

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2014 - 2015



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2015



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

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

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

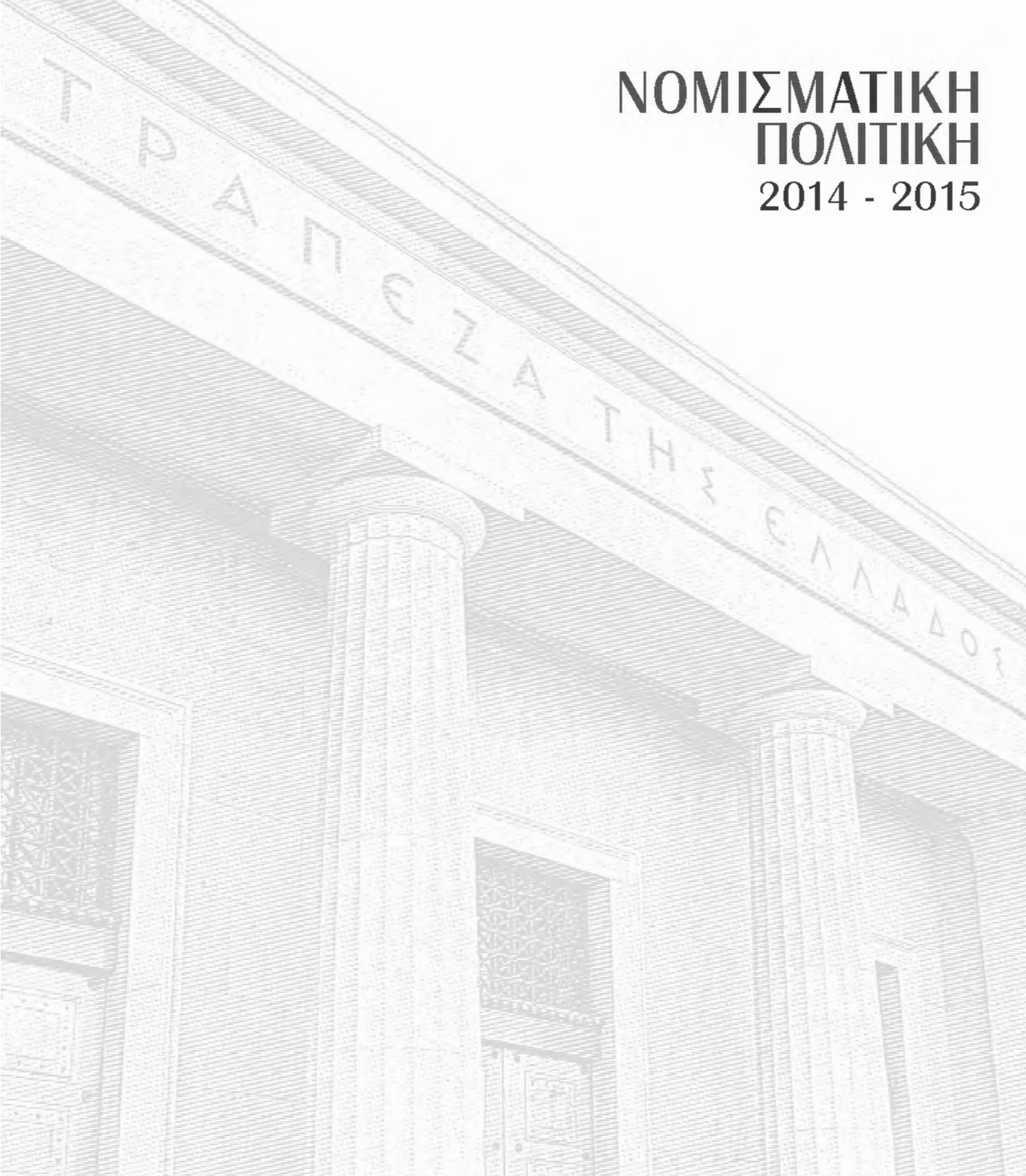
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN 1108 - 2305**

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2014 - 2015



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2015



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Την περίοδο που συντάχθηκε η παρούσα έκθεση, οι εξελίξεις ήταν ιδιαίτερα πυκνές, κυρίως όσον αφορά τις διαπραγματεύσεις για την επίτευξη της συμφωνίας χρηματοδοτικής στήριξης. Σήμερα που γράφονται αυτές οι γραμμές (16 Ιουνίου 2015) οι διαπραγματεύσεις δεν έχουν τελεσφορήσει ακόμη. Όπως έχει ήδη εκτιμήσει η Τράπεζα της Ελλάδος στην Έκθεση του Διοικητή για το 2014, η σύναψη μιας νέας συμφωνίας με τους εταίρους είναι απαραίτητη προκειμένου να αποσοβηθούν οι άμεσοι κίνδυνοι που υπάρχουν σήμερα για την οικονομία, να περιοριστεί η αβεβαιότητα και να δοθεί μια διατηρήσιμη αναπτυξιακή προοπτική στη χώρα.

Αντίθετα, η αποτυχία στις διαπραγματεύσεις θα είναι η αρχή μιας επώδυνης πορείας που θα οδηγήσει αρχικά σε πτώχευση και τελικά στην έξοδο της χώρας από τη ζώνη του ευρώ και –πιθανότατα– από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Μια ελεγχόμενη κρίση χρέους, όπως αυτή που διαχειριζόμαστε σήμερα με τη βοήθεια των εταίρων, θα μετατραπεί σε ανεξέλεγκτη κρίση, με μεγάλους κινδύνους για το τραπεζικό σύστημα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η έξοδος από το ευρώ θα προσθέσει στο ήδη βεβαρημένο περιβάλλον μια νέα οξυτάτη συναλλαγματική κρίση που θα εκτινάξει τον πληθωρισμό.

Όλα αυτά σημαίνουν βαθιά ύφεση, δραματική μείωση των εισοδημάτων, πολλαπλασιασμό της ανεργίας και κατάρρευση όσων έχει πετύχει η ελληνική οικονομία στα χρόνια της ένταξης στην ΕΕ και κυρίως την περίοδο του ευρώ. Η Ελλάδα, από ισότιμο μέλος στον πυρήνα των ευρωπαϊκών χωρών, θα μετατραπεί σε μια φτωχή χώρα της Νότιας Ευρώπης.

