο: -40%, έναντι -17% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 αλλά -56% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012). Αυτό πιθανόν αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι η επιβολή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα στα μέσα του 2015 δυσχέρανε για διάφορους λόγους τη

διακίνηση των μεταχρονολογημένων επιταγών ως μέσου εμπορικών πιστώσεων και την αποδοχή τους από τους επιχειρηματίες-πιστωτές.

Σε όλες τις επαναλήψεις της έρευνας από το 2009 καταγράφηκε έλλειμμα εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, δηλ. θετική διαφορά μεταξύ των αναγκών των επιχειρήσεων και της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης (συνολικά μέσω όλων των εναλλακτικών χρηματοδοτικών μέσων τα οποία ξεετάζει η έρευνα). Κατά την εκτίμηση των ελληνικών επιχειρήσεων, το έλλειμμα αυτό φαίνεται να διευρύνθηκε εκ νέου στις δύο πρόσφατες έρευνες (μέσο καθαρό ποσοστό 31%), μετά τη σταδιακή του αποκλιμάκωση από τη μέγιστη τιμή που κατέγραψε την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012 (53%) στην ελάχιστη τιμή την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 (24%).

Οι ελληνικές επιχειρήσεις απέδωσαν την πρόσφατη επιδείνωση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης πρωτίστως στη χειροτέρευση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας (μέσο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων<sup>26</sup> κατά την εξεταζόμενη περίοδο: -75%, έναντι -39% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014, βλ. Διάγραμμα VII.5). Η αρνητική αυτή εκτίμηση των επιχειρήσεων για τις μακροοικονομικές προοπτικές αποτυπώνεται το 2015 πιο έντονα ακόμη και σε σχέση με το 2012 (-54%). Η αναζωπύρωση της αβεβαιότητας από τα τέλη του 2014 και ύστερα η τραπεζική αργία και η επιβολή των περιορισμών στις τράπεζες στα μέσα του 2015 φαίνεται ότι δημιούργησαν έντονη ανησυχία μεταξύ των επιχειρήσεων, ενώ η αντίληψη ότι οι οικονομικές συνθήκες κατέστησαν δυσχερέστερες επισφραγίστηκε, όπως προαναφέρθηκε, από τις προς τα κάτω

<sup>26</sup> Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας που επηρεάζει τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης (δηλ. οι προοπτικές της οικονομίας ή της μεμονωμένης επιχείρησης, ο βαθμός επιφυλακτικότητας των τραπεζών ή των προμηθευτών τους και η πρόσβαση σε προγράμματα χρηματοδότησης από δημόσιους φορείς) βελτιωνόμενος συνέβαλε σε αύξηση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης κατά το διάστημα διεξαγωγής της έρευνας, δηλ. κατά τους τελευταίους έξι μήνες, μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας, καθώς επιδεινώθηκε, συνέβαλε σε μείωση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης.

### Διάγραμμα VII.5 Μεταβολή των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα

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



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

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και από την πέμπτη επανάληψη και μετά καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.

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

αναθεωρήσεις των προβλέψεων για την οικονομική ανάπτυξη το 2015 και τα επόμενα έτη στη χώρα μας. Ιδιαίτερα σημαντική επιδείνωση σημείωσε η πρόσβαση των επιχειρήσεων σε προγράμματα χρηματοδότησης από δημόσιους φορείς (-60% από -36%), εύρημα το οποίο είναι συνεπές με το γεγονός ότι η απορρόφηση των προγραμμάτων του ΕΤΕΑΝ και της ΕΤΕπ υποδιπλασιάστηκε, όπως επισημάνθηκε παραπάνω, κατά το 2015 έναντι του προηγούμενου έτους. Σταδιακά περισσότερο αρνητική έγινε και η επίδραση παραγόντων όπως ο βαθμός επιφυλακτικότητας των τραπεζών να χορηγήσουν πιστώσεις (-37% από -22%) και των προμηθευτών να χορηγήσουν εμπορικές πιστώσεις

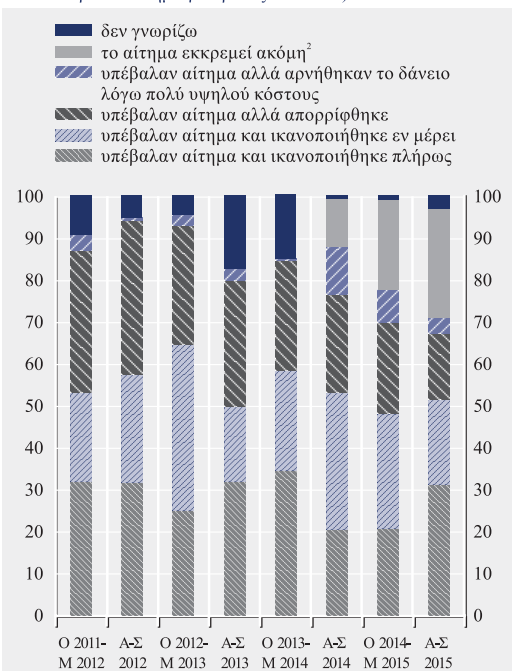
(-22% από -2%) καθώς και η επίδραση των προοπτικών της ίδιας της επιχείρησης (σε -25% από +5%), χωρίς ωστόσο να προσεγγίζουν τα εντόνως αρνητικά ποσοστά που είχαν καταγραφεί το 2012.

Το ποσοστό των επιχειρήσεων που υπέβαλαν αίτημα για τραπεζικό δάνειο είναι, σύμφωνα με όλες τις επαναλήψεις της έρευνας, χαμηλό στην Ελλάδα, καταδεικνύοντας υποτονικότητα όσον αφορά τη ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων, αλλά και τα επακόλουθα έντονα περιορισμών στην προσφορά στη διάρκεια της κρίσης. Ειδικότερα, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, το ποσοστό των επιχειρήσεων που υπέβαλαν αίτημα για τραπεζικό δάνειο ανερχόταν σε 24% στην Ελλάδα, έναντι 30% στη ζώνη του ευρώ.

Ως βασικότερη αιτία για τη μη υποβολή αιτήματος δανείου κατά την εξεταζόμενη περίοδο αναφέρεται ο φόβος απόρριψής του από την τράπεζα (μέσο ποσοστό επιχειρήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο: 31%, έναντι 29% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014, ζώνη του ευρώ: 8%), ενώ υποχωρεί το ποσοστό των επιχειρήσεων που δήλωσαν ότι δεν υπέβαλαν αίτηση λόγω επαρκούς εσωτερικής χρηματοδότησης (23%, έναντι 26% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014). Εντούτοις, το ποσοστό των επιχειρήσεων που υπέβαλαν αίτημα για τραπεζικό δάνειο ενισχύθηκε κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο (σε 24%, από 18% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014), ενώ στην πιο πρόσφατη έρευνα το ποσοστό των αιτημάτων που ικανοποιήθηκαν πλήρως ή εν μέρει βελτιώθηκε (51%, από 48% την περίοδο Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015) και το ποσοστό εκείνων που απορρίφθηκαν υποχώρησε (16% από 21%, βλ. Διάγραμμα VII.6). Το εύρημα ότι περισσότερα αιτήματα δανείου έγιναν αποδεκτά από τις τράπεζες δεν είναι εκ πρώτης όψεως συνεπές με τον προοδευτικό περιορισμό της σωρευτικής ακαθάριστης ροής τραπεζικών δανείων (με καθορισμένη διάρκεια) προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (όλων των μεγεθών) μεταξύ περιόδου Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015 και περιόδου Απριλίου-

### Διάγραμμα VII.6 Αποτέλεσμα των αιτημάτων για τραπεζικό δάνειο στην Ελλάδα

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



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

<sup>1</sup> Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και από την πέμπτη επανάληψη και μετά καλύπτει τις περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου και Απριλίου-Σεπτεμβρίου.

<sup>2</sup> Λόγω της προσθήκης της κατηγορίας "το αίτημα εκκρεμεί ακόμη" από την περίοδο Απρ.-Σεπτ. 2014, η σύγκριση των αποτελεσμάτων των τριών τελευταίων επαναλήψεων της έρευνας με εκείνα των προηγούμενων θα πρέπει να γίνεται με επιφύλαξη.

Σεπτεμβρίου 2015 ή την αύξηση (σε απόλυτους αριθμούς) της αρνητικής σωρευτικής καθαρής ροής τραπεζικών πιστώσεων, η οποία υπολογίζεται από τη νομισματική και τραπεζική στατιστική. Αντιθέτως, η σύγκριση των σωρευτικών ροών τραπεζικής χρηματοδότησης φαίνεται να συμφωνεί περισσότερο με τα προαναφερθέντα ευρήματα των επαναλήψεων της έρευνας ότι η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων, υπεραναλήψεων ή πιστωτικών γραμμών (όσον αφορά τουλάχιστον τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους) έβανε μειούμενη από την περίοδο Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015 και μετά.

Σε ειδικό ερώτημα που τέθηκε, οι ελληνικές επιχειρήσεις ανέφεραν ότι το επιτόκιο για

πιστωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως ανήλθε σε 8,5% (διάμεσος απάντησεων) την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2015, έναντι 8% στις έρευνες που κάλυψαν τις περιόδους Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015 και Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014. Επίσης, στην τελευταία έρευνα, το 26% των ελληνικών επιχειρήσεων δήλωσε ότι υπέβαλε αίτημα για λήψη δανείου ύψους από 25.000-100.000 ευρώ, το 23% των επιχειρήσεων από 250.000-1.000.000 ευρώ, το 21% άνω του 1 εκατ. ευρώ, το 17% από 100.000-250.000 ευρώ και το 11% μέχρι 25.000 ευρώ.

Αναφορικά με τους όρους τραπεζικού δανεισμού, η πλειονότητα των ελληνικών επιχειρήσεων ανέφερε κατά την εξεταζόμενη περίοδο, όπως και στο παρελθόν, αυξήσεις των επιτοκίων δανεισμού, οι οποίες ήταν μάλιστα συχνότερες από ό,τι νωρίτερα το 2014 (μέσο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων<sup>27</sup> που ανέφεραν αύξηση επιτοκίων 18%, έναντι 9% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014). Τα ποσοστά αυτά είναι χαμηλά σε σύγκριση με το μέγιστο που καταγράφηκε την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2011 (78%). Σε σχέση με τους λοιπούς όρους των δανείων (πλην των τιμών):

- Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων το οποίο αναφέρει αύξηση των απαιτήσεων των τραπεζών για κάλυψη των πιστώσεων με εμπράγματα εξασφαλίσεις υποχώρησε σταδιακά κατά την εξεταζόμενη περίοδο (σε 39%, έναντι 54% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 και 62% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012).
- Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων οι οποίες ανέφεραν περιορισμό του ύψους των διαθέσιμων τραπεζικών πιστώσεων αυξήθηκε στις δύο τελευταίες επαναλήψεις της έρευνας (σε 21% κατά μέσο όρο, έναντι 13% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 και

<sup>27</sup> Το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος όρος τραπεζικού δανεισμού (δηλ. τα επιτόκια, οι απαιτήσεις για εμπράγματα εξασφαλίσεις, το διαθέσιμο ποσό ή η διάρκεια του δανείου και οι λοιπές απαιτήσεις των τραπεζών) κατέστη δυσμενέστερος για το δανειολήπτη μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος όρος κατέστη ευνοϊκότερος.



43% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012). Παρομοίως, το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων οι οποίες ανέφεραν περιορισμό της διαθέσιμης διάρκειας τραπεζικών δανείων ανήλθε σε 3% κατά μέσο όρο, έναντι καθαρού ποσοστού -3% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014 (οπότε η πλειονότητα των επιχειρήσεων είχε αναφέρει επιμήκυνση της διάρκειας).

- Τέλος, το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων οι οποίες αναφέρουν ενίσχυση των λοιπών απαιτήσεων των τραπεζών<sup>28</sup> αυξήθηκε (53%, από 43% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014).

Η εξέλιξη ορισμένων από τους όρους δανεισμού ερμηνεύει το γεγονός ότι για πολλές επιχειρήσεις στην Ελλάδα η λήψη τραπεζικών δανείων δεν αποτελεί πηγή χρηματοδότησης. Παρότι πολλές επιχειρήσεις ανέφεραν κατά την εξεταζόμενη περίοδο ότι απλώς δεν χρειάζονταν τραπεζικό δάνειο (44% του δείγματος, έναντι 35% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014), αρκετές άλλες υποστήριξαν ότι κανένα τραπεζικό δάνειο δεν ήταν διαθέσιμο προς αυτές (22%, έναντι 23% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014). Επιπλέον, το 21% των επιχειρήσεων (έναντι 26% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014) ανέφερε ότι το κόστος των δανείων ήταν απαγορευτικό, ενώ το 8% των επιχειρήσεων (έναντι 6% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2014) ανέφερε την έλλειψη επαρκών εξασφαλίσεων ή εγγυήσεων ως βασική αιτία για την οποία δεν χρησιμοποιεί τραπεζικά δάνεια ως πηγή χρηματοδότησης.

## 6 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η επιτυχής ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, η τραπεζική αργία και η επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών, τις διασυνοριακές πληρωμές, τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων και άλλες τραπεζικές εργασίες, αλλά και η μικρότερη του αναμενόμενου επίπτωση των περιορισμών στα μεγέθη των τραπεζών αποτέλεσαν τις βασικότερες εξελίξεις που αφορούσαν τον τραπεζικό κλάδο

κατά τη διάρκεια του 2015. Ειδικότερα σε σχέση με παραμέτρους που επηρεάζουν τη σταθερότητα του συστήματος, με βάση τα στοιχεία της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, επιδείνωση εμφάνισε η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου, ενώ ανθεκτικότητα εμφάνισαν τα λειτουργικά αποτελέσματα των τραπεζών.

Αναλυτικότερα, δεδομένων των επιπτώσεων της αβεβαιότητας κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015 λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς δανειστές (π.χ. εκροή καταθέσεων, επιδείνωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών, επιβολή εν τέλει περιορισμών στις τραπεζικές εργασίες), ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός (EEM), 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, προχώρησε το γ' τρίμηνο του 2015 στη διενέργεια νέας άσκησης Συνολικής Αξιολόγησης (Comprehensive Assessment). Η Συνολική Αξιολόγηση περιλάμβανε έλεγχο της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού (Asset Quality Review) και άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test) για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Eurobank). Στόχος της άσκησης ήταν η επανεκτίμηση των κεφαλαιακών αναγκών των τραπεζών υπό το πρίσμα των νέων συνθηκών, οι οποίες βεβαίως δεν ήταν δυνατόν να προβλεφθούν ώστε να ενσωματωθούν στις υποθέσεις της Συνολικής Αξιολόγησης που είχε ολοκληρωθεί ένα χρόνο νωρίτερα, τον Οκτώβριο του 2014. Ανάλογη άσκηση διενήργησε η Τράπεζα της Ελλάδος για την Τράπεζα Αττικής. Η Τράπεζα της Ελλάδος διενήργησε επίσης άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τις συνεταιριστικές τράπεζες.

<sup>28</sup> Οι λοιπές απαιτήσεις αναφέρονται π.χ. σε αξιώσεις των τραπεζών για κάλυψη των πιστώσεων με εγγυήσεις, σε απαιτήσεις πληροφόρησης, στις διαδικασίες και ειδικώς στον απαιτούμενο χρόνο για την έγκριση του δανείου ή στις διάφορες ρήτρες που ενσωματώνονται στις δανειακές συμβάσεις.

Από τη Συνολική Αξιολόγηση, οι υποθέσεις της οποίας ήταν ιδιαίτερος συντηρητικές,<sup>29</sup> προέκυψε η ανάγκη προληπτικής κεφαλαιακής ενίσχυσης των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ και 14,4 δισεκ. ευρώ υπό το βασικό και δυσμενές σενάριο της άσκησης αντιστοίχως, καθώς και 857 εκατ. ευρώ και 1.021 εκατ. ευρώ αντιστοίχως για την Τράπεζα Αττικής. Παράλληλα, για τις συνεταιριστικές τράπεζες προέκυψαν ανάγκες κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 100 εκατ. ευρώ συνολικά. Μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων, καθορίστηκαν (Ν. 4340/2015) οι βασικές αρχές και οι όροι υπό τους οποίους το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) θα μπορούσε να συμμετάσχει στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των σημαντικών τραπεζών, εφόσον η ιδιωτική συμμετοχή δεν επαρκέσει για την πλήρη κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών τους.<sup>30</sup>

Στη συνέχεια οι τράπεζες υπέβαλαν προς έγκριση σχέδια ενεργειών για το πώς προτίθενται να μειώσουν την προαναφερθείσα υστέρηση κεφαλαίων (π.χ. προγράμματα διαχείρισης στοιχείων παθητικού, στοιχειοθετημένη πρόθεση πώλησης περιουσιακών τους στοιχείων). Λαμβάνοντας υπόψη τα σχέδια αυτά, ο ΕΕΜ μείωσε τις αρχικώς εκτιμηθείσες κεφαλαιακές ανάγκες των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών κατά 0,7 δισεκ. ευρώ, ενώ η Τράπεζα της Ελλάδος μείωσε τις κεφαλαιακές ανάγκες για την Τράπεζα Αττικής κατά 0,3 δισεκ. ευρώ.

Κατόπιν, οι τέσσερις τράπεζες άντλησαν μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου 8 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 2,7 δισεκ. μέσω εθελοντικών ασκήσεων διαχείρισης παθητικού (liability management exercises).<sup>31</sup> Όλες οι εμπορικές τράπεζες κάλυψαν τις κεφαλαιακές ανάγκες του βασικού σεναρίου. 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). Η Τράπεζα Αττικής κάλυψε από ιδιώτες μετόχους το 91% περίπου των αναγκών του δυσμενούς σεναρίου.

Το ΤΧΣ κάλυψε τις εναπομένουσες από το δυσμενές σενάριο κεφαλαιακές ανάγκες της Εθνικής Τράπεζας και της Τράπεζας Πειραιώς (συνολικά 5,4 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1,4 δισεκ. ευρώ με μετοχές και τα υπόλοιπα με υπό αίρεση μετατρέψιμα ομόλογα), αφού πρώτα έγινε 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. Επιτυχώς κάλυψαν τις κεφαλαιακές ανάγκες και οι συνεταιριστικές τράπεζες, με εξαίρεση τη Συνεταιριστική Τράπεζα Πελοποννήσου, για την οποία εφαρμόστηκαν μέτρα εξυγίανσης. Συγκεκριμένα, οι καταθέσεις της εν λόγω τράπεζας μεταβιβάστηκαν στην Εθνική Τράπεζα.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 τα καθαρά έσοδα (πριν από προβλέψεις) για τις τράπεζες βελτιώθηκαν σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014, ενώ σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων έμειναν αμετάβλητα (βλ. Πίνακα VII.1). Αναλυτικότερα, τα καθαρά έσοδα από τόκους παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα, καθώς η σημαντική μείωση των εξόδων για τόκους αντισταθμισε τη μείωση των εσόδων από τόκους. Ο περιορισμός των εξόδων για τόκους καταγράφηκε παρά την αύξηση της χρήσης του έκτακτου μηχανισμού ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος (ΕΛΑ), καθώς τα επιτόκια καταθέσεων ήταν

<sup>29</sup> 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).

<sup>30</sup> 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 προοριόστηκε ότι η συμμετοχή του ΤΧΣ στην κεφαλαιακή ενίσχυση κατά 25% θα αφορά 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%.

<sup>31</sup> Ειδικότερα οι τέσσερις σημαντικές τράπεζες υπέβαλαν εθελοντικές προτάσεις ανταλλαγής των ομολόγων χαμηλής και υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας που είχαν εκδώσει με νέες μετοχές στο πλαίσιο των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου που διενήργησαν.

**Πίνακας VII.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (εννεάμηνο 2014–εννεάμηνο 2015)**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	Εννεάμηνο 2014	Εννεάμηνο 2015	Μεταβολή (%)	Εννεάμηνο 2014	Εννεάμηνο 2015	Μεταβολή %
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>5.185</b>	<b>5.242</b>	<b>1,1</b>	<b>7.978</b>	<b>7.663</b>	<b>-4,0</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.392	4.427	0,8	6.417	6.347	-1,1
– Έσοδα από τόκους	8.156	7.378	-9,5	11.383	10.604	-6,8
– Έξοδα τόκων	3.764	2.952	-21,6	4.966	4.257	-14,3
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	792	815	2,9	1.562	1.316	-15,8
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	458	397	-13,4	1.066	993	-6,8
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	69	-142	-	89	0	-
– Λοιπά έσοδα	265	560	111,1	407	322	-20,8
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-3.178</b>	<b>-2.760</b>	<b>-13,1</b>	<b>-4.641</b>	<b>-4.300</b>	<b>-7,3</b>
Δαπάνες προσωπικού	-1.796	-1.476	-17,8	-2.531	-2.240	-11,5
Διοικητικά έξοδα	-1.140	-1.078	-5,4	-1.689	-1.679	-0,6
Αποσβέσεις	-243	-207	-14,9	-421	-382	-9,2
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>2.006</b>	<b>2.481</b>	<b>23,7</b>	<b>3.337</b>	<b>3.362</b>	<b>0,8</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-6.115	-9.874	61,5	-6.994	-10.614	51,8
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-224	-1.135	407,0	-236	-1.055	346,5
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	53	-156	-	135	-64	-
<b>Κέρδη(+)/Ζημιές(-) προ φόρων</b>	<b>-4.280</b>	<b>-8.684</b>	<b>102,9</b>	<b>-3.758</b>	<b>-8.370</b>	<b>122,8</b>
Φόροι	3.129	3.812	21,8	2.989	3.656	22,3
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) από διακοπόμενες δραστηριότητες	-57	-91	58,5	-236	-163	-30,9
<b>Κέρδη(+)/Ζημιές(-) μετά από φόρους</b>	<b>-1.208</b>	<b>-4.963</b>	<b>310,8</b>	<b>-1.004</b>	<b>-4.877</b>	<b>385,8</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

σημαντικά μειωμένα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014. Τα καθαρά έσοδα από προμήθειες και από χρηματοοικονομικές πράξεις επίσης υποχώρησαν, ενώ ο περιορισμός των λειτουργικών εξόδων συνεχίστηκε.

Επιπροσθέτως, οι τράπεζες λαμβάνοντας υπόψη τις νέες συνθήκες που είχαν διαμορφωθεί στην οικονομία, αλλά και τα αποτελέσματα της Αξιολόγησης Ποιότητας Ενεργητικού, προέβησαν στο σχηματισμό σημαντικά αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, καθώς και για άλλα στοιχεία ενεργητικού (όπως συμμετοχές, θέσεις σε ομόλογα κ.λπ.). Ως εκ τούτου οι τράπεζες και οι όμιλοί τους κατέγραψαν σημαντικό ύψους ζημιές, που ήταν μεγαλύτερες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών σημείωσε επιδείνωση, αντιστρέφοντας την εικόνα που είχε δημιουργηθεί κατά τη διάρκεια του 2014. Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων<sup>32</sup> ανήλθε στο τέλος Σεπτεμβρίου 2015 σε 43,6% επί του συνόλου των ανοιγμάτων, έναντι 39,9% στο

<sup>32</sup> 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 ΕΕ. 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 εξασφαλίσεων με τις οποίες αυτές καλύπτονται (“unlikely to pay”).

τέλος Δεκεμβρίου 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 55,4% (Δεκέμβριος 2014: 51,3%) και ακολουθούν τα επιχειρηματικά δάνεια 43,3% (Δεκέμβριος 2014: 39,8%) και τα στεγαστικά δάνεια 39,8% (Δεκέμβριος 2014: 35,6%). Ειδικότερα μεταξύ των επιχειρηματικών ανοιγμάτων, υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων το Σεπτέμβριο του 2015 εμφανίζουν εκείνα προς πολύ μικρές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες (66,5%), προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (58,2%) και προς επιχειρήσεις αξιοποίησης ακινήτων (46,3%). Χαμηλότερο είναι το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων για τις μεγάλες επιχειρήσεις (28,5%) και τις ναυτιλιακές (26,7%).

Το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από συσσωρευμένες προβλέψεις αυξήθηκε σε 48,8% το Σεπτέμβριο του 2015 (από 44% το Δεκέμβριο του 2014), δεδομένου ότι ο τράπεζες ορθά ακολούθησαν συντηρητική πολιτική σχηματισμού προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 οι τράπεζες προέβησαν σε διαγραφές δανείων ύψους 660 εκατ. ευρώ.

Παράλληλα, οι τράπεζες συνέχισαν τις προσπάθειές τους στην κατεύθυνση της πιο ενεργητικής διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, στο βαθμό που επέτρεπε η αβεβαιότητα για τις μακροοικονομικές προοπτικές και την εξέλιξη της διαπραγματεύσεως με τους διεθνείς πιστωτές. Μετά την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης παρατηρήθηκε επιτάχυνση των ενεργειών. Επιπροσθέτως, εκτιμάται ότι θετικό αντίκτυπο θα έχει η θεσμοθέτηση από την Τράπεζα της Ελλάδος συγκεκριμένων στόχων για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, τους οποίους οι τράπεζες θα κληθούν να επιτύχουν. Η Τράπεζα της Ελλάδος θα παρακολουθεί την πορεία εφαρμογής των στόχων αυτών από τις τράπεζες σε τριμηνιαία βάση.

Εκτός από τις προσπάθειες των τραπεζών, θετικά είναι και τα πρώτα βήματα που έγιναν για την επιτάχυνση της απονομής δικαιοσύνης για ζητήματα μη εξυπηρετούμενων δανείων, αφερεγγυότητας και πτωχεύσεων με την ψήφιση των νόμων 4335/2015 και 4336/2015, αλλά και οι προθέσεις της Πολιτείας να αναπτύξει μεθόδους, εργαλεία και ανεξάρτητους φορείς για την παροχή χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης και συμβουλευτικής υποστήριξης νοικοκυριών και επιχειρήσεων.<sup>33</sup>

Θετική συμβολή στην κατεύθυνση της επίλυσης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα έχει η ολοκλήρωση του θεσμικού πλαισίου αναφορικά με την ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς δανείων και τη δραστηριοποίηση ειδικών εταιριών που θα αναλαμβάνουν τη διαχείριση των προβληματικών δανείων (π.χ. asset management companies, servicing companies). Είναι αυτονόητο ότι η ανάπτυξη των ανωτέρω θα απαιτήσει τη δημιουργία αυστηρού 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 αυστηρούς κανόνες όσον αφορά την προστασία του καταναλωτή. Εξάλλου, οι ενέργειες των εταιριών θα πρέπει να βρίσκονται σε συμμόρφωση με τα προβλεπόμενα από τον Κώδικα Δεοντολογίας. Το πλαίσιο θα πρέπει να προβλέπει αυστηρές ποινές, περιλαμβανομένης της ανάκλησης αδειάς, σε περίπτωση παράβασης των κανόνων λειτουργίας.

Ανεξάρτητα από τις προαναφερθείσες δράσεις και την ταχύτητα στην υλοποίησή τους, αναγκαία για το σταδιακό περιορισμό της επι-

<sup>33</sup> 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](http://www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2013/11/GoodPracticesReport_EuropeanMoneyWeek-FINAL.pdf)) στην κατεύθυνση της εκπαίδευσης των πολιτών σε χρηματοοικονομικά ζητήματα.

βάρυνσης των τραπεζών από τα δάνεια 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.<sup>34</sup>

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 11,1% το Σεπτέμβριο του 2015 (έναντι 13,8% το 2014) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 11,3% (από 14,1% το 2014). Επισημαίνεται ότι μετά την ολοκλήρωση των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίων των τραπεζών το δ' τρίμηνο του 2015 οι παραπάνω δείκτες έχουν βελτιωθεί σημαντικά. Ενδεικτικά, οι δείκτες CET1 και κεφαλαιακής επάρκειας εκτιμάται (pro forma) ότι ανήλθαν στο τέλος Δεκεμβρίου 2015 σε περίπου 18%, επίπεδο υψηλότερο των αντίστοιχων ευρωπαϊκών μέσων όρων, 12,5% και 16%. Επομένως, έχει σχηματιστεί ένα επαρκές απόθεμα κεφαλαίων ικανό να απορροφήσει την αρνητική επίπτωση από το σχηματισμό αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

## 7 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Από την 1.1.2016, σύμφωνα με την Οδηγία 2009/138/EK, τέθηκε σε ισχύ στην Ευρωπαϊκή Ένωση το νέο πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας των ασφαλιστικών και ανασφαλιστικών επιχειρήσεων γνωστού ως “Φερεγγυότητα II”. Καθώς το πλαίσιο αυτό επιφέρει εκτεταμένες και σημαντικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης, το έτος 2015 σε όλη την Ευρώπη ήταν έτος προετοιμασίας τόσο των επιχειρήσεων όσο και των εποπτικών αρχών.

Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις προέβησαν σε ευρείες και βαθιές παρεμβάσεις για την αναδιαμόρφωση του συστήματος διακυβέρνησής τους, την αναβάθμιση και τον εκσυγχρονισμό των υποδομών τους και προέβησαν σε προ-

σήκουσες διοικητικές ενέργειες με στόχο τον περιορισμό των κινδύνων που αντιμετωπίζουν και τη βελτίωση της φερεγγυότητάς τους. Επίσης εκτεταμένες ήταν οι προσαρμογές που εφάρμοσαν στα συστήματα πληροφορικής που διαθέτουν, στο πλαίσιο της προετοιμασίας τους για την υποβολή στις εποπτικές αρχές των απαιτούμενων από τη Φερεγγυότητα II στοιχείων και αναφορών από το 2016.

Η πτώση των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ συνεχίζει να δημιουργεί προκλήσεις για την κερδοφορία και τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων, ειδικά για αυτές που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των ασφαλίσεων ζωής, δυσχεραίνοντας τις προσπάθειές τους για την κάλυψη των επιτοκίων που έχουν εγγυηθεί στους ασφαλισμένους τους.

Στην Ελλάδα, η παρατεταμένη ύφεση και η μείωση του πραγματικού εισοδήματος των καταναλωτών συνεχίζουν να επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη του τομέα ιδιωτικής ασφάλισης. Η παραγωγή ασφαλιστρών των ασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα την Ελλάδα, με στοιχεία 30.9.2015, ήταν χαμηλότερη κατά 92,7 εκατ. ευρώ έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014. Αιτία της μείωσης ήταν πρωτίστως η φθίνουσα δραστηριότητα στις ασφάλισεις κατά ζημιών, και κυρίως στους κλάδους ασφάλισης αστικής ευθύνης αυτοκινήτων και χερσαίων οχημάτων, όπου ο εντεινόμενος ανταγωνισμός στην υποχρεωτική ασφάλιση αυτοκινήτων οδήγησε το μέσο ασφαλιστρο σε περαιτέρω πτώση. Η δραστηριότητα ασφαλίσεων ζωής, κυρίως στους κλάδους υγείας, ομαδικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων και ασφαλίσεων που συνδέονται με επενδύσεις (unit linked – UL), παρουσίασε ελαφρά αύξηση κατά μόλις 20,6 εκατ. ευρώ. Με τα διαθέσιμα στοιχεία 30.9.2015, τα συνολικά εγγεγραμμένα ασφαλιστρα ανήλθαν σε 2,9 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1,54 δισεκ. ευρώ (52,9%) προέρχονται από τη δραστηριότητα ασφαλίσεων κατά ζημιών και 1,37

<sup>34</sup> Για την επίδραση της οικονομικής δραστηριότητας στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, Πλαίσιο VII.1, σελ. 169-172.

δισεκ. ευρώ (47,1%) από τη δραστηριότητα ασφαλίσεων ζωής.

Κατά τη διετία 2014-2015 οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα:

- α) εστίασαν στη βελτίωση του τεχνικού αποτελέσματος, ανεξαρτήτως του κλάδου δραστηριότητάς τους, καθώς τα έσοδα επενδύσεων συνεχίζουν να αποτελούν μικρό μέρος των εσόδων τους,
- β) επέλεξαν την προώθηση ασφαλιστικών προϊόντων χωρίς μακροχρόνιες δεσμεύσεις και υψηλές εγγυήσεις, τάση που παρατηρείται σε ολόκληρη την ευρωπαϊκή αγορά ασφαλίσεων,
- γ) κατέβαλαν σημαντική προσπάθεια για τον εκσυγχρονισμό των συστημάτων και των διαδικασιών τους ώστε να βελτιώσουν την εταιρική διακυβέρνηση και να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις της Φερεγγυότητας II,
- δ) μέσω της επενδυτικής τους πολιτικής επίδωξαν τη μείωση των επενδυτικών κινδύνων. Ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα ξένων επιχειρήσεων, αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού και προθεσμιακές καταθέσεις αποτελούν τις βασικές επιλογές των ασφαλιστικών επιχειρήσεων στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο.

Το σύνολο του ενεργητικού των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος ασφαλι-

στικών επιχειρήσεων, με βάση τον εποπτικό ισολογισμό στις 30.9.2015, ανήλθε σε 15,61 δισεκ. ευρώ και το σύνολο των ασφαλιστικών υποχρεώσεων (τεχνικών αποθεμάτων) διαμορφώθηκε σε 11,85 δισεκ. ευρώ, παρουσιάζοντας ελαφρά μείωση. Από αυτά, 8,4 δισεκ. ευρώ αφορούν ασφαλίσεις ζωής, εκ των οποίων τα 2,1 δισεκ. ευρώ ασφαλιστικές προβλέψεις συμβολαίων UL, τα δε υπόλοιπα 3,45 δισεκ. ευρώ αφορούν τεχνικές προβλέψεις ασφαλίσεων κατά ζημιών.

Η επάρκεια κεφαλαίων της ασφαλιστικής αγοράς παραμένει σταθερή παρά το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, γεγονός που οφείλεται στις ενέργειες στις οποίες προβαίνουν οι διοικήσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων για την προσαρμογή και συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του νομοθετικού πλαισίου της Φερεγγυότητας II. Σύμφωνα με τα στοιχεία 30.9.2015, τα διαθέσιμα εποπτικά κεφάλαια ανέρχονταν σε 2,51 δισεκ. ευρώ, έναντι απαιτούμενων 0,8 δισεκ. ευρώ για το σύνολο της αγοράς. Τα αντίστοιχα μεγέθη στις 31.12.2014 ανέρχονταν σε 2,64 δισεκ. ευρώ και 0,82 δισεκ. ευρώ.

Στην εγχώρια αγορά ιδιωτικής ασφάλισης στις 31.12.2015 δραστηριοποιούνταν 64 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με καθεστώς εγκατάστασης: 45 με έδρα στην Ελλάδα, 2 υποκαταστήματα τρίτων χωρών (εκτός ΕΕ-ΕΟΧ) και 17 υποκαταστήματα ασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα σε κράτη-μέλη της ΕΕ-ΕΟΧ που εποπτεύονται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους.

## Πλαίσιο VII.1

### ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΑΙ ΖΗΤΗΣΗΣ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ LEHMAN BROTHERS

Στη σημερινή οικονομική συγκυρία η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνεχίζει να καταγράφει αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής (Δεκέμβριος 2015: -1,2%). Η ανάκαμψη της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ελληνικές επιχειρήσεις είναι αναγκαία προκειμένου να ενισχυθεί η πραγματική οικονομία. Έτσι είναι απα-

ραίτητο να διερευνηθεί ποιοι παράγοντες θα μπορούσαν να συντελέσουν περισσότερο σε αυτή την ανάκαμψη. Μέχρι σήμερα, η πιστωτική συρρίκνωση συνδέθηκε με παράγοντες τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης δανείων. Συνεπώς κρίνεται σκόπιμο να αξιολογηθεί σε ποιο βαθμό η εξέλιξη της χρηματοδότησης μπορεί να επηρεάζεται πιο έντονα από την αποδυνάμωση της ζήτησης για νέα δάνεια εκ μέρους των επιχειρήσεων, π.χ. λόγω της μείωσης της τρέχουσας παραγωγής ή των επενδύσεών τους όπως αποτυπώνονται στο ΑΕΠ, ή υπάρχουν σημαντικές επιδράσεις από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, όπως π.χ. εμπόδια στη μεγέθυνση του ισολογισμού των τραπεζών. Μια τέτοια αξιολόγηση θα επιτρέψει ώστε τα μέτρα πολιτικής να έχουν καλύτερη στόχευση.

### **Ανάλυση και εμπειρικά αποτελέσματα**

Προκειμένου να διερευνηθεί η σχετική ποσοτική συμβολή των μεταβλητών προσφοράς και ζήτησης στην εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, εκτιμάται τριμηνιαίο υπόδειγμα για την περίοδο 1995-2014 που καλύπτει και τη διάρκεια της κρίσης, η οποία ξεκινά λίγο μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers (γ' τρίμηνο του 2008) και εμπεριέχει και την περίοδο που χαρακτηρίζεται ως ελληνική κρίση.<sup>1</sup>

Το υπόδειγμα<sup>2</sup> περιλαμβάνει ως εξαρτημένη μεταβλητή το υπόλοιπο των δανείων (σε πραγματικούς όρους)<sup>3</sup> και ως ερμηνευτικές μεταβλητές της ζήτησης δανείων το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) και ένα μεσοσταθμικό πραγματικό επιτόκιο των νέων επιχειρηματικών δανείων. Ως ερμηνευτικές μεταβλητές της προσφοράς περιλαμβάνονται: α) η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου επιχειρηματικών δανείων και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων (περιθώριο επιτοκίου), β) το υπόλοιπο του συνόλου της χρηματοδότησης<sup>4</sup> (σε πραγματικούς όρους) την οποία έχει αντλήσει καθεμία από τις τράπεζες από πηγές εκτός των υπόλοιπων εγχώριων τραπεζών, δηλαδή από την κεντρική τράπεζα, τη συγκέντρωση μη διατραπεζικών καταθέσεων, το διατραπεζικό δανεισμό από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού και την έκδοση τραπεζικών ομολόγων, και γ) η διαφορά επιτοκίου νέων δανείων προς επιχειρήσεις στην Ελλάδα έναντι του αντίστοιχου επιτοκίου στη Γερμανία.<sup>5</sup>

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι πριν από την εκδήλωση της κρίσης (κατά το διάστημα α' τρίμηνο 1997-δ' τρίμηνο 2008, δηλ. δύο έτη μετά την αρχή του δείγματος) ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ είχε σημαντική θετική επίδραση στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των επιχειρηματικών δανείων (σε πραγματικούς όρους), ενώ προς την ίδια κατεύθυνση και σχεδόν εξίσου υψηλή ήταν η επίδραση της θετικής ετήσιας μεταβολής διαθεσιμότητας χρηματοδοτικών πόρων προς άντληση από τις ελληνικές τράπεζες (σε πραγματικούς όρους) (βλ. Διάγραμμα Α). Η αρνητική ετήσια μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου στα επιχειρηματικά δάνεια καθώς και εκείνη της διαφοράς μεταξύ επιτοκίου δανείων προς τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα και τη Γερμανία είχαν ως επί το πλείστον θετική επίδραση, ιδιαίτερα στο διάστημα κατά το οποίο συντελέστηκε η

1 Ειδικότερα εκτιμάται “αυτοπαλίνδρομο διανυσματικό υπόδειγμα με διόρθωση σφάλματος” (VECM) με τη μέθοδο Johansen και ταυτοποιούνται μια μακροχρόνια καμπύλη προσφοράς και μια καμπύλη ζήτησης δανείων. Βλ. και παρόμοια μελέτη των Sorensen, C.K., D. Marqués-Ibáñez and C. Rossi (2009), “Modelling loans to non-financial corporations in the euro area”, ECB Working Paper, No. 989, στην οποία εκτιμάται υπόδειγμα VECM για την τραπεζική χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις στο σύνολο της ζώνης του ευρώ.