Γι' αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος υποστηρίζει ακράδαντα ότι η συμφωνία με τους εταίρους είναι ιστορική επιταγή που δεν μπορούμε να αγνοήσουμε. Από όλες τις διαθέσιμες ενδείξεις μέχρι σήμερα φαίνεται ότι υπάρχει σοβαρή προσέγγιση στους όρους και η απόσταση που απομένει να διανυθεί για την ολοκλήρωση της συμφωνίας είναι σχετικά μικρή. Άλλωστε, η μείωση των επιδιωκόμενων προ-

τογενών πλεονασμάτων είναι μια κεφαλαιώδους σημασίας απόφαση, που επεκτείνει σημαντικά τον αναγκαίο χρόνο της δημοσιονομικής προσαρμογής και προσθέτει βαθμούς ελευθερίας στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Εξίσου σημαντική θα είναι και η επαναβεβαίωση και εξειδίκευση της πρόθεσης των εταίρων για την αναδιάρθρωση του χρέους, όπως διατυπώθηκε αρχικά στη σύνοδο του Eurogroup της 27ης Νοεμβρίου 2012. Χρειαζόμαστε σήμερα μια βιώσιμη συμφωνία που θα στηριχθεί σε βιώσιμο χρέος, απαλλάσσοντας τις επόμενες γενιές από τα βάρη που δεν δικαιούμαστε να τους κληροδοτήσουμε.

\* \* \* \*

Στα τέλη του 2014 υπήρχαν σοβαρές ενδείξεις ότι η ελληνική οικονομία, έχοντας υπερβεί την ύφεση, εισέρχεται σε φάση ανάπτυξης. Η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως και όλοι οι διεθνείς οργανισμοί, προέβλεπαν τότε άνοδο του ΑΕΠ το 2015 και επιτάχυνση της ανόδου το 2016.

Σήμερα οι προβλέψεις αυτές έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, καθώς τα πρόσφατα στοιχεία για το ΑΕΠ δείχνουν σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης και συρρίκνωση του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση για δύο συνεχόμενα τρίμηνα. Η επιδείνωση των δεικτών οικονομικού κλίματος και των συνθηκών χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα υποδηλώνουν ότι η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας θα γίνει εντονότερη το β' τρίμηνο του 2015, με κίνδυνο η οικονομία να μπει σε μια νέα φάση ύφεσης.

Άμεση και σοβαρότερη συνέπεια της αβεβαιότητας που επικράτησε τους τελευταίους μήνες ήταν η απώλεια εμπιστοσύνης.

Αυτή αποτυπώθηκε στην άνοδο της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων και τον αποκλεισμό των ελληνικών εταιριών από χρηματοδότηση στις αγορές κεφαλαίων. Παράλληλα, δυσχέρανε ουσιαστικά τις διαπραγματεύσεις, ενισχύοντας όσους επιδιώκουν αποκοπή της Ελλάδος από τη ζώνη του ευρώ.

Στο εσωτερικό, ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας απεικονίστηκε στην επιδείνωση των δεικτών οικονομικού κλίματος και εμπιστοσύνης και στην εκροή καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών από τις τράπεζες. Ενδεικτικό είναι ότι στην παρούσα φάση οι εκροές καταθέσεων (οι οποίες προσέγγισαν τα 30 δισεκ. ευρώ στο διάστημα Οκτωβρίου 2014-Απριλίου 2015) αφορούν σε σημαντικό βαθμό αναλήψεις τραπεζογραμματίων από τραπεζικούς λογαριασμούς, τα οποία ακολουθώντας αποθησαυρίζονται, ενώ καταγράφεται και φυγή κεφαλαίων προς το εξωτερικό.

Οι εκροές καταθέσεων περιόρισαν σημαντικά τη χρηματοδοτική ικανότητα του τραπεζικού συστήματος και οι τράπεζες αναγκάστηκαν να προσφύγουν σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ). Η προσφυγή των τραπεζών στον ΕΛΑ κατέστη επίσης αναγκαία, καθώς μια σημαντική κατηγορία εξασφαλίσεων στα χαρτοφυλάκιά τους (οι ελληνικοί κρατικοί τίτλοι και τα χρεόγραφα, όπως λ.χ. τα τραπεζικά ομόλογα, που καλύπτονται από εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου) έπαισαν από το Φεβρουάριο 2015 να γίνονται αποδεκτές στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Επιβαρυντικό στοιχείο για τη ρευστότητα ήταν η αναβολή πληρωμών του Δημοσίου κυρίως προς τους προμηθευτές των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης και η άντληση των διαθέσιμων των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης μέσω βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Επίσης, το πρώτο τετράμηνο του 2015 το ταμειακό πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης παραμένει σε πλεόνασμα, αλλά εμφανίζει επιδείνωση σε σχέση με πέρυσι.

Οι δυσμενείς εξελίξεις που περιγράφονται παραπάνω οφείλονται στην αβεβαιότητα που επικράτησε από τους τελευταίους μήνες του 2014 μέχρι σήμερα. Στην πρώτη περίοδο η αβεβαιότητα προήλθε κυρίως από τις έντονες, προεκλογικού χαρακτήρα, αντιπαραθέσεις που κατέληξαν τελικά σε πρόωρες εκλογές. Η Τράπεζα της Ελλάδος, μέσω της δημόσιας παρέμβασης του Διοικητή της στις 15 Δεκεμ-

βρίου 2014, είχε προειδοποιήσει για τους σοβαρούς κινδύνους για την οικονομία και τη ρευστότητα. Το 2015 η αβεβαιότητα εντάθηκε από τη δυσκολία να προβλεφθεί το αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων για τη σύναψη νέας συμφωνίας με τους εταίρους. Η απόφαση του Eurogroup της 20ής Φεβρουαρίου 2015 παρείχε ένα πλαίσιο συμφωνίας, το οποίο επέδρασε θετικά στο κλίμα. Η παράταση όμως των διαπραγματεύσεων για την εξειδίκευση του πλαισίου εξανέμιση την αρχική αισιοδοξία και η αβεβαιότητα επανήλθε εντονότερη. Μέσα σε αυτό το κλίμα εμφανίστηκαν πάλι στο προσκήνιο, στο εσωτερικό και το εξωτερικό, σενάρια κάθε είδους για την πορεία της χώρας, την πιθανότητα χρεοκοπίας και την έξοδο από το ευρώ.

\* \* \* \*

Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, οι προβλέψεις για την πορεία της οικονομίας παραμένουν ιδιαίτερα επισφαλείς. Με δεδομένο ότι τα μεγαλύτερα προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα η ελληνική οικονομία οφείλονται στην αβεβαιότητα και την απώλεια εμπιστοσύνης, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι, αν βελτιωθεί το κλίμα, η οικονομία μπορεί να επανέλθει σχετικά σύντομα σε ανοδική τροχιά. Βασική, απόλυτα καθοριστική προϋπόθεση για να συμβεί αυτό είναι να αποκλειστεί το ενδεχόμενο πιστωτικού γεγονότος και να διασφαλιστεί η παραμονή της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Και αυτό μπορεί να γίνει μόνο εάν, σε πρώτη φάση, επιτευχθεί σύντομα ρεαλιστική συμφωνία και, στη συνέχεια, εάν εφαρμοστούν με συνέπεια και χωρίς καθυστερήσεις οι όροι της μέσα σε συνθήκες πολιτικής σταθερότητας.

Μία συμφωνία θα δημιουργούσε θετικές προοπτικές και θα μπορούσε να καλύψει το έδαφος που χάθηκε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015. Ειδικότερα, μια συμφωνία με τους εταίρους:

- αποτρέπει πολύ δυσμενείς εξελίξεις και διασφαλίζει ότι οι έως τώρα θυσίες των Ελλήνων πολιτών δεν θα πάνε χαμένες,

- αποκαθιστά την εμπιστοσύνη μεταξύ των ελληνικών αρχών και των εταίρων,
- εξασφαλίζει, μέσω της συνδρομής των εταιρών μας και του ΔΝΤ, τη χρηματοδοτική στήριξη της ελληνικής οικονομίας,
- δηλώνει έμπρακτα τη βούληση για τη συνέχιση και επέκταση των απαιτούμενων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη διασφάλιση των δημοσιονομικών επιτευγμάτων,
- παρέχει τη δυνατότητα μιας ηπιότερης δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία βασίζεται σε χαμηλότερους και πιο ρεαλιστικούς στόχους για το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης, ενισχύοντας παράλληλα τις αναπτυξιακές προοπτικές,
- δημιουργεί τις συνθήκες για τη μετάβαση προς μια νέα μεσομακροπρόθεσμη συμφωνία με τους εταίρους, η οποία θα έχει ως στόχο την ομαλή έξοδο της χώρας στις διεθνείς αγορές και θα συνοδεύεται από την υλοποίηση της δέσμευσης του Eurogroup της 27ης Νοεμβρίου 2012 για την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους, έτσι ώστε η ελληνική οικονομία να εξέλθει οριστικά από την κρίση και να διασφαλιστεί η διατηρήσιμη ανάπτυξη,
- επιπλέον, η επίτευξη συμφωνίας θα επιτρέψει στην Ελλάδα να εκμεταλλευθεί το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον και να ωφεληθεί από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ.

\* \* \* \*

Με την άρση της αβεβαιότητας πρέπει να ξεκινήσει αμέσως η συζήτηση για τη διαμόρφωση της αναπτυξιακής πολιτικής που θα διασφαλίζει οριστική έξοδο από την κρίση και στροφή της οικονομίας προς ένα νέο εξωστρεφές και βιώσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Μια τέτοια πολιτική απαιτεί:

**(α)** Συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, καθώς διευκολύνουν την είσοδο νέων επιχει-

ρήσεων, ενισχύουν τον ανταγωνισμό και ενθαρρύνουν την καινοτομία.

**(β)** Ενίσχυση των ενεργητικών πολιτικών στην αγορά εργασίας, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το υψηλό ποσοστό ανεργίας.

**(γ)** Διαμόρφωση και εφαρμογή ενός συνεκτικού και στοχευμένου δικτύου κοινωνικής προστασίας, που θα εξασφαλίζει μόνιμη και όχι αποσπασματική βοήθεια σε όσους έχουν πραγματικά ανάγκη.

**(δ)** Εξορθολογισμό της λειτουργίας του κράτους, βελτίωση του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, υιοθέτηση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου και γενικότερα ενός φιλικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

**(ε)** Διασφάλιση της δημοσιονομικής πειθαρχίας και επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων μέσα από παρεμβάσεις κυρίως διαρθρωτικού και λιγότερο φοροεισπρακτικού χαρακτήρα. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί στη διασφάλιση της βιωσιμότητας των ασφαλιστικών ταμείων, μέσω περιορισμού των ποικίλων εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις. Επανεξέταση των διαφόρων εξαιρέσεων που υπάρχουν στους άμεσους και έμμεσους φόρους και διατήρηση μόνο αυτών που δικαιολογούνται από αναπτυξιακά και κοινωνικά κριτήρια.

**(στ)** Αντιμετώπιση των προκλήσεων της διαχείρισης των δανείων σε καθυστέρηση προκειμένου να ενδυναμωθεί η δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να σταθεί αρωγός στην προσπάθεια ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας. Παράλληλα απαιτούνται αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, όπως για παράδειγμα στο (προ)πτωχευτικό δίκαιο, τον Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας και τον εξωδικαστικό συμβιβασμό, προκειμένου να υποβοηθηθεί η προσπάθεια των τραπεζών για την καλύτερη διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση.

\* \* \* \*

Σήμερα, πέντε χρόνια μετά την πρώτη δανειακή σύμβαση του 2010, η Ελλάδα αναζητά πάλι τη

χρηματοδοτική στήριξη των εταίρων, καθώς παραμένει αποκλεισμένη από τις αγορές. Τα μέχρι τώρα δεδομένα από τις διαπραγματεύσεις δείχνουν ότι η συμφωνία, εφόσον συναφθεί, θα επιτρέψει την επιβράδυνση του ρυθμού δημοσιονομικής προσαρμογής μέσω χαμηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων, με αντάλλαγμα την πραγματοποίηση αναγκαίων μεταρρυθμίσεων. Ένα μεγάλο μέρος των μεταρρυθμίσεων αυτών έχει πραγματοποιηθεί, ενώ τα ελλείμματα του Δημοσίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν εξαλειφθεί.

Αν συνεπώς ολοκληρωθούν οι μεταρρυθμίσεις που καθυστέρησαν, πραγματοποιηθούν όσες θα δρομολογηθούν με τη νέα συμφωνία και διατηρηθεί η δημοσιονομική ισορροπία, δίνοντας χώρο για αναπτυξιακές πρωτοβουλίες, οι θετικές προοπτικές θα επαληθευθούν. Άμεσος στόχος τώρα είναι να διαμορφωθούν το συντομότερο δυνατόν οι συνθήκες που θα επιτρέψουν στην ελληνική οικονομία να επω-

φεληθεί από το ευνοϊκό διεθνές οικονομικό περιβάλλον και την ιδιαίτερα υποβοηθητική νομισματική πολιτική σε επίπεδο ευρωζώνης και θα επιταχύνουν τη διατηρήσιμη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Η πορεία προς τις αγορές μπορεί να επιταχυνθεί αν εξασφαλιστεί κατ' αρχάς η απαιτούμενη χρηματοδοτική στήριξη των εταίρων. Εξίσου όμως σημαντικό είναι το νέο χρηματοδοτικό πρόγραμμα να στηριχθεί, εκτός των άλλων, και στην υλοποίηση των δεσμεύσεων των Ευρωπαίων εταίρων το Νοέμβριο του 2012 για ελάφρυνση του ελληνικού χρέους, οι οποίες θα πρέπει πλέον να εξειδικευθούν περισσότερο.