2 Το πλήρες υπόδειγμα αναλύεται στο τεχνικό σημείωμα: E. Garganas, “Demand and supply of credit to non-financial corporations: model estimates for the BMPE loan projections” (Αύγουστος 2015), Τράπεζα της Ελλάδος, αδημοσίευτη μελέτη.

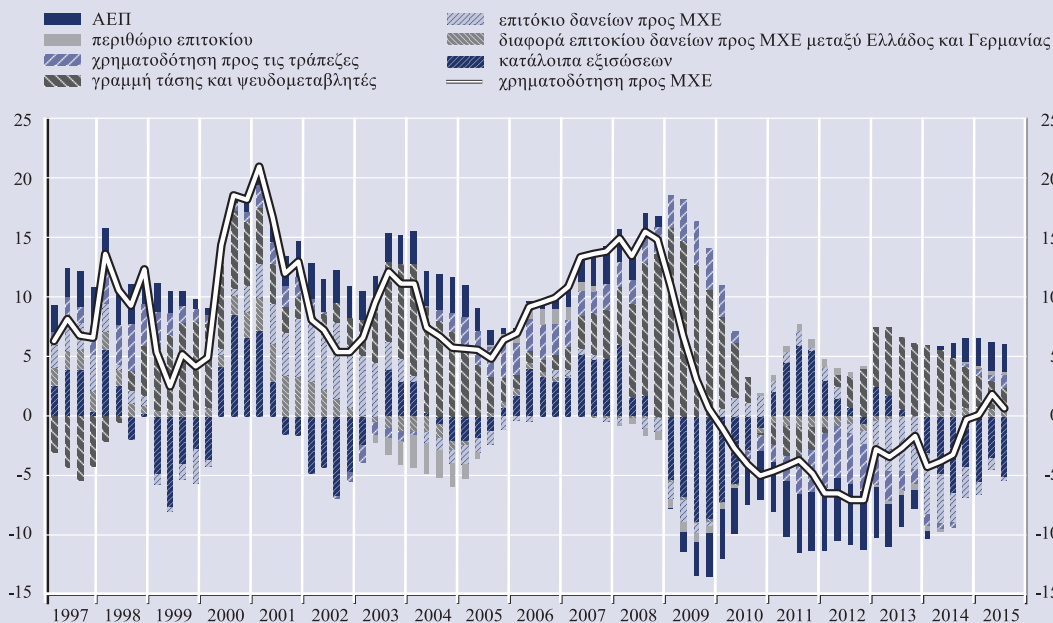
3 Οι εκτιμήσεις βασίστηκαν σε χρονολογικές σειρές που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων ECB Statistical Data Warehouse (SDW), καθώς και σειρές της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες υποβλήθηκαν σε επεξεργασία.

4 Τα στοιχεία αντλήθηκαν από τις μηνιαίες λογιστικές καταστάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων.

5 Ο συντελεστής της διαφοράς αναμένεται να έχει αρνητικό πρόσημο. Η τιμή της είναι τόσο μεγαλύτερη όσο υψηλότερο είναι το ασφάλιστρο κινδύνου που εμπεριέχεται στο κόστος δανεισμού προς τις ελληνικές επιχειρήσεις από ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα σε σύγκριση με το αντίστοιχο ασφάλιστρο στη Γερμανία. Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Al-Eyd, A. and S. Pelin Berkmen (2013), “Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area”, IMF working paper, WP 13/208.

## Διάγραμμα Α Συμβολή παραγόντων στο ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ)

(σε πραγματικούς όρους, ετήσια ποσοστιαία μεταβολή, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, οικονομετρικές εκτιμήσεις, ΕΚΤ (Statistical Data Warehouse) και ΕΛΣΤΑΤ.

Οι συμβολές βασίζονται στα αποτελέσματα (για την εξέλιξη της χρηματοδότησης) διαφορετικών δυναμικών προσομοιώσεων με το υπόδειγμα, διαδοχικά για κάθε μεταβλητή του υποδείγματος, κατά τις οποίες η εκάστοτε μεταβλητή παραμένει υποθετικά σταθερή στο σύνολο του δείγματος παρατηρήσεων.

σύγκλιση των ελληνικών ονομαστικών επιτοκίων προς τα ευρωπαϊκά επίπεδα και οι δανειολήπτες ευνοήθηκαν από απότομη πτώση των επιτοκίων.<sup>6,7</sup>

**Κατά τη διάρκεια της κρίσης (α' τρίμηνο 2009-γ' τρίμηνο 2015, δηλ. τρία τρίμηνα μετά το τέλος του δείγματος) η ύφεση είχε εμφανώς τη μεγαλύτερη συμβολή στη συρρίκνωση των επιχειρηματικών δανείων, συμβολή η οποία αυξήθηκε σημαντικά έναντι της προηγούμενης περιόδου. Η επάνοδος του ΑΕΠ σε θετικούς ρυθμούς είχε θετική συμβολή την περίοδο β' τρίμηνο 2014-γ' τρίμηνο 2015. Οι μειώσεις της αντλούμενης εκ μέρους των τραπεζών χρηματοδότησης είχαν τη δεύτερη, μετά το ΑΕΠ, μεγαλύτερη αρνητική συμβολή. Η θετική ετήσια μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου μετά το έτος 2011, λόγω της αύξησης των δανειακών επιτοκίων από τις τράπεζες με την ένταση του πιστωτικού κινδύνου στην ελληνική οικονομία,<sup>8</sup> επίσης κατέγραψε σημαντική αρνητική συμβολή.<sup>9</sup>**

6 Δηλ. την υποπερίοδο α' τρίμηνο 1997-δ' τρίμηνο 2005.

7 Για περισσότερες πληροφορίες όσον αφορά την ερμηνεία της μεταβλητής χρονικής τάσης για την περίοδο πριν από την κρίση, βλ. σελ. 148-150, Brissimis, S.N., E.N. Garganas and S.G. Hall (2014), "Consumer credit in an era of financial liberalization: an overreaction to repressed demand?", *Applied Economics*, 46(2), 139-152.

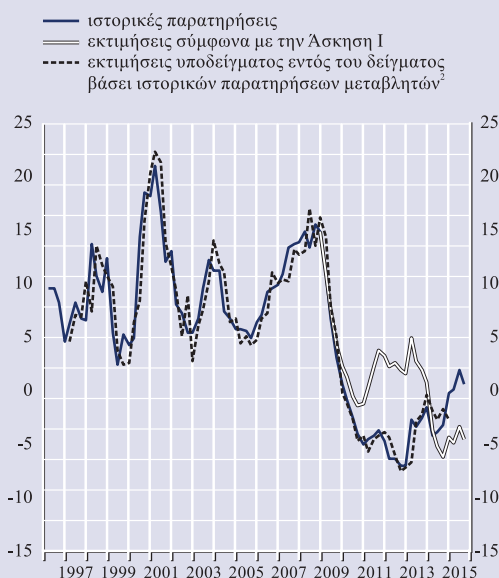
8 Η ετήσια μεταβολή της διαφοράς μεταξύ επιτοκίου δανείων προς τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα και τη Γερμανία, καθώς και η ετήσια μεταβολή του περιθωρίου επιτοκίου παρουσίασαν μικρή συμβολή το διάστημα αυτό. Σημαντική παρέμεινε η θετική συμβολή της χρονικής τάσης. Η θετική συμβολή αυτής της μεταβλητής κατά το διάστημα της κρίσης ενδεχομένως αντανάκλα την πολιτική των τραπεζών να ελαχιστοποιήσουν την πιστωτική συστολή παρά τις πιέσεις ρευστότητας, πολιτική η οποία είναι μακροχρονίως επικερδής εφόσον βεβαίως στηρήθηκαν επιχειρήσεις που αναμενόταν να αποβούν βιώσιμες. Από την πλευρά της ζήτησης, η χρονική τάση ενδεχομένως καταγράφει την ύπαρξη τρεχουσών αναγκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων – τις οποίες μάλιστα η κρίση πιθανώς τροφοδότησε, καθώς περιόρισε απότομα τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων (distress borrowing) – αλλά και τη ζήτηση για αναχρηματοδότηση υφιστάμενων δανείων.

9 Η συμβολή παραγόντων που δεν έχουν συμπεριληφθεί στο υπόδειγμα αντιπροσωπεύεται από τα "κατάλοιπα" και δεν είναι αμελητέα ούτε όμως και υπερβολική, καθώς η προσαρμογή του υποδείγματος στα δεδομένα του δείγματος είναι καλή (βλ. και Διάγραμμα Β).



### Διάγραμμα Β Χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: Άσκηση Ι<sup>1</sup>

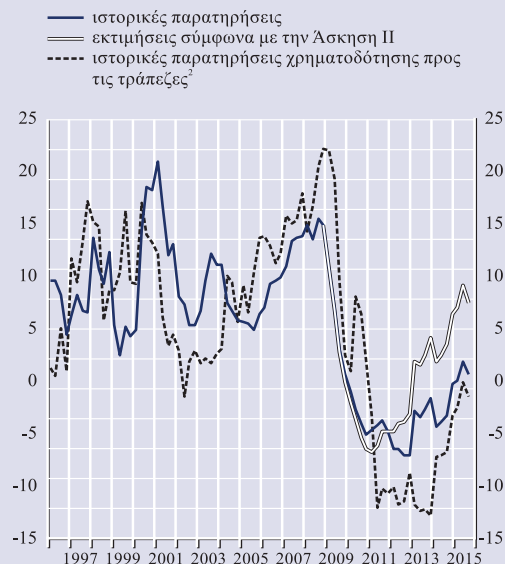
(ετήσια ποσοστιαία μεταβολή, σε πραγματικούς όρους)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, οικονομετρικές εκτιμήσεις.  
1 Η Άσκηση Ι αποτελείται από δυναμική προσομοίωση του υποδείγματος για τη χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), με βάση την υπόθεση εργασίας ότι το ΑΕΠ από το α' τρίμηνο του 2009 και εξής παραμένει σταθερό στο επίπεδο του δ' τριμήνου του 2008.  
2 Οι εκτιμήσεις δείχνουν την προσαρμογή ("fit") του υποδείγματος στα ιστορικά δεδομένα του δείγματος (δηλ. με στατική επίλυση υποδείγματος).

### Διάγραμμα Γ Χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: Άσκηση ΙΙ<sup>1</sup>

(ετήσια ποσοστιαία μεταβολή, σε πραγματικούς όρους)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, οικονομετρικές εκτιμήσεις.  
1 Η Άσκηση ΙΙ αποτελείται από δυναμική προσομοίωση υποδείγματος για τη χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, με βάση την υπόθεση εργασίας ότι η μεταβλητή "χρηματοδότηση προς τις τράπεζες" από πηγές εκτός των υπόλοιπων εγχώριων τραπεζών παραμένει σταθερή από το α' τρίμηνο του 2009 και εξής στο επίπεδο του δ' τριμήνου του 2008.  
2 Περιλαμβάνεται το υπόλοιπο του συνόλου της χρηματοδότησης την οποία έχουν αντλήσει τα πιστωτικά ιδρύματα από πηγές εκτός των υπόλοιπων εγχώριων τραπεζών δηλαδή: από την κεντρική τράπεζα, τη συγκέντρωση μη διατραπεζικών καταθέσεων, το διατραπεζικό δανεισμό από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού και την έκδοση τραπεζικών ομολόγων.

Στο διάστημα της κρίσης και στους δύο κυριότερους παράγοντες εστιάζουν τα αποτελέσματα δύο ασκήσεων προσομοιώσεων (βλ. Διαγράμματα Β και Γ). **Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της πρώτης άσκησης, εάν ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ μετά το 2008 ήταν μηδέν αντί για αρνητικός, ο ρυθμός μεταβολής των δανείων θα ήταν αυξημένος** και συγκεκριμένα κατά το διάστημα 2011-2013 αντί για αρνητικός θα ήταν θετικός και θα έφθανε μέχρι και το 6,7% ετησίως σε ονομαστικούς όρους (μέσος όρος ονομαστικού ετήσιου ρυθμού μεταβολής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις α' τριμήνου 2011-δ' τριμήνου 2013, ιστορική τιμή: -3,3%, τιμή άσκησης Ι: +3,6%).<sup>10</sup> Αντίθετα, στο διάστημα α' τριμήνου 2014-γ' τριμήνου 2015, ο ρυθμός μεταβολής των δανείων του σεναρίου θα ήταν πιο αρνητικός, καθώς μια υποθετική μηδενική ανάπτυξη θα ήταν υποδεέστερη των θετικών ρυθμών ΑΕΠ που σημειώθηκαν κατά την εν λόγω περίοδο.

Αντίστοιχα, στο Διάγραμμα Γ υιοθετείται η υπόθεση ότι η χρηματοδότηση προς τις τράπεζες μετά το 2008 παραμένει σταθερή (σε πραγματικούς όρους). Σύμφωνα με αυτό το σενάριο, το

10 Στη θετική δυναμική των δανείων θα είχαν συμβάλει σύμφωνα με το υπόδειγμα, πρώτον, η άνοδος της ζήτησης για δάνεια λόγω της παραδοχής για την εξέλιξη του εισοδήματος και, δεύτερον (από την πλευρά της προσφοράς), μια ελαφρώς ανοδική (αντί της έντονα καθοδικής ιστορικά) πορεία του ύψους των αντλούμενων από τις τράπεζες χρηματοδοτικών πόρων.

πρώτο διάστημα 2009-2011 ο ρυθμός μεταβολής των δανείων θα είχε επιδεινωθεί περισσότερο, καθώς ιστορικά αυξανόταν ακόμη το ύψος των χρηματοδοτικών πόρων τους οποίους οι τράπεζες ήταν σε θέση να αντλήσουν.<sup>11</sup> Αντίθετα, μετά το 2011, διάστημα κατά το οποίο συντελέστηκε σημαντική απομόγλευση του ισολογισμού των τραπεζών, η υποθετική διατήρηση της χρηματοδότησης προς τις τράπεζες σε σταθερό επίπεδο, αντί της ιστορικά καταγεγραμμένης σημαντικής πτώσης της (σωρευτική μείωση μεταβλητής το διάστημα δ' τριμήνου 2010-γ' τριμήνου 2015: 34,0%, σε πραγματικούς όρους), θα ενίσχυε το ρυθμό μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις, ο οποίος σε ονομαστικούς όρους θα μετατρεπόταν σε θετικό από το α' τρίμηνο του 2012 και κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2015 θα ανερχόταν σε μέσο επίπεδο 6% (μέσος όρος ονομαστικού ετήσιου ρυθμού μεταβολής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις α' τριμήνου 2011-γ' τριμήνου 2015, ιστορική τιμή: -3,2%, τιμή άσκησης II: +0,7%).<sup>12</sup>

### **Συμπεράσματα**

Συμπερασματικά, οι αρνητικοί ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής της χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που καταγράφηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης μπορούν να αποδοθούν κυρίως στην έκταση της ύφεσης στην Ελλάδα, καθώς και στη σημαντική μείωση της διαθεσιμότητας χρηματοδοτικών πόρων προς άντληση και αναδανεισμό εκ μέρους των τραπεζών. Οι δύο αυτοί παράγοντες θεωρείται ότι περισσότερο επηρεάζουν κατ' αντιστοιχία τη ζήτηση και την προσφορά πιστώσεων, ωστόσο δεν πρέπει να παραβλέπονται και οι αλληλεπιδράσεις μέσω των οποίων π.χ. ένας παράγοντας ζήτησης περιορίζει και την προσφορά. Αντιστοίχως, η μετάβαση σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, η επιστροφή καταθέσεων στις τράπεζες και η βελτίωση της πρόσβασης τους στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων αναμένεται να επαναφέρουν άμεσα και το ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις σε θετικά επίπεδα.

11 Οι εν λόγω τραπεζικοί πόροι αυξήθηκαν κυρίως λόγω της προσφυγής στην κεντρική τράπεζα (άντληση χρηματοδότησης μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής και της πάγιας διευκόλυνσης του Ευρωσυστήματος και, κατά τη διάρκεια του 2011, επίσης μέσω του μηχανισμού έκτακτης χρηματοδότησης της Τράπεζας της Ελλάδος (ELA)).

12 Πέραν της θετικής συμβολής κατά το διάστημα αυτό από την πλευρά της προσφοράς στο ρυθμό μεταβολής των δανείων, το υπόδειγμα προβλέπει ταυτόχρονα, ως συνέπεια της εξέλιξης στην αντλούμενη εκ μέρους των τραπεζών χρηματοδότηση, σημαντική μείωση του επιτοκίου δανείων προς τις επιχειρήσεις, με αυξητικές επιδράσεις επομένως και στη ζήτηση για τα δάνεια.



## VIII Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΚΑΙ ΑΣΚΗΣΗ ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ<sup>1</sup>

Η Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με το άρθρο 55Α του Καταστατικού της, “ασκεί μεταξύ άλλων την μακροπροληπτική αρμοδιότητα προς ενίσχυση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μείωση της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων. Ιδίως, η Τράπεζα της Ελλάδος αναγνωρίζει, παρακολουθεί και αξιολογεί αυτούς τους κινδύνους και λαμβάνει τα μέτρα που προβλέπει ο νόμος”. Η άσκηση μακροπροληπτικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος (μακροπροληπτική αρμοδιότητα) έχει ως απώτερο στόχο τη συμβολή στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου, μέσω της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς του και της μείωσης της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων, ώστε να διασφαλίζεται με τον τρόπο αυτό η διατηρήσιμη συμβολή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη.

Στο πλαίσιο της διαμόρφωσης και άσκησης μακροπροληπτικής πολιτικής κατά τη διάρκεια του 2015, η Τράπεζα της Ελλάδος: α) όρισε στρατηγική της πολιτικής για την άσκηση της μακροπροληπτικής αρμοδιότητας, εφαρμόζοντας τη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 4ης Απριλίου 2013, σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους και τα εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής (ΕΣΣΚ/2013/1), β) ανέπτυξε μεθοδολογία για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα, με βάση τη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 18ης Ιουνίου 2014, σχετικά με καθοδήγηση για τον καθορισμό των ποσοστών αντικυκλικών αποθεμάτων ασφαλείας (ΕΣΣΚ/2014/1), γ) καθόρισε το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα, για το πρώτο τρίμηνο του έτους 2016, σε “μηδέν τοις εκατό” (0%), κατόπιν σύμφωνης γνώμης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δ) προσδιόρισε τα συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα (Other Systemically Important Institutions – O-SII) στην Ελλάδα, για το έτος 2015, εφαρμόζοντας τις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών

(EBA/GL/2014/10) και ε) καθόρισε το ποσοστό του αποθέματος ασφαλείας O-SII, για το έτος 2016, σε “μηδέν τοις εκατό” (0%).

### I ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Προκειμένου να επιτύχει τον απώτερο στόχο της μακροπροληπτικής πολιτικής, η Τράπεζα της Ελλάδος επιδιώκει ενδιάμεσους στόχους, οι οποίοι αφορούν το εθνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Οι ενδιάμεσοι στόχοι ορίστηκαν με βάση τη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2013/1 ως λειτουργικές προδιαγραφές του απώτερου στόχου της μακροπροληπτικής πολιτικής και περιλαμβάνουν:

- 1) Τη διαμόρφωση κατάλληλου επιπέδου πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, συμπεριλαμβανομένων της πρόληψης και του περιορισμού της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, εφόσον υφίστανται.
- 2) Την πρόληψη και τον περιορισμό της υπερβολικής ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων και της έλλειψης ρευστότητας της αγοράς.
- 3) Τον περιορισμό της άμεσης και έμμεσης συγκέντρωσης χρηματοδοτικών ανοιγμάτων.
- 4) Τον περιορισμό των συστημικών επιπτώσεων λόγω εσφαλμένων κινήτρων, με σκοπό τη μείωση του ηθικού κινδύνου.
- 5) Την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των υποδομών του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος επιδιώκει την επίτευξη των ενδιάμεσων στόχων και, μέσω αυτών, την εκπλήρωση του απώτερου στόχου της μακροπροληπτικής πολιτικής με τα διαθέσιμα σε αυτήν μακροπροληπτικά εργαλεία (μέτρα), τα οποία προβλέπονται από το ισχύον

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 31.12.2015.

θεσμικό πλαίσιο. Πιο συγκεκριμένα, ο νόμος 4261/2014<sup>2</sup>, με τον οποίο ενσωματώθηκε η Οδηγία 2013/36/ΕΕ<sup>3</sup> στην εθνική νομοθεσία, και ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013<sup>4</sup> προβλέπουν μία δέσμη μακροπροληπτικών εργαλείων τα οποία τίθενται στη διάθεση της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>5</sup> και περιλαμβάνουν:

- 1) Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας.
- 2) Το απόθεμα ασφαλείας των παγκοσμίως συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (G-SII).
- 3) Το απόθεμα ασφαλείας των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (O-SII).
- 4) Το απόθεμα ασφαλείας συστημικού κινδύνου.
- 5) Τα μέτρα που προβλέπονται από το άρθρο 458 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013, σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που αυτό ορίζει. Τα εν λόγω μέτρα εφαρμόζονται στα ιδρύματα (όπως αυτά ορίζονται στο άρθρο 4 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013) που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα ή σε υποσύνολο των ιδρυμάτων αυτών και αφορούν το επίπεδο ιδίων κεφαλαίων, τις απαιτήσεις για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, τις απαιτήσεις δημοσιοποίησης, το επίπεδο του αποθέματος ασφαλείας διατήρησης κεφαλαίου, τις απαιτήσεις ρευστότητας και τη στάθμιση κινδύνου με στόχευση στις “φούσκες κερδοσκοπίας” στον τομέα των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων ή στα ανοίγματα εντός του χρηματοπιστωτικού τομέα.
- 6) Τα μέτρα που προβλέπονται από τα άρθρα 124, παρ. 2 και 164, παρ. 5 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013. Τα εν λόγω μέτρα περιλαμβάνουν τη δυνατότητα ορισμού υψηλότερου συντελεστή στάθμισης κινδύνου για τα ανοίγματα με εξασφάλιση επί οικιστικού ή επαγγελματικού ακινήτου καθώς και τη δυνατότητα ορισμού υψηλότερων ελάχιστων τιμών της σταθμισμένης ως προς το άνοιγμα μέσης “ζημίας σε περίπτωση αθέτησης” (LGD) για τα ανοίγματα

με εξασφάλιση επί οικιστικού ή επαγγελματικού ακινήτου.

## 2 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΑΣ

Η Τράπεζα της Ελλάδος, με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 53/14.12.2015<sup>6</sup>, όρισε στρατηγική της πολιτικής για την άσκηση της μακροπροληπτικής αρμοδιότητας, εφαρμόζοντας τη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2013/1.

Ειδικότερα, με την εν λόγω Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής οι ενδιαμέσοι στόχοι μακροπροληπτικής πολιτικής συνδέονται με τα διαθέσιμα στην Τράπεζα της Ελλάδος μακροπροληπτικά εργαλεία. Επιπλέον, ορίζεται πλαίσιο για την άσκηση μακροπροληπτικής πολιτικής, το οποίο αποτελείται από τα ακόλουθα τέσσερα στάδια:

- 1) Την παρακολούθηση των κινδύνων του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε αυτό το στάδιο εντοπίζονται, μέσω κατάλληλων δεικτών, οι ευπάθειες του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε σχέση με τους ενδιαμέσους στόχους μακροπροληπτικής πολιτικής και αναγνωρίζονται οι συναφείς συστημικοί κίνδυνοι.
- 2) Την επιλογή των κατάλληλων μακροπροληπτικών εργαλείων, καθώς και τη βαθμο-

2 Ν. 4261/2014 “Πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ), κατάργηση του ν. 3601/2007 και άλλες διατάξεις”.

3 Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ.

4 Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

5 Η Τράπεζα της Ελλάδος λαμβάνει τα εν λόγω μακροπροληπτικά μέτρα υπό την ιδιότητα της εντεταλμένης ή, κατά περίπτωση, της αρμόδιας αρχής κατά την έννοια του ν. 4261/2014 και του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.

6 Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 53/14.12.2015 με θέμα “Ορισμός στρατηγικής της πολιτικής για την άσκηση της μακροπροληπτικής αρμοδιότητας της Τράπεζας της Ελλάδος”.

νόμηση (calibration) αυτών, με σκοπό την πρόληψη και τον περιορισμό των συναφών συστημικών κινδύνων.

- 3) Την εφαρμογή των μακροπροληπτικών εργαλείων, η οποία συνίσταται στη λήψη αποφάσεων αναφορικά με τη χρήση (ενεργοποίηση, βαθμονόμηση, απενεργοποίηση) των κατάλληλων μακροπροληπτικών εργαλείων προς επίτευξη των ενδιάμεσων στόχων μακροπροληπτικής πολιτικής.
- 4) Την αξιολόγηση της εφαρμογής των μακροπροληπτικών εργαλείων. Σε αυτό το στάδιο εξετάζονται τα αποτελέσματα της χρήσης των μακροπροληπτικών εργαλείων και εξάγονται σχετικά συμπεράσματα.

### **3 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΝΤΙΚΥΚΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

#### **3.1 ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΑΝΤΙΚΥΚΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ**

Βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 127), η Τράπεζα της Ελλάδος είναι επιφορτισμένη με τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα, σε τριμηνιαία βάση, με πρώτη εφαρμογή από το πρώτο τρίμηνο του 2016. Οι αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τον εκάστοτε καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας λαμβάνονται κατόπιν σύμφωνης γνώμης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας αποβλέπει στην αντιμετώπιση της υπερκυκλικότητας (procyclicality) της πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, δηλαδή στη διαμόρφωση κατάλληλου επιπέδου πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, τόσο στην ανοδική όσο και στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας κυμαίνεται μεταξύ 0% και 2,5%, βαθμονομημένο σε βήματα 0,25% ή πολλαπλάσια του 0,25%, και εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού

ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο<sup>7</sup> των ιδρυμάτων (πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων) που είναι εκτεθειμένα σε πιστωτικό κίνδυνο στην Ελλάδα.<sup>8</sup>

Στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, ο καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0% οδηγεί στη δημιουργία ενός αποθέματος κεφαλαίων πέραν των ελάχιστων απαιτούμενων στο πλαίσιο της μικροπροληπτικής εποπτείας, επιτυγχάνοντας την πρόληψη και τον περιορισμό της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης. Αντίθετα, στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, η μείωση του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας δύναται να ενθαρρύνει την παροχή πιστώσεων στην πραγματική οικονομία, αμβλύνοντας τις επιπτώσεις της ύφεσης.

#### **3.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΝΤΙΚΥΚΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ**

Με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 55/18.12.2015<sup>9</sup>, η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιοποίησε τη μεθοδολογία της για τον εκάστοτε καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε τριμηνιαία βάση και καθόρισε το ποσοστό αυτού, για το πρώτο τρίμηνο του 2016, στο “μηδέν τοις εκατό” (0%), με ημερομηνία έναρξης ισχύος την 1η Ιανουαρίου 2016. Το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίστηκε στο χαμηλότερο δυνατό επίπεδο και ως εκ τούτου δεν επηρεάζει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων.

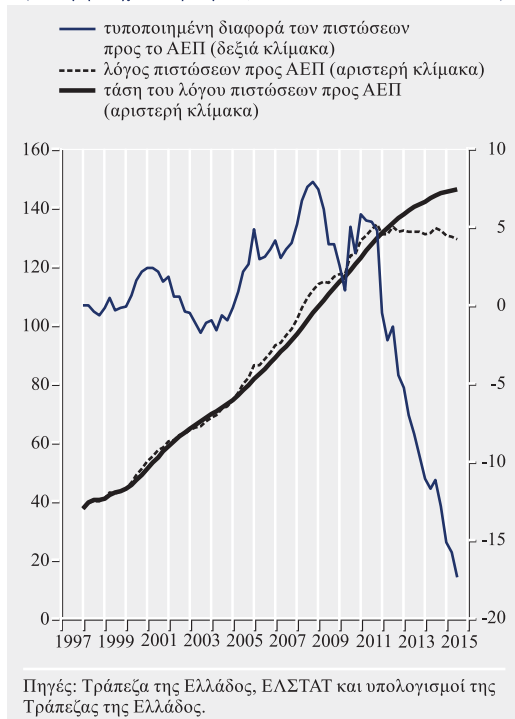
<sup>7</sup> Το συνολικό ποσό ανοιγμάτων σε κίνδυνο υπολογίζεται σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 92 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.

<sup>8</sup> Για τους σκοπούς της παραγράφου 2 του άρθρου 130 του ν. 4261/2014, η εντεταλμένη αρχή μπορεί να καθορίζει το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 2,5%, εφόσον τούτο δικαιολογείται κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 127 του ν. 4261/2014.

<sup>9</sup> Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 55/18.12.2015 με θέμα “Εφαρμογή αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στην Ελλάδα - Καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για το πρώτο (1ο) τρίμηνο έτους 2016”.

### Διάγραμμα VIII.1 Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ

(ΑΕΠ μη εποχικά διορθωμένο, Hodrick-Prescott one-sided filter)



Η μεθοδολογία που ανέπτυξε η Τράπεζα της Ελλάδος για τον καθορισμό του εκάστοτε ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στηρίζεται στη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2014/1. Σύμφωνα με την εν λόγω μεθοδολογία, το εκάστοτε ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίζεται κυρίως με βάση τον υπολογισμό του δείκτη “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, όπως αυτός ορίζεται στη Σύσταση ΕΣΣΚ/2014/1. Ο δείκτης αυτός εκφράζει την απόκλιση του λόγου των πιστώσεων προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) από τη μακροπρόθεσμη τάση του. Υψηλή θετική τιμή της τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ δηλώνει υπερβολική πιστωτική επέκταση σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ, η οποία δημιουργεί αυξημένους κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, απαιτώντας έτσι τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0%.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, ωστόσο, η τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ παραμένει σε αρνητικό έδαφος από το τέλος του 2011, διατηρώντας πτωτική τάση (βλ. Διάγραμμα VIII.1), και ως εκ τούτου το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίστηκε στο 0% για το πρώτο τρίμηνο του 2016.

Πέραν της τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ, η Τράπεζα της Ελλάδος εξετάζει και ορισμένους πρόσθετους δείκτες για την παρακολούθηση της δημιουργίας και σώρευσης του κυκλικού συστημικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, εξετάζονται δείκτες για την παρακολούθηση των πιστωτικών εξελίξεων, της δυνητικής υπερεκτίμησης των τιμών των ακινήτων, της δανειακής επιβάρυνσης του ιδιωτικού τομέα, της ευρωστίας των πιστωτικών ιδρυμάτων, της τιμολόγησης του κινδύνου και των εξωτερικών ανισορροπιών. Η ανάλυση των πρόσθετων δεικτών που εξετάζει η Τράπεζα της Ελλάδος επιβεβαιώνει την εκτίμηση περί της απουσίας υπέρμετρης πιστωτικής επέκτασης.

#### 4 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (O-SII) ΚΑΙ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ O-SII

Βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 124), η Τράπεζα της Ελλάδος είναι επίσης αρμόδια για τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (Other Systemically Important Institutions – O-SII) μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα. Τα λοιπά συστημικά σημαντικά ιδρύματα αντιδιαστέλλονται προς εκείνα τα οποία χαρακτηρίζονται ως παγκοσμίως συστημικά σημαντικά ιδρύματα (Globally Systemically Important Institutions – G-SII).

Ο προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων διενεργείται σε ετήσια βάση, προκειμένου να εξεταστεί αν είναι σκόπιμη η εφαρμογή σε αυτά αποθέματος ασφαλείας.

λείας O-SII.<sup>10</sup> Το εν λόγω απόθεμα ασφαλείας συνίσταται σε κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) και το ποσοστό του καθορίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος σε ύψος έως 2% επί του συνολικού ποσού ανοίγματος σε κίνδυνο<sup>11</sup> και επανεξετάζεται τουλάχιστον ετησίως.

Το απόθεμα ασφαλείας O-SII αποβλέπει στον περιορισμό των συστημικών επιπτώσεων λόγω εσφαλμένων κινήτρων, με σκοπό τη μείωση του ηθικού κινδύνου (moral hazard), δηλαδή στον περιορισμό της υπερβολικής ανάληψης κινδύνων με την προσδοκία ότι, λόγω της συστημικής του σημασίας, το πιστωτικό ίδρυμα δεν θα αφεθεί να καταρρεύσει.

Σε αυτό το πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος προέβη σε αξιολόγηση των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα<sup>12</sup> και προσδιόρισε, για το έτος 2015, τα λοιπά συστημικά σημαντικά ιδρύματα, εφαρμόζοντας τα κριτήρια και τη μεθοδολογία που περιλαμβάνονται στις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EAT) (EBA/GL/2014/10).<sup>13</sup> Οι εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές καθορίζουν τα εναρμονισμένα κριτήρια, τους δείκτες, τη μεθοδολογία βαθμολόγησης και το κατώφλι της βαθμολογίας (threshold), προκειμένου να επιτυγχάνεται σύγκλιση στη διαδικασία προσδιορισμού των O-SII και να διασφαλίζονται συγκρισιμότητα, σαφήνεια και διαφάνεια κατά την εν λόγω διαδικασία σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της EAT, οι αρμόδιες αρχές υπολογίζουν σχετικές βαθμολογίες (scores) που υποδεικνύουν τη συστημική σημασία κάθε τράπεζας βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Τα κριτήρια αυτά αφορούν το μέγεθος, τη σημασία της λειτουργίας του πιστωτικού ιδρύματος για την οικονομία, την πολυπλοκότητα – περιλαμβανομένης της πρόσθετης πολυπλοκότητας που απορρέει από διασυννοριακές δραστηριότητες – και το βαθμό διασύνδεσης του ιδρύματος με το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στα τέσσερα αυτά κριτήρια αντιστοιχούν βασικοί/υποχρεωτικοί δείκτες οι οποίοι θα πρέπει

να χρησιμοποιούνται κατ' ελάχιστο από τις αρμόδιες αρχές κατά τον υπολογισμό της βαθμολογίας κάθε πιστωτικού ιδρύματος. Επίσης, παρέχεται στις αρμόδιες αρχές η δυνατότητα να προσδιορίζουν ως O-SII και επιπλέον οντότητες βάσει πρόσθετων ποιοτικών ή/και ποσοτικών δεικτών συστημικής σημασίας. Η βαθμολογία κάθε πιστωτικού ιδρύματος εκφράζεται σε μονάδες βάσης (μ.β.). Τα πιστωτικά ιδρύματα με βαθμολογία ίση ή υψηλότερη των 350 μ.β. χαρακτηρίζονται ως O-SII. Το κατώφλι αυτό δύναται να αυξηθεί έως τις 425 μ.β. ή να μειωθεί έως τις 275 μ.β., προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι ιδιαιτερότητες του τραπεζικού τομέα κάθε κράτους-μέλους και να διασφαλιστεί ομοιογένεια στα O-SII που προσδιορίζονται με τον τρόπο αυτό βάσει της συστημικής τους σημασίας.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον υπολογισμό της βαθμολογίας των ελληνικών τραπεζών, χρησιμοποίησε αποκλειστικά τους βασικούς/υποχρεωτικούς δείκτες (βλ. Πίνακα VIII.1), με τα κριτήρια και τους επιμέρους δείκτες για κάθε κριτήριο να σταθμίζονται ισοδύναμα (25% και 8,33%, αντιστοίχως), και επέλεξε ως κατώφλι τις 350 μονάδες βάσης. Κατόπιν τούτου, για το έτος 2015 προσδιορίστηκαν ως O-SII τα ακόλουθα πιστωτικά ιδρύματα:

- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- Τράπεζα Eurobank Ergasias Α.Ε.
- Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.
- Άλφα Τράπεζα Α.Ε.

<sup>10</sup> Ο προσδιορισμός των O-SII διενεργείται σε ατομική, υποενοποιημένη ή ενοποιημένη βάση, ανάλογα με την περίπτωση, και το απόθεμα ασφαλείας O-SII καθορίζεται αναλόγως.

<sup>11</sup> Το συνολικό ποσό ανοίγματος σε κίνδυνο υπολογίζεται σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 92 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.

<sup>12</sup> Από την εν λόγω αξιολόγηση εξαιρέθηκαν, αφού λήφθηκαν υπόψη ο βαθμός σημαντικότητας και το μέγεθός τους, τρεις μικρές εμπορικές τράπεζες (Aegean Baltic Bank A.T.E., Credicom Consumer Finance Τράπεζα Α.Ε., Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος Α.Ε.), καθώς και οι συνεταιριστικές τράπεζες.

<sup>13</sup> Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131 παράγραφος 3 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD) σχετικά με την εκτίμηση άλλων συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (O-SII), EAT, 16 Δεκεμβρίου 2014.