Αθήνα, Ιούνιος 2015

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής

## **ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

### **ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

Γιάννης Στουρνάρας

### **ΜΕΛΗ**

Ιωάννης Α. Μουρμούρας

Θεόδωρος Μ. Μητράκος

Ηλίας Σ. Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Κ. Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Δ. Ταβλάς



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### Η ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΑΝΑΚΟΠΤΕΙ ΤΗΝ ΑΝΟΔΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ – ΑΜΕΣΗ ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΜΙΑ ΙΣΧΥΡΗ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΗ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΕΤΑΙΡΟΥΣ

1	Εισαγωγή	11
2	Η αβεβαιότητα ανακόπτει την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας και περιορίζει τη ρευστότητα	11
3	Οι προβλέψεις για την πορεία της οικονομίας παραμένουν ιδιαίτερα επισφαλείς	13
4	Οι προκλήσεις της διαχείρισης των δανείων σε καθυστέρηση παραμένουν – όμως το τραπεζικό σύστημα διαθέτει ισχυρή κεφαλαιακή βάση	14
5	Η συμφωνία με τους εταίρους μπορεί να αλλάξει το δυσμενές κλίμα και να περιορίσει την αβεβαιότητα	15
6	Η επίτευξη συμφωνίας θα επιτρέψει στην Ελλάδα να εκμεταλλευθεί το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον και να ωφεληθεί από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ	16
7	Η επαλήθευση των θετικών προοπτικών εξαρτάται από την ενίσχυση της αναπτυξιακής δυναμικής	17
8	Πρωταρχικός στόχος είναι η διασφάλιση της χρηματοδότησης έως ότου καταστεί δυνατή η έξοδος στις αγορές	18

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	21
1.1	Παγκόσμια οικονομία	21
1.2	Ζώνη του ευρώ	24
1.3	Παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ	25
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	27

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.1

Η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου: αίτια και προοπτικές	30
---	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.2

Επιδράσεις από την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ	32
---	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή από το Ευρωσύστημα	36
---	---	----

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙΙ.1

Έκτακτα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος: μία πρώτη αποτίμηση	37
--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.1

Η επίδραση του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (public sector purchase programme – PSPP) του Ευρωσυστήματος στα κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ	46
--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.2

Πράσινη Βίβλος για την Ένωση Κεφαλαιαγορών	48
--	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙΙ.3

Ο ρόλος των πληρωμών λιανικής στην οικονομία	50
--	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	56
1.2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	64
2	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	67
3	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	71
3.1	Πληθωρισμός	71
3.2	Κόστος εργασίας	73
3.3	Κέρδη επιχειρήσεων	75
3.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	76
4	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	77

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.1

Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό; Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν	81
---	----

### ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙV.2

Η επίδραση της κλαδικής αναδιάρθρωσης στην παραγωγικότητα της εργασίας	87
--	----

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ V</b>			
<b>ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ</b>			
<b>ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ</b>			
1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικών	97		
2 Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις (Ιανουάριος-Απρίλιος 2015)	101		
3 Το δημόσιο χρέος	104		
<b>ΠΛΑΙΣΙΟ V. I</b>			
Φορολογικά προνόμια: φοροαπαλλαγές-φοροελαφρύνσεις και η συνεισφορά τους στη δημοσιονομική προσαρμογή	104		
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI</b>			
<b>ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ</b>			
<b>ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ</b>			
1 Τραπεζικές καταθέσεις	108		
2 Τραπεζικά επιτόκια	113		
3 Τραπεζική πίστη	115		
4 Χρηματοπιστωτικές αγορές	116		
		4.1	Εξελίξεις στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων 116
		4.2	Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου 117
		4.3	Εταιρικά ομόλογα 119
		4.4	Αγορά μετοχών 119
		5	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα 120
		6	Η αγορά ιδιωτικής ασφάλισης 124
		<b>ΠΛΑΙΣΙΟ VI. I</b>	
			Η εξέλιξη των τραπεζικών καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια της ελληνικής κρίσης (Οκτώβριος 2009-Απρίλιος 2015) 109
		<b>ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ</b>	
		<b>ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b>	127
		<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	129

# Ι Η ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΑΝΑΚΟΠΤΕΙ ΤΗΝ ΑΝΟΔΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ – ΑΜΕΣΗ ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΜΙΑ ΙΣΧΥΡΗ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΗ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΕΤΑΙΡΟΥΣ

## Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Την περίοδο που συντάχθηκε η παρούσα έκθεση, οι εξελίξεις ήταν ιδιαίτερα πυκνές, κυρίως όσον αφορά τις διαπραγματεύσεις για την επίτευξη της συμφωνίας χρηματοδοτικής στήριξης. Σήμερα που γράφονται αυτές οι γραμμές (16 Ιουνίου 2015) οι διαπραγματεύσεις δεν έχουν τελεσφορήσει ακόμη. Όπως έχει ήδη εκτιμήσει η Τράπεζα της Ελλάδος στην Έκθεση του Διοικητή για το 2014, η σύναψη μιας νέας συμφωνίας με τους εταίρους είναι απαραίτητη προκειμένου να αποσοβηθούν οι άμεσοι κίνδυνοι που υπάρχουν σήμερα για την οικονομία, να περιοριστεί η αβεβαιότητα και να δοθεί μια διατηρήσιμη αναπτυξιακή προοπτική στη χώρα.

Αντίθετα, η αποτυχία στις διαπραγματεύσεις θα είναι η αρχή μιας επώδυνης πορείας που θα οδηγήσει αρχικά σε πτώχευση και τελικά στην έξοδο της χώρας από τη ζώνη του ευρώ και –πιθανότατα– από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Μια ελεγχόμενη κρίση χρέους, όπως αυτή που διαχειριζόμαστε σήμερα με τη βοήθεια των εταίρων, θα μετατραπεί σε ανεξέλεγκτη κρίση, με μεγάλους κινδύνους για το τραπεζικό σύστημα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η έξοδος από το ευρώ θα προσθέσει στο ήδη βεβαρημένο περιβάλλον μια νέα οξυτάτη συναλλαγματική κρίση που θα εκτινάξει τον πληθωρισμό.

Όλα αυτά σημαίνουν βαθιά ύφεση, δραματική μείωση των εισοδημάτων, πολλαπλασιασμό της ανεργίας και κατάρρευση όσων έχει πετύχει η ελληνική οικονομία στα χρόνια της ένταξης στην ΕΕ και κυρίως την περίοδο του ευρώ. Η Ελλάδα, από ισότιμο μέλος στον πυρήνα των ευρωπαϊκών χωρών, θα μετατραπεί σε μια φτωχή χώρα της Νότιας Ευρώπης.