**Πίνακας VIII.1 Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση**

Κριτήριο	Δείκτες	Συντελεστής στάθμησης
Μέγεθος	Σύνολο στοιχείων ενεργητικού	25%
Σημασία	Αξία εγχώριων πράξεων πληρωμής	8,33%
	Καταθέσεις ιδιωτικού τομέα από καταθέτες εντός ΕΕ	8,33%
	Δάνεια ιδιωτικού τομέα σε δανειολήπτες εντός ΕΕ	8,33%
Πολυπλοκότητα/ Διασυννοριακή δραστηριότητα	Αξία εξωχρηματοπιστωτικών παραγώγων (ονομαστική)	8,33%
	Διακρατικές υποχρεώσεις	8,33%
	Διακρατικές απαιτήσεις	8,33%
Διασύνδεση	Υποχρεώσεις εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33%
	Στοιχεία ενεργητικού εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33%
	Χρεωστικοί τίτλοι	8,33%

Πηγή: Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131 παράγραφος 3 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD) σχετικά με την εκτίμηση άλλων συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (O-SII), EAT, 16 Δεκεμβρίου 2014.

Λαμβάνοντας υπόψη τόσο την ανάγκη επανεκκίνησης της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας από τις τράπεζες όσο και την πρόσφατη ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, η Τράπεζα της Ελλάδος αποφάσισε να καθορίσει μηδενικό το απόθεμα ασφαλείας O-SII για το έτος 2016, για όλα τα προαναφερόμενα O-SII.

Η απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος που αφορά τον προσδιορισμό των O-SII για το 2015 και τον καθορισμό του αποθέματος ασφαλείας O-SII σε 0% για το 2016 λήφθηκε με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 56/18.12.2015.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 56/18.12.2015 με θέμα “Υιοθέτηση των κατευθυντήριων γραμμών της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EAT) σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131, παράγραφος 3 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD IV) για την εκτίμηση άλλων συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (O-SIIs) (EBA/GL/2014/10) – Προσδιορισμός ιδρυμάτων O-SIIs και καθορισμός των απαιτήσεων τήρησης κεφαλαίου αποθέματος ασφαλείας”.

## ΙΧ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ<sup>1</sup>

*Παρά τις ευνοϊκές συνθήκες που επικράτησαν στο ευρωπαϊκό οικονομικό περιβάλλον, κυρίως χάρη στην πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα, οι τιμές των τίτλων στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2014. Ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015 οι τιμές των ομολόγων (κρατικών ή εταιρικών) υποχώρησαν σημαντικά καθώς αυξανόταν η αβεβαιότητα στο πλαίσιο των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων της κυβέρνησης με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Μετά τη νέα συμφωνία με τους Ευρωπαίους εταίρους περί τα μέσα Ιουλίου του 2015 οι τιμές αυξήθηκαν σχεδόν αδιάκοπα, ενώ οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών καθ' όλη τη διάρκεια του 2015 ανέδειξαν τη σημασία και άλλων παραγόντων εκτός της επενδυτικής αβεβαιότητας.*

### Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων στην Ελλάδα επηρεάστηκαν σχεδόν αποκλειστικά από την πορεία των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές. Η αυξανόμενη αβεβαιότητα μέχρι τις αρχές Ιουλίου του 2015, συνδεδεμένη και με την πιθανότητα εξόδου της χώρας από το ευρώ, οδήγησε σε σημαντική υποχώρηση των τιμών, ενώ η κλίση της καμπύλης αποδόσεων γινόταν ολοένα περισσότερο αρνητική. Η υποχώρηση της αβεβαιότητας μετά το πρώτο εξάμηνο οδήγησε σε βελτίωση των τιμών και σε μεταστροφή της κλίσης της καμπύλης σε θετικές τιμές περί τα τέλη του 2015.

Η εξέλιξη των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές εταιρίες στη διεθνή αγορά ακολούθησε σε μεγάλο βαθμό την εξέλιξη των αποδόσεων των μεσομακροπρόθεσμων τίτλων του Δημοσίου. Οι αποδόσεις κινήθηκαν σε επίπεδα που ήταν κατά βάση απαγορευτικά για τη διάθεση νέων εκδόσεων. Οι τιμές των μετοχών υποχώρησαν μεταξύ 2014 και 2015, ενώ η εξέλιξή τους επηρεάστηκε σημαντικά από τη διακοπή της διαπραγματεύσεων τίτλων στο Χρηματιστήριο

Αθηνών για περίπου δύο μήνες, στο πλαίσιο της τραπεζικής αργίας και της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Η πτώση ήταν σημαντικά μεγαλύτερη για τις τραπεζικές μετοχές σε σύγκριση με τις βιομηχανικές, καθώς φαίνεται ότι οι τραπεζικές μετοχές επηρεάστηκαν δυσμενέστερα από την αύξηση της αβεβαιότητας κατά το πρώτο εξάμηνο και, κατόπιν, από την ανάγκη διενέργειας αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.

### 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η αβεβαιότητα για τη δυναμική της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η επιβράδυνση των μεγάλων αναπτυσσόμενων οικονομιών, οι αυξημένοι γεωπολιτικοί κίνδυνοι και οι αποκλίσεις της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής κυρίως μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ αποτέλεσαν τις βασικές εξελίξεις που επηρέασαν την πορεία των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών το 2015. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν στην ενίσχυση της ζήτησης για κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, παρά τη διατήρηση των αποδόσεων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.1).

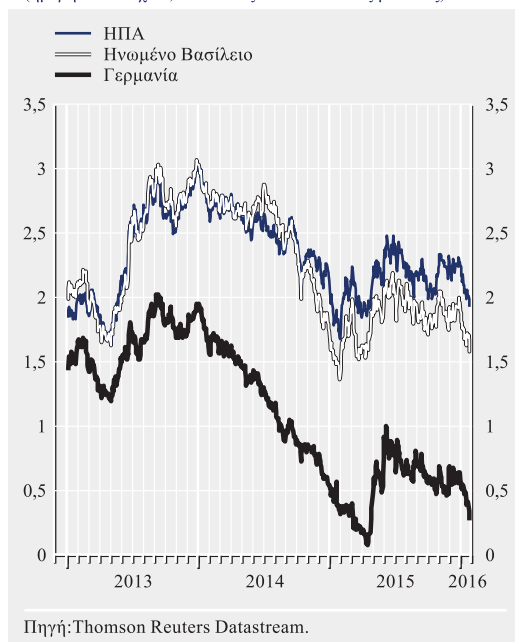
Οι εξελίξεις αυτές δεν ενθάρρυναν, κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους, αλλαγή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ, παρά τις διαμορφωμένες προσδοκίες για αύξηση του εύρους του βασικού επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal fund rate) κατά το γ' τρίμηνο του 2015. Η προσωρινή αναβολή της απόφασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας επέδρασε θετικά στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις ανεπτυγμένες οικονομίες, καθώς συγκράτησε τη μεταβλητότητα στις αγορές μετοχών και ομολόγων.

Ταυτόχρονα, η συνεχιζόμενη υλοποίηση της απόφασης του Ευρωσυστήματος για αγορά κρατικών τίτλων οδήγησε στον περαιτέρω περιορισμό των διαφορών αποδόσεων μεταξύ

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 5.2.2016.

**Διάγραμμα ΙΧ.1 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Γερμανίας (Ιανουάριος 2013-Ιανουάριος 2016)**

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



των ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Έτσι, το β' εξάμηνο του έτους διαμορφώθηκε εκ νέου πτωτική τάση στις αποδόσεις των ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, ιδίως δε στις αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων τίτλων, οι οποίες έφθασαν 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.

Η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στις ΗΠΑ, κατά τη διάρκεια του τελευταίου τριμήνου του έτους, παρά την ανατα-

ραχή στις αναδυόμενες αγορές, και η μικρή επίδραση της τελευταίας στην οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ επέτρεψαν την αύξηση του βασικού επιτοκίου από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στις 16 Δεκεμβρίου 2015, για πρώτη φορά μετά από σχεδόν μία δεκαετία. Ταυτόχρονα όμως, στη συζήτηση που διεξήχθη στην Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς του Συστήματος των Ομοσπονδιακών Τραπεζών (Federal Open Market Committee) εκφράστηκαν ανησυχίες για τη συνεχιζόμενη αδυναμία των τιμών των εμπορευμάτων και την επιβράδυνση των αναδυόμενων οικονομιών.

Οι ανησυχίες αυτές αντανακλώνται στην εκ νέου αύξηση της μεταβλητότητας και την υποχώρηση των τιμών μετοχών και εταιρικών ομολόγων στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Έτσι, στις πρώτες συνεδριάσεις του 2016 οι πιέσεις εντάθηκαν, λόγω νέων ισχυρών αναταράξεων στις αγορές αναδυόμενων οικονομιών.

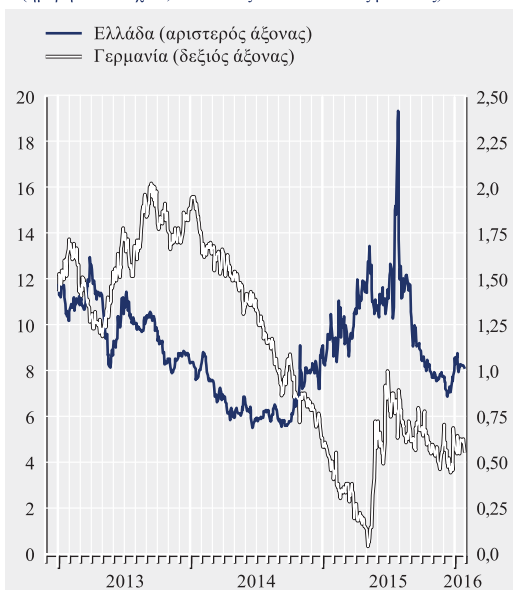
### 3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Κατά τη διάρκεια του 2015, η εξέλιξη των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου αντανακλούσε την πορεία των διαπραγματεύσεων μεταξύ της κυβέρνησης και των διεθνών πιστωτών της χώρας. Το α' εξάμηνο του 2015 και εν όψει του δημοψηφίσματος της 5ης Ιουλίου 2015, οι αποδόσεις έφθασαν σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα του γ' τριμήνου του 2012, παρά το γεγονός ότι τα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας έχουν βελτιωθεί σημαντικά έκτοτε.

Έτσι, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου (λήξης 24.02.2025) αυξήθηκε κατά τη διάρκεια του έτους και μέχρι τις αρχές Ιουλίου 2015 κατά περίπου 1.000 μονάδες βάσης (2.1.2015: 9,6%, 8.7.2015: 19,3%, βλ. Διάγραμμα ΙΧ.2). Η έντονη αβεβαιότητα οδήγησε τις αποδόσεις των τίτλων πιο βραχείας διάρκειας σε συγκριτικά εντονότερη άνοδο από ό,τι εκείνες των δεκαετών ομολόγων, αναδεικνύοντας έτσι την εγγύτητα και το μέγεθος των κινδύνων (δια-

### Διάγραμμα ΙΧ.2 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου (Ιανουάριος 2013-Ιανουάριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

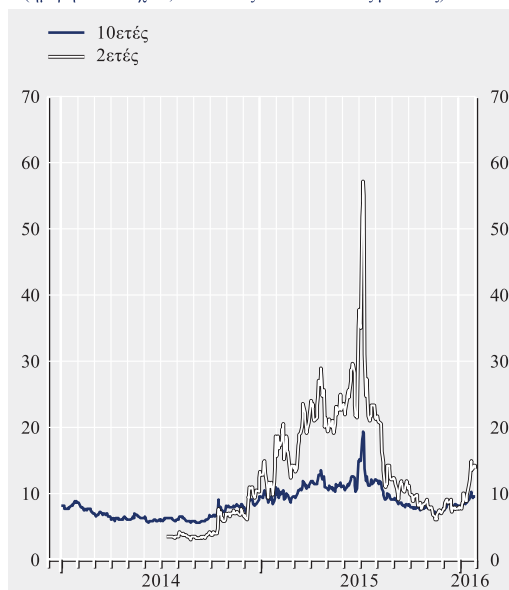
φορά αποδόσεων 10ετούς και 2ετούς ομολόγου: -3.787 μ.β. στις 8.7.2015, έναντι -370 μ.β. στις 2.1.2015, βλ. Διάγραμμα ΙΧ.3).

Δεδομένης της αξιολογίας της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης του Ευρωσυστήματος, 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.<sup>2</sup> Η έλλειψη επιδράσεων μετάδοσης μεταβλητότητας σε άλλες αγορές της ζώνης του ευρώ είχε ήδη, εκ προοιμίου, διαφανεί και από ανάλυση της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>3</sup>

Η επίτευξη συμφωνίας με τους Ευρωπαίους εταίρους στις 12 Ιουλίου 2015 οδήγησε σε υποχώρηση της αβεβαιότητας. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αποκλιμακώθηκαν και επανήλθαν, έως το Δεκέμβριο του 2015, σε επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί στο τέλος του 2014 (31.12.2015, 10ετές: 8,46%). Αντίστοιχη ήταν και η εξέλιξη της διαφοράς

### Διάγραμμα ΙΧ.3 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Thomson Reuters Datastream. Σημείωση: Την περίοδο 29/6/2015-31/7/2015 η ΗΔΑΤ λόγω των οριζόμενων στην "Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας", ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015. Πηγή των στοιχείων για την περίοδο αυτή είναι η Thomson Reuters Datastream και τα στοιχεία αφορούν σε συναλλαγές εκτός Ελλάδος.

μεταξύ των αποδόσεων των ελληνικών και των γερμανικών κρατικών ομολόγων (2.1.2015: 875 μ.β., 8.7.2015: 1.865 μ.β, 31.12.2015: 795 μ.β.).<sup>4</sup> Η μείωση των αποδόσεων ήταν μεγαλύτερη για τους πιο βραχυπρόθεσμους τίτλους (1.1.2015: 2ετές 13,3% και 4ετές 10,9%, έναντι 57,2% και 36,4% στις 8.7.2015, και 7,86% και 10,9% στις 31.12.2015 αντίστοιχα). Κατά συνέπεια, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων, η οποία είχε γίνει έντονα αρνητική την περίοδο που προηγήθηκε της νέας συμφωνίας, επανήλθε σε θετικές τιμές στο τέλος Οκτω-

2 Βλ. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, "Financial developments", κεφάλαιο 2 στα τεύχη 5 και 6/2015 του *Economic Bulletin*, όπου ωστόσο αναφέρεται επίδραση των εξελίξεων στην Ελλάδα στις αγορές μετοχών άλλων κρατών-μελών περί τα μέσα του έτους.

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

4 Σε μέσα επίπεδα έτους, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου ανήλθε σε 10,03% το 2015, έναντι 6,93% το 2014, ενώ η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των ελληνικών και των γερμανικών κρατικών ομολόγων σε 9,49 από 5,69 ποσοστιαίες μονάδες αντιστοίχως.

βρίου 2015 και παρέμεινε θετική, κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου μέχρι και το τέλος του έτους (διαφορά αποδόσεων 10ετούς και 2ετούς ομολόγου: +60 μ.β. στις 31.12.2015). Από την αρχή του 2016 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων κινήθηκαν ανοδικά λόγω της επιδείνωσης της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία (στις 5.2.2016, απόδοση 10ετούς: 9,58%, απόδοση 2ετούς: 12,1% και διαφορά αποδόσεων ελληνικού έναντι γερμανικού 10ετούς τίτλου: 928 μ.β.).

Η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος όσον αφορά τα ελληνικά κρατικά ομόλογα προκάλεσε συρρίκνωση της αξίας των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά.<sup>5</sup> Στην πρωτογενή αγορά, οι τακτικές εκδόσεις εντόκων γραμματίων (Ιανουάριος-Δεκέμβριος 2015: 40,8 δισεκ. ευρώ, Ιανουάριος-Δεκέμβριος 2014: 40 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 τις εκδόσεις του 2015 διαμορφώθηκε σε 2,8%, έναντι 2,4% το 2014.

#### 4 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε διεθνείς κεφαλαιαγορές επηρεάστηκαν αρνητικά από την αύξηση των κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, οι οποίοι συνδέονταν αποκλειστικά και μόνο με ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες της ελληνικής οικονομίας. Συνεπώς, 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. Έτσι, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων ελληνικών επιχειρήσεων έφθασαν σε επίπεδα που αντιστοιχούν σε ομόλογα πολύ χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, κάτι που δεν δικαιολογείται από χειροτέρευση των θεμελιωδών μεγεθών στο επίπεδο των εκδοτριών εταιριών.

Συγκεκριμένα, η απόδοση του δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος για τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα κινήθηκε ανοδικά κατά τους πρώτους επτά μήνες του 2015 (1.1.2015: 8,1%, 8.7.2015: 17,7%, βλ. Διάγραμμα ΙΧ.4), 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 των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ (με βάση το δείκτη iBoxx NFC EA BBB) αυξήθηκε σημαντικά (1.570 μονάδες βάσης στις 8.7.2015, από περίπου 615 μ.β. την 1.1.2015).

Στη συνέχεια, λόγω της υποχώρησης της αβεβαιότητας, οι αποτιμήσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων βελτιώθηκαν, με αποτέλεσμα τη μείωση των αποδόσεων (μεσοσταθμική απόδοση στις 31.12.2015: 8,8%).<sup>6</sup> Το Δεκέμβριο του 2015 ο ΟΤΕ προέβη σε έκδοση διεθνούς ομολόγου περιορισμένου ύψους.

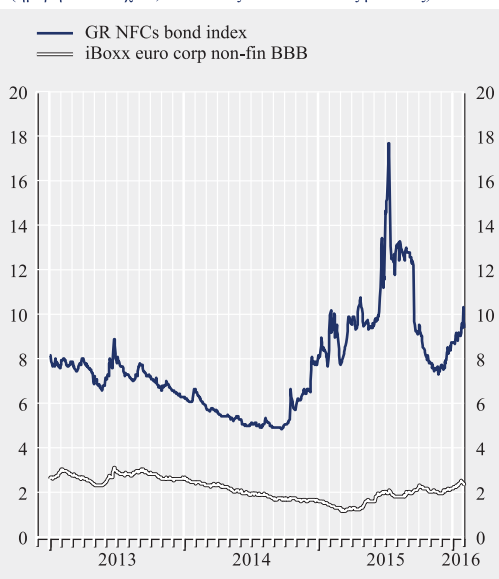
Η επιμονή των αποδόσεων αυτών σε υψηλά επίπεδα μετά την επίτευξη συμφωνίας με τους διεθνείς εταίρους-δανειστές και την προοδευτική περαιτέρω υποχώρηση της αβεβαιότητας την περίοδο ψήφισης των μέτρων που προβλέπονται, βάσει των τεσσάρων πυλώνων της νέας Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, σχετίζεται με γενικότερες εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Συγκεκριμένα, αποδίδεται στην ενίσχυση της ροπής προς αποφυγή κινδύνων μετά την αναταραχή στις αναπτυσσόμενες αγορές, η οποία επέδρασε ιδιαίτερα στις αγορές εταιρικών ομολόγων. Βέβαια, από την αρχή του 2016 οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων ακολού-

<sup>5</sup> Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΑΑΤ περιορίστηκε κατά το 2015 (περίοδος από 1.1.2015 έως 31.12.2015) σε 5 εκατ. ευρώ περίπου αντίστοιχα, έναντι 40 εκατ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2014. Επίσης, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Αυλών Τίτλων (ΣΑΤ) υποχώρησε κατά περίπου 70% σε 96 εκατ. ευρώ το 2015, έναντι 292 εκατ. ευρώ το 2014.

<sup>6</sup> Σε μέσα επίπεδα έτους, η απόδοση ανήλθε σε 9,9% το 2015, έναντι 5,7% το 2014.

#### Διάγραμμα ΙΧ.4 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2013-Ιανουάριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index), 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 μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων", Οικονομικό Δελτίο 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014.

θήσαν εκ νέου ανοδική τάση (στις 5.2.2016 η απόδοση του δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν 9,16%) σε συνάφεια με την επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος έναντι της ελληνικής οικονομίας.

Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων παραμένουν ακόμη σε υψηλά επίπεδα, με συνέπεια οι συνθήκες άντλησης περαιτέρω χρηματοδότησης να είναι δυσμενείς. Καταδεικνύεται, λοιπόν, η σημασία της ενίσχυσης της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία, που συνδέεται άρρηκτα με την επιτυχή εφαρμογή και εν τέλει ολοκλήρωση του προγράμματος. Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, η άντληση χρηματοδοτικών πόρων με την έκδοση ομολόγων θα καταστεί εκ νέου ελκυστική για τις ελληνικές επιχει-

ρήσεις με εύρωστα οικονομικά στοιχεία και υψηλή εξωστρέφεια όταν επέλθει βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στις διεθνείς αγορές.

## 5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

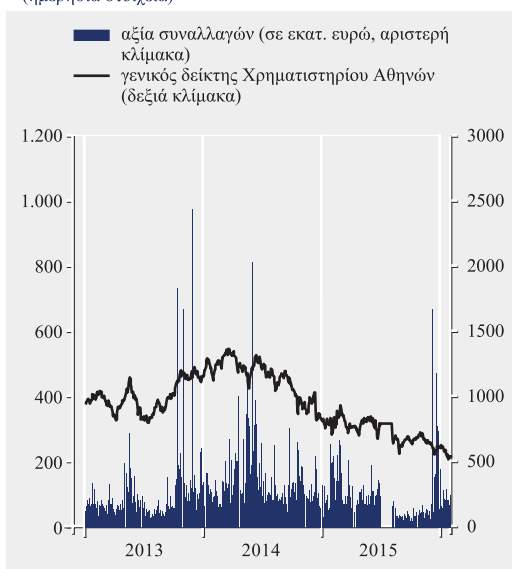
Κύριες εξελίξεις στη χρηματιστηριακή αγορά κατά τη διάρκεια του 2015 ήταν η έντονη μεταβλητότητα, η διακοπή της διαπραγμάτευσης μετοχών για περίπου δύο μήνες στο πλαίσιο της τραπεζικής αργίας και της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, αλλά και η μεγάλη υποχώρηση των τιμών των τραπεζικών μετοχών. Οι παράγοντες που διαμόρφωσαν αυτές τις εξελίξεις σχετίζονται, όπως και στις περιπτώσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των εταιρικών ομολόγων, με τη μεγάλη αποδυνάμωση της εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία κατά το α' εξάμηνο του 2015.

Τους πρώτους οκτώ μήνες του 2015 ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) υποχώρησε κατά περίπου 25% (εν μέσω αυξημένης μεταβλητότητας), ενώ έκτοτε, μέχρι και το τέλος του έτους, η απόδοσή του ήταν οριακά θετική (1.9.2015-31.12.2015: +1,6%, βλ. Διάγραμμα ΙΧ.5), με τη μεταβλητότητα να υποχωρεί σε επίπεδα πλησίον του μακροχρόνιου μέσου όρου (2%).

Επισημαίνεται η σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των τιμών των μετοχών των τραπεζών και των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, οι πιέσεις στις μετοχές των τραπεζών ήταν ιδιαίτερα έντονες καθ' όλο το 2015 (απόδοση τραπεζικού δείκτη, 2.1.2015-31.12.2015: -94%), εξέλιξη που συνδέεται μεταξύ άλλων με τον κλονισμό της εμπιστοσύνης και τις έντονες εκροές τραπεζικών καταθέσεων κατά το α' εξάμηνο του έτους και πιο πρόσφατα με την αβεβαιότητα της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης. Αντιθέτως, οι τιμές των μετοχών των βιομηχανιών και των εταιριών βιομηχανικών υπηρεσιών κινήθηκαν ανοδικά, εξέλιξη η οποία εν μέρει οφείλεται στην ανακοίνωση βελτιωμένων αποτελεσμάτων εκ μέρους ορι-

### Διάγραμμα ΙΧ.5 Γενικός δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών (Ιανουάριος 2013-Ιανουάριος 2016)

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.  
Σημείωση: Την περίοδο 29/6/2015-31/7/2015 το Χρηματιστήριο ήταν κλειστό, λόγω της τραπεζικής αργίας και των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

26.6.2015: +8,5%), με αποτέλεσμα η συνολική υποχώρηση των τιμών των εν λόγω μετοχών, σε ετήσια βάση, να είναι συγκριτικά περιορισμένη (απόδοση από 2.1.2015 έως 31.12.2015: -5%). Τέλος, για τους λόγους που αναφέρθηκαν σε προηγούμενες ενότητες του κεφαλαίου, από την αρχή του 2016 οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών υποχώρησαν σημαντικά (από 1.1.2016 έως 5.2.2016, ΓΔΧΑ: -19%, δείκτης τραπεζών: -45%, επιχειρήσεις βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών: -12%).

Η συνολική κεφαλαιοποίηση των εταιριών οι οποίες είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώθηκε σε 39 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2015 (από 46 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2014). Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών μειώθηκε κατά 35% συγκριόμενη με το σύνολο του 2014 και διαμορφώθηκε σε 83 εκατ. ευρώ, επηρεαζόμενη από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων (Ιαν.-Ιούν. 2015: 102 εκατ. ευρώ, 3.8.2015 έως 31.12.2015: 61 εκατ. ευρώ).

σμένων επιχειρήσεων<sup>7</sup> κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου (απόδοση από 2.1.2015 έως

<sup>7</sup> Αναλυτικότερα για την αλληλεπίδραση του οικονομικού κύκλου με βασικά μεγέθη κερδοφορίας και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, βλ. Πλαίσιο ΙΧ.1.

## Πλαίσιο ΙΧ.1

### Η ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΜΕ ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ, ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΜΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το 2007 ανέδειξε την ανάγκη επαναξιολόγησης της αλληλεπίδρασης μεταξύ του χρηματοοικονομικού (financial) και του οικονομικού (economic/business) κύκλου. Ως συνέπεια της κρίσης, η βιβλιογραφία η οποία διερευνά την επίδραση του χρηματοοικονομικού κύκλου στον οικονομικό κύκλο και τη σύνδεση των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων των εταιριών με τη φάση (ύφεση ή ανάπτυξη) του οικονομικού κύκλου έχει συγκεντρώσει εκ νέου το ενδιαφέρον των ερευνητών.<sup>1</sup> Ένα από τα βασικά ευρήματα σχετίζεται με τη διαπίστωση ότι τα σημεία καμπής του χρηματοοικονομικού κύκλου προπορεύονται εκείνων του οικονομικού κύκλου.

<sup>1</sup> Βλ. ενδεικτικά Borio C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?" Bank for International Settlements, Working Paper 395, και Claessens S., M. Kose and M. Terrones (2011), "Financial cycles: What? How? When?", International Monetary Fund, Working Paper 11/76.

Στο πλαίσιο αυτό, η ανάλυση που ακολουθεί επιχειρεί, πρώτον, να περιγράψει τη σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και του ΑΕΠ στην Ελλάδα και, δεύτερον, μέσω της εφαρμογής οικονομετρικού υποδείγματος, να αναδείξει επιχειρήσεις των οποίων οι χρηματοοικονομικοί δείκτες επέδειξαν συστηματικά καλύτερη συμπεριφορά κατά την περίοδο της ύφεσης συγκριτικά με εκείνη που ήταν δυνατόν να προβλεφθεί αποκλειστικά από την εξέλιξη του ΑΕΠ.<sup>2</sup>

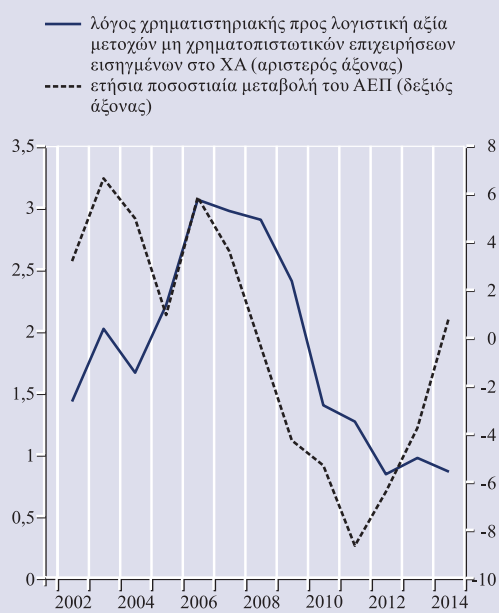
### Περιγραφή της εξέλιξης των μεγεθών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Για τις ανάγκες της μελέτης αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Datastream, για την περίοδο 2002-2014, ετήσια στοιχεία λειτουργικής κερδοφορίας (κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων – ΚΠΤΦΑ), ρευστότητας, και, τέλος, αποδοτικότητας επενδύσεων (Return on Investment – ROI) για περίπου 200<sup>3</sup> επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς και στοιχεία του εγχώριου ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές). Δεδομένου του εύρους των δραστηριοτήτων των υπό εξέταση επιχειρήσεων, τα συμπεράσματα από την παρούσα ανάλυση αποτυπώνουν τις συστηματικές εξελίξεις σε διάφορους κλάδους.

Η υψηλή συσχέτιση των μεταβολών του ΑΕΠ και της σχετικής αποτίμησης των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα Α) ενδεχομένως αντικατοπτρίζει την αλληλεπίδραση μεταξύ οικονομικού και χρηματοοικονομικού κύκλου. Το υπό εξέταση δείγμα επιχειρήσεων εμφάνισε το 2014 ΚΠΤΦΑ ύψους 5,6 δισεκ. ευρώ, ενώ ο αριθμητικός μέσος όρος του λόγου της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία ήταν 0,66 (και 0,78 ο σταθμισμένος ως προς τη χρηματιστηριακή αξία των εταιριών). Η πρόσφατη υστέρηση της χρηματιστηριακής αποτίμησης, η οποία μπορεί να αποδοθεί κατά κύριο λόγο στη μείωση του ελληνικού ΑΕΠ τα τελευταία έτη και συνάδει με τα ευρήματα της προαναφερθείσας βιβλιογραφίας, αποτελεί το έναυσμα για να αναλυθεί κατά πόσον τα μεγέθη των εισηγμένων επιχειρήσεων εξελίχθηκαν ομοιογενώς.

Η αλληλεπίδραση αυτή γίνεται πιο εμφανής εάν συγκριθεί η εξέλιξη των ΚΠΤΦΑ και του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Β). Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των μεταβολών ΚΠΤΦΑ και ΑΕΠ ανέρχεται σε περίπου 67%, υποδεικνύοντας τη στενή συνάφεια μεταξύ κερδο-

**Διάγραμμα Α** Αποτίμηση των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και οικονομική δραστηριότητα

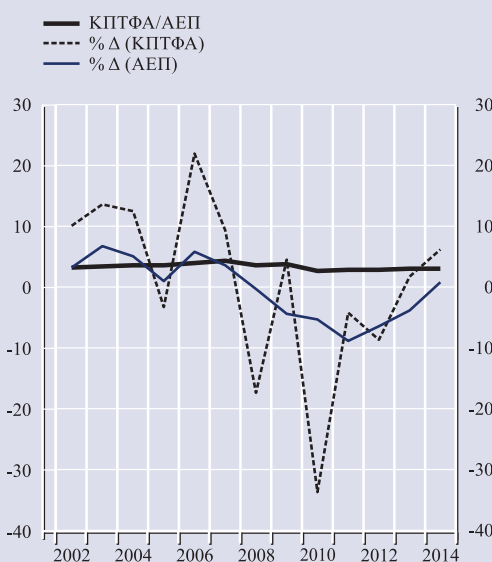


Πηγή: Thomson Reuters Datastream.  
Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν μεσοσταθμικούς δείκτες, σταθμισμένους ως προς την κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων.

2. Στην παρούσα μελέτη προτιμήθηκε η χρήση στοιχείων οικονομικών καταστάσεων των εταιριών και όχι της πορείας των τιμών των μετοχών τους, καθώς, με βάση τη βιβλιογραφία, οι αποδόσεις των μετοχών (α) υπόκεινται σε κύκλους βραχύτερης διάρκειας, (β) αντανακλούν μία στενότερη σχέση με τη βραχυχρόνια συνιστώσα της οικονομικής δραστηριότητας και (γ) είναι πιο ευμετάβλητες σε σύγκριση με άλλες μεταβλητές.  
3. Ο αριθμός των επιχειρήσεων που περιλήφθηκαν στην παρούσα ανάλυση κυμαίνεται διαχρονικά, με ελάχιστο αριθμό 152 και μέγιστο 202 επιχειρήσεις.

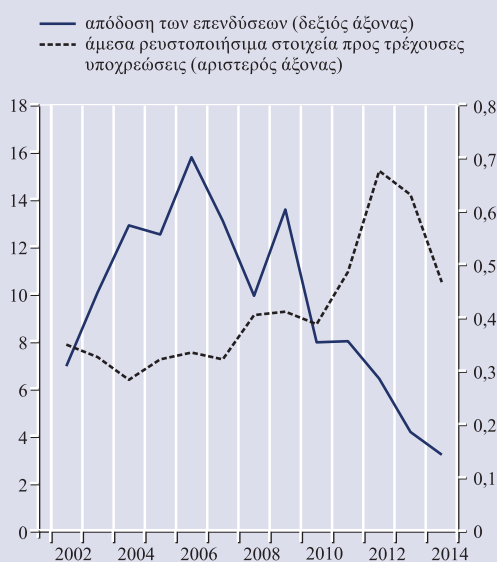


**Διάγραμμα Β** Εξέλιξη λειτουργικών αποτελεσμάτων και οικονομική δραστηριότητα



Πηγή: Thomson Reuters Datastream.

**Διάγραμμα Γ** Άμεση ρευστότητα και αποδοτικότητα των επενδύσεων



Πηγή: Thomson Reuters Datastream.  
Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν μεσοσταθμικούς δείκτες, σταθμισμένους ως προς την κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων.

φορίας και οικονομικού κύκλου. Επίσης, αξιοσημείωτη είναι η σταθερότητα που επιδεικνύει ο λόγος ΚΠΤΦΑ προς ΑΕΠ, γεγονός το οποίο δείχνει τη στενή σχέση στην εξέλιξη των δύο μεγεθών.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των χρηματοοικονομικών δεδομένων των υπό εξέταση επιχειρήσεων ήταν η αυξημένη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων και άλλων άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού<sup>4</sup> κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η αύξηση αυτή δεν φαίνεται να συνδέεται με αντίστοιχη αύξηση των άμεσων υποχρεώσεων, καθώς ο λόγος των ρευστών διαθεσίμων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σχεδόν διπλασιάστηκε την περίοδο της κρίσης και ειδικά τις περιόδους κορύφωσης της επενδυτικής αβεβαιότητας (βλ. Διάγραμμα Γ). Εντούτοις παρέχει ένδειξη ότι οι επιχειρήσεις προέβησαν σε “αμυντική” διαχείριση ρευστών διαθεσίμων, δηλαδή αύξησαν τη διαθέσιμη ρευστότητά τους, προκειμένου να είναι σε θέση να εξασφαλίσουν τη λειτουργική τους συνέχεια, υπό συνθήκες υψηλής χρηματοοικονομικής αβεβαιότητας. Τέλος, οι μειωμένες επενδύσεις σε πάγια κεφάλαια (κτίρια ή εξοπλισμό) αλλά και η χαμηλή αποδοτικότητα αυτών αντανακλώνται και στην αποδοτικότητα των επενδύσεων, η οποία μάλιστα φαίνεται ότι άρχισε να υποχωρεί πριν από την αντιστροφή της αναπτυξιακής φάσης της ελληνικής οικονομίας το 2008.

Προκειμένου να διερευνηθεί πιο διεξοδικά η σχέση των στοιχείων κερδοφορίας, ρευστότητας και αποδοτικότητας των επενδύσεων των επιχειρήσεων αυτών με το ΑΕΠ, κατασκευάστηκε σχετικό οικονομετρικό υπόδειγμα. Έτσι, εκτιμήθηκε αρχικά, με χρήση της διαστρωματικής και διαχρονικής διάστασης των στοιχείων,<sup>5</sup> η συστηματική συνιστώσα του ΑΕΠ σε καθέναν από τους

4 Η αύξηση των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού ενδεχομένως οφείλεται στα υψηλότερα επίπεδα αποθεμάτων και απαιτήσεων έναντι πελατών λόγω της ύφεσης.

5 Το υπόδειγμα εκτιμήθηκε με τη γενικευμένη μέθοδο των στιγμών (GMM), λαμβάνοντας υπόψη τυχασίες επιδράσεις στη διαστρωματική διάσταση και διορθώνοντας, αντίστοιχα, τα σφάλματα για τη συνεπή εκτίμηση της σημαντικότητας των εκτιμητών.

δείκτες των υπό εξέταση επιχειρήσεων, για τις περιόδους 2002-2009 και 2010-2014, δηλαδή για την περίοδο προ και κατά τη διάρκεια της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα.<sup>6</sup> Από τα αποτελέσματα του υποδείγματος εκτιμήθηκαν οι αναμενόμενες, από την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα, τιμές των δεικτών (α) κερδοφορίας, (β) αποδοτικότητας των επενδύσεων και (γ) ρευστότητας, για κάθε επιχείρηση. Οι εκτιμηθείσες τιμές συγκρίθηκαν με τις πραγματικές και προσδιορίστηκαν οι επιχειρήσεις εκείνες των οποίων οι αριθμοδείκτες λειτουργικών αποτελεσμάτων, αποδοτικότητας των επενδύσεων και ρευστότητας υπερέβησαν τις αναμενόμενες, από τη σχέση με την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα, τιμές για το μεγαλύτερο διάστημα των περιόδων προ και κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους.

Ο πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα. Σε αυτόν εμφανίζονται τα ποσοστά των επιχειρήσεων για τις οποίες τα στοιχεία: (α) ΚΠΤΦΑ, (β) αποδοτικότητας επενδύσεων και (γ) ρευστότητας υπερέβησαν εκείνα που εκτιμώνται από την οικονομική δραστηριότητα για τουλάχιστον τα μισά από τα έτη που εμπίπτουν σε κάθε περίοδο.