Γι' αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος υποστηρίζει ακράδαντα ότι η συμφωνία με τους εταίρους είναι ιστορική επιταγή που δεν μπορούμε να αγνοήσουμε. Από όλες τις διαθέσιμες ενδείξεις μέχρι σήμερα φαίνεται ότι υπάρχει σοβαρή προσέγγιση στους όρους και η απόσταση που απομένει να διανυθεί για την ολο-

κλήρωση της συμφωνίας είναι σχετικά μικρή. Άλλωστε, η μείωση των σκοπούμενων πρωτογενών πλεονασμάτων είναι μια κεφαλαιώδους σημασίας απόφαση, που επεκτείνει σημαντικά τον αναγκαίο χρόνο της δημοσιονομικής προσαρμογής και προσθέτει βαθμούς ελευθερίας στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Εξίσου σημαντική θα είναι και η επαναβεβαίωση και εξειδίκευση της πρόθεσης των εταίρων για την αναδιάρθρωση του χρέους, όπως διατυπώθηκε αρχικά στη σύνοδο του Eurogroup της 27ης Νοεμβρίου 2012. Χρειαζόμαστε σήμερα μια βιώσιμη συμφωνία που θα στηριχθεί σε βιώσιμο χρέος, απαλλάσσοντας τις επόμενες γενιές από τα βάρη που δεν δικαιούμαστε να τους κληροδοτήσουμε.

## 2 Η ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΑΝΑΚΟΠΤΕΙ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΖΕΙ ΤΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Στα τέλη του 2014 υπήρχαν σοβαρές ενδείξεις ότι η ελληνική οικονομία, έχοντας υπερβεί την ύφεση, εισέρχεται σε φάση ανάπτυξης. Η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως και όλοι οι διεθνείς οργανισμοί, προέβλεπαν τότε άνοδο του ΑΕΠ το 2015 και επιτάχυνση της ανόδου το 2016.

### Δυσμενέστερες προβλέψεις για το ΑΕΠ

Σήμερα οι προβλέψεις αυτές έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, καθώς τα πρόσφατα στοιχεία για το ΑΕΠ δείχνουν επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης. Συγκεκριμένα, το πρώτο τρίμηνο του 2015 το ΑΕΠ αυξήθηκε σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2014 κατά 0,4%, ενώ το προηγούμενο τρίμηνο η αντίστοιχη άνοδος ήταν 1,3%. Σε τριμηνιαία βάση, εξάλλου, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ήταν αρνητικός για δύο συνεχόμενα τρίμηνα (δ' τρίμηνο 2014: -0,4%, α' τρίμηνο 2015: -0,2%). Η επιδείνωση των δεικτών οικονομικού κλίματος και των συνθηκών χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα υποδηλώνουν ότι η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας θα γίνει εντονότερη το β' τρίμηνο του 2015, με κίνδυνο η οικονομία να μπει σε μια νέα φάση ύφεσης.



## Εκροή καταθέσεων

Παράλληλα με την αποδυνάμωση των προβλέψεων, καταγράφονται σημαντικές καθαρές εκροές καταθέσεων των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (οι οποίες προσέγγισαν τα 30 δισεκ. ευρώ στο διάστημα Οκτωβρίου 2014-Απριλίου 2015), ενώ οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων ακολούθησαν ανοδική τάση, με έντονες διακυμάνσεις. Αύξηση, εξάλλου, παρουσιάζουν και τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων.

Οι δυσμενείς εξελίξεις που περιγράφονται παραπάνω οφείλονται στην αβεβαιότητα που επικράτησε από τους τελευταίους μήνες του 2014 μέχρι σήμερα. Στην πρώτη περίοδο η αβεβαιότητα προήλθε κυρίως από τις έντονες, προεκλογικού χαρακτήρα, αντιπαραθέσεις που κατέληξαν τελικά σε πρόωρες εκλογές. Η Τράπεζα της Ελλάδος, μέσω της δημόσιας παρέμβασης του Διοικητή της στις 15 Δεκεμβρίου 2014, είχε προειδοποιήσει για τους σοβαρούς κινδύνους για την οικονομία και τη ρευστότητα. Το 2015 η αβεβαιότητα εντάθηκε από τη δυσκολία να προβλεφθεί το αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων για τη σύναψη νέας συμφωνίας με τους εταίρους. Η απόφαση του Eurogroup της 20ής Φεβρουαρίου 2015 παρείχε ένα πλαίσιο συμφωνίας, το οποίο επέδρασε θετικά στο κλίμα. Η παράταση όμως των διαπραγματεύσεων για την εξειδίκευση του πλαισίου εξανέμισε την αρχική αισιοδοξία και η αβεβαιότητα επανήλθε εντονότερη. Μέσα σε αυτό το κλίμα εμφανίστηκαν πάλι στο προσκήνιο, στο εσωτερικό και το εξωτερικό, σενάρια κάθε είδους για την πορεία της χώρας, την πιθανότητα χρεοκοπίας, και την έξοδο από το ευρώ.

## Απώλεια εμπιστοσύνης

Άμεση και σοβαρότερη συνέπεια της αβεβαιότητας που επικράτησε τους τελευταίους μήνες ήταν η απώλεια εμπιστοσύνης.

Αυτή αποτυπώθηκε στην άνοδο της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων και τον αποκλεισμό των ελληνικών εταιριών από χρηματοδότηση

στις αγορές κεφαλαίων. Παράλληλα, δυσχέρανε ουσιαστικά τις διαπραγματεύσεις, ενισχύοντας όσους επιδιώκουν αποκοπή της Ελλάδος από τη ζώνη του ευρώ.

Στο εσωτερικό, ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας απεικονίστηκε στην επιδείνωση των δεικτών οικονομικού κλίματος και εμπιστοσύνης και στην εκροή καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών από τις τράπεζες. Ενδεικτικό είναι ότι στην παρούσα φάση η εκροή καταθέσεων αφορά σε σημαντικό βαθμό αναλήψεις τραπεζογραμματίων από τραπεζικούς λογαριασμούς, τα οποία ακολούθως αποθησαυρίζονται, ενώ καταγράφεται και φυγή κεφαλαίων προς το εξωτερικό.

## Επιδείνωση της ρευστότητας

Οι εκροές καταθέσεων περιόρισαν σημαντικά τη χρηματοδοτική ικανότητα του τραπεζικού συστήματος. Παράλληλα με τις εκροές καταθέσεων, σημειώθηκε σταδιακά αποκλεισμός των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και οι τράπεζες αναγκάστηκαν να προσφύγουν σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ELA). Η προσφυγή των τραπεζών στον ELA κατέστη επίσης αναγκαία, καθώς μια σημαντική κατηγορία εξασφαλίσεων στα χαρτοφυλάκιά τους (οι ελληνικοί κρατικοί τίτλοι και τα χρεόγραφα, όπως λ.χ. τα τραπεζικά ομόλογα, που καλύπτονται από εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου) έπαυσαν από το Φεβρουάριο του 2015 να γίνονται αποδεκτές στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, διότι διεκόπη το καθεστώς εξαίρεσης από τον κανόνα της ελάχιστης επιτρεπτής πιστοληπτικής διαβάθμισης (waiver).