#### Επιχειρήσεις με συστηματικά καλύτερα μεγέθη από τα τεκμαιρόμενα με βάση την οικονομική δραστηριότητα

(ποσοστά %)

Κριτήριο	2002-2009	2010-2014
Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (ΚΠΤΦΑ)	0,50	23,90
Αποδοτικότητα επενδύσεων	17,70	46,30
Ρευστότητα	21,80	26

Σημείωση: Ο πίνακας παρουσιάζει το ποσοστό των εισηγμένων στο ΧΑ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων των οποίων οι δείκτες-κριτήρια υπερέβαιναν τις τεκμαιρόμενες, από τον ελληνικό οικονομικό κύκλο, αντίστοιχες τιμές για περισσότερα από τα μισά έτη για κάθε περίοδο, προς το εκάστοτε σύνολο των εισηγμένων στο ΧΑ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, διαπιστώνεται ότι πριν από τη δημοσιονομική κρίση, δηλαδή σε μεγάλο βαθμό σε περίοδο που συνέπεσε με την αναπτυξιακή φάση της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο στην ΟΝΕ, οι επιδόσεις των επιχειρήσεων, ιδίως όσον αφορά τα ΚΠΤΦΑ, διαμορφώνονται κατά βάση υπό την επίδραση των εξελίξεων στο ΑΕΠ και οι επιδόσεις μικρού μόνο αριθμού επιχειρήσεων αποκλίνουν από τις εκτιμηθείσες. Αντίθετα, στην καθοδική φάση του κύκλου (2010-2014 με βάση ετήσια στοιχεία για το ΑΕΠ) αυξήθηκε ο αριθμός των επιχειρήσεων των οποίων τα λειτουργικά αποτελέσματα αποσυνδέθηκαν από τις εγχώριες οικονομικές συνθήκες. Δηλαδή η κρίση αποτέλεσε καταλυτικό παράγοντα για το διαχωρισμό των επιχειρήσεων αφενός σε εκείνες που στο παρελθόν αναπτύχθηκαν μόνο εξαιτίας της επικράτησης χαμηλών επιτοκίων, αφθονίας τραπεζικών πιστώσεων και ισχυρής συνολικής εγχώριας ζήτησης ή ακόμη και υψηλών κρατικών δαπανών και αφετέρου σε εκείνες οι οποίες είχαν αναπτυχθεί σε υγιείς βάσεις δημιουργώντας τις προϋποθέσεις που τις βοήθησαν να αντεπεξέλθουν στις δυσκολίες που έφερε η κρίση. Εξάλλου, τα μέτρα πολιτικής τα οποία ελήφθησαν για να αντιμετωπιστεί η κρίση στη χώρα μας είναι πιθανόν να μην είχαν ομοιόμορφα αποτελέσματα στις εισηγμένες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Είναι ενδιαφέρον ότι περίπου 1 στις 4 επιχειρήσεις (με βάση τα ΚΠΤΦΑ και το δείκτη ρευστότητας) και περίπου οι μισές με βάση το δείκτη αποδοτικότητας επενδύσεων φαίνεται να υπερβαίνουν τις αντίστοιχες επιδόσεις που αναμένονται από τον οικονομικό κύκλο.

<sup>6</sup> Τα αποτελέσματα του υποδείγματος επιβεβαιώνουν τη στατιστική σημαντικότητα του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ για τον προσδιορισμό των επιπέδων και των μεταβολών των δεικτών κερδοφορίας, αποδοτικότητας και ρευστότητας. Με βάση αυτά, εκτιμήθηκαν για κάθε επιχείρηση οι αναμενόμενες τιμές των χρηματοοικονομικών δεικτών.

Ενδεικτικά, το 24% των επιχειρήσεων επέτυχε ΚΠΤΦΑ καλύτερα από ό,τι αναμενόταν με βάση την πορεία του ΑΕΠ. Μάλιστα, το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων αυτών εμφάνισε συστηματική κατ' έτος υπέρβαση των εκτιμηθέντων μεγεθών σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εισηγμένες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και άρα πολύ καλύτερη προσαρμογή στις αρνητικές συνθήκες. Στην πλειονότητά τους οι εν λόγω επιχειρήσεις, με βάση τα αναλυτικά ετήσια στοιχεία τους, είτε χαρακτηρίζονται από υψηλή εξωστρέφεια είτε παράγουν προϊόντα η ζήτηση των οποίων δεν επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από τον εγχώριο οικονομικό κύκλο. Ταυτόχρονα όμως, η συσχέτιση των επιχειρήσεων των οποίων η καλύτερη της αναμενομένης λειτουργική αποτελεσματικότητα οφείλεται και σε αντίστοιχα καλύτερες αποδόσεις των πάγιων επενδύσεων είναι αδύναμη. Κατά συνέπεια, η υπέρβαση των αναμενόμενων αποτελεσμάτων είναι μάλλον συνέπεια αποτελεσματικότερης αξιοποίησης υφιστάμενου πάγιου κεφαλαίου και λιγότερο αποτέλεσμα νέων επενδύσεων. Η παρατήρηση αυτή υποδηλώνει ότι υφίστανται περιθώρια ακόμη μεγαλύτερης βελτίωσης της λειτουργικής κερδοφορίας και της αποτελεσματικότητας των εν λόγω επιχειρήσεων, μέσω της αύξησης της αποδοτικότητας η οποία μπορεί να επιτευχθεί με νέες επενδύσεις.

#### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Συνοψίζοντας, οι επιδόσεις της πλειονότητας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών, όσον αφορά τη λειτουργική κερδοφορία, την αποδοτικότητα επενδύσεων και τη διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων, καθορίζονται από τις εγχώριες οικονομικές εξελίξεις. Όμως, διαπιστώνεται ότι ένας σχετικά μικρός αριθμός επιχειρήσεων, που χαρακτηρίζονται από εξωστρέφεια, ανελαστική ζήτηση και ισχυρή κεφαλαιακή βάση, κατόρθωσε να αντεπεξέλθει στις προκλήσεις της καθοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου. Υπάρχουν συνεπώς επιχειρήσεις που είναι σε θέση να αποτελέσουν τη βάση για την αναβάθμιση της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς το ελληνικό χρηματιστήριο. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αυτών με σκοπό την αύξηση της απόδοσης των επενδύσεών τους, η συνεπαγόμενη επέκταση των δραστηριοτήτων τους, καθώς και η επιδίωξη και άλλων επιχειρήσεων να αποκτήσουν χαρακτηριστικά που θα τις καθιστούν λιγότερο εξαρτώμενες από τις επιδόσεις του οικονομικού κύκλου, αναμένεται να συμβάλουν γενικότερα στην παραγωγική ανασυγκρότηση της ελληνικής οικονομίας.

Σε κάθε περίπτωση, φαίνεται σκόπιμη η συζήτηση για στοχευμένες παρεμβάσεις που θα διευκολύνουν την αυξημένη παρουσία στη χρηματιστηριακή αγορά εύρωστων επιχειρήσεων οι οποίες είναι αρκετά ευέλικτες ώστε να επιτυγχάνουν προσαρμογές όταν χειροτερεύουν οι οικονομικές συνθήκες. Μια χρηματιστηριακή αγορά η οποία θα αποτελείται από τέτοιου είδους επιχειρήσεις όχι μόνο θα επηρεάζεται σε μικρότερο βαθμό από τις επιδράσεις του εγχώριου οικονομικού κύκλου, αλλά και –το κυριότερο– θα ενισχύσει την αξιοπιστία της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και ως εκ τούτου τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης επενδύσεων. Η εξέλιξη αυτή θα συμβάλει γενικότερα στην ανάκτηση της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και στη δημιουργία ενός ενάρετου κύκλου ανατροφοδότησης μεταξύ μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών επιδόσεων, με απώτερο όφελος την αύξηση του δυναμικού προϊόντος της ελληνικής οικονομίας και την αύξηση της απασχόλησης.

# Χ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ<sup>1</sup>

Σημαντική θετική εξέλιξη του 2015 ήταν η ομόφωνη υιοθέτηση της δεσμευτικής Συμφωνίας των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή. Η Συμφωνία θέτει ως στόχο να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα η αύξηση της μέσης παγκόσμιας θερμοκρασίας σαφώς κάτω των 2° C και να καταβληθούν προσπάθειες για να περιοριστεί σε 1,5° C, “αναγνωρίζοντας ότι αυτό θα περιοριζε ουσιαστικά τους κινδύνους και τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής”.

Εξάλλου, στην Ελλάδα τέθηκε σε δημόσια διαβούλευση το κείμενο της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή, στη διαμόρφωση του οποίου συνέβαλε ουσιαστικά η Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος.

## I ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ: ΜΕΤΡΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟ 2015

Το 2015 σηματοδεύθηκε από την 21η Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για την κλιματική αλλαγή (21st Conference of the Parties – COP21), που πραγματοποιήθηκε στο Παρίσι (30.11-12.12.2015). Ύστερα από μακρές και επίπονες διακρατικές διαπραγματεύσεις, που είχαν αρχίσει κατά την 20ή Διάσκεψη ένα χρόνο νωρίτερα στη Λίμα, καθώς και διάλογο σε επίπεδο εμπειρογνομόνων,<sup>2</sup> η “Συμφωνία των Παρισίων” βάσει της Σύμβασης-Πλαισίου των Ηνωμένων Εθνών για την Κλιματική Αλλαγή υιοθετήθηκε ομόφωνα από 195 χώρες και προβλέπει δεσμευτικούς στόχους (βλ. Πλαίσιο Χ.1). Σύμφωνα με τις αποφάσεις της Λίμας, προηγουμένως όλες οι χώρες είχαν υποβάλει τα σχέδιά τους για τη μείωση των εκπομπών.<sup>3</sup> Το σχέδιο της ΕΕ υποβλήθηκε ήδη από το Μάρτιο του 2015, στηριζόταν στις σχετικές αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Οκτωβρίου του 2014 και περιείχε τη δέσμευση ότι η ΕΕ και τα 28 κράτη-μέλη της θα μειώσουν “από κοινού” τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου τουλάχιστον κατά 40% έως το 2030 σε σύγκριση με το 1990.<sup>4</sup>

Στη θετική κατάληξη της 21ης Διάσκεψης συνέβαλαν σημαντικά: (α) η έκκληση ηγετικών προσωπικοτήτων της θρησκείας, της πολιτικής και των επιχειρήσεων, καθώς και επιστημόνων και ασχολουμένων με την εφαρμογή αναπτυξιακών προγραμμάτων, που συναντήθηκαν τον Απρίλιο του 2015 με πρωτοβουλία του Πάπα στο Βατικανό και διακήρυξαν, μεταξύ άλλων, ότι “εν όψει των έκτακτων συνθηκών της ανθρωπογενούς κλιματικής αλλαγής, του κοινωνικού αποκλεισμού και της ακραίας φτώχειας [...] η ανθρωπογενής κλιματική αλλαγή είναι μια επιστημονική πραγματικότητα και ο μετριασμός της αποτελεί ηθική και θρησκευτική επιταγή [imperative] για την ανθρωπότητα”,<sup>5</sup> (β) η υιοθέτηση από τα Ηνωμένα Έθνη των “Στόχων της Βιώσιμης Ανάπτυξης” (Sustainable Development Goals) το Σεπτέμβριο του 2015, μεταξύ των οποίων ήταν η “ανάληψη επείγουσας δράσης για την καταπολέμηση της κλιματικής αλλαγής και των συνεπειών της”,<sup>6</sup> (γ) η κοινή δήλωση Γαλλίας-Κίνας, κατά την επίσκεψη του Προέδρου Ολάντ στο Πεκίνο, υπέρ της σύναψης μιας “νομικά δεσμευτικής” συμφωνίας για το κλίμα<sup>7</sup> και (δ) η αποφασιστική στάση των ΗΠΑ,<sup>8</sup> ενώ σημαντική ήταν η πρωτοβουλία του Mark Carney, Διοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας, για τη συγκρότηση μιας ομάδας εργασίας (Climate Disclosure Task Force) από τον επιχειρηματικό χώρο<sup>9</sup> με σκοπό

- 1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 10.2.2016.
- 2 UNFCCC, *Report on the structured expert dialogue on the 2013-2015 review*, Note by the co-facilitators of the structured expert dialogue, 4.5.2015.
- 3 Βλ. UNFCCC, *Synthesis report on the aggregate effect of the intended nationally determined contributions*, Note by the secretariat, 30.10.2015.
- 4 *Intended Nationally Determined Contribution of the EU and its Member States*, Submission by Latvia and the European Commission on Behalf of the European Union and its Member States, 6.3.2015.
- 5 “Declaration of Religious Leaders, Political Leaders, Business Leaders, Scientists and Development Practitioners”, 28.4.2015, [www.endslavery.va/content/endslavery/en/events/protect/declaration.html](http://www.endslavery.va/content/endslavery/en/events/protect/declaration.html).
- 6 13ος στόχος. Βλ. UN General Assembly, 69th session, *Draft outcome document of the United Nations summit for the adoption of the post-2015 development agenda*, 12.8.2015, και “U.N. Adopts Ambitious Global Goals After Years of Negotiations”, *The New York Times*, 26.9.2015.
- 7 “Climat: François Hollande se félicite du soutien de Pékin”, *Le Monde* 2.11.2015, και “COP21: la Chine apporte à la France un soutien de poids pour un accord”, *Les Echos* 3.11.2015.
- 8 Σε όλη τη διάρκεια του 2015, αλλά και όπως εκφράστηκε με την ομιλία του Προέδρου Ομπάμα στη Διάσκεψη στις 30.11.2015.
- 9 Επιχειρηματική τέθηκε ο γνωστός επιχειρηματίας Michael Bloomberg. Βλ. “Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability”, speech by Mark Carney, 29.9.2015, “Michael Bloomberg to head global taskforce on climate change”, *The Guardian*, 4.12.2015, και “Michael Bloomberg urges companies to reveal climate change impact”, *Financial Times*, 9.2.2016.

το σχεδιασμό εθελοντικών προτύπων δημοσιοποίησης στοιχείων από επιχειρήσεις “που παράγουν ή εκπέμπουν άνθρακα”, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες της κλιματικής αλλαγής για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Στη διάρκεια του τελευταίου 12μήνου δημοσιεύθηκαν σημαντικές εκθέσεις και επιστημονικές έρευνες για ζητήματα κλιματικής αλλαγής: (α) μελέτη του ΟΟΣΑ για τις πολιτικές μετριασμού της κλιματικής αλλαγής,<sup>10</sup> (β) μελέτη της Παγκόσμιας Τράπεζας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής στη φτώχεια,<sup>11</sup> (γ) η ετήσια έρευνα *Global Risks* του World Economic Forum, που προσδιόρισε ως κύριο κίνδυνο για το 2016 την τυχόν αποτυχία ως προς το μετριασμό της κλιματικής αλλαγής και την προσαρμογή σ’ αυτήν (σε συνδυασμό μάλιστα με άλλους κινδύνους, όπως τη μεγάλη κλίμακας αναγκαστική (involuntary) μετανάστευση,<sup>12</sup> (δ) έκθεση επιτροπής του έγκυρου ιατρικού περιοδικού *The Lancet* για τις πολιτικές προσαρμολογίας της δημόσιας υγείας από τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής,<sup>13</sup> (ε) μελέτη του ΔΝΤ για τις ενεργειακές επιδοτήσεις παγκοσμίως,<sup>14</sup> (στ) μελέτη εμπειρογνομόνων της γαλλικής κυβερνήσεως για τη χρηματοδότηση επενδύσεων

χαμηλών εκπομπών άνθρακα στην Ευρώπη<sup>15</sup> και (ζ) έρευνες που τεκμηριώνουν τη σύνδεση μεταξύ της κλιματικής αλλαγής και των ακραίων καιρικών φαινομένων που παρατηρούνται ολοένα συχνότερα.<sup>16</sup>

Τέλος, στις 20.1.2016 ανακοινώθηκε ότι το 2015 ήταν το έτος με την υψηλότερη μέση παγκόσμια θερμοκρασία στην περίοδο των 136 ετών από το 1880 για την οποία υπάρχουν λεπτομερείς καταγραφές.<sup>17</sup>

- 10 OECD, *Climate Change Mitigation: Policies and Progress*, 20.10.2015.
- 11 World Bank, *Shock Waves: Managing the Impacts of Climate Change on Poverty*, 8.11.2015.
- 12 WEF, *Global Risks Report 2016*, 14.1.2016.
- 13 The Lancet Commissions, *Health and Climate Change: Policy Responses to Protect Public Health*, 23.6.2015.
- 14 David Coady et al., “How Large Are Global Energy Subsidies?”, IMF WP/15/105, 18.5.2015. Βλ. και (α) Rabah Arezki and Maurice Obstfeld, “The price of oil and the price of carbon”, *voxeu.org* 3.12.2015, και (β) Christine Lagarde και Jim Yong Kim, “The Path to Carbon Pricing”, *Project Syndicate*, 19.10.2015.
- 15 Michel Aglietta et al., “A proposal to finance low carbon investment in Europe”, Department of the Commissioner General for Sustainable Development [Γαλλία], Μάρτιος 2015.
- 16 Βλ. (α) Wenju Cai et al., “Increased frequency of extreme La Niña events under greenhouse warming”, *Nature Climate Change*, 26.1.2015, και (β) E.M. Fischer & R. Knutti, “Anthropogenic contribution to global occurrence of heavy-precipitation and high-temperature extremes”, *Nature Climate Change*, 27.4.2015.
- 17 Βλ. National Centers for Environmental Information-National Oceanic and Atmospheric Administration, *State of the Climate Reports-Global Analysis-Annual 2015*, 20.1.2016, και “2015 Was Hottest Year in Historical Record Scientists Say”, *NY Times*, 21.1.2016.

## Πλαίσιο Χ.1

### ΚΥΡΙΑ ΣΗΜΕΙΑ ΤΗΣ “ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΤΩΝ ΠΑΡΙΣΙΩΝ” ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗΣ ΑΛΛΑΓΗΣ

Η Συμφωνία<sup>1</sup> θέτει ως στόχο να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα η αύξηση της μέσης παγκόσμιας θερμοκρασίας σαφώς κάτω των 2° C και να καταβληθούν προσπάθειες για να περιοριστεί σε 1,5° C, “αναγνωρίζοντας ότι αυτό θα περιορίζει ουσιαστικά τους κινδύνους και τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής”. Επίσης, τονίζει την ανάγκη να αυξηθεί η ικανότητα προσαρμογής στις δυσμενείς συνέπειες της κλιματικής αλλαγής και να ευνοηθούν η ανθεκτικότητα στο κλίμα (climate resilience) και οι χαμηλές εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου, κατά τρόπο που δεν θα απειλεί την παραγωγή τροφίμων. Αναλαμβάνονται επίσης οι δεσμεύσεις (α) να γίνουν οι χρηματοδοτικές ροές συνεπείς με μια πορεία προς χαμηλές εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου και προς ανάπτυξη ανθεκτική στο κλίμα, (β) να εφαρμοστεί η Συμφωνία ώστε να αντανάκλα την αρχή της δικαιοσύνης και την αρχή των κοινών αλλά διαφορετοποιημένων ευθυνών και αντίστοιχων δυνατοτήτων, εν όψει των διαφορετικών συνθηκών που επικρατούν σε κάθε χώρα.

Εξάλλου, προτρέπει τις ανεπτυγμένες χώρες να αυξήσουν το επίπεδο της χρηματοδοτικής τους στήριξης προς τις αναπτυσσόμενες, βάσει ενός συγκεκριμένου οδικού χάρτη για να επιτευχθεί

1 Βλ. [http://unfccc.int/documentation/documents/advanced\\_search/items/6911.php?prifref=600008831](http://unfccc.int/documentation/documents/advanced_search/items/6911.php?prifref=600008831).

έως το 2020 ο στόχος που είχαν ήδη θέσει,<sup>2</sup> δηλ. να παρέχουν από κοινού 100 δισεκ. δολάρια ετησίως με σκοπό το μετριασμό της κλιματικής αλλαγής και την προσαρμογή σε αυτήν.

Η συμφωνία γενικά χαρακτηρίστηκε θετική εξέλιξη και βήμα προς τα εμπρός.<sup>3</sup> Υπήρξαν όμως και εποικοδομητικές προειδοποιήσεις έγκυρων επιστημόνων, όπως του καθηγητή Simon Lewis, που υποστήριξε ότι η συγκράτηση της αύξησης της θερμοκρασίας σε 2° C (και κατά μείζονα λόγο σε 1,5° C) θα απαιτήσει όχι απλώς τη μείωση των εκπομπών, αλλά την ανάπτυξη τεχνολογιών αρνητικών εκπομπών (NET – negative emission technologies) οι οποίες θα επιτυγχάνουν την αφαίρεση διοξειδίου του άνθρακα από την ατμόσφαιρα και την αποθήκευσή του “κάπου”.<sup>4</sup>

Από ελληνικής πλευράς επισημάνθηκε ότι “η Συμφωνία των Παρισίων είναι μόνο η αρχή μιας πορείας προς τη μετάβαση σε καθαρές πράσινες μορφές ενέργειας και όλοι πλέον πρέπει να στραφούν μακριά από τα ρυπογόνα ορυκτά καύσιμα”.<sup>5</sup>

2 Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, σελ. 184.

3 Βλ. π.χ. Martin Wolf, “The Paris climate change summit is one small step for humankind”, *Financial Times*, 15.12.2015.

4 Simon Lewis, “The Dirty Secret of the Paris Climate Deal”, *Foreign Policy*, 17.12.2015.

5 Βλ. δελτίο τύπου Υπουργείου Περιβάλλοντος και Ενέργειας, 15.12.2015.

## 2 ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΚΠΟΜΠΕΣ ΑΕΡΙΩΝ ΤΟΥ ΘΕΡΜΟΚΗΠΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (2013-2014)<sup>18</sup>

Οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου για το σύνολο της ΕΕ-28 το 2013 ήταν κατά 21% κάτω από τα επίπεδα του 1990 (-1.203 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>), φθάνοντας στο χαμηλότερο επίπεδο της περιόδου 1990-2013. Η μείωση αυτή καταγράφηκε παρά την αύξηση του ΑΕΠ κατά 45% την ίδια περίοδο, οδηγώντας στην πλήρη αποσύνδεση των δύο μεγεθών. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην αύξηση των μεριδίων των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, στη χρήση καυσίμων μικρότερης έντασης σε άνθρακα στο ενεργειακό μίγμα, καθώς και στη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης.

Η μείωση συνεχίστηκε και ήταν περισσότερο έντονη το 2014. Σε ετήσια βάση, οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου μειώθηκαν κατά 4,1% (έναντι 1,9% το 2013), συντελώντας στη διεύρυνση της διαφοράς έναντι του 1990 (-24,4% και -1.389,2 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>). Σε αυτό συνέβαλε και η εξέλιξη των κλιματικών παραγόντων που επηρέασαν τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Το 2014 ήταν το θερμότερο έτος στην Ευρώπη, ενώ οι υψηλότερες θερμοκρασίες έναντι του 2013 που καταγράφηκαν το

χειμώνα οδήγησαν σε υποχώρηση της ζήτησης για θέρμανση και σε χαμηλότερες εκπομπές από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η σημαντικά μεγαλύτερη μείωση την περίοδο 2013-2014 (-185,2 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>) σε σύγκριση με την περίοδο 2012-2013 (-85,9 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>), προήλθε κυρίως από τις μειώσεις των εκπομπών της Γερμανίας και της Γαλλίας κατά 4,3% και 7,5% αντίστοιχα (έναντι αύξησης που είχαν σημειώσει το 2013) και της περαιτέρω μείωσης κατά 8,7% που κατέγραψε το Ην. Βασίλειο (βλ. Πίνακα Χ.1).

Οι εκπομπές αερίων μειώθηκαν στην πλειονότητα των κλάδων μεταξύ 1990 και 2013<sup>19</sup>, με εξαίρεση τις μεταφορές, την ψύξη και τον κλιματισμό, όπου εμφάνισαν σημαντική αύξηση (119 και 91 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>, αντίστοιχα). Οι μεγαλύτερες μειώσεις προήλθαν από τη μεταποίηση, την παραγωγή ηλεκτρισμού και θερμότητας και τον οικιακό τομέα. Η μείωση των εκπομπών στους κλάδους αυτούς οφείλεται, μεταξύ άλλων, στη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης των μονάδων παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας καθώς

<sup>18</sup> Δεν υπάρχουν ακόμη στοιχεία για το 2015, ενώ για το 2014 έχουν δημοσιευθεί μόνο εκτιμήσεις.

<sup>19</sup> Οριστικά και αναλυτικά στοιχεία για το 2014 δεν είναι ακόμη διαθέσιμα.

## Πίνακας Χ.1 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου<sup>1</sup>

(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>)

Χώρα	1990	2013	Μεταβολή 2012-2013	Μεταβολή 2013-2014	Μεταβολή 1990-2013	Μεταβολή 1990-2014
	(εκατ. τόνοι)		(ποσοστιαίες μεταβολές)			
Αυστρία	78,7	79,6	-0,2	-4,3	1,2	-3,2
Βέλγιο	147,1	119,4	0,2	-3,2	-18,8	-21,5
Βουλγαρία	109,4	55,9	-8,6	5,0	-48,9	-45,9
Γαλλία	549,4	490,2	0,1	-7,5	-10,8	-17,5
Γερμανία	1247,9	950,7	2,4	-4,3	-23,8	-27,1
Δανία	69,3	54,6	3,8	-7,8	-21,2	-28,0
Ελλάδα	105,0	105,1	-6,6	-3,3	0,1	-3,2
Εσθονία	40,0	21,7	12,0	-5,8	-45,7	-48,8
Ην. Βασίλειο	803,7	572,1	-2,3	-8,7	-28,8	-34,9
Ιρλανδία	56,7	58,8	-1,3	-0,9	3,7	2,7
Ισπανία	290,7	322,0	-7,7	1,1	10,8	12,0
Ιταλία	521,1	437,3	-6,7	-4,6	-16,1	-19,9
Κροατία	35,1	24,5	-4,0	-6,1	-30,3	-32,8
Κύπρος	5,6	8,3	-8,9	1,8	49,7	59,1
Λεττονία	26,2	10,9	-0,5	0,4	-58,3	-57,9
Λιθουανία	47,8	19,9	-6,1	-1,8	-58,3	-59,4
Λουξεμβούργο	12,9	11,1	-5,1	-2,5	-13,5	-15,7
Μάλτα	2,0	2,8	-12,1	-1,6	39,4	37,1
Ολλανδία	219,5	195,8	-0,2	-4,5	-10,8	-14,9
Ουγγαρία	94,2	57,4	-4,3	-1,2	-39,1	-39,8
Πολωνία	473,9	394,9	-1,0	-1,7	-16,7	-18,1
Πορτογαλία	60,4	65,1	-2,8	-1,6	7,7	6,6
Ρουμανία	253,3	110,9	-8,3	0,4	-56,2	-56,2
Σλοβακία	75,5	43,7	-0,1	-3,4	-42,2	-44,1
Σλοβενία	18,6	18,2	-3,9	-7,7	-2,1	-9,7
Σουηδία	71,8	55,8	-2,7	-3,4	-22,4	-25,0
Τσεχία	193,4	127,1	-2,6	-0,6	-34,2	-34,7
Φινλανδία	71,1	63,0	1,0	-5,0	-11,4	-16,0
<b>EE-28</b>	<b>5.680,2</b>	<b>4.476,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-21,2</b>	<b>-24,4</b>

Πηγές: European Environment Agency Technical Report no. 19/2015, "Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2013 and inventory report 2015", 27.11.2015. Για το 2014: European Environment Agency Technical Report no. 15/2015, "Approximated EU GHG inventory: Proxy GHG emission estimates for 2014", 30.9.2015.

1 Σύνολο εκπομπών εξαιρουμένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία".

και άλλων εργοστασιακών μονάδων, στην εξοικονόμηση ενέργειας στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις από τη βελτίωση των προτύπων μόνωσης των κτιρίων, καθώς και στις διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Περιβάλλοντος. Η οικονομική ύφεση που ξεκίνησε

το 2008 επέδρασε επίσης στη μείωση των εκπομπών που παρατηρήθηκε σε πολλούς βιομηχανικούς κλάδους.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> European Environment Agency, "Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2013 and inventory report 2015", Technical Report no. 19/2015, 27.11.2015.

## Πίνακας Χ.2 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου ανά κατηγορία σε ΕΕ-28 και Ελλάδα

(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>)

	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013
<b>ΕΕ-28</b>								
Ενέργεια	4.356	4.088	4.018	4.115	3.798	3.650	3.604	3.524
Βιομηχανικές διεργασίες	511	491	443	449	376	374	360	360
Γεωργία	569	495	481	455	442	442	439	441
Απόβλητα	244	248	235	205	170	164	159	152
Λοιπά	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
<b>Σύνολο*</b>	<b>5.680</b>	<b>5.322</b>	<b>5.177</b>	<b>5.224</b>	<b>4.786</b>	<b>4.630</b>	<b>4.563</b>	<b>4.477</b>
<b>Ελλάδα</b>								
Ενέργεια	77	81	97	106	93	91	87	79
Βιομηχανικές διεργασίες	11	13	15	15	12	10	11	12
Γεωργία	10	10	10	9	9	9	9	9
Απόβλητα	6	7	7	5	5	5	5	5
Λοιπά	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Σύνολο*</b>	<b>105</b>	<b>111</b>	<b>128</b>	<b>136</b>	<b>119</b>	<b>116</b>	<b>113</b>	<b>105</b>

Πηγή: European Environment Agency, "Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2013 and inventory report 2015", 27.11.2015.

\* Σύνολο εκπομπών εξαιρουμένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία".

Το 2013 για το μεγαλύτερο μέρος των εκπομπών των αερίων του θερμοκηπίου της ΕΕ-28 εξακολούθησαν να ευθύνονται η Γερμανία, το Ην. Βασίλειο, η Γαλλία και η Ιταλία (55% των συνολικών εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου), με τις δύο πρώτες να μειώνουν ελαφρώς το μερίδιο συμμετοχής τους και τις δύο τελευταίες να το αυξάνουν έναντι του 1990. Πάντως, η πλειοψηφία των χωρών έχει πολύ χαμηλά ποσοστά συμμετοχής, ενώ σε 17 από τις 28 χώρες το μερίδιο συμμετοχής είναι κάτω του 2%.<sup>21</sup> Ωστόσο, οι χώρες με τη μεγαλύτερη συμβολή σημείωσαν ταυτόχρονα και τις μεγαλύτερες μειώσεις, οι οποίες συνεχίστηκαν και το 2014. Ειδικότερα, την περίοδο 1990-2014, οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου μειώθηκαν κατά 337,9 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub> στη Γερμανία, κατά 281,5 εκατ. τόνους στο Ην. Βασίλειο, κατά 96,5 εκατ. τόνους στη Γαλλία και κατά 103,8 εκατ. τόνους στην Ιταλία.

Όσον αφορά την ποσοστιαία κατανομή των έξι αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ-28 το 2013, το διοξείδιο του άνθρακα (CO<sub>2</sub>) κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο (81,5%), αυξημένο έναντι του 1990 (78,5%). Το μεθάνιο (CH<sub>4</sub>) και το

υποξείδιο του αζώτου (N<sub>2</sub>O) ακολουθούν με μικρότερα ποσοστά, 10,5% και 5,8% αντίστοιχα, τα οποία μειώθηκαν σε σχέση με το 1990 (13,2% και 7,3% αντίστοιχα). Σχετικά με την εξέλιξη των εκπομπών των παραπάνω αερίων, το διοξείδιο του άνθρακα παρουσίασε τη μεγαλύτερη μείωση, ενώ σημαντικές ήταν και οι μειώσεις του υπεροξειδίου του άνθρακα και του μεθανίου, αντικατοπτρίζοντας τα χαμηλότερα επίπεδα των εξορυκτικών δραστηριοτήτων και τη μείωση των εκπομπών από τη διαχείριση των απορριμμάτων. Ειδικότερα, το διοξείδιο του άνθρακα (CO<sub>2</sub>) ανήλθε το 2013 σε 3.650 εκατ. τόνους (μείωση κατά 18,2% σε σχέση με το 1990), ενώ το μεθάνιο (CH<sub>4</sub>) και το υποξείδιο του αζώτου (N<sub>2</sub>O) έφθασαν το ίδιο έτος σε 468 και 258 τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub> και ήταν μειωμένα κατά 37,7% και 37,5% αντίστοιχα σε σύγκριση με το 1990.

<sup>21</sup> Τα μερίδια συμμετοχής της Γερμανίας, του Ην. Βασιλείου, της Γαλλίας και της Ιταλίας το 2013 ήταν 21,2%, 12,8%, 10,9% και 9,8% αντίστοιχα (έναντι 22%, 14,1%, 9,7% και 9,2% το 1990). Οι χώρες με τη μικρότερη συμβολή είναι η Μάλτα (0,1%), η Κύπρος, η Λεττονία και το Λουξεμβούργο (0,2% για καθέμία). Την περίοδο 1990-2013 οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου μειώθηκαν κατά 297,2 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub> στη Γερμανία, κατά 231,6 εκατ. τόνους στο Ην. Βασίλειο, κατά 59,2 εκατ. τόνους στην Γαλλία και κατά 83,8 εκατ. τόνους στην Ιταλία.



Σχετικά με την προέλευση των εκπομπών αερίων (βλ. Πίνακα Χ.2), οι δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια αποτελούν τη μεγαλύτερη πηγή αερίων του θερμοκηπίου, με ποσοστό 78,7% το 2013 για την ΕΕ-28 (3.524 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>). Δεύτερη σε σπουδαιότητα πηγή αερίων του θερμοκηπίου, είναι η γεωργία με μερίδιο 9,9% (441 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>), ενώ ακολουθούν οι βιομηχανικές διεργασίες και τα απόβλητα, με μερίδια 8,0% και 3,4% (360 και 152 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub> αντίστοιχα).<sup>22</sup>

Ειδικότερα για την Ελλάδα, ενώ κατά τη διάρκεια της περιόδου 1990-2005 καταγράφηκε μια ανοδική τάση στην εξέλιξη των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, αμέσως μετά παρατηρήθηκε συνεχής πτωτική πορεία, με αποτέλεσμα το 2013 το επίπεδο των εκπομπών να φθάσει στο επίπεδο του 1990.<sup>23</sup> Ωστόσο, καθώς το 2014 οι εκπομπές μειώθηκαν κατά 3,3% έναντι του 2013, *σωρευτικά εμφανίζουν μείωση κατά 3,2% έναντι του 1990*. Η μείωση των εκπομπών προήλθε κυρίως από τις δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια, εξέλιξη που αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας τα τελευταία χρόνια.

Σχετικά με τους στόχους του Πρωτοκόλλου του Κιότο, το 2010 η Ευρωπαϊκή Ένωση είχε αναλάβει δέσμευση για μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου την περίοδο 2013-2020 (2η περίοδος) κατά 20% σε σύγκριση με το 1990, ως μέρος της Σύμβασης-Πλαισίου για την Κλιματική Αλλαγή (UNFCCC).<sup>24</sup> Είχε επίσης δεσμευθεί να αυξήσει τον συγκεκριμένο στόχο σε 30%. Πράγματι, στην “Τροπολογία της Ντόχα”, η οποία υιοθετήθηκε το Δεκέμβριο του 2012, αντικατέστησε το Παράρτημα Β του Πρωτοκόλλου του Κιότο και κυρώθηκε από την Ελλάδα με τον ν. 4345/2015 το Νοέμβριο του 2015, αναγράφοντας οι στόχοι για τις χώρες της ΕΕ (μείωση κατά 8% την περίοδο 2008-2012 έναντι του 1990 από κοινού εκ μέρους των χωρών-μελών και μείωση κατά 20% την περίοδο 2013-2020 έναντι του 1990, και πάλι από κοινού), ενώ διατυπωνόταν η δέσμευση για μείωση 20%-30% έως το 2020 εφόσον οι άλλες ανεπτυγμένες χώρες αναλάμβαναν συγκρίσι-

μες δεσμεύσεις και οι αναπτυσσόμενες χώρες συνέβαλλαν ανάλογα με τις δυνατότητές τους. Ωστόσο, βάσει πλέον των κατευθύνσεων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Οκτωβρίου 2014 και του σχεδίου που υπέβαλε η ΕΕ το Μάρτιο του 2015, ισχύει παράλληλα ο κατά τεκμήριο πιο φιλόδοξος στόχος για μείωση των εκπομπών κατά 40% έως το 2030.

### 3 ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΜΕΤΡΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΕ ΘΕΜΑΤΑ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ, ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗΣ ΑΛΛΑΓΗΣ

Τα κυριότερα μέτρα πολιτικής το τελευταίο 12μηνο ήταν τα εξής:

- Τον Απρίλιο του 2015 ο Ν. 4324/2015 (άρθρο 17) ακύρωσε τις αυξήσεις του Ειδικού Τέλους Μείωσης Εκπομπών Αερίων Ρύπων (ΕΤΜΕΑΡ) που είχε αποφασίσει η Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας (ΡΑΕ) για το 2015.
- Στις 30.7.2015 δημοσιοποιήθηκε το Εθνικό Σχέδιο Διαχείρισης Αποβλήτων (ΕΣΔΑ), μετά την ολοκλήρωση της αναθεώρησής του.
- Στα τέλη Σεπτεμβρίου 2015 εκταμιεύθηκε η πρώτη δόση για το πρόγραμμα επιδότησης εσωτερικών εγκαταστάσεων φυσικού αερίου, που υλοποιεί το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας (ΥΠΕΝ) σε συνεργασία με τις ΕΠΑ Αερίου Αττικής, Θεσσαλονίκης και Θεσσαλίας (συνολικού προϋπολογισμού 15 εκατ. ευρώ).
- Το Νοέμβριο του 2015 ο Ν. 4342/2015 περιέλαβε την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο

<sup>22</sup> Οι ετήσιες μεταβολές έναντι του 1990 ήταν -19,1% για τις δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια, -22,5% για την γεωργία, -29,5% για τις βιομηχανικές διεργασίες και -37,7% για τα απόβλητα.

<sup>23</sup> Υπενθυμίζεται ότι το Πρωτόκολλο του Κιότο προέβλεπε για την Ελλάδα ότι την περίοδο 2008-2012 έπρεπε να περιοριστεί η αύξηση των εκπομπών στο 25% έναντι του έτους βάσης (που δεν ήταν το 1990 για όλα τα αέρια) και όχι να υπάρξει μείωση. Ο στόχος αυτός υπεραλλάφθηκε, σε σημαντικό βαθμό λόγω της μείωσης των εκπομπών μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης. Βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, σελ. 186-188.

<sup>24</sup> European Environment Agency, “Trends and projections in Europe 2015”, EEA Report, No 4/2015.