Η άρση του κανόνα της ελάχιστης διαβάθμισης θα συνεπαγόταν ότι τα ελληνικά κρατικά χρεόγραφα και άλλοι εμπορεύσιμοι τίτλοι που καλύπτονται από την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου (π.χ. τραπεζικά ομόλογα) γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Εν γένει, εγκρίνεται άρση αυτού του κανόνα από το Διοικητικό Συμβούλιο της

ΕΚΤ στην περίπτωση που μια χώρα ακολουθεί πρόγραμμα προσαρμογής χωρίς σημαντικές αποκλίσεις και άρα δικαιολογείται ως βάσιμη η προσδοκία ότι η αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και το ΔΝΤ θα ολοκληρωθεί επιτυχώς.

Τα παραπάνω άσκησαν περιοριστική επίδραση στην προσφορά τραπεζικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία. Σημειώνεται ωστόσο ότι μέχρι τις αρχές του 2015, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδυνόταν, ενώ ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά παρουσίασε οριακή επιτάχυνση στις αρχές του τρέχοντος έτους.

Επιβαρυντικό στοιχείο για τη ρευστότητα ήταν η αναβολή πληρωμών του Δημοσίου κυρίως προς τους προμηθευτές των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης και η άντληση των διαθεσίμων των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης μέσω βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Οι καταθέσεις της Γενικής Κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες μειώνονται σταδιακά από τα μέσα του 2014 μέχρι και τον Απρίλιο του 2015 (συνολικά οι καταθέσεις της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκαν κατά 7 περίπου δισεκ. ευρώ από τον Ιούλιο 2014 έως και τον Απρίλιο 2015). Αυτό συνέβη για να αντιμετωπιστεί η παύση των εισροών με βάση τις συμφωνίες στήριξης. Έτσι, το μεγαλύτερο ποσοστό των χρηματικών διαθεσίμων της Γενικής Κυβέρνησης συγκεντρώθηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος.

### **Το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης επιδεινώνεται**

Το πρώτο τετράμηνο του 2015, εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας, ο κρατικός προϋπολογισμός εκτελέστηκε χωρίς αποκλίσεις, εις βάρος όμως της ρευστότητας στην υπόλοιπη οικονομία. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στη σημαντική μείωση των πρωτογενών δαπανών, στην καθυστέρηση εκτέλεσης του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων (ΠΔΕ), σε αυξημένα έκτακτα μη φορολογικά έσοδα και έσοδα ΠΔΕ καθώς και στις εισπράξεις από τη ρύθμιση των

ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο. Ωστόσο, τα φορολογικά έσοδα υπολείπονται των στόχων, ενώ σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης παρατηρείται επιδείνωση του αποτελέσματος κατά την ίδια περίοδο, καθώς αφενός κατά το μεγαλύτερο μέρος τους τα έκτακτα μη φορολογικά έσοδα του Κρατικού Προϋπολογισμού αφορούν ενδοκυβερνητικές μεταφορές ποσών από φορείς της γενικής κυβέρνησης (Λοιπά Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου) και ως εκ τούτου δεν βελτιώνουν το αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης και αφετέρου παρατηρείται επιδείνωση του αποτελέσματος των ασφαλιστικών οργανισμών κυρίως λόγω μειωμένων ασφαλιστικών εισφορών. Επίσης καταγράφεται αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του κράτους προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης, κυρίως μέσω των νοσοκομείων, του ΕΟΠΥΥ και των πρωτογενών δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού.

Η εξάλειψη της αβεβαιότητας κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους σε συνδυασμό με τις παρεμβάσεις πολιτικής που θα προβλέπει η συμφωνία με τους εταίρους θα μπορούσαν να συμβάλουν ώστε να διασφαλιστεί η δημοσιονομική πειθαρχία και να επιτευχθεί ο στόχος του πρωτογενούς πλεονάσματος για το 2015.

### **3 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΝ ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ΕΠΙΣΦΑΛΕΙΣ**

Παρά το γεγονός ότι το κλίμα εμφανίζεται αρνητικό και οι προβλέψεις για το ΑΕΠ επιδεινώνονται, υπάρχουν ακόμη κάποια θετικά στοιχεία στην πραγματική οικονομία. Ειδικότερα, η βιομηχανική παραγωγή (και ιδιαίτερα η μεταποίηση) αυξήθηκε το πρώτο τετράμηνο, οι λιανικές πωλήσεις σταθεροποιήθηκαν και οι καθαρές ροές απασχόλησης παρέμειναν θετικές και ενισχύθηκαν σημαντικά τον Απρίλιο-Μάιο λόγω της αύξησης της δραστηριότητας στον κλάδο του τουρισμού.

Ο διαχωρισμός ο οποίος παρατηρείται τους πρώτους μήνες του έτους ανάμεσα στις επι-

δόσεις των βραχυχρόνιων δεικτών δραστηριότητας αφενός και των δεικτών οικονομικού κλίματος αφετέρου καθιστά ιδιαίτερα επισημαίες τις προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών. Ωστόσο, η άρση της αβεβαιότητας ως αποτέλεσμα της συμφωνίας με τους εταίρους μπορεί να απελευθερώσει τις αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας, με συνέπεια να καλυφθεί το χαμένο έδαφος κατά το β' εξάμηνο. Προϋπόθεση για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας της ανάπτυξης είναι και η πλήρης εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που έχουν ήδη δρομολογηθεί, καθώς και η επέκταση και εμβάθυνσή τους στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών.

Η ανάπτυξη εκτιμάται ότι θα βασιστεί κυρίως στις εξαγωγές και δευτερευόντως στην καταναλωτική ζήτηση. Η συνολική εξαγωγική δραστηριότητα αναμένεται να ενισχυθεί λόγω της ανάκαμψης της διεθνούς ζήτησης, της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ αλλά και της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας κατά τη διάρκεια της προηγούμενης πενταετίας – με την προϋπόθεση, ωστόσο, να αποκατασταθούν οι συνθήκες χρηματοδότησης της εξαγωγικής δραστηριότητας.

Η συνολική επενδυτική ζήτηση εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στη διάρκεια του έτους, ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης του οικονομικού κλίματος. Εξάλλου, η αύξηση των επενδύσεων σε εξοπλισμό το δ' τρίμηνο του 2014 και το α' τρίμηνο του 2015 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε αμυντικές δαπάνες, οι οποίες σύμφωνα με το νέο σύστημα εθνικών λογαριασμών (ESA 2010) λογίζονται ως επενδύσεις. Αρνητικά αναμένεται να συμβάλουν και καθυστερήσεις στο πεδίο των ιδιωτικοποιήσεων.