της Οδηγίας 2012/27/ΕΕ για την ενεργειακή απόδοση, καθώς και διατάξεις για τις Πράσινες Δημόσιες Συμβάσεις και το Σχέδιο Δράσης για την Αντιμετώπιση της Ενεργειακής Πενίας.

- Επίσης το Νοέμβριο του 2015 ο νόμος 4345/2015 κύρωσε, όπως προαναφέρθηκε, την “Τροπολογία της Ντόχα” στο Πρωτόκολλο του Κιότο.
- Στις 30.11.2015 ανακοινώθηκε ότι, μετά την ολοκλήρωση των συνομιλιών ανάμεσα στο ΥΠΕΝ και την εταιρία Trans Adriatic Pipeline AG (Διαδριατικός Αγωγός), διευθετήθηκαν όλες οι τότε τρέχουσες εκκρεμότητες εντός των προβλεπόμενων χρονικών ορίων.
- Στις 10.12.2015 πραγματοποιήθηκε στη Σόφια η τελετή υπογραφής της Τελικής Επενδυτικής Συμφωνίας (FID) για τον διασυνδεδεμένο αγωγό φυσικού αερίου Ελλάδας-Βουλγαρίας IGB, με τη συμμετοχή των εμπλεκόμενων στο έργο εταιριών.
- Στις 16.12.2015 ολοκληρώθηκαν με συμφωνία οι συνομιλίες της ελληνικής κυβέρνησης με τους εκπροσώπους των Θεσμών για το θέμα του ΑΔΜΗΕ.
- Στις 13.1.2016 υπογράφηκαν υπουργικές αποφάσεις με τις οποίες εγκρίθηκαν τα σχέδια για την εγκατάσταση και διαδρομή του ελληνικού τμήματος του αγωγού TAP σε 13 Περιφερειακές Ενότητες της χώρας.

#### **4 ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗΣ ΑΛΛΑΓΗΣ (ΕΜΕΚΑ) ΤΟ ΤΕΛΕΥΤΑΙΟ ΙΣΜΗΝΟ**

##### **Εθνική στρατηγική για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή<sup>25</sup>**

Η δράση της Επιτροπής Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος επικεντρώθηκε το έτος 2015 στα

θέματα της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή. Έτσι, στο πλαίσιο του μνημονίου συνεργασίας, που υπεγράφη το Δεκέμβριο του 2014 από το Υπουργείο Περιβάλλοντος Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής, το Ίδρυμα Ιατροβιολογικών Ερευνών της Ακαδημίας Αθηνών και την Τράπεζα της Ελλάδος με στόχο την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής σε επίπεδο χώρας και την αξιοποίηση της εμπειρίας της ΕΜΕΚΑ σε θέματα των οικονομικών και λοιπών επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, ολοκληρώθηκε το κείμενο της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή (ΕΣΠΚΑ), το οποίο τέθηκε σε δημόσια διαβούλευση το Δεκέμβριο του 2015.

Η ΕΣΠΚΑ είναι το πρώτο βήμα για μια συνεχή και ευέλικτη διαδικασία σχεδιασμού και υλοποίησης των απαραίτητων μέτρων προσαρμογής σε εθνικό, περιφερειακό και τοπικό επίπεδο. Πρωταρχικός σκοπός της είναι να συμβάλει στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας της χώρας στις επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή. Προβλέπει έναν αρχικό ορίζοντα πενταετίας για την ανάπτυξη της ικανότητας προσαρμογής και για την ιεράρχηση και υλοποίηση μιας πρώτης δέσμης δράσεων. Η σημαντική αβεβαιότητα που συνδέεται με την κλιματική αλλαγή και τις επιπτώσεις της, ο καταγισμός νέων πληροφοριών και εξελίξεων και οι συνεχώς αναθεωρούμενες απόψεις για τον κατάλληλο τρόπο προώθησης της προσαρμογής επιβάλλουν συνεχή αξιολόγηση, εκμάθηση και εξειδικευμένη ανάλυση. Η ΕΣΠΚΑ αποτελεί ευκαιρία ώστε να διαμορφωθεί στη χώρα μας μια στρατηγική προσέγγιση για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, θέτοντας σε κίνηση μια συνεχή διαδικασία διαβούλευσης, επανεξέτασης, επικαιροποίησης και επανευθυγράμμισης της στρατηγικής.

Βασικοί στόχοι της ΕΣΠΚΑ είναι:

- η συστηματοποίηση και βελτίωση της διαδικασίας λήψης (βραχυχρόνιων και μακρο-

<sup>25</sup> ΕΜΕΚΑ (2015), Εθνική στρατηγική για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή. Περισσότερες πληροφορίες στην ιστοσελίδα: <http://www.ypeka.gr/Default.aspx?tabid=226&language=el-GR>.

χρόνιων) αποφάσεων σχετικών με την προσαρμογή,

- η σύνδεση της προσαρμογής με την προώθηση ενός βιώσιμου αναπτυξιακού προτύπου μέσα από περιφερειακά/τοπικά σχέδια δράσης,
- η προώθηση δράσεων και πολιτικών προσαρμογής σε όλους τους τομείς της ελληνικής οικονομίας, με έμφαση στους πλέον ευάλωτους,
- η δημιουργία μηχανισμού παρακολούθησης, αξιολόγησης και επικαιροποίησης των δράσεων και πολιτικών προσαρμογής,
- η ενδυνάμωση της προσαρμοστικής ικανότητας της ελληνικής κοινωνίας μέσα από δράσεις ενημέρωσης και ευαισθητοποίησης.

Μέσω της ανάλυσης επικινδυνότητας και τρωτότητας εξετάζονται οι παρακάτω τομείς: γεωργία και κτηνοτροφία, δασοπονία, βιοποικιλότητα, υδατοκαλλιέργειες, αλιεία, υδάτινοι πόροι, παράκτιες ζώνες, τουρισμός, ενέργεια, υποδομές και μεταφορές, υγεία, δομημένο περιβάλλον, εξορυκτική βιομηχανία, πολιτιστική κληρονομιά και ασφαλιστικός τομέας. Προτεραιότητα δίνεται στους τομείς εκείνους που προβλέπεται να πληγούν περισσότερο από την κλιματική αλλαγή, ώστε να προληφθούν οι επιπτώσεις που προκαλούν το μεγαλύτερο κόστος για την οικονομία.

Η ΕΣΠΚΑ αποτελεί κείμενο στρατηγικού προσανατολισμού, με στόχο τη χάραξη κατευθυντήριων γραμμών, και επομένως δεν αναλύει σε βάθος τις αναγκαίες τομεακές πολιτικές ούτε αποφαινεται για τη σκοπιμότητα επιμέρους μέτρων και δράσεων προσαρμογής σε τοπικό/περιφερειακό επίπεδο, ενώ δεν επιχειρεί την ιεράρχηση των ενδεικτικά προτεινόμενων μέτρων και δράσεων. Τα θέματα αυτά αποτελούν την ουσία των Περιφερειακών Σχεδίων Δράσης, τα οποία και θα εξειδικεύσουν τις κατευθύνσεις της ΕΣΠΚΑ καθορίζοντας τις άμεσες προτεραιότητες προσαρμογής σε τοπικό επίπεδο.

### **Σχέδιο παρακολούθησης – Παρατηρητήριο για την εφαρμογή της εθνικής στρατηγικής της Ελλάδος για την προσαρμογή**

Σε συνέχεια της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή, το φθινόπωρο του 2015, κατατέθηκε από το Μετσόβιο Πολυτεχνείο σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, το ΥΠΕΝ, την Ακαδημία Αθηνών και άλλους φορείς, πρόταση προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τη χρηματοδότηση ενός ολοκληρωμένου έργου εντασσόμενου στα LIFE Climate Action Integrated Projects 2015. Η πρόταση με τίτλο “Monitoring scheme - Observatory of the implementation of the National Adaptation Strategy of Greece”, η οποία πέρασε με επιτυχία το πρώτο στάδιο αξιολόγησης, αφορά τη δημιουργία ειδικού παρατηρητηρίου για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή και την κατάρτιση δεικτών και εργαλείων παρακολούθησης για τις 13 Περιφέρειες της χώρας, με πενταετή διάρκεια 2017-2021, στο πλαίσιο της εφαρμογής της ΕΣΠΚΑ.

### **Δημόσια Διαβούλευση “Athens World Wide Views” για το κλίμα και την ενέργεια**

Στις 6 Ιουνίου 2015 η ΕΜΕΚΑ οργάνωσε στην Ελλάδα τη δημόσια διαβούλευση Athens World Wide Views για το Κλίμα και την Ενέργεια, σε συνεργασία με το Μαριολοπούλειο-Καναγκίνειο Ίδρυμα Επιστημών Περιβάλλοντος και το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών “Περιβάλλον και Υγεία. Διαχείριση Περιβαλλοντικών Θεμάτων με Επιπτώσεις στην Υγεία” της Ιατρικής Σχολής του ΕΚΠΑ. Η διαβούλευση WWViews για το Κλίμα και την Ενέργεια, η μεγαλύτερη σε παγκόσμιο επίπεδο έως σήμερα δημόσια διαβούλευση για το περιβάλλον, πραγματοποιήθηκε την ίδια ημέρα σε 76 χώρες με τη συμμετοχή περίπου 9.000 πολιτών. Τα αποτελέσματα της διαβούλευσης αναρτήθηκαν στο διαδίκτυο,<sup>26</sup> παρουσιάστηκαν στους υπεύθυνους για τη χάραξη της περιβαλλοντικής και ενεργειακής πολιτικής και κατατέθηκαν στην COP21.

<sup>26</sup> Πρόσθετες πληροφορίες και τα αποτελέσματα (εθνικά και διεθνή) της διαβούλευσης διατίθενται στη διεύθυνση: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/klima/events.aspx>.

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ**  
**ΧΡΗΣΕΩΣ 2015**

**ΚΑΙ Η ΕΚΘΕΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ**  
**ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ**



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
ΕΚΘΕΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ .....	4-5
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ.....	6-7
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ .....	8
ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .....	9-60

## Προς τους Μετόχους της ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

### Έκθεση επί των Οικονομικών Καταστάσεων

Ελέγξαμε τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις της ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (η “Τράπεζα”) που αποτελούνται από τον ισολογισμό της 31 Δεκεμβρίου 2015, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και τον πίνακα διάθεσης κερδών της χρήσεως που έληξε την ημερομηνία αυτή, καθώς και περίληψη σημαντικών λογιστικών πολιτικών και λοιπές επεξηγηματικές πληροφορίες.

### Ευθύνη της Διοίκησης για τις Οικονομικές Καταστάσεις

Η Διοίκηση είναι υπεύθυνη για την κατάρτιση και εύλογη παρουσίαση αυτών των οικονομικών καταστάσεων σύμφωνα με τις λογιστικές αρχές που έχει καθορίσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) όπως αυτές έχουν υιοθετηθεί από την Τράπεζα στο άρθρο 54Α του Καταστατικού της και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες της ΕΚΤ, όπως και για εκείνες τις εσωτερικές δικλείδες, που η Διοίκηση καθορίζει ως απαραίτητες ώστε να καθίσταται δυνατή η κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων, απαλλαγμένων από ουσιώδη ανακρίβεια, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος.

### Ευθύνη του Ελεγκτή

Η δική μας ευθύνη είναι να εκφράσουμε γνώμη επί αυτών των οικονομικών καταστάσεων, με βάση τον έλεγχό μας. Διενεργήσαμε τον έλεγχό μας σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα της Ελεγκτικής. Τα Πρότυπα αυτά απαιτούν να συμμορφωνόμαστε με κανόνες δεοντολογίας, καθώς και να σχεδιάζουμε και να διενεργούμε τον έλεγχο με σκοπό την απόκτηση εύλογης διασφάλισης για το εάν οι οικονομικές καταστάσεις είναι απαλλαγμένες από ουσιώδη ανακρίβεια.

Ο έλεγχος περιλαμβάνει τη διενέργεια διαδικασιών για την απόκτηση ελεγκτικών τεκμηρίων, σχετικά με τα ποσά και τις γνωστοποιήσεις στις οικονομικές καταστάσεις. Οι επιλεγόμενες διαδικασίες βασίζονται στην κρίση του ελεγκτή περιλαμβανομένης της εκτίμησης του κινδύνου ουσιώδους ανακρίβειας των οικονομικών καταστάσεων, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος. Κατά τη διενέργεια αυτών των εκτιμήσεων κινδύνου, ο ελεγκτής εξετάζει τις εσωτερικές δικλείδες που σχετίζονται με την κατάρτιση και εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας, με σκοπό το σχεδιασμό ελεγκτικών διαδικασιών κατάλληλων για τις περιστάσεις, αλλά όχι με σκοπό την έκφραση γνώμης επί της αποτελεσματικότητας των εσωτερικών δικλείδων της Τράπεζας. Ο έλεγχος περιλαμβάνει επίσης την αξιολόγηση της καταλληλότητας των λογιστικών πολιτικών που χρησιμοποιήθηκαν και του εύλογου των εκτιμήσεων που έγιναν από τη Διοίκηση, καθώς και αξιολόγηση της συνολικής παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων.

Πιστεύουμε ότι τα ελεγκτικά τεκμήρια που έχουμε συγκεντρώσει είναι επαρκή και κατάλληλα για τη θεμελίωση της ελεγκτικής μας γνώμης.

### Γνώμη

Κατά τη γνώμη μας, οι συνημμένες οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν ακριβοδίκαια την οικονομική θέση της ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. κατά την 31 Δεκεμβρίου 2015 και τη χρηματοοικονομική της επίδοση για τη χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή σύμφωνα με τις λογιστικές αρχές που έχει καθορίσει η ΕΚΤ, όπως αυτές έχουν υιοθετηθεί από την Τράπεζα στο άρθρο 54Α του Καταστατικού της και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες της ΕΚΤ.

## **Αναφορά επί Άλλων Νομικών και Κανονιστικών Θεμάτων**

Επαληθεύσαμε τη συμφωνία και την αντιστοίχιση του περιεχομένου της Έκθεσης του Γενικού Συμβουλίου επί των αποτελεσμάτων χρήσεως 2015 προς την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση με τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις, στα πλαίσια των οριζόμενων από τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920.

Αθήνα, 18 Ιανουαρίου 2016

KPMG Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.  
Α.Μ. ΣΟΕΛ 114

Νικόλαος Βουνισέας  
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής  
ΑΜ ΣΟΕΛ 18701

Ιωάννης Αγεώλας  
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής  
ΑΜ ΣΟΕΛ 12831



# ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31<sup>ης</sup> ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2015

## ΕΤΟΣ ΟΓΔΟΗΚΟΣΤΟ ΟΓΔΟΟ

(σε ευρώ)

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>
<b>1. Χρησός και απαιτήσεις σε χρυσό</b>	<b>4.655.876.333</b>	<b>4.720.522.384</b>
<b>2. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2.046.275.257</b>	<b>1.570.953.046</b>
2.1 Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)	635.957.699	947.944.540
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις	1.410.317.558	623.008.506
<b>3. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>613.387.274</b>	<b>599.521.200</b>
3.1 Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης	306.522.843	288.310.529
3.2 Λοιπές απαιτήσεις	306.864.431	311.210.671
<b>4. Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>23.881</b>	<b>23.881</b>
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια	23.881	23.881
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
<b>5. Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>38.599.000.000</b>	<b>56.039.400.000</b>
5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	26.570.000.000	47.149.400.000
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	12.000.000.000	8.890.000.000
5.3 Αντιστρεπτέες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτέες πράξεις	0	0
5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	29.000.000	0
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων	0	0
<b>6. Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ</b>	<b>68.914.635.432</b>	<b>1.095.137</b>
<b>7. Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>39.764.480.573</b>	<b>31.056.804.080</b>
7.1 Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	20.711.295.716	5.786.493.862
7.2 Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ	19.053.184.857	25.270.310.218
<b>8. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης</b>	<b>4.843.627.573</b>	<b>5.249.170.866</b>
<b>9. Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>1.781.727.954</b>	<b>1.773.729.971</b>
9.1 Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ	564.765.496	564.765.496
9.2 Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ	1.178.260.606	1.178.260.606
9.3 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ	0	0
9.4 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δόσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	0	0
9.5 Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	38.701.852	30.703.869
<b>10. Στοιχεία ενεργητικού υπό τακτοποίηση</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>11. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>	<b>2.294.067.038</b>	<b>2.146.353.296</b>
11.1 Κέρματα ζώνης ευρώ	58.024.469	56.067.754
11.2 Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού	801.561.779	809.329.992
11.3 Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού	93.405.313	91.609.288
11.4 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού	82.318	229.653
11.5 Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα	743.311.071	614.144.364
11.6 Λοιπά στοιχεία	597.682.088	574.972.245
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>163.513.101.315</b>	<b>103.157.573.861</b>

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>
<b>1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία</b>	<b>28.792.125.675</b>	<b>27.172.060.740</b>
<b>2. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>1.387.143.530</b>	<b>3.076.270.299</b>
2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)	1.258.943.530	2.926.270.299
2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	0	150.000.000
2.3 Καταθέσεις προθεσμίας	0	0
2.4 Αντιστρεπτέες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	128.200.000	0
<b>3. Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>4. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>5.085.184.765</b>	<b>4.377.583.848</b>
4.1 Γενική κυβέρνηση	3.749.122.957	3.520.526.264
4.2 Λοιπές υποχρεώσεις	1.336.061.808	857.057.584
<b>5. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>1.227.986.892</b>	<b>1.438.395.120</b>
<b>6. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>646.431.879</b>	<b>302.447.427</b>
<b>7. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2.666</b>	<b>2.391</b>
7.1 Καταθέσεις και λοιπές υποχρεώσεις	2.666	2.391
7.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
<b>8. Λογαριασμός ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ</b>	<b>0</b>	<b>932.888.415</b>
<b>9. Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>113.977.496.400</b>	<b>54.502.387.704</b>
9.1 Υποχρεώσεις συνδεόμενες με την έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ	0	0
9.2 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ	19.590.587.680	5.183.480.790
9.3 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δόσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	94.386.908.720	49.318.906.914
9.4 Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	0	0
<b>10. Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση</b>	<b>955.123</b>	<b>2.558.265</b>
<b>11. Λοιπές υποχρεώσεις</b>	<b>1.310.063.399</b>	<b>706.238.137</b>
11.1 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού	17.549.614	523.582
11.2 Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα	16.430.532	14.007.249
11.3 Λοιπά στοιχεία	1.276.083.253	691.707.306
<b>12. Προβλέψεις</b>	<b>7.198.507.643</b>	<b>6.788.684.202</b>
<b>13. Λογαριασμοί αναπροσαρμογής</b>	<b>3.071.705.530</b>	<b>3.042.557.641</b>
<b>14. Μετοχικό Κεφάλαιο και Αποθεματικά</b>	<b>815.497.813</b>	<b>815.499.672</b>
14.1 Μετοχικό κεφάλαιο	111.243.362	111.243.362
14.2 Τακτικό αποθεματικό	111.243.362	111.243.362
14.3 Έκτακτο αποθεματικό	84.500.000	84.500.000
14.4 Ειδικό αποθεματικό από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων	507.247.856	507.247.856
14.5 Λοιπά ειδικά αποθεματικά	1.263.233	1.265.092
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b><u>163.513.101.315</u></b>	<b><u>103.157.573.861</u></b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015

(σε ευρώ)

	2015	2014
<b>1. Καθαροί τόκοι - έσοδα</b>	<b>1.725.725.824</b>	<b>957.672.264</b>
1.1 Τόκοι - έσοδα	1.784.046.402	1.049.114.258
1.2 Τόκοι - έξοδα	-58.320.578	-91.441.994
<b>2. Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, αποσβέσεις και προβλέψεις για κινδύνους</b>	<b>22.840.471</b>	<b>39.587.522</b>
2.1 Πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις	22.840.471	39.587.522
2.2 Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων	-5.209.328	-1.740.761
2.3 Μεταφορά από πρόβλεψη έναντι πιστωτικών κινδύνων και κινδύνων από τη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του χρυσού	5.209.328	1.740.761
<b>3. Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>89.837.658</b>	<b>73.515.465</b>
3.1 Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	90.793.604	74.854.516
3.2 Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες	-955.946	-1.339.051
<b>4. Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές</b>	<b>31.565.454</b>	<b>29.004.290</b>
<b>5. Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος</b>	<b>15.265.637</b>	<b>6.276.926</b>
<b>6. Λοιπά έσοδα</b>	<b>12.261.807</b>	<b>12.134.922</b>
Σύνολο καθαρών εσόδων	1.897.496.851	1.118.191.389
<b>7. Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών</b>	<b>-256.804.316</b>	<b>-258.748.290</b>
<b>8. Λοιπές δαπάνες διαχείρισης</b>	<b>-49.656.441</b>	<b>-46.964.051</b>
<b>9. Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων παγίων στοιχείων ενεργητικού</b>	<b>-13.378.128</b>	<b>-13.918.569</b>
<b>10. Δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος</b>	<b>-6.326.531</b>	<b>-13.956.549</b>
<b>11. Προβλέψεις</b>	<b>-408.482.232</b>	<b>-130.054.727</b>
Σύνολο εξόδων	-734.647.648	-463.642.186
<b>ΚΕΡΑΗ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>	<b>1.162.849.203</b>	<b>654.549.203</b>

## ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

(Άρθρο 71 του Καταστατικού)

(σε ευρώ)

	2015	2014
Μέρισμα προς πληρωμή: 0,47712 ευρώ ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές	9.477.934	9.878.410
Φόρος μερισμάτων (συντελεστής 29%, άρθρο 47 και 58 του Ν. 4172/2013)	3.871.269	3.470.793
Υπόλοιπο περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	1.149.500.000	641.200.000
	<b>1.162.849.203</b>	<b>654.549.203</b>

## ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η Τράπεζα της Ελλάδος κατέστη από την 1η Ιανουαρίου 2001 αναπόσπαστο μέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και ενεργεί σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

### Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών αποτελείται από τις ΕθνΚΤ όλων των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) είτε αυτά έχουν υιοθετήσει το ευρώ είτε όχι.

### Ευρωσύστημα

Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των χωρών, που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το Ευρωσύστημα και το ΕΣΚΤ θα εξακολουθήσουν να συνυπάρχουν όσο υφίστανται κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ.

### Ζώνη του ευρώ

Η ζώνη του ευρώ αποτελείται από τις χώρες της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

### Κλείδες κατανομής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ

Οι ΕθνΚΤ των κρατών-μελών της ΕΕ είναι εγγεγραμμένες στο κεφάλαιο της ΕΚΤ με βάση την κλείδα κατανομής. Σε κάθε ΕθνΚΤ αποδίδεται στάθμιση σε αυτή την κλείδα, η οποία ισούται με το άθροισμα του 50% του μεριδίου συμμετοχής του οικείου κράτους-μέλους στο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του 50% του μεριδίου συμμετοχής του στον πληθυσμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 29, παρ. 1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ).

Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έχουν καταβάλει πλήρως τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ σύμφωνα με τις κλείδες κατανομής τους και συμμετέχουν στα διανεμόμενα κέρδη (ή ζημιές) της ΕΚΤ.

Οι ΕθνΚΤ της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ συνεισφέρουν μόνο το 3,75% του συνολικού μεριδίου τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ για την κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων.

Με βάση το άρθρο 29, παρ. 3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, οι κλείδες κατανομής των ΕθνΚΤ για τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται ανά πενταετία μετά την ίδρυση του ΕΣΚΤ. Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 48.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ αυξάνεται αυτομάτως όταν ένα νέο μέλος (κράτος) εντάσσεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η αντίστοιχη ΕθνΚΤ εντάσσεται στο ΕΣΚΤ. Η αύξηση καθορίζεται πολλαπλασιάζοντας το υφιστάμενο ύψος του εγγεγραμμένου κεφαλαίου της ΕΚΤ με το λόγο της κλείδας συμμετοχής της νεοεισερχόμενης ΕθνΚΤ στο ΕΣΚΤ προς το άθροισμα των κλειδών συμμετοχής των ΕθνΚΤ που είναι ήδη μέλη του ΕΣΚΤ.

### Κλειδές κατανομής των ΕθνΚΤ στο κεφάλαιο της ΕΚΤ

Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες	31.12.2015	31.12.2014
	%	%
Banque Nationale de Belgique (Βέλγιο)	2,4778	2,4778
Deutsche Bundesbank (Γερμανία)	17,9973	17,9973
Eesti Pank (Εσθονία)	0,1928	0,1928
Central Bank of Ireland (Ιρλανδία)	1,1607	1,1607
Τράπεζα της Ελλάδος (Ελλάδα)	2,0332	2,0332
Banco de España (Ισπανία)	8,8409	8,8409
Banque de France (Γαλλία)	14,1792	14,1792
Banca d'Italia (Ιταλία)	12,3108	12,3108
Central Bank of Cyprus (Κύπρος)	0,1513	0,1513
Latvijas Banka (Λεττονία)	0,2821	0,2821
Lietuvos bankas (Λιθουανία)	0,4132	-
Banque centrale du Luxembourg (Λουξεμβούργο)	0,2030	0,2030
Central Bank of Malta (Μάλτα)	0,0648	0,0648
De Nederlandsche Bank (Ολλανδία)	4,0035	4,0035
Oesterreichische Nationalbank (Αυστρία)	1,9631	1,9631
Banco de Portugal (Πορτογαλία)	1,7434	1,7434
Banka Slovenije (Σλοβενία)	0,3455	0,3455
Národná banka Slovenska (Σλοβακία)	0,7725	0,7725
Suomen Pankki (Φινλανδία)	1,2564	1,2564
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ</b>	<b>70,3915</b>	<b>69,9783</b>
Българска народна банка (Βουλγαρία)	0,8590	0,8590
Česká národní banka (Τσεχία)	1,6075	1,6075
Danmarks Nationalbank (Δανία)	1,4873	1,4873
Hrvatska narodna banka (Κροατία)	0,6023	0,6023
Lietuvos bankas (Λιθουανία)	-	0,4132
Magyar Nemzeti Bank (Ουγγαρία)	1,3798	1,3798
Narodowy Bank Polski (Πολωνία)	5,1230	5,1230
Banca Națională a României (Ρουμανία)	2,6024	2,6024
Sveriges Riksbank (Σουηδία)	2,2729	2,2729
Bank of England (Ηνωμένο Βασίλειο)	13,6743	13,6743
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εκτός της ζώνης του ευρώ</b>	<b>29,6085</b>	<b>30,0217</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### Κλειδές κατανομής της Τράπεζας της Ελλάδος

Τράπεζα της Ελλάδος	31.12.2015	31.12.2014
	%	%
Κλείδα κατανομής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ	2,0332	2,0332
Κλείδα στο Ευρωσύστημα <sup>1</sup>	2,8884	2,9055
Κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων <sup>1</sup>	2,6575	2,6730

<sup>1</sup> Η κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα και η κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων μεταβλήθηκαν το 2015 λόγω εισόδου της Λιθουανίας στο Ευρωσύστημα την 1.1.2015.

## ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ

### Γενικές αρχές κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος καταρτίζονται, σύμφωνα με το άρθρο 54Α του Καταστατικού της, με βάση τους κανόνες και τις λογιστικές αρχές που ισχύουν κάθε φορά για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), όπως καθορίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), σύμφωνα με την Κατευθυντήρια Γραμμή της 11.11.2010 - ΕΚΤ/2010/20, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

Οι κανόνες και οι αρχές αυτές βασίζονται σε γενικώς αποδεκτά διεθνή λογιστικά πρότυπα και έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να καλύπτουν με το βέλτιστο τρόπο τις ανάγκες των εθνικών κεντρικών τραπεζών (ΕθνΚΤ) του Ευρωσυστήματος, στις ιδιαίτερες συνθήκες λειτουργίας τους.

Για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες και τις οδηγίες της ΕΚΤ ή η εφαρμογή τους δεν είναι υποχρεωτική αλλά συνιστώμενη, ακολουθούνται είτε οι συστάσεις της ΕΚΤ είτε οι διατάξεις του Καταστατικού της Τράπεζας, ο Κ.Ν. 2190/1920 “Περί ανωνύμων εταιριών” και ο Ν.4308/2014 “Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις”.

### Βασικές λογιστικές αρχές

Οι βασικές λογιστικές αρχές οι οποίες ισχύουν για το Ευρωσύστημα (ΕΚΤ και ΕθνΚΤ των χωρών της ζώνης του ευρώ), και κατά συνέπεια εφαρμόζονται και από την Τράπεζα της Ελλάδος, είναι οι εξής:

- **Η αρχή της διαφάνειας** στην απεικόνιση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της Τράπεζας, ώστε να παρουσιάζουν την πραγματική οικονομική της κατάσταση.
- **Η αρχή της συντηρητικότητας.** Με βάση την αρχή αυτή, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από την αποτίμηση του χρυσού, των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα και των χρεογράφων δεν λογίζονται ως έσοδα στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts). Αντίθετα, οι μη πραγματοποιηθείσες ζημιές από αποτίμηση που προκύπτουν στο τέλος της χρήσεως, κατά το ποσό που υπερβαίνουν προγενέστερα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη που έχουν καταγραφεί στους λογαριασμούς αναπροσαρμογής, λογίζονται ως έξοδα και μεταφέρονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως.
- **Η αρχή της αναγνώρισης γεγονότων** που συνέβησαν μεταξύ της ημερομηνίας κλεισίματος του ετήσιου ισολογισμού και της ημερομηνίας έγκρισης των οικονομικών καταστάσεων. Εφόσον τα γεγονότα αυτά επηρεάζουν ουσιωδώς την οικονομική κατάσταση της Τράπεζας κατά την ημερομηνία κλεισίματος, πραγματοποιείται προσαρμογή των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Στην περίπτωση γεγονότων που λαμβάνουν χώρα μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού και δεν επηρεάζουν τα μεγέθη του ισολογισμού, αλλά η σπουδαιότητά τους είναι τέτοια ώστε τυχόν μη κοινοποίησή τους θα επηρέαζε τη δυνατότητα των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων να διαμορφώνουν ορθές εκτιμήσεις και να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις, τα εν λόγω γεγονότα αναφέρονται μόνο στις γνωστοποιήσεις.
- **Η αρχή του ουσιώδους των λογιστικών γεγονότων.**

- **Η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας.**
- **Η αρχή των δεδουλευμένων στα έσοδα/έξοδα.** Τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στο οικονομικό έτος το οποίο αφορούν, ανεξάρτητα από το χρόνο είσπραξης ή πληρωμής τους.
- **Η αρχή της συνέπειας και συγκρισιμότητας.** Τα κριτήρια για την αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού και τη λογιστικοποίηση των αποτελεσμάτων εφαρμόζονται με συνέπεια, προκειμένου να διασφαλίζεται η συγκρισιμότητα των στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις.

#### **Μέθοδοι λογιστικής καταγραφής των συναλλαγών**

- Η λογιστική καταγραφή των συναλλαγών σε ευρώ γίνεται την ημερομηνία του διακανονισμού της συναλλαγής (value date), σύμφωνα με τη μέθοδο της ταμειακής προσέγγισης.
- Για τη λογιστική καταγραφή των συναλλαγών σε ξένο νόμισμα, των χρηματοοικονομικών μέσων που είναι εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα και των σχετικών δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων, ακολουθείται η μέθοδος της οικονομικής προσέγγισης, σύμφωνα με την οποία:
  - Την ημερομηνία συμφωνίας της συναλλαγής (transaction/trade date) γίνεται καταχώρηση του ποσού της συναλλαγής σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως).
  - Την ημερομηνία διακανονισμού της συναλλαγής (settlement/value date) αντιλογίζονται οι εγγραφές στους λογαριασμούς τάξεως και γίνονται εγγραφές σε λογαριασμούς του ισολογισμού.
  - Με την εφαρμογή της μεθόδου της οικονομικής προσέγγισης, η θέση κάθε ξένου νομίσματος, τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημιές που προκύπτουν από τις καθαρές πωλήσεις, καθώς και ο προσδιορισμός του μέσου κόστους επηρεάζονται από την ημερομηνία συμφωνίας της συναλλαγής.
  - Οι δεδουλευμένοι τόκοι των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα, καθώς και οι σχετικές διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο υπολογίζονται και λογιστικοποιούνται σε ημερήσια βάση και αντίστοιχα επηρεάζεται η συναλλαγματική θέση.

#### **Κανόνες αποτίμησης του ισολογισμού**

- Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις της Τράπεζας σε ξένα νομίσματα και χρυσό αποτιμώνται με βάση τις ισχύουσες ισοτιμίες της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού που αναφέρονται στο δελτίο συναλλαγματικών ισοτιμιών αναφοράς της ΕΚΤ.
- Τα έσοδα και τα έξοδα μετατρέπονται σε ευρώ με την ισοτιμία που ίσχυε κατά το χρόνο της συναλλαγής.
- Για τον χρυσό δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφορών από αναπροσαρμογή της τιμής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Λογιστικοποιείται μία και μόνη αποτίμηση της αξίας του χρυσού με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού, όπως αυτή αναφέρεται στο Δελτίο Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Αναφοράς της ΕΚΤ και προκύπτει από την ισχύουσα τιμή του χρυσού σε δολάρια ΗΠΑ στην αγορά του Λονδίνου στο τέλος του έτους, σε συνάρτηση με την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ την ίδια ημερομηνία.

- Η αναπροσαρμογή της αξίας των απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα γίνεται χωριστά κατά νόμισμα, συμπεριλαμβανομένων των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων.
- Τα χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής αποτιμώνται στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις αποσβεσθείσες υπέρ ή υπό το άρτιο διαφορές και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους, ανεξάρτητα από την πρόθεση διακράτησής τους.
- Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα, πλην αυτών που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής, αποτιμώνται στις μέσες αγοραίες τιμές της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού, χωριστά για κάθε τίτλο (κατά ISIN) εφόσον δεν έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη. Τυχόν δικαιώματα προαίρεσης ενσωματωμένα στα χρεόγραφα δεν θα πρέπει να διαχωρίζονται για σκοπούς αποτίμησης. Για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2015 χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες αγοραίες τιμές που ίσχυαν στις 31 Δεκεμβρίου 2015. Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και οι μη εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμώνται στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις αποσβεσθείσες διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους.

#### **Αναγνώριση εσόδων**

- Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και οι πραγματοποιηθείσες ζημιές από πράξεις επί συναλλάγματος και χρεογράφων μεταφέρονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα εν λόγω κέρδη και ζημιές υπολογίζονται με βάση το μέσο κόστος των αντίστοιχων στοιχείων κατά την ημερομηνία πραγματοποίησής τους.
- Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη (κέρδη από αποτίμηση) δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts).
- Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημιές (ζημιές από αποτίμηση), κατά το ποσό που υπερβαίνουν προηγούμενα κέρδη από αποτίμηση, τα οποία έχουν καταγραφεί στον αντίστοιχο λογαριασμό αναπροσαρμογής, μεταφέρονται στο τέλος της χρήσεως στο λογαριασμό αποτελεσμάτων και δεν αντिलογίζονται έναντι νέων εξ αποτιμήσεως κερδών επόμενων χρήσεων. Επίσης, μη πραγματοποιηθείσες ζημιές που αφορούν οποιοδήποτε χρεόγραφο ή νόμισμα ή διαθέσιμα σε χρυσό δεν συμψηφίζονται με μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από άλλα χρεόγραφα ή νομίσματα ή χρυσό. Το μέσο κόστος του χρηματοοικονομικού στοιχείου από το οποίο θα προκύψουν μη πραγματοποιηθείσες ζημιές στο τέλος του έτους προσαρμόζεται στη συναλλαγματική ισοτιμία ή στην αγοραία τιμή που ίσχυε στο τέλος του έτους.
- Οι διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο που προκύπτουν από αγορασθέντες τίτλους υπολογίζονται και εμφανίζονται ως τμήμα των εσόδων από τόκους και αποσβένονται κατά την εναπομένουσα συμβατική διάρκεια ζωής των χρεογράφων.
- Οι ζημιές από απομείωση μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως και δεν αντिलογίζονται τα επόμενα έτη, εκτός εάν η απομείωση ελαττώνεται και η μεταβολή αυτή μπορεί να σχετιστεί με παρατηρήσιμο γεγονός που επήλθε μετά την καταγραφή της απομείωσης για πρώτη φορά.

#### **Πράξεις εκτός ισολογισμού**

Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος, τα προθεσμιακά σκέλη των πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων και άλλες πράξεις επί νομισμάτων, οι οποίες συνεπάγονται την ανταλλαγή ορι-



σμένου νομίσματος έναντι άλλου σε μελλοντική ημερομηνία, περιλαμβάνονται στις καθαρές συναλλαγματικές θέσεις για τον υπολογισμό του μέσου κόστους αγοράς και των συναλλαγματικών κερδών και ζημιών.

### **Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία**

Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, οι οποίες συναποτελούν το Ευρωσύστημα, εκδίδουν τραπεζογραμμάτια ευρώ.<sup>2</sup> Η συνολική αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ κατανέμεται στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων.<sup>3</sup>

Επί της συνολικής αξίας των τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία, το 8% θεωρείται πως εκδίδεται από την ΕΚΤ, ενώ το υπόλοιπο 92% κατανέμεται στις ΕθνΚΤ με βάση την κλείδα συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα. Το μερίδιο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ που αναλογεί στην Τράπεζα της Ελλάδος απεικονίζεται στην κατάσταση του ισολογισμού στο στοιχείο 1 του παθητικού “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”.

Η διαφορά μεταξύ της αξίας των τραπεζογραμματίων ευρώ που κατανέμεται σε κάθε ΕθνΚΤ, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων, και της αξίας των τραπεζογραμματίων ευρώ που αυτή πράγματι θέτει σε κυκλοφορία, δημιουργεί υπόλοιπα απαιτήσεων ή υποχρεώσεων εντός του Ευρωσυστήματος. Οι εν λόγω απαιτήσεις ή υποχρεώσεις, οι οποίες είναι έντοκες,<sup>4</sup> απεικονίζονται αντίστοιχα στα στοιχεία του ισολογισμού “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ”.

Από το έτος υιοθέτησης του ευρώ μέχρι και τα επόμενα πέντε έτη, τα υπόλοιπα των ΕθνΚΤ εντός του Ευρωσυστήματος που δημιουργήθηκαν από την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ προσαρμόζονται για λόγους υπολογισμού του νομισματικού εισοδήματος προκειμένου να μην προκύψουν σημαντικές μεταβολές στο νομισματικό εισόδημα των ΕθνΚΤ σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια.

Τα ποσά των προσαρμογών υπολογίστηκαν αφού ελήφθησαν υπόψη οι διαφορές μεταξύ του μέσου όρου της αξίας των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία κάθε ΕθνΚΤ κατά την περίοδο αναφοράς (η περίοδος αυτή αναφέρεται στη χρονική περίοδο 24 μηνών, η έναρξη της οποίας τίθεται 30 μήνες πριν από την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος από το αντίστοιχο κράτος-μέλος) και του μέσου όρου της αξίας των τραπεζογραμματίων που θα αναλογούσαν σε καθεμιά από τις ΕθνΚΤ κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

Η συνεχιζόμενη έκτοτε προσαρμογή των υπολοίπων, κατά ένα πολύ μικρό ποσό, οφείλεται στις αντίστοιχες προσαρμογές που γίνονται στα υπόλοιπα των ΕθνΚΤ που εντάσσονται στο Ευρωσύστημα και οι οποίες επηρεάζουν και τα υπόλοιπα των ήδη ενταγμένων ΕθνΚΤ. Στην κλειόμενη χρήση οι προσαρμογές προέρχονται από την ένταξη των ΕθνΚΤ της Εσθονίας (1.1.2011), της Λεττονίας (1.1.2014) και της Λιθουανίας (1.1.2015).

<sup>2</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 13ης Δεκεμβρίου 2010 σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2010/29), ΕΕ L35, 9.2.2011, σελ. 26, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

<sup>3</sup> Με τον όρο “κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων” νοείται το 92% του μεριδίου συμμετοχής κάθε ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος στο συνολικά καταβληθέν κεφάλαιο της ΕΚΤ από όλες τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος.

<sup>4</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 25ης Νοεμβρίου 2010 σχετικά με την κατανομή του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών με νόμισμα το ευρώ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2010/23), ΕΕ L35, 9.2.2011, σελ.17, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

Τα έσοδα και τα έξοδα από τόκους που απορρέουν από τις εν λόγω απαιτήσεις/υποχρεώσεις εκκαθαρίζονται μέσω των λογαριασμών της ΕΚΤ και απεικονίζονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως στο στοιχείο “Καθαροί τόκοι-έσοδα” κάθε ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος.

### **Διανομή των κερδών της ΕΚΤ**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει αποφασίσει ότι τα έσοδα της ΕΚΤ από το εκδοτικό της δικαίωμα που απορρέουν από το 8% επί της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, τα οποία της έχουν κατανεμηθεί, και τα έσοδα από τα χρεόγραφα που έχει αγοράσει για σκοπούς νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο των προγραμμάτων SMP (Securities Markets Programme), CBPP3 (Covered Bond Purchase Programme), ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme) καθώς και PSPP (Public Sector Purchase Programme), αποτελούν οφειλή που πρέπει να αποδοθεί εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ και να καταγραφούν εντός του οικονομικού έτους το οποίο αφορούν. Η ΕΚΤ διανέμει τα συγκεκριμένα έσοδα τον Ιανουάριο του επόμενου έτους, με τη μορφή ενδιάμεσης διανομής κερδών,<sup>5</sup> εκτός εάν το Διοικητικό της Συμβούλιο αποφασίσει διαφορετικά. Τα έσοδα αυτά διανέμονται εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ, εκτός εάν το καθαρό κέρδος της ΕΚΤ για το έτος είναι μικρότερο του εισοδήματος από αυτές τις πηγές και αν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίσει να μεταφέρει ποσά για την ενίσχυση της πρόβλεψης της ΕΚΤ έναντι πιστωτικού κινδύνου και κινδύνων από τη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του χρυσού. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί ακόμη να αποφασίσει να χρεώσει τα κόστη που έχουν βαρύνει την ΕΚΤ και σχετίζονται με την έκδοση και διαχείριση των τραπεζογραμματίων ευρώ έναντι των εσόδων από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ.

Το ποσό που διανέμεται στις ΕθνΚΤ περιλαμβάνεται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, στο στοιχείο “Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές”.

### **Υπόλοιπα εντός του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών/Υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος**

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος προκύπτουν από διασυνοριακές συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης (με εντολέα και αποδέκτη κυρίως ιδιωτικές επιχειρήσεις). Οι συναλλαγές αυτές κατά κύριο λόγο πραγματοποιούνται μέσω του TARGET2<sup>6</sup> δημιουργώντας διμερή υπόλοιπα σε λογαριασμούς τηρούμενους μεταξύ των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συνδέονται με το TARGET2. Αυτά τα διμερή υπόλοιπα συμψηφίζονται καθημερινά με την ΕΚΤ, ώστε κάθε ΕθνΚΤ να εμφανίζεται με μία καθαρή διμερή θέση έναντι της ΕΚΤ και μόνο. Τα εκφρασμένα σε ευρώ υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος έναντι της ΕΚΤ που συνδέονται με το TARGET2 εμφανίζονται στον ισολογισμό ως μία καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση στο στοιχείο του ενεργητικού ή παθητικού “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)”.

Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ έναντι ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ που δεν πραγματοποιούνται μέσω TARGET2 εμφανίζονται είτε στο στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη

<sup>5</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 15.12.2014 σχετικά με την ενδιάμεση διανομή του εισοδήματος της ΕΚΤ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2014/57), ΕΕ L53, 25.2.2015, σελ.24.

<sup>6</sup> TARGET2: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (Διερωπαϊκό Αυτόματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο).

κατοίκων της ζώνης ευρώ” είτε στο στοιχείο του παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων της ζώνης ευρώ”.

Διάφορα άλλα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος εκφρασμένα σε ευρώ (όπως η ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ προς τις ΕθνΚΤ και η αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος) εμφανίζονται στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος ως μία καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση στο στοιχείο του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)” ή στο στοιχείο του παθητικού “Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”.

Οι απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ περιλαμβάνονται στο στοιχείο του ενεργητικού “Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ”.

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος που προκύπτουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ από τις ΕθνΚΤ όταν αυτές γίνονται μέλη του Ευρωσυστήματος, είναι εκφρασμένα σε ευρώ και περιλαμβάνονται στο στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ”.

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος, που προκύπτουν από την κατανομή των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ μεταξύ των ΕθνΚΤ περιλαμβάνονται συμψηφιστικά σε ένα στοιχείο, είτε ενεργητικού είτε παθητικού, ως “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ”.

### **Ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα (SDR): αλλαγή λογιστικής απεικόνισης**

Στις 9 Δεκεμβρίου 2015 υπεγράφη σύμβαση μεταξύ της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ελληνικού Δημοσίου “Περί την τήρηση και τη διαδικασία κίνησης λογαριασμών ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων εκ των κατανομών του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου”.

Στο πλαίσιο της σύμβασης αυτής συμφωνήθηκε αλλαγή της λογιστικής απεικόνισης των κατανομών σε ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα τα οποία έχουν χορηγηθεί στην Ελλάδα από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για λόγους σαφήνειας και σε πλήρη συμφωνία με το γεγονός ότι οι εν λόγω κατανομές ανήκουν στο Ελληνικό Δημόσιο, το οποίο έχει και την απορρέουσα υποχρέωση προς το ΔΝΤ. Από την ημερομηνία έναρξης ισχύος της σύμβασης (23.12.2015), το σύνολο των ως άνω κατανομών εμφανίζεται στους λογαριασμούς του Ελληνικού Δημοσίου και, για πληροφοριακούς μόνο λόγους, σε λογαριασμούς τάξεως της Τράπεζας της Ελλάδος.

Το υπόλοιπο των διαθεσίμων σε ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα, όπως διαμορφώνεται από τις αποφάσεις του ΔΝΤ και του Ελληνικού Δημοσίου και τις πράξεις που διεξάγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος για λογαριασμό του τελευταίου, εμφανίζεται πλέον ως υποχρέωση σε SDR της Τράπεζας της Ελλάδος προς το Ελληνικό Δημόσιο (στοιχείο του παθητικού “Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ”). Το υπόλοιπο της υποχρέωσης αυτής αντικρίζεται ισόποσα με το υπόλοιπο του λογαριασμού “Διαθέσιμα σε SDR” (στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου”).

Το Ελληνικό Δημόσιο αναλαμβάνει πλέον όλα τα οφέλη και τους κινδύνους εκ των σχέσεών του με το ΔΝΤ.

# ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

## ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

### 1. Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό

Διαθέσιμα και απαιτήσεις σε χρυσό	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
Βάρος σε χιλιάδες ουγγιές	4.784,0	4.779,0	5,0
Βάρος σε τόνους	148,8	148,6	0,2
Αξία χρυσού σε εκατ. ευρώ	4.655,9	4.720,5	-64,6

Στην παραπάνω αξία του χρυσού περιλαμβάνονται τα διαθέσιμα της Τράπεζας σε χρυσό διεθνών προδιαγραφών και χρυσές λίρες Αγγλίας (3.621,1 χιλιάδες ουγγιές), οι απαιτήσεις της σε χρυσό έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (985,6 χιλιάδες ουγγιές), οι οποίες απορρέουν από τη συμμετοχή της Ελλάδος στο ΔΝΤ (καταβολή από την Τράπεζα στο ΔΝΤ για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου του μεριδίου συμμετοχής του σε χρυσό), καθώς και ο χρυσός μη διεθνών προδιαγραφών και λοιπά χρυσά νομίσματα (177,3 χιλιάδες ουγγιές). Σημαντικό μέρος των διαθέσιμων σε χρυσό φυλάσσεται σε τράπεζες του εξωτερικού.

Τα διαθέσιμα και οι απαιτήσεις σε χρυσό σημείωσαν μικρή αύξηση κατά 5 χιλ. ουγγιές ως αποτέλεσμα κυρίως της αγοραπωλησίας χρυσών λιρών Αγγλίας και χρυσών νομισμάτων. Η μείωση κατά 64,6 εκατ. της αξίας τους σε ευρώ οφείλεται στην αποτίμηση του χρυσού.

Η αποτίμηση του χρυσού γίνεται με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού που ισχύει στο τέλος του έτους. Η τιμή αυτή αναφέρεται στο Δελτίο Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Αναφοράς της ΕΚΤ και προκύπτει από την ισχύουσα τιμή του χρυσού σε δολάρια ΗΠΑ στην αγορά του Λονδίνου στο τέλος του έτους, σε συνάρτηση με την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ την ίδια ημερομηνία. Στις 31.12.2015 η τιμή του χρυσού ανήλθε σε 973,225 ευρώ ανά ουγγιά, έναντι 987,769 ευρώ στις 31.12.2014.

Το εξ αποτιμήσεως αποτέλεσμα που προέκυψε από τη σύγκριση της αξίας του χρυσού στις 31.12.2015 με το μέσο κόστος κτήσης, ανέρχεται σε 2.844,2 εκατ. ευρώ και περιλαμβάνεται στο στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”. Το ποσό αυτό αφορά μη πραγματοποιηθέν κέρδος και αντιπροσωπεύει αποθεματικό ασφαλείας έναντι πιθανών δυσμενών εξελίξεων στη διακύμανση της τιμής του χρυσού.

### 2. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται οι απαιτήσεις σε ειδικά τραπεζικά δικαιώματα (SDR) έναντι του ΔΝΤ, υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες του εξωτερικού (ανταποκριτές), προθεσμιακές καταθέσεις, τοποθετήσεις σε τίτλους, καθώς και η αξία των ξένων τραπεζογραμμάτων που βρίσκονται στα ταμεία της Τράπεζας.

#### 2.1 Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)

Οι απαιτήσεις αυτές απορρέουν από την εν γένει συμμετοχή της Ελλάδος στο ΔΝΤ.

Ειδικότερα, στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται:

- Τα διαθέσιμα στο ΔΝΤ σε SDR.
- Το μερίδιο της συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (μέρος Quota) σε SDR.

Και τα δύο αυτά ποσά αντιστοιχίζονται στο παθητικό με ισόποσες υποχρεώσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (στοιχείο 6 “Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ”).

Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ (σε εκατ.)	31.12.2015		31.12.2014		Μεταβολή	
	SDR	Ευρώ	SDR	Ευρώ	SDR	Ευρώ
Διαθέσιμα σε SDR	258,6	329,2	554,0	660,6	-295,4	-331,4
Μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (Quota) σε SDR	241,0	306,8	241,0	287,3	0,0	19,5
<b>Σύνολο</b>	<b>499,6</b>	<b>636,0</b>	<b>795,0</b>	<b>947,9</b>	<b>-295,4</b>	<b>-311,9</b>

#### • Διαθέσιμα σε SDR

Τα διαθέσιμα σε SDR προήλθαν από κατανομές SDR του ΔΝΤ προς τη χώρα μας, που έγιναν κυρίως το 2009 στο πλαίσιο της γενικής κατανομής SDR ύψους αντίστοιχου των 250 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ προς όλες τις χώρες-μέλη του ΔΝΤ, όπως αυτή εγκρίθηκε από το Συμβούλιο των Διοικήτων του ΔΝΤ στις 7.8.2009 και τέθηκε σε ισχύ στις 28.8.2009.

Σκοπός της εν λόγω κατανομής είναι η παροχή ρευστότητας στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα με την ενίσχυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών-μελών του ΔΝΤ. Η κατανομή πραγματοποιήθηκε κατ' αναλογία προς τα ισχύοντα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του ΔΝΤ.

Τα διαθέσιμα αυτά σε SDR αποτελούν συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας.

#### • Μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (Quota) σε SDR

Στον λογαριασμό αυτό εμφανίζεται το μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ που είναι εκφρασμένο σε SDR και αποτελεί μέρος της συνολικής συμμετοχής της χώρας (το συνολικό μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ ανέρχεται στις 31.12.2015 σε 1.101,8 εκατ. SDR).

Η αύξηση που σημειώθηκε στο αντίτιμο σε ευρώ οφείλεται στην αναπροσαρμογή στο τέλος του έτους, λόγω της ανατίμησης του SDR έναντι του ευρώ. Η ισοτιμία του SDR έναντι του ευρώ στις 31.12.2015, όπως αναφέρεται στο Δελτίο Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Αναφοράς της ΕΚΤ, διαμορφώθηκε σε 1 SDR=1,2728 ευρώ, έναντι 1 SDR=1,1924 ευρώ στις 31.12.2014.

#### 2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ, οι οποίες αφορούν: προθεσμιακές καταθέσεις, υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια, καθώς και τα ξένα τραπεζογραμμάτια που βρίσκονται στα ταμεία της Τράπεζας.

<b>Κατηγορίες απαιτήσεων</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Προθεσμιακές καταθέσεις σε τράπεζες του εξωτερικού	889,0	578,4	310,6
Υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού	18,0	16,5	1,5
Εμπορεύσιμοι τίτλοι (ομόλογα/έντοκα γραμμάτια) που δεν αποτελούν πάγια επένδυση	475,7	8,2	467,5
Ξένα τραπεζογραμμάτια στα ταμεία της Τράπεζας	27,6	19,9	7,7
<b>Σύνολο</b>	<b>1.410,3</b>	<b>623,0</b>	<b>787,3</b>

Στις 31.12.2015 το μεγαλύτερο μέρος των παραπάνω απαιτήσεων αφορούσε τοποθετήσεις σε δολάρια ΗΠΑ καθώς και λίρες Αγγλίας.

### **3. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ**

Πρόκειται για απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου από χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων και προθεσμιακές καταθέσεις σε τράπεζες του εξωτερικού.

#### **3.1 Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης**

Στις απαιτήσεις αυτές περιλαμβάνονται:

- Τα δάνεια σε SDR που έχει χορηγήσει η Τράπεζα προς το Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (Quota) και αφορούν το μερίδιο συμμετοχής του που είναι εκφρασμένο σε SDR.
- Τα δάνεια σε δολάρια ΗΠΑ και το δάνειο με ρήτρα χρυσού που έχουν χορηγηθεί στο Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του σε διεθνείς οργανισμούς.

Το ύψος των απαιτήσεων αυτών στις 31.12.2015 ανήλθε σε 306,5 εκατ. ευρώ, έναντι 288,3 εκατ. ευρώ στις 31.12.2014. Η αύξηση οφείλεται κυρίως σε αναπροσαρμογές που έγιναν στο τέλος του έτους, λόγω της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του SDR και της μεταβολής της τιμής του χρυσού.

#### **3.2 Λοιπές απαιτήσεις**

Το υπόλοιπο στις 31.12.2015 αφορά προθεσμιακές καταθέσεις σε συνάλλαγμα (δολάρια ΗΠΑ, λίρες Αγγλίας και Νορβηγικές κορώνες) σε αντισυμβαλλομένους της ζώνης του ευρώ και αντιστρεπτές συναλλαγές σε δολάρια ΗΠΑ με εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

<b>Κατηγορίες απαιτήσεων</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Προθεσμιακές καταθέσεις	192,1	311,2	-119,1
Αντιστρεπτές συναλλαγές με εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα	114,8	0,0	114,8
<b>Σύνολο</b>	<b>306,9</b>	<b>311,2</b>	<b>-4,3</b>

Το ύψος των προθεσμιικών καταθέσεων στις 31.12.2015 ανήλθε σε 192,1 εκατ. ευρώ έναντι 311,2 εκατ. ευρώ στις 31.12.2014.

Η Τράπεζα χορήγησε ρευστότητα σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα το ύψος της οποίας στις 31.12.2015 ανερχόταν σε 125 εκατ. δολάρια ΗΠΑ.

Οι πράξεις αυτές γίνονται στο πλαίσιο της προσωρινής συμφωνίας αμοιβαίας ανταλλαγής νομισμάτων (swap lines) μεταξύ Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve), βάσει της οποίας η Federal Reserve έχει θέσει στη διάθεση της ΕΚΤ δολάρια ΗΠΑ με σκοπό τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση σε δολάρια ΗΠΑ πιστωτικών ιδρυμάτων χωρών της ζώνης του ευρώ.

Ταυτόχρονα η ΕΚΤ διενεργεί πράξεις swap με τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) του Ευρωσυστήματος, οι οποίες χρησιμοποιούν τα κεφάλαια αυτά για τη διενέργεια πράξεων χορήγησης ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ προς πιστωτικά ιδρύματα χωρών της ζώνης του ευρώ μέσω αντισυμβαλλόμενων συναλλαγών και πράξεων swap και έναντι κατάθεσης επαρκών ασφαλειών αποδεκτών από το Ευρωσύστημα.

#### **4. Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ**

##### **4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια**

Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα έντοκων τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες εξωτερικού το υπόλοιπο των οποίων είχε διαμορφωθεί στις 31.12.2015 σε 24 χιλ. ευρώ.

##### **5. Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής**

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών χορηγήσεων της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Η συνολική χρηματοδότηση σε επίπεδο Ευρωσυστήματος μέσω άσκησης πράξεων νομισματικής πολιτικής ανήλθε σε 559,0 δισεκ. ευρώ, από την οποία η Τράπεζα της Ελλάδος χορήγησε στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα 38,6 δισεκ. ευρώ.

<b>Κατηγορίες πράξεων</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	26.570,0	47.149,4	-20.579,4
Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	12.000,0	8.890,0	3.110,0
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	29,0	0,0	29,0
<b>Σύνολο</b>	<b>38.599,0</b>	<b>56.039,4</b>	<b>-17.440,4</b>

Η χορήγηση ρευστότητας, τόσο μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης (κύριας και πιο μακροπρόθεσμης) όσο και μέσω της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, πραγματοποιείται έναντι επαρκών ασφαλειών, τις οποίες παρέχουν οι αντισυμβαλλόμενοι. Τα αποδεκτά περιουσιακά

στοιχεία διακρίνονται σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα και πρέπει να πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας που θέτει το Ευρωσύστημα.

Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ, που διενεργούν πράξεις στο πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, συμμετέχουν από κοινού στα έσοδα και τις ζημιές σύμφωνα με τις ισχύουσες κλείδες συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Ζημιές από τις πράξεις αυτές μπορεί να πραγματοποιηθούν μόνο εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος χρεοκοπήσει και τα διαθέσιμα που προκύπτουν από τη ρευστοποίηση του ενεχύρου δεν είναι επαρκή. Σημειώνεται πως είναι στη διακριτική ευχέρεια των ΕθνΚΤ να δέχονται ως ασφάλεια εκείνες τις κατηγορίες αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων για τις οποίες αναλαμβάνουν εξ ολοκλήρου τον κίνδυνο.

Ειδικότερα σημειώνονται τα ακόλουθα:

#### **5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διενεργούνται μέσω αντιστρεπτών συναλλαγών παροχής ρευστότητας διάρκειας μίας εβδομάδος, συνήθως μέσω των τακτικών εβδομαδιαίων δημοπρασιών, και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη των στόχων της εκάστοτε εφαρμοζόμενης νομισματικής πολιτικής. Από τον Οκτώβριο του 2008 οι πράξεις αυτές διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου και με πλήρη κάλυψη του συνόλου των αιτούμενων προσφορών.

#### **5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης**

Οι πράξεις αυτές έχουν ως στόχο την παροχή στους αντισυμβαλλόμενους πρόσθετης αναχρηματοδότησης πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας. Διενεργούνται μέσω αντιστρεπτών συναλλαγών και έχουν διάρκεια ίση με τη διάρκεια της περιόδου τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, καθώς και διάρκεια μεταξύ τριών και σαράντα οκτώ μηνών. Από τον Οκτώβριο του 2008 οι πράξεις αυτές διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου και με πλήρη κάλυψη του συνόλου των αιτούμενων προσφορών.

Τον Ιούνιο του 2014 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε την διεξαγωγή σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO). Στις 31.12.2015 το σύνολο των 12,0 δισεκ. ευρώ προέρχεται από πράξεις TLTRO, οι οποίες θα λήξουν τον Σεπτέμβριο του 2018.

#### **5.3 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας**

Οι αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας αποσκοπούν στη ρύθμιση της ρευστότητας στην αγορά και στην εξομάλυνση των επιπτώσεων στα επιτόκια από τις απροσδόκητες διακυμάνσεις της. Οι εν λόγω πράξεις δεν έχουν προκαθορισμένη συχνότητα και διάρκεια και διενεργούνται όταν αυτό απαιτείται.

#### **5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτές πράξεις**

Πρόκειται για αντιστρεπτές πράξεις ανοιχτής αγοράς που γίνονται μέσω τακτικών δημοπρασιών με σκοπό την προσαρμογή της διαρθρωτικής θέσης του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα.



### 5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης

Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης έχει ως σκοπό την κάλυψη προσωρινών αναγκών σε ρευστότητα των αντισυμβαλλομένων. Έχει διάρκεια μίας ημέρας, προκαθορισμένο επιτόκιο και χορηγείται έναντι ασφαλειών με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

### 5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων

Σε αυτό το στοιχείο εμφανίζεται το χρηματικό αντίτιμο που καταβάλλεται στα αντισυμβαλλόμενα μέρη όταν η αγοραία αξία των χρεογράφων, που έχουν δώσει ως εγγύηση για πράξεις νομισματικής πολιτικής υπερβεί ένα προκαθορισμένο περιθώριο ασφαλείας.

## 6. Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ

Κατηγορίες απαιτήσεων	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού	0,6	1,1	-0,5
Παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Emergency Liquidity Assistance - ELA)	68.914,0	0,0	68.914,0
<b>Σύνολο</b>	<b>68.914,6</b>	<b>1,1</b>	<b>68.913,5</b>

Στο στοιχείο αυτό, εκτός από υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες μη σχετιζόμενων με πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής, απεικονίζεται και η παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα ELA (Emergency Liquidity Assistance) προς τα πιστωτικά ιδρύματα.

Μέσω των πράξεων ELA παρέχεται ρευστότητα προς φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία αντιμετωπίζουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Οι πράξεις αυτές είναι μεν εκτός ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, πλην όμως διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ με βάση το ισχύον θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και με την έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Για την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) προς τα πιστωτικά ιδρύματα, η Τράπεζα λαμβάνει ως ασφάλεια επαρκή περιουσιακά στοιχεία, ενώ παράλληλα το Ελληνικό Δημόσιο χορηγεί εγγύηση απευθείας στην Τράπεζα για το σύνολο των πράξεων αυτών. Η Τράπεζα αναλαμβάνει εξ ολοκλήρου τους κινδύνους καθώς και τα οφέλη που συνδέονται με αυτές τις πράξεις.

## 7. Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

### 7.1 Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται τα χρεόγραφα που έχει αποκτήσει η Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο των προγραμμάτων αγοράς καλυμμένων ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programmes),<sup>7</sup> οι τίτλοι δημοσίου χρέους στο πλαίσιο του Προγράμματος

<sup>7</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 2.7.2009 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP1 (ΕΚΤ/2009/16), ΕΕ L175, 4.7.2009, σελ.18, Απόφαση της ΕΚΤ της 3.11.2011 σχετικά με την εφαρμογή του δεύτερου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP2 (ΕΚΤ/2011/17), ΕΕ L297, 16.11.2011, σελ.70 και Απόφαση της ΕΚΤ της 15.10.2014 σχετικά με την εφαρμογή του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP3 (ΕΚΤ/2014/40), ΕΕ L335 22.10.2014, σελ. 22.

για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme),<sup>8</sup> καθώς και τα χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP).<sup>9</sup>

Τα χρεόγραφα αυτά αποτιμώνται στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις υπό ή υπέρ το άρτιο αποσβεσθείσες διαφορές και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους (impairment tests).

Το κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις υπό και υπέρ το άρτιο αποσβεσθείσες διαφορές (λογιστική αξία) καθώς και η αγοραία αξία αυτών των χρεογράφων παρατίθενται στο παρακάτω πίνακα για λόγους συγκρισιμότητας και μόνο.

Κατηγορίες χρεογράφων	31.12.2015		31.12.2014		Μεταβολή	
	Λογιστική Αξία	Αγοραία Αξία	Λογιστική Αξία	Αγοραία Αξία	Λογιστική Αξία	Αγοραία Αξία
<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>						
Πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme - CBPP1)	847,1	872,9	1.013,0	1.070,4	-165,9	-197,5
Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)	3.806,9	3.779,1	808,9	810,6	2.998,0	2.968,5
Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP)	2.975,2	3.303,0	3.964,6	4.315,6	-989,4	-1.012,6
Πρόγραμμα Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP)	13.082,1	13.031,9	0,0	0,0	13.082,1	13.031,9
<b>Σύνολα</b>	<b>20.711,3</b>	<b>20.986,9</b>	<b>5.786,5</b>	<b>6.196,6</b>	<b>14.924,8</b>	<b>14.790,3</b>

#### – Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Πρώτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP1 )

Πρόκειται για καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες χωρών της ζώνης του ευρώ που αγοράστηκαν από την Τράπεζα στο πλαίσιο του παραπάνω προγράμματος.

<sup>8</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 14.5.2010 σχετικά με την υιοθέτηση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme-SMP) (ΕΚΤ/2010/5), ΕΕ L124, 20.5.2010, σελ. 8.

<sup>9</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 4.3.2015 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Public Sector Purchase Programme (ΕΚΤ/2014/10), ΕΕ L121, 14.5.2015, σελ. 20.

Σημειώνεται ότι οι αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος ολοκληρώθηκαν στις 30.6.2010. Η συνολική αξία των καλυμμένων ομολογιών που κατείχε το Ευρωσύστημα στις 31.12.2015 ανήλθε σε 20,6 δισεκ. ευρώ.

– **Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Δεύτερου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP2)**

Στις 3 Νοεμβρίου 2011 η ΕΚΤ αποφάσισε την εφαρμογή δεύτερου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP2), στο οποίο η Τράπεζα της Ελλάδος δεν συμμετείχε. Το πρόγραμμα ολοκληρώθηκε στις 31.10.2012 και η συνολική αξία των καλυμμένων ομολογιών που κατείχε το Ευρωσύστημα στις 31.12.2015 ανήλθε σε 9,7 δισεκ. ευρώ.

– **Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)**

Στις 2 Οκτωβρίου 2014 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τα χαρακτηριστικά του τρίτου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών του Ευρωσυστήματος, στο πλαίσιο του οποίου η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ προβαίνουν σε αγορές καλυμμένων ομολογιών σε ευρώ με σκοπό την βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας.

Η συνολική αξία των καλυμμένων ομολογιών που κατείχε το Ευρωσύστημα στις 31.12.2015 ανήλθε σε 143,3 δισεκ. ευρώ.

– **Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP)**

Το Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP) τέθηκε σε εφαρμογή τον Μάιο του 2010. Σύμφωνα με το πρόγραμμα, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ μπορούσαν να αγοράσουν κρατικά και ιδιωτικά χρεόγραφα της ζώνης του ευρώ, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η δυσλειτουργία ορισμένων τμημάτων της αγοράς χρεογράφων της ζώνης του ευρώ και να αποκατασταθεί η εύρυθμη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Τον Σεπτέμβριο του 2012 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη λήξη του συγκεκριμένου προγράμματος.

Στο πλαίσιο του προγράμματος οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος και η ΕΚΤ αγόρασαν ομόλογα, η συνολική αξία των οποίων στις 31.12.2015 ανήλθε σε 123,0 δισεκ. ευρώ. Οι αγορές αφορούν ομόλογα κυβερνήσεων χωρών της ζώνης του ευρώ.

– **Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP)<sup>10</sup>**

Στις 2 Οκτωβρίου 2014 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τα χαρακτηριστικά του προγράμματος Αγοράς Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP). Στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος το Ευρωσύστημα μπορεί να αποκτήσει τίτλους σε ευρώ που εκδίδονται από οικονομικές οντότητες μεσαίας και ανώτερης εγγυημένης εξοφλητικής προτεραιότητας στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, ώστε να στηρίξει την παροχή πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ.

– **Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Περιουσιακών Στοιχείων Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP)**

<sup>10</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 19.11.2014 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Asset-Backed Securities Purchase Programme (EKT/2014/45).

Στις 22 Ιανουαρίου 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να επεκτείνει τις αγορές περιουσιακών στοιχείων με την εφαρμογή του Προγράμματος PSPP στη δευτερογενή αγορά. Αυτό το πρόγραμμα αποσκοπεί στην περαιτέρω χαλάρωση των νομισματικών και οικονομικών συνθηκών, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοδοτικών συνθηκών των επιχειρήσεων που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ, με στόχο τη στήριξη της συνολικής κατανάλωσης και των επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ ώστε να επανέλθει ο πληθωρισμός σε επίπεδα κοντά αλλά χαμηλότερα του 2% μεσοπρόθεσμα.

Στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος και η ΕΚΤ μπορούν να αγοράσουν στη δευτερογενή αγορά χρεόγραφα εκδοθέντα από εθνικές κυβερνήσεις, ειδικούς φορείς - εκδότες χρεογράφων και ευρωπαϊκούς φορείς της ζώνης του ευρώ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος στις 31.12.2015 κατείχε μόνο ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών (supra-national securities) στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο.

Στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος, οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος και η ΕΚΤ κατέχουν ομόλογα η συνολική αξία κτήσης των οποίων, προσαρμοσμένη με τις υπό και υπέρ το άρτιο αποσβεσθείσες διαφορές, ανερχόταν στις 31.12.2015 σε 491,3 δισεκ. ευρώ (431,5 δισεκ. ευρώ σε κυβερνητικά ομόλογα και 59,8 δισεκ. ευρώ σε ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών).

Οι συνδυασμένες αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο των CBPP3, ABSPP και PSPP έχουν ως στόχο τα 60 δισεκ. ευρώ μηνιαίως και αναμένεται να συνεχιστούν τουλάχιστον μέχρι το Μάρτιο του 2017.

Σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού της ΕΚΤ, τα κέρδη και οι ζημιές από τα χαρτοφυλάκια χρεογράφων στο πλαίσιο των προγραμμάτων SMP, CBPP3 και PSPP (μόνο για τα χρεόγραφα υπερεθνικών οργανισμών), εάν πραγματοποιηθούν, θα κατανέμονται εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες κλειδές συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αξιολογεί σε τακτική βάση τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με τα χρεόγραφα τα οποία έχουν αγοραστεί στο πλαίσιο των εν λόγω προγραμμάτων.

Κατά τον έλεγχο απομείωσης της αξίας των χρεογράφων των ανωτέρω χαρτοφυλακίων, που διενεργήθηκε στο τέλος της χρήσης 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι το συμβάν της μη έγκαιρης πληρωμής του ΔΝΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος από το Ελληνικό Δημόσιο στις 30.06.2015 δεν οδηγεί σε απομείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου SMP.<sup>11</sup>

Κατά συνέπεια, δεν προέκυψαν ζημιές απομείωσης στο τέλος της χρήσης 2015 για κανένα από τα νομισματικά χαρτοφυλάκια.

## **7.2 Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ**

Περιλαμβάνονται ομόλογα και έντοκα γραμμάτια σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από κυβερνήσεις χωρών της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένου του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΔ), καθώς και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για τα χαρτοφυλάκια που κατέχει η Τράπεζα για καθαρά επενδυτικούς σκοπούς.

<sup>11</sup> Η αποπληρωμή του ΔΝΤ και η πληρωμή της δόσης δανείου προς την Τράπεζα της Ελλάδος τακτοποιήθηκαν τον Ιούλιο του 2015.

Είδη χρεογράφων	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
<b>A. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα κυβερνήσεων χωρών της ζώνης του ευρώ (εκτός αυτών που χαρακτηρίζονται ως διακρατούμενα έως τη λήξη τους)</b>			
<b>Χρεόγραφα χωρών ζώνης ευρώ εκτός ΕΔ</b>			
Ομόλογα	760,2	864,1	-103,9
Έντοκα γραμμάτια	7.247,4	13.283,4	-6.036,0
<b>Χρεόγραφα ΕΔ</b>			
Ομόλογα	0,0	11,1	-11,1
Έντοκα γραμμάτια	1.335,7	1.490,4	-154,7
<b>Σύνολο Α</b>	<b>9.343,3</b>	<b>15.649,0</b>	<b>-6.305,7</b>
<b>B. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα διακρατούμενα έως τη λήξη τους</b>			
Ομόλογα ΕΔ	3.091,3	3.305,3	-214,0
Κρατικά ομόλογα άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ	6.615,6	6.313,1	302,5
<b>Σύνολο Β</b>	<b>9.706,9</b>	<b>9.618,4</b>	<b>88,5</b>
<b>Γ. Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>19.053,2</b>	<b>25.270,3</b>	<b>-6.217,1</b>

Τα χρεόγραφα της κατηγορίας Α αποτιμήθηκαν κατά ISIN με τις μέσες αγοραίες τιμές που ίσχυαν στις 31.12.2015. Τα εξ αποτιμήσεως κέρδη ύψους 15,3 εκατ. ευρώ που προέκυψαν μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts), ενώ οι ζημιές ύψους 4,5 εκατ. ευρώ καλύφθηκαν από την πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για το σκοπό αυτό.

Τα χρεόγραφα που πρόκειται να διακρατηθούν έως τη λήξη τους αποτιμήθηκαν στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις υπό ή υπέρ το άρτιο αποσβεσθείσες διαφορές. Από τον σχετικό έλεγχο, που διενεργήθηκε στο τέλος της χρήσεως 2015, διαπιστώθηκε ότι δεν συντρέχουν λόγοι απομείωσης της αξίας τους.

Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτιμήθηκαν με τις τιμές κλεισίματος της 31.12.2015 και τα εξ αποτιμήσεως κέρδη που προέκυψαν ύψους 1,2 εκατ. ευρώ μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής.

## 8. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης

Αφορούν μακροπρόθεσμα δάνεια σε ευρώ που έχει χορηγήσει η Τράπεζα στο Ελληνικό Δημόσιο.

Ειδικότερα πρόκειται για:

- έντοκα δάνεια τα οποία χορηγήθηκαν στο Ελληνικό Δημόσιο μέχρι 31.12.1993,
- έντοκα δάνεια που χορήγησε η Τράπεζα στο Ελληνικό Δημόσιο στις 31.12.1993 στο πλαίσιο της ρύθμισης του υπολοίπου του λογαριασμού “Συναλλαγματικές διαφορές Ν. 1083/80”,
- άτοκα δάνεια σε ευρώ που έχουν χορηγηθεί από την Τράπεζα στο Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (Quota) και αφορούν το μερίδιο συμμετοχής του που είναι εκφρασμένο σε ευρώ. Τα δάνεια αυτά θα επιστραφούν όταν παύσει η λειτουργία του ΔΝΤ ή όταν παύσει η συμμετοχή της χώρας σε αυτό. Το ποσό του μεριδίου συμμετοχής στο ΔΝΤ σε ευρώ είναι κατατεθειμένο από το ΔΝΤ στην Τράπεζα και περιλαμβάνεται στο στοιχείο 5 του παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ”.

Υπόλοιπο δανείων στις 31.12.2015 .....	4.843,6 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο δανείων στις 31.12.2014 .....	5.249,2 εκατ. ευρώ
<b>Μ ε ί ω σ η</b>	<b>405,6 εκατ. ευρώ</b>

Η μείωση οφείλεται κυρίως στη σταδιακή εξόφληση των έντοκων δανείων.

## 9. Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος

### 9.1 Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται τα στοιχεία που αφορούν τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ.

<b>Στοιχεία 31.12.2015</b>	<b>(σε ποσοστά %)</b>	<b>(σε εκατ. ευρώ)</b>
<b>Εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ</b> (συμμετέχουν και οι 28 χώρες-μέλη της ΕΕ)		<b>10.825,0</b>
Κλείδα κατανομής της Τράπεζας της Ελλάδος στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ	2,0332	
<b>Καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ</b> <b>από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος</b>		<b>7.619,9</b>
Κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα	2,88842	
Συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο της ΕΚΤ		220,1
Συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ		344,7
<b>Συνολικό μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ στις 31.12.2015</b>		<b>564,8</b>

Σύμφωνα με το άρθρο 28 του Καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και της ΕΚΤ, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες του ΕΣΚΤ είναι οι μόνοι εγγεγραμμένοι μεριδιούχοι του κεφαλαίου της ΕΚΤ.

Η εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ πραγματοποιείται σύμφωνα με την κλείδα κατανομής κάθε ΕθνΚΤ.