Ο γενικός πληθωρισμός βραχυπρόθεσμα θα παραμείνει αρνητικός, καθώς συνεχίζουν να επενεργούν αποπληθωριστικά οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Εκτιμάται, ωστόσο, ότι τόσο ο γενικός πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του πληθωρισμού θα καταγράφουν ηπιότερες μειώσεις σε σχέση με το 2014 και οι τιμές αναμένεται να σταθεροποιηθούν στα-

διακά το δ' τρίμηνο. Σημειώνεται ότι ενδεχόμενη αύξηση των συντελεστών του ΦΠΑ θα οδηγήσει σε αύξηση τόσο του πυρήνα όσο και του γενικού πληθωρισμού.

#### **4 ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΝ – ΟΜΩΣ ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΘΕΤΕΙ ΙΣΧΥΡΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΒΑΣΗ**

Το 2014 ο πιστωτικός κίνδυνος παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο παρά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε στο ρυθμό δημιουργίας νέων δανείων σε καθυστέρηση και τη βελτίωση του ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις (Δεκέμβριος 2014: 55,8%, Δεκέμβριος 2013: 49,3%).

Ο βαθμός πιστωτικού κινδύνου αντανακλάται στο υψηλό ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων<sup>1</sup> (39,9%), για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για πρώτη φορά το Δεκέμβριο 2014. Σύμφωνα με στοιχεία για το α' τρίμηνο του 2015 ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των δανείων ανήλθε σε 40,8%, με το ύψος τους να ξεπερνά τα 100 δισεκ. ευρώ.

Στην προσπάθειά τους να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, οι τράπεζες εφαρμόζουν λύσεις κυρίως βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα (π.χ. κεφαλαιοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών) και δευτερευόντως λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα (π.χ. παράταση διάρκειας, μείωση επιτοκίου) ή οριστικών διευθετήσεων. Θετική εξέλιξη αποτελεί ο πενταπλασιασμός των διαγραφών δανείων (1.980 εκατ. ευρώ το 2014, έναντι 363 εκατ. ευρώ το 2013), καθώς συμβάλλει στη σταδιακή εξυγίανση του δανειακού χαρτοφυλακίου. Οι διαγραφές δανείων

<sup>1</sup> Στα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα περιλαμβάνονται τα δάνεια σε καθυστέρηση αλλά και τα δάνεια (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 τη ρευστοποίηση των σχετιζόμενων εξασφαλίσεων.

επικεντρώθηκαν στην επιχειρηματική και την καταναλωτική πίστη. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι για σημαντικό αριθμό δανείων οι τράπεζες δεν έχουν λάβει κανένα μέτρο αντιμετώπισης του προβλήματος.

Η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών ενισχύθηκε από τη διενέργεια αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου το α' εξάμηνο του 2014 παρά την αρνητική επίδραση που είχε ο σχηματισμός ιδιαίτερα υψηλών προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας ανήλθε σε 14,1% το 2014 (από 13,4% το 2013), ενώ ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση ανήλθε σε 13,8% το 2014 (από 12% το 2013). Μάλιστα, η εν λόγω επάρκεια κεφαλαίων επιβεβαιώθηκε και από τη Συνολική Αξιολόγηση (Comprehensive Assessment) που διενεργήθηκε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, τα αποτελέσματα της οποίας ανακοινώθηκαν στα τέλη Οκτωβρίου 2014.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του πρώτου τριμήνου του 2015, παρά την αυξημένη αβεβαιότητα, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών παρέμεινε σε ικανοποιητικό επίπεδο. Ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών, σε ενοποιημένη βάση, ανήλθε σε 12,5%, περίπου όσο και το μέσο επίπεδο των ευρωπαϊκών τραπεζών, και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας διαμορφώθηκε σε 12,7%.

## **5 Η ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΕΤΑΙΡΟΥΣ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΑΛΛΑΞΕΙ ΤΟ ΔΥΣΜΕΝΕΣ ΚΛΙΜΑ ΚΑΙ ΝΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΕΙ ΤΗΝ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ**

Με δεδομένο ότι τα μεγαλύτερα προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα η ελληνική οικονομία οφείλονται στην αβεβαιότητα και την απώλεια εμπιστοσύνης, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι, αν βελτιωθεί το κλίμα, η οικονομία μπορεί να επανέλθει σχετικά σύντομα σε ανοδική τροχιά. Βασική, απόλυτα καθοριστική προϋπόθεση για να συμβεί αυτό είναι να απο-

κλειστεί το ενδεχόμενο πιστωτικού γεγονότος και να διασφαλιστεί η παραμονή της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Και αυτό μπορεί να γίνει μόνο αν, σε πρώτη φάση, επιτευχθεί σύντομα ρεαλιστική συμφωνία και, στη συνέχεια, αν εφαρμοστούν με συνέπεια και χωρίς καθυστερήσεις οι όροι της, μέσα σε συνθήκες πολιτικής σταθερότητας.

Μία συμφωνία θα δημιουργούσε θετικές προοπτικές και θα μπορούσε να καλύψει το έδαφος που χάθηκε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015. Ειδικότερα, μια συμφωνία με τους εταίρους:

- αποτρέπει πολύ δυσμενείς εξελίξεις και διασφαλίζει ότι οι έως τώρα θυσίες των Ελλήνων πολιτών δεν θα πάνε χαμένες,
- αποκαθιστά την εμπιστοσύνη μεταξύ των ελληνικών αρχών και των εταιρών,
- εξασφαλίζει, μέσω της συνδρομής των εταιρών μας και του ΔΝΤ, τη χρηματοδοτική στήριξη της ελληνικής οικονομίας,
- δηλώνει έμπρακτα τη βούληση για τη συνέχιση και επέκταση των απαιτούμενων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη διασφάλιση των δημοσιονομικών επιτευγμάτων,
- παρέχει τη δυνατότητα μιας ηπιότερης δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία θα βασίζεται σε χαμηλότερους και πιο ρεαλιστικούς στόχους για το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης, ενισχύοντας παράλληλα τις αναπτυξιακές προοπτικές,
- δημιουργεί τις συνθήκες για τη μετάβαση προς μια νέα μεσομακροπρόθεσμη συμφωνία με τους εταίρους, η οποία θα έχει ως στόχο την ομαλή έξοδο της χώρας στις διεθνείς αγορές και θα συνοδεύεται από την υλοποίηση της δέσμευσης του Eurogroup της 27ης Νοεμβρίου 2012 για την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους, έτσι ώστε η ελληνική οικονομία να εξέλθει οριστικά από την κρίση και να διασφαλιστεί η διατηρήσιμη ανάπτυξη.