Με βάση το άρθρο 29, παρ. 3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, οι κλείδες κατανομής των ΕθνΚΤ για τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται ανά πενταετία μετά την ίδρυση του ΕΣΚΤ. Η τελευταία αναπροσαρμογή πραγματοποιήθηκε την 1.1.2014.

Το μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας στο κεφάλαιο της ΕΚΤ ανέρχεται σε 220,1 εκατ. ευρώ και είναι εξ ολοκλήρου καταβεβλημένο. Αντιστοιχεί στο 2,88842% (κλείδα στο Ευρωσύστημα) του καταβεβλημένου από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος κεφαλαίου της ΕΚΤ, το οποίο, μετά την είσοδο της Λιθουανίας στο Ευρωσύστημα την 1.1.2015, ανέρχεται σε 7.619,9 εκατ. ευρώ.

Το υπόλοιπο ποσό, ύψους 344,7 εκατ. ευρώ, αφορά τη συμμετοχή της Τράπεζας στα αποθεματικά και τις εξομοιούμενες με αυτά προβλέψεις της ΕΚΤ.

#### 9.2 Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ

Στοιχεία 31.12.2015	(σε ποσοστά %)	(σε εκατ. ευρώ)
Συνολικά συναλλαγματικά διαθέσιμα που έχουν μεταβιβαστεί στην ΕΚΤ από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος		40.792,6
Κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα	2,88842	
<b>Απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος στις 31.12.2015 από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ</b>		<b>1.178,3</b>

Αφορούν τις απαιτήσεις της Τράπεζας που απορρέουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ, σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης Ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 30 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ).

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μεταφέρθηκαν κατ' αναλογία του μεριδίου συμμετοχής της Τράπεζας στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ με την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ και της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αποτελούνταν κατά 85% από δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας και κατά 15% από χρυσό.

Έναντι των συναλλαγματικών διαθεσίμων που μεταφέρθηκαν, ενεγράφη απαίτηση εκφρασμένη σε ευρώ η οποία αποφέρει τόκο που υπολογίζεται με επιτόκιο ίσο με το 85% του εκάστοτε οριακού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (η διαφορά 15% αντιστοιχεί στο μέρος της απαίτησης που προήλθε από τη μεταφορά του χρυσού και θεωρείται ότι έχει μηδενική απόδοση).<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Κατευθυντήρια γραμμή της ΕΚΤ της 3ης Νοεμβρίου 1998, όπως τροποποιήθηκε από την κατευθυντήρια γραμμή της 16ης Νοεμβρίου 2000 σχετικά με τη σύνθεση και αποτίμηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και τις λεπτομέρειες της αρχικής μεταβίβασής τους, το νόμισμα στο οποίο εκφράζονται οι ισοδύναμες απαιτήσεις και την απόδοσή τους (ΕΚΤ/2000/15), ΕΕ L336, 30.12.2000, σελ.114.

### 9.3 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ

Στις 31.12.2015 το καθαρό αποτέλεσμα από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ αποτελεί υποχρέωση της Τράπεζας και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.2 του παθητικού “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ”.

### 9.4 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Στις 31.12.2015 το καθαρό αποτέλεσμα που απορρέει από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2) είναι πιστωτικό για την Τράπεζα και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.3 του παθητικού “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)”.

### 9.5 Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Οι λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος, ύψους 38,7 εκατ. ευρώ, προέκυψαν ως εξής:

- Από το αποτέλεσμα που προέκυψε για την Τράπεζα από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος του οικονομικού έτους 2015<sup>13</sup> ύψους 15,5 εκατ. ευρώ (έσοδο). Το πραγματικό συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα ήταν μικρότερο του αναλογούντος με βάση τη κλειδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα, ήτοι:

Συγκεντρωθέν νομισματικό εισόδημα από την Τράπεζα . . . . .	244,5 εκατ. ευρώ
Αναλογούν νομισματικό εισόδημα σύμφωνα με την κλειδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα . . . . .	260,0 εκατ. ευρώ
Θετικό αποτέλεσμα	15,5 εκατ. ευρώ

- Από το ποσό 0,3 εκατ. ευρώ που κατέβαλε η Τράπεζα από διορθώσεις που έγιναν στην αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών.

- Από το ποσό 23,5 εκατ. ευρώ που εισέπραξε η Τράπεζα ως έσοδο από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ της χρήσης 2015.

## 10. Στοιχεία ενεργητικού υπό τακτοποίηση

Το υπόλοιπο στις 31.12.2015 των υπό τακτοποίηση στοιχείων του ενεργητικού ήταν μηδενικό.

## 11. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού

### 11.1 Κέρματα ζώνης ευρώ

Στο στοιχείο αυτό παρακολουθείται η αξία των κερμάτων που υπάρχουν στα ταμεία της Τράπεζας και τα οποία έχουν εκδοθεί από τις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Αξία κερμάτων στις 31.12.2015 . . . . .	58,0 εκατ. ευρώ
Αξία κερμάτων στις 31.12.2014 . . . . .	56,1 εκατ. ευρώ
Αύξηση	1,9 εκατ. ευρώ

<sup>13</sup> Για τον υπολογισμό του ποσού της αναδιανομής του νομισματικού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα προϋπολογιστικά στοιχεία από την ΕΚΤ, κατά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού και έγκρισής του από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας.



### 11.2 Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού

Στα πάγια στοιχεία περιλαμβάνονται τα ακίνητα (οικόπεδα, κτίρια και εγκαταστάσεις κτιρίων, κτίρια υπό κατασκευή), τα έπιπλα, τα μηχανήματα, ο ηλεκτρονικός εξοπλισμός και τα έξοδα λογισμικού. Τα πάγια στοιχεία εμφανίζονται στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις αποσβέσεις και τυχόν απομειώσεις.

Η αξία των παγίων στις 31.12.2015 είναι μειωμένη κατά τα ποσά των αποσβέσεων που έχουν διενεργηθεί μέχρι την ημερομηνία αυτή.

Οι αποσβέσεις διενεργούνται με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης για όλη τη διάρκεια της προσδοκώμενης ωφέλιμης ζωής του πάγιου στοιχείου.

<b>Αναπόσβεστη αξία παγίων στοιχείων</b>				
<b>Κατηγορίες παγίων</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>Μεταβολή</b>	<b>Συντελεστές απόσβεσης (%)</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>			
Οικόπεδα	542,3	542,3	0,0	0
Κτίρια – εγκαταστάσεις κτιρίων	220,3	225,9	-5,6	2,5
Κτίρια υπό κατασκευή και προκαταβολές κτήσεως παγίων	16,2	16,1	0,1	0
Λοιπός εξοπλισμός	20,0	23,3	-3,3	8-24
Έξοδα πολυετούς απόσβεσης (έξοδα λογισμικού κ.λπ.)	2,8	1,7	1,1	20-24
<b>Σύνολο</b>	<b>801,6</b>	<b>809,3</b>	<b>-7,7</b>	

### 11.3 Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού

Περιλαμβάνονται οι μετοχές της εταιρείας ΔΙΑΣ (Διατραπεζικά Συστήματα Α.Ε.), η συμμετοχή στο ΤΕΚΕ (Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων), οι μετοχές της εταιρείας ΕΧΑΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.), οι μετοχές του οργανισμού SWIFT, καθώς και οι μετοχές σε SDR της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) που έχει στην κατοχή της η Τράπεζα.

Η αξία των παραπάνω μετοχών και συμμετοχών, οι οποίες αποτιμώνται στο κόστος κτήσης, ανήλθε σε 29,1 εκατ. ευρώ στις 31.12.2015.

Επίσης περιλαμβάνονται τα περιουσιακά στοιχεία προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών ύψους 64,3 εκατ. ευρώ.

### 11.4 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού

Υπόλοιπο 31.12.2015 ..... 82 χιλ. ευρώ.

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη, τα οποία προήλθαν κυρίως από την αποτίμηση τίτλων εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου (warrants) και καταχωρήθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts). Οι τίτλοι αυτοί απεικονίζονται σε λογαριασμούς τάξεως στην ονομαστική τους αξία.

### **11.5 Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα**

Περιλαμβάνονται οι αγορασθέντες δεδουλευμένοι τόκοι χρεογράφων και οι δεδουλευμένοι και μη εισπραχθέντες μέχρι 31.12.2015 πιστωτικοί τόκοι και λοιπά δεδουλευμένα έσοδα. Τα τελευταία θα εισπραχθούν το νέο οικονομικό έτος και αφορούν κυρίως τόκους χορηγηθέντων από την Τράπεζα δανείων στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, χρεογράφων, τοποθετήσεων σε τράπεζες, καθώς και τους τόκους που αντιστοιχούν στα συναλλαγματικά διαθέσιμα που έχουν μεταβιβαστεί στην ΕΚΤ.

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	743,3 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	614,1 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	129,2 εκατ. ευρώ

### **11.6 Λοιπά στοιχεία**

Στα λοιπά στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνονται τα αποθέματα του ΙΕΤΑ τέλους χρήσης, τα υπόλοιπα των προσωρινών χρεωστικών λογαριασμών, τα ανεξόφλητα υπόλοιπα των δανείων προς το προσωπικό της Τράπεζας, καθώς και λοιπές διάφορες απαιτήσεις.

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	597,7 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	575,0 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	22,7 εκατ. ευρώ



## ΠΑΘΗΤΙΚΟ

### 1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία

Υπόλοιπο στις 31.12.2015	28.792,1 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014	27.172,1 εκατ. ευρώ
Αύξηση	1.620,0 εκατ. ευρώ

Αφορά το μερίδιο της Τράπεζας της Ελλάδος στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, υπολογιζόμενο με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων της Τράπεζας (2,6575%).

	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος	48.382,7	32.355,5	16.027,2
<b>μείον:</b>			
Υποχρέωση που απορρέει από το μερίδιο που εκδίδεται για λογαριασμό της ΕΚΤ (8% επί της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ επί την κλείδα συμμετοχής στο Ευρωσύστημα) <sup>14</sup>	-2.503,5	-2.362,8	-140,7
<b>μείον:</b>			
Υποχρέωση που απορρέει από την κατανομή εντός του Ευρωσυστήματος των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ <sup>14</sup>	-17.087,1	-2.820,6	-14.266,5
<b>Αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων</b>	<b>28.792,1</b>	<b>27.172,1</b>	<b>1.620,0</b>

Κατά τη διάρκεια του 2015, η συνολική αξία των τραπεζογραμμάτων που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από το Ευρωσύστημα αυξήθηκε κατά 6,6% (1.083,4 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2015, έναντι 1.016,5 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2014). Η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων ανέρχεται σε 28.792,1 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2015, έναντι 27.172,1 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2014. Η αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος αυξήθηκε σημαντικά κατά 49,5%, από 32.355,5 εκατ. ευρώ το 2014 σε 48.382,7 εκατ. ευρώ το 2015. Καθώς η πραγματική κυκλοφορία είναι μεγαλύτερη από αυτή που αναλογεί στην Τράπεζα, η διαφορά των 19.590,6 εκατ. ευρώ (5.183,4 εκατ. ευρώ το 2014) εμφανίζεται στο στοιχείο του παθητικού 9.2 “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ” (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

<sup>14</sup> Απεικονίζονται στο στοιχείο του παθητικού 9.2 “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ”.

## 2. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής

### 2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)

Οι λογαριασμοί αυτοί εμφανίζουν τις καταθέσεις των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την εκπλήρωση της υποχρέωσής τους για τήρηση ελάχιστων αποθεματικών στο Ευρωσύστημα και για την τακτοποίηση των μεταξύ τους πληρωμών. Τα υπόλοιπα των ελάχιστων αποθεματικών που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα εκτοκίζονται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate). Το ποσό των καταθέσεων που υπερβαίνει την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών εκτοκίζεται με το μικρότερο επιτόκιο μεταξύ του μηδενικού και του ισχύοντος επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το οποίο κατά το 2015 ήταν αρνητικό.

Υπόλοιπο στις 31.12.2015	1.258,9 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014	2.926,3 εκατ. ευρώ
Μείωση	1.667,4 εκατ. ευρώ

Το μέσο υπόλοιπο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη διάρκεια του 2015 διαμορφώθηκε σε 1,5 δισεκ. ευρώ, μειωμένο κατά 0,4 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το 2014.

### 2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων

Αφορά την πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων που παρέχει το Ευρωσύστημα στα πιστωτικά ιδρύματα, στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ειδικότερα, πρόκειται για τις καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος διάρκειας μίας ημέρας (overnight), με προκαθορισμένο επιτόκιο.

Υπόλοιπο στις 31.12.2015	0,0 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014	150,0 εκατ. ευρώ
Μείωση	150,0 εκατ. ευρώ

### 2.3 Καταθέσεις προθεσμίας

Οι καταθέσεις προθεσμίας είναι πράξεις απορρόφησης ρευστότητας στο πλαίσιο εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων με τη μορφή καταθέσεων.

### 2.4 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας

Πρόκειται για πράξεις που χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση μεγάλων ανισορροπιών της ρευστότητας.

### 2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων

Πρόκειται για καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό την κάλυψη της μείωσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χορηγηθεί στην Τράπεζα ως ασφάλεια έναντι παροχής ρευστότητας, στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (στοιχείο 5 του ενεργητικού).

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	128,2 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	0,0 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	128,2 εκατ. ευρώ

#### 4. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ

##### 4.1 Γενική κυβέρνηση

Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών καταθέσεων του Ελληνικού Δημοσίου καθώς και Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου, περιλαμβανομένου και του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	3.749,1 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	3.520,5 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	228,6 εκατ. ευρώ

Το μέσο υπόλοιπο των παραπάνω καταθέσεων μειώθηκε κατά τη διάρκεια του 2015 και διαμορφώθηκε σε 2,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 6,4 δισεκ. ευρώ το 2014.

##### 4.2 Λοιπές υποχρεώσεις

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	1.336,1 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	857,1 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	479,0 εκατ. ευρώ

Περιλαμβάνονται υπόλοιπα κυρίως λογαριασμών καταθέσεων διαφόρων φορέων και οργανισμών, υπόλοιπα λογαριασμών χρηματιστηριακών εταιριών καθώς και η κατάθεση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

#### 5. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

Υπόλοιπο στις 31.12.2015... ..	1.228,0 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	1.438,4 εκατ. ευρώ
Μ ε ί ω σ η	210,4 εκατ. ευρώ

Το μεγαλύτερο μέρος (1.095,6 εκατ. ευρώ) αφορά το λογαριασμό καταθέσεων σε ευρώ που τηρεί το ΔΝΤ στην Τράπεζα και αντιστοιχεί στο μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ που είναι εκφρασμένο σε ευρώ (μέρος της Quota). Μέσω του παραπάνω λογαριασμού διενεργούνται οι συναλλαγές της Τράπεζας (εισπράξεις/πληρωμές) με τρίτες χώρες, σύμφωνα με σχετικές εντολές του ΔΝΤ, στο πλαίσιο των διεθνών συναλλαγών του.

Ακόμη περιλαμβάνονται τα κεφάλαια του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων ύψους 131,3 εκατ. ευρώ (410,1 εκατ. ευρώ στις 31.12.2014), τα οποία προορίζονται για την ενίσχυση της χώρας μας στους τομείς της αγροτικής οικονομίας και των επιχειρήσεων.

## 6. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ

	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
- Υποχρέωση προς το Ελληνικό Δημόσιο σε SDR από κατανομές του ΔΝΤ	329,2	0,0	329,2
- Υποχρέωση προς το Ελληνικό Δημόσιο (μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ-μέρος Quota-σε SDR)	306,8	287,3	19,5
- Λοιπές υποχρεώσεις	10,4	15,1	-4,7
<b>Σύνολο</b>	<b>646,4</b>	<b>302,4</b>	<b>344,0</b>

Η μεταβολή της υποχρέωσης προς το Ελληνικό Δημόσιο σε SDR προερχόμενα από τις κατανομές του ΔΝΤ οφείλεται στην αλλαγή της λογιστικής απεικόνισης των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων (βλ. σχετική σημείωση “Ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα (SDR): αλλαγή λογιστικής απεικόνισης” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## 7. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

### 7.1 Καταθέσεις και λοιπές υποχρεώσεις

Πρόκειται για καταθέσεις διαφόρων φορέων και οργανισμών ύψους 2,7 χιλ. ευρώ.

## 8. Λογαριασμός ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ

Στον λογαριασμό αυτό εμφανίζονταν οι υποχρεώσεις της Τράπεζας προς το ΔΝΤ από κατανομές ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων (SDR) ύψους 782,3 εκατ.. Η διάθεση του εν λόγω ποσού από το ΔΝΤ προς την Ελλάδα έγινε τμηματικά. Από το 1970 μέχρι το 1981 διατέθηκαν 103,5 εκατ. SDR και το 2009 τα υπόλοιπα 678,8 εκατ. SDR. Οι κατανομές του έτους 2009 πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο της γενικής κατανομής SDR ύψους αντίστοιχου των 250 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ προς όλες τις χώρες-μέλη του ΔΝΤ, η οποία εγκρίθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο του ΔΝΤ στις 7.8.2009 και τέθηκε σε ισχύ στις 28.8.2009.

Σκοπός της εν λόγω κατανομής είναι η παροχή ρευστότητας στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα με την ενίσχυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών-μελών του ΔΝΤ και πραγματοποιήθηκε κατ’ αναλογία προς τα ισχύοντα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του ΔΝΤ.

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	0,0 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	932,9 εκατ. ευρώ
	Μ ε ί ω σ η
	932,9 εκατ. ευρώ

Στις 9.12.2015 υπεγράφη σύμβαση μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Τράπεζας της Ελλάδος, με την οποία συμφωνήθηκε η αλλαγή της λογιστικής απεικόνισης των κατανομών σε ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα, κατά τρόπον ώστε τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα από κατανομές του ΔΝΤ να εμφανίζονται στους εθνικούς λογαριασμούς ως υποχρέωση του Ελληνικού Δημοσίου προς το ΔΝΤ. Ως εκ τούτου, από τις 23.12.2015, ημέρα έναρξης ισχύος της συμφωνίας, η

συγκεκριμένη υποχρέωση παύει να εμφανίζεται στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος και παρακολουθείται πλέον σε λογαριασμούς τάξεως για πληροφοριακούς λόγους.

## 9. Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος

### 9.2 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται οι υποχρεώσεις της Τράπεζας της Ελλάδος που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

Υπόλοιπο στις 31.12.2015	19.590,6 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014	5.183,4 εκατ. ευρώ
	<b>Αύξηση 14.407,2 εκατ. ευρώ</b>

Το ύψος της υποχρέωσης στις 31.12.2015 διαμορφώθηκε από τα ακόλουθα μεγέθη:

- 2.503,5 εκατ. ευρώ αφορούν την αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ τα οποία έχουν εκδοθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος για λογαριασμό της ΕΚΤ (ποσοστό 8% επί της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ θεωρείται ότι εκδίδεται για λογαριασμό της ΕΚΤ). Το μερίδιο που αντιστοιχεί στην Τράπεζα υπολογίζεται σύμφωνα με την κλειδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα. Το παραπάνω ποσό αυξήθηκε κατά 140,7 εκατ. ευρώ σε σχέση με την 31.12.2014 (2.362,8 εκατ. ευρώ), λόγω της συνολικής αύξησης των τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία σε επίπεδο Ευρωσυστήματος.
- 17.087,1 εκατ. ευρώ αφορούν το ποσό κατά το οποίο προσαρμόστηκε (μειώθηκε) η αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα, μετά την αφαίρεση του 8% υπέρ της ΕΚΤ, ώστε το μερίδιο της Τράπεζας στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ (στοιχείο 1 του παθητικού) να αντιστοιχεί σ' αυτό που προκύπτει με βάση την κλειδα κατανομής τραπεζογραμματίων. Το 2015 το παραπάνω ποσό αυξήθηκε κατά 14.266,5 εκατ. ευρώ, λόγω της αύξησης που σημειώθηκε στην αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ που πραγματικά τέθηκαν σε κυκλοφορία από την Τράπεζα κατά τη διάρκεια του 2015 (βλ. στοιχείο 1 του παθητικού “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

### 9.3 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Πρόκειται για τις καθαρές υποχρεώσεις της Τράπεζας έναντι της ΕΚΤ που απορρέουν από τις διευρωπαϊκές συναλλαγές των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και τις συναλλαγές της Τράπεζας της Ελλάδος με τις λοιπές ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, με την ΕΚΤ, καθώς και με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (εκτός Ευρωσυστήματος) που συμμετέχουν στο σύστημα TARGET2 (Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο).

Το υπόλοιπο της θέσης αυτής εκτοκίζεται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate).



Υπόλοιπα λογαριασμού TARGET2 (σε εκατ. ευρώ)						
31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
49.036,1	87.088,1	104.750,0	98.355,2	51.115,9	49.318,9	94.386,9

Μέσα ετήσια υπόλοιπα λογαριασμού TARGET2 (σε εκατ. ευρώ)						
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
37.647	77.022	93.090	105.084	63.893	40.476	96.486

Η δημιουργία των υποχρεώσεων αυτών χρονολογείται από την ημερομηνία ένταξης της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα (1.1.2001).

#### 9.4 Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Στις 31.12.2015 το καθαρό αποτέλεσμα των λοιπών συναλλαγών της Τράπεζας της Ελλάδος με το Ευρωσύστημα είναι χρεωστικό (απαίτηση) και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.5 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”.

#### 10. Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση

Περιλαμβάνονται κυρίως επιταγές και εντολές πληρωτέες που δεν έχουν ακόμη διακανονιστεί καθώς και υπό τακτοποίηση υπόλοιπα ενδιάμεσων λογαριασμών, συνολικού ύψους 1,0 εκατ. ευρώ.

#### 11. Λοιπές υποχρεώσεις

##### 11.1 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού

Υπόλοιπο 31.12.2015 .....	17,5 εκατ. ευρώ
---------------------------	-----------------

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζεται το αποτέλεσμα που προέκυψε από την αναπροσαρμογή στο τέλος του έτους των εκκρεμών πράξεων σε συνάλλαγμα, που παρακολουθούνται σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως).

##### 11.2 Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα

Στους λογαριασμούς αυτούς περιλαμβάνονται οι δεδουλευμένοι και μη πληρωθέντες μέχρι 31.12.2015 χρεωστικοί τόκοι και λοιπά έξοδα. Οι τόκοι και τα έξοδα αυτά θα καταβληθούν το νέο οικονομικό έτος και αφορούν κυρίως διάφορους χρεωστικούς τόκους (επί του υπολοίπου του λογαριασμού TARGET2, των υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων και λοιπών υποχρεώσεων).

Υπόλοιπο στις 31.12.2015 .....	16,4 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2014 .....	14,0 εκατ. ευρώ
	<u>2,4 εκατ. ευρώ</u>
	Α ύ ξ η σ η

### 11.3 Λοιπά στοιχεία

Λοιπά στοιχεία παθητικού	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
– Ποσό μερισμάτων προς διανομή τρέχουσας χρήσης	9,5	9,9	-0,4
– Φόρος μερισμάτων	3,9	3,5	0,4
– Υπόλοιπο κερδών χρήσης περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	1.149,5	641,2	508,3
– Λοιπές υποχρεώσεις	113,2	37,1	76,1
<b>Σύνολο</b>	<b>1.276,1</b>	<b>691,7</b>	<b>584,4</b>

Περιλαμβάνονται τα προς καταβολή μερίσματα της οικονομικής χρήσης 2015, ο φόρος που αναλογεί επί των μερισμάτων, το υπόλοιπο κερδών χρήσης που περιέχεται στο Ελληνικό Δημόσιο, λοιποί φόροι προς απόδοση, τα υπόλοιπα των προσωρινών πιστωτικών λογαριασμών και διαφόρων λογαριασμών υπέρ τρίτων (προμηθευτές κ.λπ.), καθώς και λοιπές υποχρεώσεις.

### 12. Προβλέψεις

Κατηγορίες προβλέψεων	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
α. Ειδικές προβλέψεις για πιθανούς κινδύνους εκμετάλλευσης, έκτακτες ζημιές και επισφαλείς απαιτήσεις	135,2	127,8	7,4
β. Πρόβλεψη για δαπάνες συνταξιοδοτικών παροχών	2.125,3	2.112,4	12,9
γ. Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων (συμπεριλαμβάνονται κίνδυνοι από τις επενδυτικές δραστηριότητες της Τράπεζας και κίνδυνοι στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος)	3.614,3	3.229,3	385,0
δ. Πρόβλεψη έναντι γενικών λειτουργικών κινδύνων και υποχρεώσεων (άρθρο 71 του Καταστατικού)	1.323,7	1.319,2	4,5
<b>Σύνολο</b>	<b>7.198,5</b>	<b>6.788,7</b>	<b>409,8</b>

Το συνολικό ύψος των προβλέψεων διαμορφώθηκε σε 7.198,5 εκατ. ευρώ.

Η πρακτική σχηματισμού υψηλών προβλέψεων και αποθεματικών ακολουθείται στο πλαίσιο της εφαρμοζόμενης από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος αρχή της συντηρητικότητας.

Μέσω της διενέργειας υψηλών προβλέψεων ισχυροποιείται η οικονομική θέση της Τράπεζας της Ελλάδος, ώστε αυτή να αντεπεξέρχεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στα καθήκοντα που της έχουν ανατεθεί και τους κινδύνους που αναλαμβάνει.

Η Τράπεζα επαναξιολογεί σε ετήσια βάση το σύνολο των προβλέψεων και επαναπροσδιορίζει το ύψος τους μετά από εκτίμηση των κινδύνων. Η αξιολόγηση λαμβάνει υπόψη μια σειρά παραγόντων όπως:

- το ύψος των περιουσιακών στοιχείων που ενέχουν κινδύνους,
- το βαθμό έκθεσης σε κινδύνους,
- μελέτες αξιολόγησης και εκτίμησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων,
- τις εξελίξεις στις αγορές χρήματος και τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα,
- τα υφιστάμενα αποθεματικά και προβλέψεις,
- τα υπόλοιπα των λογαριασμών αναπροσαρμογής (revaluation accounts).

Αναλυτικά οι προβλέψεις έχουν ως εξής:

***α. Ειδικές προβλέψεις για πιθανούς κινδύνους εκμετάλλευσης, έκτακτες ζημιές και επισφαλείς απαιτήσεις***

Πρόκειται για ειδικές προβλέψεις που σχηματίστηκαν για την κάλυψη πιθανών κινδύνων, ζημιών, εξόδων και υποχρεώσεων που συνδέονται άμεσα με τη λειτουργία της Τράπεζας, όπως:

- διαχειριστικά ελλείμματα,
- επισφαλείς απαιτήσεις,
- καταβολή αποζημιώσεων σε υπαλλήλους κατά την έξοδο από την υπηρεσία.

Ο σχηματισμός των παραπάνω ειδικών προβλέψεων προήλθε από πραγματικές ανάγκες και υποχρεώσεις, ενώ ο προσδιορισμός του ύψους των προβλέψεων έγινε μετά από εκτιμήσεις των ποσών που ενδεχομένως απαιτηθούν για την κάλυψη κινδύνων και ζημιών και των ποσών των επισφαλών απαιτήσεων που δεν θα εισπραχθούν.

***β. Πρόβλεψη για δαπάνες συνταξιοδοτικών παροχών***

Η Τράπεζα έχει αναλάβει και ενεργεί, σύμφωνα με τον Ν.3863/2010, άρθρο 64, την κοινωνική ασφάλιση του προσωπικού της στους κλάδους κύριας και επικουρικής σύνταξης.

Για την κάλυψη της παραπάνω υποχρέωσης, αλλά και γενικότερα για την κάλυψη συνταξιοδοτικών και συναφών παροχών, σχηματίστηκε η παραπάνω πρόβλεψη. Το ύψος της πρόβλεψης προσαρμόζεται ετησίως με βάση αναλογιστικές μελέτες, οι οποίες διενεργούνται από ανεξάρτητη εταιρία αναλογιστών.

***γ. Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων (συμπεριλαμβάνονται κίνδυνοι από τις επενδυτικές δραστηριότητες της Τράπεζας και κίνδυνοι στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομοματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος)***

Η Τράπεζα και στη χρήση 2015, ακολουθώντας την πάγια πρακτική της, η οποία συνάδει με την πρακτική της ΕΚΤ και άλλων κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ, σχηματίζει επαρκή πρόβλεψη για την κάλυψη των ανωτέρω κινδύνων, κατόπιν εισήγησης της Μονάδας Διαχείρισης Κινδύνων και σχετικής απόφασης της Επιτροπής Διαχείρισης Κινδύνων. Η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων είναι αρμόδια για την εκτίμηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων και για τη διε-

νέργεια των ελέγχων απομείωσης (impairment tests) της αξίας των χρεογράφων που διακρατούνται έως τη λήξη τους. Τα χρεόγραφα αυτά αφορούν χαρτοφυλάκια που έχουν δημιουργηθεί για σκοπούς νομισματικής πολιτικής (SMP, CBPP1, CBPP3 και PSPP) και χαρτοφυλάκια ιδίων διαθεσίμων. Σημειώνεται ότι ο έλεγχος απομείωσης της αξίας των χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής διεξάγεται σε συνεργασία με την ΕΚΤ.

Ειδικότερα, η πρόβλεψη αυτή προορίζεται να καλύψει:

- πιστωτικούς κινδύνους που ενδέχεται να προέλθουν από τη χορήγηση ρευστότητας σε αντισυμβαλλόμενα πιστωτικά ιδρύματα, από τα χρεόγραφα που αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP) καθώς και τα χρεόγραφα που αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του πρώτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP1), του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (CBPP3) καθώς και του προγράμματος για τις Αγορές Περιουσιακών Στοιχείων Δημοσίου Τομέα (PSPP).
- πιστωτικούς κινδύνους και κινδύνους αγοράς (επιτοκίων, συναλλαγματικούς) των χαρτοφυλακίων χρεογράφων και συναλλάγματος της Τράπεζας.

Σημειώνεται ότι οι ΕθνΚΤ που διενεργούν πράξεις νομισματικής πολιτικής εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, περιλαμβανομένης και της Τράπεζας της Ελλάδος, συμμετέχουν στο νομισματικό εισόδημα και κατά συνέπεια και στις προβλέψεις έναντι κινδύνων, σύμφωνα με τις κλείδες συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Το θεσμικό πλαίσιο που ισχύει σήμερα, όσον αφορά αφενός τη χορήγηση από τα πιστωτικά ιδρύματα επαρκών και αποδεκτών από το Ευρωσύστημα περιουσιακών στοιχείων ως ασφάλεια έναντι της παροχής ρευστότητας στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και αφετέρου τον έλεγχο των σχετικών κινδύνων, είναι επαρκές.

Στο πλαίσιο αυτό και για την κάλυψη πιθανών κινδύνων σχηματίζονται οι αναγκαίες προβλέψεις, με βάση την αρχή της συντηρητικότητας.

Ο βαθμός χρησιμοποίησης των προβλέψεων αυτών εξαρτάται από τις μελλοντικές εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και των παραμέτρων που διαμορφώνουν το ύψος των χρηματοοικονομικών κινδύνων.

#### **δ. Πρόβλεψη έναντι γενικών λειτουργικών κινδύνων και υποχρεώσεων (άρθρο 71 του Καταστατικού)**

Η πρόβλεψη αυτή προορίζεται να καλύψει γενικούς κινδύνους και υποχρεώσεις που ενδέχεται να υφίστανται και δημιουργούνται κατά την εκτέλεση των εργασιών της ως κεντρικής τράπεζας της χώρας και στο πλαίσιο διεθνών συμφωνιών, όπως αναφέρονται στο άρθρο 71 του Καταστατικού της Τράπεζας.

#### **13. Λογαριασμοί αναπροσαρμογής (revaluation accounts)**

Σύμφωνα με τους κανόνες και τις λογιστικές αρχές που έχει καθορίσει η ΕΚΤ για τις τράπεζες-μέλη του ΕΣΚΤ, ιδίως την αρχή της συντηρητικότητας, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη που προκύπτουν από την αποτίμηση του χρυσού, των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα, των χρεογράφων και των χρηματοοικονομικών μέσων εντός και εκτός ισολογισμού δεν λογίζονται ως έσοδα στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (λειτουργούν ως αποθεματικά μόνο για τα συγκεκριμένα περι-

ουσιακά στοιχεία). Αντιθέτως, οι ζημίες από αποτίμηση που προκύπτουν στο τέλος του έτους λογίζονται ως έξοδα και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως (βλ. “Αναγνώριση εσόδων” στην ενότητα “Λογιστικές Πολιτικές”).

Από την αποτίμηση στο τέλος της χρήσεως 2015 προέκυψαν μη πραγματοποιηθέντα κέρδη ύψους 3.071,7 εκατ. ευρώ (το μεγαλύτερο μέρος αφορά τον χρυσό), τα οποία μεταφέρθηκαν στους αντίστοιχους λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts) και εμφανίζονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα.

<b>Μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από την αποτίμηση</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– χρυσού	2.844,2	2.916,5	-72,3
– συναλλάγματος	210,9	100,6	110,3
– χρεογράφων	15,3	24,3	-9,0
– μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων	1,2	1,1	0,1
– τίτλων warrants	0,1	0,1	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>3.071,7</b>	<b>3.042,6</b>	<b>29,1</b>

#### **14. Μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά**

Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της Τράπεζας ανέρχεται σε 815,5 εκατ. ευρώ.

Το μετοχικό κεφάλαιο και το τακτικό αποθεματικό είναι εξισωμένα και ανέρχονται σε 111,2 εκατ. ευρώ έκαστο.

Αναλυτικά, το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά έχουν ως εξής:

##### **14.1 Μετοχικό κεφάλαιο**

Το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας, μετά τις αυξήσεις που έγιναν σύμφωνα με το Ν.Δ. 413/70 και 889/71, τους Ν. 542/77 και 1249/82, την Υπουργική Απόφαση Ε. 2665/88, τον Ν. 2065/92, την Υπουργική Απόφαση 1281/30.10.96 και τις Πράξεις Υπουργικού Συμβουλίου 8/4.2.2000, 32/23.5.2002, 17/4.7.2005 και 8/10.6.2008, ανέρχεται σε 111.243.362 ευρώ, διαιρούμενο σε 19.864.886 μετοχές ονομαστικής αξίας 5,60 ευρώ εκάστη.

##### **14.2 Τακτικό αποθεματικό**

Το τακτικό αποθεματικό ανέρχεται σε 111.243.362 ευρώ και είναι εξισωμένο με το μετοχικό κεφάλαιο.

##### **14.3 Έκτακτο αποθεματικό**

Το έκτακτο αποθεματικό ανέρχεται σε 84,5 εκατ. ευρώ, αμετάβλητο σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.

##### **14.4 Ειδικό αποθεματικό από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων**

Το ειδικό αυτό αποθεματικό σχηματίστηκε από την υπεραξία που προέκυψε από την αναπροσαρμογή της λογιστικής αξίας των ακινήτων της Τράπεζας στην εύλογη (αγοραία) αξία τους, κατά τις χρήσεις 2004 και 2007, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις ανεξάρτητων εκτιμητών.

Μέρος της υπεραξίας κεφαλαιοποιήθηκε κατά τις χρήσεις 2005 και 2008 με διανομή δωρεάν μετοχών στους μετόχους, ενώ μικρό μέρος, που προερχόταν από τα ακίνητα της Τράπεζας που πωλήθηκαν, μεταφέρθηκε στα κέρδη της Τράπεζας κατά τις χρήσεις 2008, 2009 και 2010.

Το υπόλοιπο του λογαριασμού στις 31.12.2015 ανέρχεται σε 507,2 εκατ. ευρώ.

#### ***14.5 Λοιπά ειδικά αποθεματικά***

Ανέρχονται σε 1,3 εκατ. ευρώ και αφορούν την αξία έργων τέχνης και πάγιων στοιχείων (κυρίως κτιρίων), τα οποία έχουν παραχωρηθεί δωρεάν στην Τράπεζα.

## ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ (ΤΑΞΕΩΣ)

	31.12.2015	31.12.2014	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
1. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου από τη διαχείριση του “Κοινού Κεφαλαίου Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων” σύμφωνα με τον Ν. 2469/97	27.038,7	24.816,7	2.222,0
2. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου και λοιπά χρεόγραφα από τη διαχείριση και θεματοφύλαξη κεφαλαίων δημόσιων οργανισμών, ασφαλιστικών φορέων και ιδιωτών *	4.754,0	16.239,5	-11.485,5
3. Περιουσιακά στοιχεία αποδεκτά από το Ευρωσύστημα ως ασφάλεια για πράξεις νομισματικής πολιτικής και παροχή ενδοημερησίας ρευστότητας	40.054,6	72.152,5	-32.097,9
4. Περιουσιακά στοιχεία αποδεκτά από την Τράπεζα της Ελλάδος ως ασφάλεια για πράξεις έκτακτης παροχής ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα	149.097,0	22.703,4	126.393,6
5. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως**	21.873,2	27.799,9	-5.926,7
<b>Σύνολο</b>	<b>242.817,5</b>	<b>163.712,0</b>	<b>79.105,5</b>

\* Η μείωση οφείλεται κυρίως στην επιστροφή αχρησιμοποίητων τίτλων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) που είχαν χορηγηθεί στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ).

\*\* Στους λοιπούς λογαριασμούς τάξεως περιλαμβάνονται κυρίως:

- Η υποσχετική επιστολή (promissory note) ύψους 12,7 δισεκ. SDR (με ισότιμο 16,2 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2015) με δικαιούχο το ΔΝΤ, που έχει εκδοθεί από τη Ελληνική Κυβέρνηση για το ανεξόφλητο υπόλοιπο των δανείων που έχει λάβει από το ΔΝΤ μέχρι 31.12.2015, στο πλαίσιο της συμφωνίας στήριξης της χώρας από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το ΔΝΤ. Η υποσχετική επιστολή δεν δημιουργεί τόκους και είναι μη διαπραγματεύσιμη. Η Ελληνική Κυβέρνηση έχει την αποκλειστική υποχρέωση αποπληρωμής του εν λόγω δανείου. Η υποσχετική επιστολή φυλάσσεται στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ενεργεί ως θεματοφύλακας (depository) και ως δημοσιονομικός αντιπρόσωπος (Fiscal Agent) της Ελλάδος έναντι του ΔΝΤ.
- Από το 2015 η υποχρέωση του ΕΔ προς το ΔΝΤ από κατανομές ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων ύψους 782,3 εκατ. SDR (995,8 εκατ. ευρώ).
- Τίτλοι, χρεόγραφα και άλλες αξίες κυριότητας του ΕΔ προς φύλαξη.
- Εντολές ενέγγων πιστώσεων προς εκτέλεση, εγγυητικές επιστολές τρίτων για εξασφάλιση καλής εκτέλεσης έργων ή συμβάσεων προμηθειών, κέρματα εκτός κυκλοφορίας κ.λπ.
- Προθεσμιακές υποχρεώσεις προς την ΕΚΤ, οι οποίες δημιουργήθηκαν στο πλαίσιο της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης αντισυμβαλλόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων σε δολάρια ΗΠΑ. Μέσω προσωρινών συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων (swap), η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve) έθεσε στη διάθεση της ΕΚΤ δολάρια ΗΠΑ. Ταυτόχρονα, η ΕΚΤ διενήργησε πράξεις swap με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, οι οποίες χρησιμοποίησαν τα κεφάλαια αυτά για τη χορήγηση ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ σε πιστωτικά ιδρύματα χωρών της ζώνης του ευρώ μέσω αντιστρεπτέων συναλλαγών.

# ΓΕΝΙΚΕΣ ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2015 ανήλθαν σε 1.162,8 εκατ. ευρώ, έναντι 654,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

## ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2015

### ΕΣΟΔΑ

Τα **συνολικά καθαρά έσοδα** από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA), τους τόκους των χαρτοφυλακίων, τις προμήθειες και τα λοιπά έσοδα από τις εργασίες εσωτερικού και εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 1.897,5 εκατ. ευρώ, έναντι 1.118,2 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014, σημειώνοντας αύξηση κατά 69,7%.

#### Ειδικότερα:

- Τα **καθαρά έσοδα από τόκους, χρηματοοικονομικές πράξεις και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος** διαμορφώθηκαν σε 1.763,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.003,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση κατά 75,8%,
- τα **καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες** αυξήθηκαν κατά 22,2% και διαμορφώθηκαν σε 89,8 εκατ. ευρώ, έναντι 73,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση,
- τα **έσοδα από μετοχές και συμμετοχές** αυξήθηκαν κατά 2,6 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 31,6 εκατ. ευρώ, έναντι 29,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.
- **Τέλος, τα λοιπά έσοδα** ανήλθαν σε 12,3 εκατ. ευρώ, έναντι 12,1 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση κατά 1,7%.

### ΕΞΟΔΑ

Τα **συνολικά έξοδα** στη χρήση 2015 αυξήθηκαν κατά 271,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 734,7 εκατ. ευρώ, έναντι 463,7 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014, κυρίως λόγω του σχηματισμού υψηλότερων προβλέψεων σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.

#### Ειδικότερα:

- Τα **γενικά λειτουργικά έξοδα της Τράπεζας πλην προβλέψεων** (δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών, αποσβέσεις και λοιπά έξοδα) μειώθηκαν κατά 7,4 εκατ. ευρώ (-2,2%) και διαμορφώθηκαν σε 326,2 εκατ. ευρώ, έναντι 333,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος απαιτήθηκαν έκτακτες δαπάνες ύψους 6,3 εκατ. ευρώ.
- **Οι προβλέψεις** στη χρήση 2015 διαμορφώθηκαν σε 408,5 εκατ. ευρώ, σημαντικά αυξημένες σε σχέση με τη χρήση 2014 (βλ. σχετικές σημειώσεις στο στοιχείο 12 του παθητικού “Προβλέψεις”).



## ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΑΠΟ ΕΡΓΑΣΙΕΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Τα συνολικά καθαρά έσοδα της Τράπεζας στη χρήση 2015 από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA), τους τόκους των χαρτοφυλακίων, τις προμήθειες και τα λοιπά έσοδα από τις εργασίες εσωτερικού και εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 1.897,5 εκατ. ευρώ, έναντι 1.118,2 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014, σημειώνοντας αύξηση κατά 69,7%.

Τα καθαρά έσοδα αναλύονται κατά κατηγορία και σε σύγκριση με την προηγούμενη χρήση ως εξής:

### 1. Καθαροί τόκοι-έσοδα

Τα καθαρά έσοδα από τόκους (τόκοι-έσοδα μείον τόκοι-έξοδα) αυξήθηκαν κατά 80,2% και ανήλθαν σε 1.725,7 εκατ. ευρώ, έναντι 957,7 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Αναλυτικά οι επιμέρους κατηγορίες τόκων έχουν ως εξής:

#### 1.1 Τόκοι-έσοδα

Αυξήθηκαν κατά 734,9 εκατ. ευρώ και ανήλθαν σε 1.784,0 εκατ. ευρώ, έναντι 1.049,1 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των εσόδων από ειδικές χορηγήσεις σε πιστωτικά ιδρύματα μέσω πράξεων παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA).

Τόκοι-έσοδα	2015 (σε εκατ. ευρώ)	2014	Μεταβολή
α. από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	29,6	90,9	-61,3
β. χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	265,0	306,7	-41,7
γ. από πράξεις έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα	914,6	40,5	874,1
δ. επενδυτικών χαρτοφυλακίων (εκτός χρεογράφων Ελληνικού Δημοσίου)	262,4	284,7	-22,3
ε. επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα Ελληνικού Δημοσίου	274,2	279,5	-5,3
στ. μακροπρόθεσμων απαιτήσεων σε ευρώ από τη μεταφορά συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ	0,5	1,7	-1,2
ζ. μακροπρόθεσμων απαιτήσεων έναντι του Ελληνικού Δημοσίου	34,4	42,2	-7,8
η. από καταθέσεις και συμμετοχές σε SDR στο ΔΝΤ	0,2	0,7	-0,5
θ. από δάνεια στο προσωπικό της Τράπεζας	1,7	2,2	-0,5
ι. λοιποί τόκοι-έσοδα	1,4	0,0	1,4
<b>Σύνολο</b>	<b>1.784,0</b>	<b>1.049,1</b>	<b>734,9</b>

Ειδικότερα:

*α) Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής*  
Πρόκειται για τους τόκους που προέρχονται από δάνεια της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς, των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs) και της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης που διενεργούνται από το Ευρωσύστημα για τη χορήγηση ρευστότητας, στο πλαίσιο της άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Στη χρήση 2015, οι τόκοι της κατηγορίας αυτής ανήλθαν σε 29,6 εκατ. ευρώ, έναντι 90,9 εκατ. ευρώ το 2014. Η μεταβολή οφείλεται κυρίως στη σημαντική μείωση του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, το οποίο διαμορφώθηκε στο 0,05% το 2015, έναντι 0,16% το 2014 (μέσος όρος), όπως επίσης και στη μείωση του μέσου επιπέδου των χορηγηθέντων δανείων.

Αναλυτικά, οι τόκοι κατά κατηγορία πράξεων έχουν ως εξής :

<b>Τόκοι από δάνεια προς πιστωτικά ιδρύματα</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– από πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	16,3	85,7	-69,4
– από πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	0,0	2,2	-2,2
– από στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	12,8	2,3	10,5
– από διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,5	0,7	-0,2
<b>Σύνολο</b>	<b>29,6</b>	<b>90,9</b>	<b>-61,3</b>

*β) Τόκοι χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής*

Ανήλθαν σε 265,0 εκατ. ευρώ, έναντι 306,7 εκατ. ευρώ το 2014, και αφορούν τους τόκους των χρεογράφων που αγοράστηκαν από την Τράπεζα στο πλαίσιο του πρώτου Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για την αγορά Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme – CBPP1), του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP), του τρίτου Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για την αγορά Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3), καθώς και του προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP).

Η αξία των χρεογράφων των χαρτοφυλακίων νομισματικής πολιτικής που κατείχε η Τράπεζα στις 31.12.2015 ανήλθε σε 20,7 δισεκ. ευρώ, έναντι 5,8 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2014. Η αξία αυτή αντιπροσωπεύει την αξία κτήσης προσαρμοσμένη με τις υπό και υπέρ το άρτιο αποσβεσθείσες διαφορές.

*γ) Τόκοι από πράξεις έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα*

Ανήλθαν σε 914,6 εκατ. ευρώ, έναντι 40,5 εκατ. ευρώ το 2014, και αφορούν τους τόκους των ειδικών χορηγήσεων προς τα πιστωτικά ιδρύματα κυρίως μέσω πράξεων παροχής έκτακτης ενί-

σχυσης σε ρευστότητα (ELA) (βλ. σημείωση στο στοιχείο 6 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ”).

*δ) Τόκοι επενδυτικών χαρτοφυλακίων (εκτός χρεογράφων Ελληνικού Δημοσίου)*

Το μεγαλύτερο ποσό των τόκων της κατηγορίας αυτής αφορά τους τόκους χρεογράφων σε ευρώ εκδόσεως κυβερνήσεων χωρών της ζώνης του ευρώ.

<b>Τόκοι κατά κατηγορία επενδύσεων</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– από χρεόγραφα	261,2	283,8	-22,6
– από προθεσμιακές καταθέσεις και τρεχούμενους λογαριασμούς	1,2	0,9	0,3
<b>Σύνολο</b>	<b>262,4</b>	<b>284,7</b>	<b>-22,3</b>

Η παρατηρούμενη μείωση κατά 22,3 εκατ. ευρώ έναντι της προηγούμενης χρήσης οφείλεται στις μειωμένες αποδόσεις των χρεογράφων εξωτερικού.

*ε) Τόκοι επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα Ελληνικού Δημοσίου*

Οι τόκοι του χαρτοφυλακίου της Τράπεζας σε χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου σημείωσαν μείωση κατά 5,3 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (2015: 274,2 εκατ. ευρώ, 2014: 279,5 εκατ. ευρώ).

*στ) Τόκοι μακροπρόθεσμων απαιτήσεων σε ευρώ από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ*

Η κατηγορία αυτή αφορά τους τόκους επί της απαίτησης σε ευρώ που προέκυψε από τη μεταφορά των συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ, σύμφωνα με το άρθρο 30 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ. Το 2015 οι τόκοι αυτοί, οι οποίοι υπολογίζονται με το 85% του εκάστοτε ισχύοντος οριακού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, παρουσίασαν μείωση κατά 1,2 εκατ. ευρώ έναντι της προηγούμενης χρήσης και διαμορφώθηκαν σε 0,5 εκατ. ευρώ (2014: 1,7 εκατ. ευρώ). Η μείωση οφείλεται στη μείωση του επιτοκίου (μέσος όρος 2015: 0,05% έναντι 0,16% το 2014).

*ζ) Τόκοι μακροπρόθεσμων απαιτήσεων έναντι του Ελληνικού Δημοσίου*

Η κατηγορία αυτή αφορά τους τόκους επί των δανείων που έχει χορηγήσει η Τράπεζα προς το Ελληνικό Δημόσιο μέχρι 31.12.1993.

Το 2015 οι τόκοι αυτοί ανήλθαν συνολικά σε 34,4 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας μείωση κατά 7,8 εκατ. ευρώ σε σχέση με το προηγούμενο έτος (2014: 42,2 εκατ. ευρώ). Η μείωση αυτή προήλθε αφενός από τη μείωση των επιτοκίων του ευρώ (LIBOR και LIBID για καταθέσεις 12 μηνών), με τα οποία εκτοκίζονται τα δάνεια προς το Ελληνικό Δημόσιο που προήλθαν από τη ρύθμιση του υπολοίπου του λογαριασμού “Συναλλαγματικές διαφορές Ν. 1083/80”, και αφετέρου από τη μείωση του κεφαλαίου των δανείων, λόγω της σταδιακής εξόφλησής τους.

*η) Τόκοι από διαθέσιμα και συμμετοχές σε SDR στο ΔΝΤ*

Διαμορφώθηκαν σε 0,2 εκατ. ευρώ και αφορούν κυρίως τους τόκους που προέρχονται από το μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο ΔΝΤ σε SDR (Quota) και από τα διαθέσιμα σε SDR, που

προέρχονται από τις κατανομές SDR του ΔΝΤ στο πλαίσιο της γενικής κατανομής SDR προς όλες τις χώρες-μέλη του ΔΝΤ.

*ι) Τόκοι από δάνεια στο προσωπικό της Τράπεζας*

Οι τόκοι αυτοί, οι οποίοι προέρχονται από δάνεια που έχουν χορηγηθεί στο προσωπικό της Τράπεζας (στεγαστικά και οικονομικών αναγκών), ανήλθαν σε 1,7 εκατ. ευρώ, έναντι 2,2 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

*κ) Λοιποί τόκοι-έσοδα*

Ανήλθαν σε 1,4 εκατ. ευρώ, έναντι 57 χιλ. ευρώ στη χρήση 2014. Η αύξηση οφείλεται στην αύξηση των εσόδων από τόκους επί των καταθέσεων τρίτων φορέων, λόγω επιβολής αρνητικών επιτοκίων βάσει αποφάσεων της ΕΚΤ.

**1.2 Τόκοι-έξοδα**

Μειώθηκαν κατά 36,2% και διαμορφώθηκαν σε 58,3 εκατ. ευρώ, έναντι 91,4 εκατ. ευρώ το 2014, κυρίως λόγω των χαμηλότερων επιπέδων επιτοκίων και αποδόσεων κατά τη διάρκεια του έτους 2015.

<b>Τόκοι-έξοδα</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
α. του λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	48,9	69,5	-20,6
β. καθαρών υποχρεώσεων που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ	8,7	13,5	-4,8
γ. λογαριασμών καταθέσεων τραπεζών από την άσκηση νομισματικής πολιτικής (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)	0,4	2,7	-2,3
δ. επί των καταθέσεων του Ελληνικού Δημοσίου	0,0	4,1	-4,1
ε. καταθέσεων διαφόρων φορέων και οργανισμών σε ευρώ και συνάλλαγμα	0,0	0,5	-0,5
στ. από κατανομές ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων (SDR) του ΔΝΤ	0,2	0,8	-0,6
ζ. επί καταθέσεων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας	0,0	0,3	-0,3
η. Λοιποί τόκοι – έξοδα	0,1	0,0	0,1
<b>Σύνολο</b>	<b>58,3</b>	<b>91,4</b>	<b>-33,1</b>

Αναλυτικά :

α) Τόκοι-έξοδα του λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Τόκοι-έξοδα λογαριασμού TARGET2 (σε εκατ. ευρώ)						
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
477,1	779,8	1.186,8	937,8	378,1	69,5	48,9

Οι παραπάνω τόκοι-έξοδα υπολογίζονται επί των ημερήσιων υπολοίπων του λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας της Ελλάδος με το ΕΣΚΤ (TARGET2).

Η μείωση που παρατηρείται το 2015 οφείλεται στη μείωση του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ με το οποίο εκτοκίζεται το ημερήσιο υπόλοιπο (ο μέσος όρος του επιτοκίου από 0,16% το 2014 διαμορφώθηκε σε 0,05% το 2015), η οποία όμως αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση του μέσου ημερήσιου υπολοίπου του λογαριασμού TARGET2 (2015: 96,5 δισεκ. ευρώ, 2014: 40,5 δισεκ. ευρώ).

β) Τόκοι καθαρών υποχρεώσεων που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ

Ανήλθαν σε 8,7 εκατ. ευρώ, έναντι 13,5 εκατ. ευρώ το 2014. Κατά τη διάρκεια του 2015, η αξία των τραπεζογραμματίων που πραγματικά τέθηκαν σε κυκλοφορία από την Τράπεζα ήταν μεγαλύτερη του μεριδίου που της αναλογούσε με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων. Επί της διαφοράς που προέκυψε, η οποία αντιπροσωπεύει υποχρέωση της Τράπεζας έναντι του Ευρωσυστήματος, πληρώθηκαν τόκοι 8,7 εκατ. ευρώ, οι οποίοι υπολογίστηκαν με το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ.

Ειδικότερα, οι παραπάνω τόκοι υπολογίζονται:

- επί της ενδοσυστημικής απαίτησης/υποχρέωσης που προκύπτει από την προσαρμογή του πραγματικού υπολοίπου των τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία, ώστε το μερίδιο της Τράπεζας στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ, μετά την αφαίρεση ποσοστού 8% υπέρ της ΕΚΤ, να αντιστοιχεί σ' αυτό που προκύπτει με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων ευρώ,
- επί της υποχρέωσης της Τράπεζας που απορρέει από την έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ για λογαριασμό της ΕΚΤ (ποσοστό 8% επί της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ εκδίδεται για λογαριασμό της ΕΚΤ),
- επί του αντισταθμιστικού ποσού εξομάλυνσης, το οποίο αφορά το ποσό με το οποίο εξομαλύνεται κατά τα πρώτα έξι έτη το νομισματικό εισόδημα, που απορρέει από το εκδοτικό δικαίωμα, των νεοεισερχομένων ΕθνΚΤ στη ζώνη του ευρώ.

Σχετικά με τα παραπάνω βλ. “Τραπεζογραμματία σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές Πολιτικές”, καθώς και τη σημείωση στο στοιχείο 9.2 του παθητικού “Καθαρές υποχρεώσεις που

απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζο-γραμματίων ευρώ”.

*γ) Τόκοι λογαριασμών καταθέσεων τραπεζών από την άσκηση νομισματικής πολιτικής (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)*

Αφορούν κυρίως τόκους-έξοδα επί των υποχρεωτικών καταθέσεων (ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά).

Με βάση απόφαση της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2014/23), από τις 11.6.2014 εφαρμόζεται αρνητικό επιτόκιο στο τμήμα των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων που υπερβαίνει το μέσο επίπεδο υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών.

Στη χρήση 2015 οι τόκοι παρουσίασαν μείωση κατά 2,3 εκατ. ευρώ (2015: 0,4 εκατ. ευρώ, 2014: 2,7 εκατ. ευρώ), η οποία οφείλεται κυρίως στη μείωση του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ (το μέσο ετήσιο επιτόκιο διαμορφώθηκε σε 0,05%, έναντι 0,16% το 2014) και στην επιβολή αρνητικού επιτοκίου επί του τμήματος των καταθέσεων που υπερβαίνουν τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά.

*δ) Τόκοι επί των καταθέσεων του Ελληνικού Δημοσίου*

Στη χρήση 2015 δεν υπήρξαν τόκοι-έξοδα επί των καταθέσεων του ΕΔ. Λόγω επιβολής αρνητικών επιτοκίων βάσει αποφάσεων της ΕΚΤ, εισπράχθηκαν τόκοι ύψους 31 χιλ. ευρώ, οι οποίοι περιλαμβάνονται στη μερίδα τόκοι-έσοδα.

*ε) Τόκοι καταθέσεων διαφόρων φορέων και οργανισμών σε ευρώ και συνάλλαγμα*

Διαμορφώθηκαν σε 59 χιλ. ευρώ, έναντι 0,5 εκατ. ευρώ το 2014, αφενός λόγω της μείωσης των καταθέσεων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και αφετέρου λόγω της μείωσης του επιτοκίου (μέσος όρος 2015: 0,0% έναντι 0,12% το 2014).

*στ) Τόκοι από κατανομές ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων (SDR) του ΔΝΤ*

Οι τόκοι επί των υποχρεώσεων της Τράπεζας από τις κατανομές ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων (SDR) του ΔΝΤ ανήλθαν σε 0,2 εκατ. ευρώ έναντι 0,8 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

*ζ) Τόκοι καταθέσεων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*

Οι τόκοι επί των καταθέσεων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας παρουσίασαν μείωση κατά 0,3 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Η μείωση αυτή οφείλεται στη μείωση του συμβατικού επιτοκίου κατά το 2015.

**2. Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, αποσβέσεις και προβλέψεις για κινδύνους**

Το καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις στη χρήση 2015 μειώθηκε κατά 16,8 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 22,8 εκατ. ευρώ, έναντι 39,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Αναλυτικά, το αποτέλεσμα αυτό προέκυψε ως εξής:

<b>2.1 Καθαρά πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– από πράξεις επί συναλλάγματος	14,0	24,3	-10,3
– από πράξεις επί χρεογράφων	6,4	15,2	-8,8
– από συναλλαγματικές διαφορές λόγω μεταβολών της σχέσης €/SDR	-1,9	-1,8	-0,1
– από αγοραπωλησίες χρυσών νομισμάτων	4,3	1,9	2,4
<b>Σύνολο</b>	<b>22,8</b>	<b>39,6</b>	<b>-16,8</b>
<b>2.2 Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων (μη πραγματοποιηθείσες ζημιές)</b>			
– από την αποτίμηση των χρεογράφων και του συναλλάγματος	-5,2	-1,7	-3,5
<b>Σύνολο</b>	<b>-5,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,5</b>
<b>2.3 Μεταφορά από πρόβλεψη έναντι πιστωτικών κινδύνων και κινδύνων από τη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του χρυσού</b>	<b>5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,5</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>22,8</b>	<b>39,6</b>	<b>-16,8</b>

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, η μείωση κατά 16,8 εκατ. ευρώ του καθαρού αποτελέσματος από χρηματοοικονομικές πράξεις οφείλεται κυρίως στη μείωση των κερδών από τις πράξεις επί συναλλάγματος και χρεογράφων.

Επίσης, στα αποτελέσματα του 2015 καταγράφηκαν και μη πραγματοποιηθείσες ζημιές από την αποτίμηση των χρεογράφων και του συναλλάγματος στο τέλος του έτους, ύψους 5,2 εκατ. ευρώ (στοιχείο 2.2), έναντι 1,7 εκατ. ευρώ το 2014. Οι ζημιές αυτές καλύφθηκαν εξ ολοκλήρου από την πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για το σκοπό αυτό.

### **3. Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες**

Τα καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες στη χρήση 2015 αυξήθηκαν κατά 22,2% και διαμορφώθηκαν σε 89,8 εκατ. ευρώ, έναντι 73,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Η αύξηση προέρχεται κυρίως από την τροποποίηση το 2015 του θεσμικού πλαισίου περί μεταφοράς κεφαλαίων Ν.Π.Δ.Δ. και ασφαλιστικών φορέων σε λογαριασμούς ταμειακής διαχείρισης της Τράπεζας της Ελλάδος.

Αναλυτικά, οι επιμέρους κατηγορίες των αμοιβών και προμηθειών απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

<b>Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
<b>3.1 Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>			
– από τη διαχείριση τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	9,6	13,1	-3,5
– από τη διενέργεια εισπράξεων και πληρωμών για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου	32,0	34,1	-2,1
– από τη διαχείριση του “Κοινού Κεφαλαίου Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων Ν. 2469/97”	40,5	19,1	21,4
– από τις υπηρεσίες εποπτείας των ιδιωτικών ασφαλιστικών εταιριών	3,9	3,9	0,0
– λοιπά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	4,8	4,7	0,1
<b>Σύνολο</b>	<b>90,8</b>	<b>74,9</b>	<b>15,9</b>
<b>3.2 Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Σύνολο καθαρών εσόδων από αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>89,8</b>	<b>73,5</b>	<b>16,3</b>

#### 4. Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές

Τα έσοδα από μετοχές και συμμετοχές της Τράπεζας στη χρήση 2015 διαμορφώθηκαν σε 31,6 εκατ. ευρώ, έναντι 29,0 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014.

<b>Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>Μεταβολή</b>
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
• έσοδα από την ΕΚΤ			
– Μερίδιο από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ	23,5	24,4	-0,9
– Μερίδιο από την τελική διανομή κερδών της ΕΚΤ	4,3	1,7	2,6
• λοιπά έσοδα από μετοχές και συμμετοχές	3,8	2,9	0,9
<b>Σύνολο</b>	<b>31,6</b>	<b>29,0</b>	<b>2,6</b>

#### • Έσοδα από την ΕΚΤ

Από τα διανεμηθέντα έσοδα της ΕΚΤ της χρήσης 2015, που προήλθαν από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ, στην Τράπεζα αναλογεί ποσό 23,5 εκατ. ευρώ. Το μερίδιο της Τράπεζας επί του υπολοίπου των προς διανομή κερδών της ΕΚΤ της χρήσης 2014 έχει ωφελήσει τη χρήση 2015 και ανέρχεται σε 4,3 εκατ. ευρώ.



• **Λοιπά έσοδα από μετοχές και συμμετοχές**

Ανήλθαν σε 3,8 εκατ. ευρώ και το μεγαλύτερο μέρος αφορά εισπραχθέντα μερίσματα για τη χρήση 2014 από τις συμμετοχές της Τράπεζας στις εταιρίες: BIS (Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών), ΔΙΑΣ (Διατραπεζικά Συστήματα Α.Ε.) και ΕΧΑΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.).

**5. Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος**

	2015	2014	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Πραγματικό συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα	244,4	300,7	-56,3
Αναλογούν με βάση την κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα	<u>260,0</u>	<u>289,0</u>	<u>-29,0</u>
– Αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος <sup>15</sup>	15,6	-11,7	27,3
– Διορθώσεις νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών	-0,3	18,0	-18,3
<b>Σύνολο</b>	<b>15,3</b>	<b>6,3</b>	<b>9,0</b>

Κατά τη χρήση 2015 το συνολικό αποτέλεσμα της αναδιανομής ήταν θετικό, ενώ σημειώθηκε μικρή μείωση λόγω διορθώσεων στο νομισματικό εισόδημα προηγούμενων ετών.

**Αναλυτικά, η διάρθρωση των επιμέρους μεγεθών έχει ως εξής:**

**Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος**

Νομισματικό εισόδημα είναι το εισόδημα που συγκεντρώνουν οι ΕθνΚΤ κατά την άσκηση των καθηκόντων τους στον τομέα της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Το ποσό του νομισματικού εισοδήματος κάθε ΕθνΚΤ προσδιορίζεται με υπολογισμό των πραγματικών και τεκμαρτών ετήσιων εσόδων τα οποία απορρέουν από τα στοιχεία του ενεργητικού που έχει στην κατοχή της έναντι της νομισματικής βάσης.

Η νομισματική βάση αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία του παθητικού:

- τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία,
- υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής,

<sup>15</sup> Για τον υπολογισμό του ποσού της αναδιανομής του νομισματικού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα προϋπολογιστικά στοιχεία από την ΕΚΤ, κατά την ημερομηνία κατάστασης του ισολογισμού και έγκρισής του από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας.

- καθαρές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2),
- καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ.

Ποσά τόκων που έχουν πληρωθεί επί των παραπάνω υποχρεώσεων που αποτελούν τη νομισματική βάση αφαιρούνται από το νομισματικό εισόδημα κάθε ΕθνΚΤ.

Τα ταυτοποιημένα στοιχεία του ενεργητικού, των οποίων οι αποδόσεις λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του νομισματικού εισοδήματος, είναι τα ακόλουθα:

- δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής,
- χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Πρόκειται για χρεόγραφα πιστωτικών ιδρυμάτων χωρών της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο των προγραμμάτων αγοράς καλυμμένων ομολογιών του Ευρωσυστήματος (CBPP1 και CBPP3), χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Ευρωσυστήματος (SMP) και στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων Δημοσίου Τομέα (PSPP). Η απόδοση των καλυμμένων ομολογιών του CBPP1 και του PSPP (χρεόγραφα εθνικών κυβερνήσεων) υπολογίζεται σε ημερήσια βάση με το τελευταίο διαθέσιμο οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, ενώ για τα χρεόγραφα του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων (SMP), του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3) και του Προγράμματος PSPP (μόνο για τα υπερεθνικά χρεόγραφα) υπολογίζεται η πραγματική τους απόδοση,
- απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ,
- καθαρές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2),
- καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ,
- απαιτήσεις έναντι αντισυμβαλλομένων της ζώνης του ευρώ που σχετίζονται με συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων (swap) μεταξύ της ΕΚΤ και κεντρικών τραπεζών εκτός Ευρωσυστήματος που αποφέρουν καθαρό έσοδο για το Ευρωσύστημα,
- δεδουλευμένοι τόκοι στο τέλος κάθε τριμήνου από πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής διάρκειας πέραν του ενός έτους,
- ένα ελάχιστο ποσό διαθεσίμων χρυσού για κάθε ΕθνΚΤ, κατ' αναλογία της κλειδας κατανομής της. Ο χρυσός θεωρείται ότι δεν παράγει εισόδημα.

Στις περιπτώσεις που η αξία των στοιχείων του ενεργητικού των οποίων οι αποδόσεις λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του νομισματικού εισοδήματος υπερβαίνει ή υπολείπεται της αξίας της νομισματικής βάσης, η απόδοση της διαφοράς (gap) υπολογίζεται σε ημε-

ρήσια βάση με το εκάστοτε ισχύον οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.

Στο τέλος κάθε οικονομικού έτους το νομισματικό εισόδημα του Ευρωσυστήματος κατανέμεται μεταξύ των ΕθνΚΤ, σύμφωνα με τις ισχύουσες κλείδες τους στο Ευρωσύστημα. Η συγκέντρωση και αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος επιφέρει καθαρά αναδιανεμητικά αποτελέσματα, που οφείλονται στο διαφορετικό ύψος εσόδων που αποκομίζουν οι ΕθνΚΤ από τα ταυτοποιημένα στοιχεία ενεργητικού καθώς και στους διαφορετικούς χρεωστικούς τόκους που καταβάλλουν επί της νομισματικής βάσης. Επιπρόσθετα, το ύψος της νομισματικής βάσης καθώς και το ύψος των ταυτοποιημένων στοιχείων ενεργητικού των ΕθνΚΤ συνήθως αποκλίνουν από αυτό που τους αναλογεί με βάση την κλείδα τους στο Ευρωσύστημα.

Το θετικό αποτέλεσμα 15,6 εκατ. ευρώ που προέκυψε για την Τράπεζα το 2015 οφείλεται στο γεγονός ότι το πραγματικό συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα το 2015, ύψους 244,4 εκατ. ευρώ, ήταν μικρότερο του αναλογούντος με βάση την κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα, το οποίο υπολογίστηκε σε 260,0 εκατ. ευρώ (βλ. υποσημείωση 12). Το τελικό αποτέλεσμα διαμορφώθηκε και από την πληρωμή ποσού 0,3 εκατ. ευρώ που προήλθε από διορθώσεις του νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών.

Ο παραπάνω τρόπος κατανομής του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος καθιερώθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2010/23, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις).

#### **6. Λοιπά έσοδα**

Τα λοιπά έσοδα αυξήθηκαν κατά 0,2 εκατ. ευρώ και ανήλθαν σε 12,3 εκατ. ευρώ, έναντι 12,1 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Στα λοιπά έσοδα περιλαμβάνονται τα έσοδα του ΙΕΤΑ ύψους 10,0 εκατ. ευρώ που προέρχονται από την παραγωγή προϊόντων κυρίως για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου (κέρματα, λαχεία, διαβατήρια, έντυπα), καθώς επίσης και διάφορα άλλα έσοδα ύψους 2,3 εκατ. ευρώ που προέρχονται από χορήγηση πιστοποίησης επαγγελματικής επάρκειας, έσοδα από ακίνητα κ.λπ.

## ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ - ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

	2015 (σε εκατ. ευρώ)	2014	Μεταβολή
• Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών	256,8	258,7	-1,9
• Λοιπές δαπάνες διαχείρισης	49,7	47,0	2,7
• Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων παγίων στοιχείων ενεργητικού	13,4	13,9	-0,5
<b>Σύνολο εξόδων πλην δαπανών για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος και προβλέψεων</b>	<b>319,9</b>	<b>319,6</b>	<b>0,3</b>
• Δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος	6,3	14,0	-7,7
<b>Σύνολο εξόδων πλην προβλέψεων</b>	<b>326,2</b>	<b>333,6</b>	<b>-7,4</b>
• Προβλέψεις	408,5	130,1	278,4
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ</b>	<b>734,7</b>	<b>463,7</b>	<b>271,0</b>

## ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΞΟΔΩΝ

**Τα συνολικά έξοδα στη χρήση 2015** αυξήθηκαν κατά 271,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 734,7 εκατ. ευρώ, έναντι 463,7 εκατ. ευρώ στη χρήση 2014, κυρίως λόγω σχηματισμού υψηλότερων προβλέψεων.

Ειδικότερα:

- **Τα λειτουργικά έξοδα πλην προβλέψεων (δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών, αποσβέσεις και λοιπά έξοδα)** μειώθηκαν κατά 7,4 εκατ. ευρώ (-2,2%) και διαμορφώθηκαν σε 326,2 εκατ. ευρώ, έναντι 333,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Η μείωση οφείλεται κυρίως στις μειωμένες δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Αναλυτικά:

- **Οι δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών** διαμορφώθηκαν σε 256,8 εκατ. ευρώ, έναντι 258,7 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση εμφανίζοντας μείωση κατά 1,9 εκατ. ευρώ (-0,7%).
- **Οι λοιπές δαπάνες διαχείρισης** αυξήθηκαν κατά 2,7 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 49,7 εκατ. ευρώ, έναντι 47,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Στα έξοδα αυτά περιλαμβάνονται κυρίως οι αναλώσεις πρώτων υλών από το ΙΕΤΑ για την παραγωγή τραπεζογραμματίων και προϊόντων για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου (κέρατα, λαχεία, διαβατήρια, έντυπα), τα έξοδα για επισκευές και συντήρηση κτιρίων και λοιπού εξοπλισμού, ασφάλιστρα και λοιπές τρέχουσες λειτουργικές δαπάνες.
- **Οι αποσβέσεις παγίων** μειώθηκαν κατά 0,5 εκατ. ευρώ (-3,6%) και διαμορφώθηκαν σε 13,4 εκατ. ευρώ, έναντι 13,9 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.
- **Οι έκτακτες δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος** που απαιτήθηκαν στη χρήση 2015 ανήλθαν σε 6,3 εκατ. ευρώ.
- **Οι προβλέψεις στη χρήση 2015** ανήλθαν σε 408,5 εκατ. ευρώ και προορίζονται για την κάλυψη λειτουργικών κινδύνων και λοιπών υποχρεώσεων της Τράπεζας (βλ. σχετικές σημειώσεις στο στοιχείο 12 του παθητικού “Προβλέψεις”).

Το σύνολο του προσωπικού στις 31.12.2015 ήταν 1.825 άτομα.

## ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

(άρθρο 71 του Καταστατικού)

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2015 ανήλθαν σε 1.162,8 εκατ. ευρώ, έναντι 654,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Το Γενικό Συμβούλιο προτείνει στη Γενική Συνέλευση τα κέρδη να διατεθούν ως εξής:

	2015	2014
	(σε ευρώ)	
Μέρισμα προς πληρωμή: 0,47712 ευρώ ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές .....	9.477.934	9.878.410
Φόρος μερισμάτων (συντελεστής 29%, άρθρα 47 και 58 του Ν. 4172/2013) .....	3.871.269	3.470.793
Υπόλοιπο περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο .....	1.149.500.000	641.200.000
	<b>1.162.849.203</b>	<b>654.549.203</b>

Το μικτό μέρισμα της χρήσης 2015 ανέρχεται σε 0,6720 ευρώ ανά μετοχή. Στο πληρωτέο μέρισμα 0,47712 ευρώ ανά μετοχή θα γίνει παρακράτηση φόρου με συντελεστή 10% σύμφωνα με τον Ν. 4172/2013, άρθρο 64, παρ. 1.

**Αθήνα, 18 Ιανουαρίου 2016**

**Για το Γενικό Συμβούλιο  
Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

**ΓΙΑΝΝΗΣ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ**  
ΔΙΟΙΚΗΤΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ



# ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΕΤΗΣΙΑΣ ΤΑΚΤΙΚΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ

(Δεν αποτελούν μέρος των οικονομικών καταστάσεων του 2015)

ΣΤΗΝ 82<sup>η</sup> ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΣΤΙΣ 26 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2015

(ΜΕ ΠΡΟΕΔΡΟ ΤΟΝ κ. ΓΙΑΝΝΗ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑ, ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ)

## 1. Εγκρίθηκαν:

- η Ετήσια Έκθεση του Διοικητή, ο Ισολογισμός και οι λοιπές Οικονομικές Καταστάσεις χρήσης 2014, καθώς και η σχετική Έκθεση των Ελεγκτών,
- η διάθεση των καθαρών κερδών της χρήσης, σύμφωνα με το άρθρο 71 του Καταστατικού, που ανέρχονται στο συνολικό ποσό των €654.549.203, ως εξής:

– μικτό μέρισμα προς πληρωμή €0,6720	
ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές . . . . .	€13.349.203.-
– υπόλοιπο περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο . . . . .	€641.200.000.-

## 2. Ανακοινώθηκαν:

- ο διορισμός, σύμφωνα με το άρθρο 29 του Καταστατικού της Τράπεζας, του κ. Γιάννη Στουρνάρα ως Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος με το υπ' αριθ. 91/26.6.2014 Προεδρικό Διάταγμα (ΦΕΚ Α' 139/26.6.2014) με εξαετή θητεία και του κ. Ιωάννη Α. Μουρμούρα ως Υποδιοικητή αυτής με το υπ' αριθ. 121/19.9.2014 Προεδρικό Διάταγμα (ΦΕΚ Α' 195/19.9.2014) με εξαετή θητεία,
- η από 25.2.2015 (Συνεδρίαση 2η) απόφαση του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος να προτείνει, σύμφωνα με το άρθρο 29 του Καταστατικού της Τράπεζας, προς το Υπουργικό Συμβούλιο το διορισμό του κ. Θεόδωρου Μ. Μητράκου στη θέση του Υποδιοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, εν όψει της λήξης της θητείας του κ. Ιωάννη Μ. Παπαδάκη στις 2 Μαρτίου 2015.

## 3. Καθορίστηκαν:

- η αποζημίωση και τα οδοιπορικά έξοδα των μελών του Γενικού Συμβουλίου, καθώς και
- η αμοιβή των Ελεγκτών για τη χρήση 2015.

## 4. Απαλλάχθηκαν:

- από κάθε προσωπική ευθύνη τα μέλη του Γενικού Συμβουλίου και οι Ελεγκτές για τα πεπραγμένα και τη διαχείριση του έτους 2014.

## 5. Εκλέχθηκαν:

- **Σύμβουλος:** Νικόλαος Σκορίνης.
- **Ελεγκτής της διαχείρισης του έτους 2014:** KPMG Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.