## 6 Η ΕΠΙΤΕΥΞΗ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΘΑ ΕΠΙΤΡΕΨΕΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΝΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΘΕΙ ΤΟ ΕΥΝΟΙΚΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΝΑ ΩΦΕΛΗΘΕΙ ΑΠΟ ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΚΤ

### Το διεθνές περιβάλλον βελτιώνεται

Στη ζώνη του ευρώ η ανάκαμψη συνεχίστηκε το πρώτο τρίμηνο του 2015 και διαμορφώθηκε σε 0,4% σε τριμηνιαία βάση, ενώ ο πληθωρισμός έπαιξε να είναι αρνητικός τον Απρίλιο. Οι προβλέψεις για το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ το 2015 αναθεωρήθηκαν προς τα άνω στο 1,5% από 0,9% το προηγούμενο έτος, ενώ ο πληθωρισμός προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε 0,1%, σε μέσα επίπεδα, το 2015 και σε 1,5% το 2016, σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Η υποχώρηση της τιμής του αργού πετρελαίου, η έναρξη του προγράμματος αγοράς κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και η υποτίμηση του ευρώ αποτελούν τους κυριότερους παράγοντες ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ η σταδιακή βελτίωση της αγοράς εργασίας συμβάλλει στην ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Επιπλέον η ενεργοποίηση του Ευρωπαϊκού Επενδυτικού Σχεδίου (πακέτο Juncker) θα συμβάλει στην ενίσχυση των επενδύσεων.

### Σημαντικές πρωτοβουλίες της ΕΚΤ για την ενίσχυση της ρευστότητας

Η ΕΚΤ, επιδιώκοντας να αποσοβήσει την ανάπτυξη συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, προχώρησε στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (quantitative easing) της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με την έναρξη του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων το Μάρτιο του 2015.

Το Ευρωσύστημα, ενεργώντας σε αποκεντρωμένη βάση, επιδιώκει την πραγματοποίηση αγορών τίτλων συνολικής αξίας 60 δισεκ. ευρώ μηνιαίως. Οι τίτλοι αυτοί περιλαμβάνουν κρατικά χρεόγραφα, χρεόγραφα που εκδίδουν άλλοι δημόσιοι φορείς στα κράτη-μέλη εκτός κεντρικών κυβερνήσεων, διεθνείς οργανισμοί

εγκατεστημένοι στη ζώνη του ευρώ ή πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες στα κράτη-μέλη, καθώς επίσης και καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες ή τιτλοποιημένες απαιτήσεις των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ. Οι αγορές τίτλων από το Ευρωσύστημα θα συνεχιστούν μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016 ή και αργότερα αν χρειαστεί, μέχρις ότου διασφαλιστεί η σταθεροποίηση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ σε μεσοπρόθεσμη βάση λίγο κάτω του 2%.

Επί του παρόντος το Ευρωσύστημα δεν προβαίνει σε αγορές ελληνικών κρατικών ομολόγων. Αυτό συμβαίνει κατ' αρχάς διότι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεν έχει άρει την εφαρμογή της ελάχιστης επιτρεπτής πιστοληπτικής διαβάθμισης, καθώς δεν έχει πραγματοποιηθεί αξιολόγηση της συμμόρφωσης της χώρας μας προς το πρόγραμμα προσαρμογής. Για τους ίδιους κατά βάση λόγους, το Ευρωσύστημα δεν είναι δυνατόν να αποκτήσει ούτε καλυμμένες ομολογίες ελληνικών τραπεζών ή τιτλοποιημένες απαιτήσεις τραπεζών έναντι δανειοληπτών στην ελληνική οικονομία.

Ακόμη όμως και αν είχε ολοκληρωθεί η αξιολόγηση, το Ευρωσύστημα δεν θα ήταν δυνατόν να αγοράσει ελληνικά κρατικά χρεόγραφα, επειδή ήδη κατέχει άνω του 33% της αξίας των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με εναπομένουσα διάρκεια μεταξύ 2 και 30 ετών, κυρίως ως αποτέλεσμα της εφαρμογής του προγράμματος SMP το οποίο θεσμοθετήθηκε το Μάιο του 2010. Σύμφωνα με το κανονιστικό πλαίσιο του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, το Ευρωσύστημα δεν επιτρέπεται να αποκτήσει άλλους ελληνικούς κρατικούς τίτλους προ της εξόφλησης, τον Ιούλιο 2015, κάποιων από τα ομόλογα τα οποία ήδη κατέχει.

Πάντως, μια συμφωνία θα επέτρεπε στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να εγκρίνει την άρση του κανόνα της ελάχιστης επιτρεπτής πιστοληπτικής διαβάθμισης (waiver) των ελληνικών κρατικών χρεογράφων και άλλων εμπορεύσιμων τίτλων που καλύπτονται από την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου (π.χ. τραπεζικά ομόλογα) ως εξασφαλίσεων στις πράξεις



νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και θα συμβάλει στη σταδιακή συμμετοχή της χώρας στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ από τον Ιούλιο του 2015 και μετά.

Εξάλλου, με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της χώρας, οι μεγάλες και εξωστρεφείς ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα αποκτήσουν και πάλι πρόσβαση για χρηματοδότηση στις διεθνείς αγορές εταιρικών ομολόγων, όπου οι συνθήκες παραμένουν πολύ ευνοϊκές με τη βοήθεια της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης την οποία ακολουθεί πλέον το Ευρωσύστημα. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων επίσης θα αποκλιμακωθούν με ταχύτητα, όπως και σε προηγούμενες φάσεις αποδρoμής της ελληνικής κρίσης, ενώ ο περιορισμός της αβεβαιότητας αναμένεται να ασκήσει έντονη θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Αυτές οι εξελίξεις θα έχουν ως συνέπεια τη βελτίωση της προσφοράς δανείων, η οποία θα ενισχυθεί αφενός διότι η συγκέντρωση πόρων προς αναδανεισμό από τις τράπεζες θα διευκολυνθεί και αφετέρου διότι ο πιστωτικός κίνδυνος θα περιοριστεί με τη βελτίωση των οικονομικών προοπτικών της χώρας. Εξάλλου, με δεδομένο ότι ένα μεγάλο μέρος των καταθέσεων που έχουν αποσυρθεί αποθησαυρίζονται, είναι βίσιμο να υποτεθεί ότι τα κεφάλαια αυτά θα μπορούσαν εύκολα και γρήγορα να επιστρέψουν στις τράπεζες.

Αυτό μπορεί να δώσει μία πρώτη και ταχεία ένεση ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα. Δυσκολότερη είναι η επιστροφή κεφαλαίων από το εξωτερικό, όπως όμως δείχνει η εμπειρία από προηγούμενες φάσεις της κρίσης, μέρος των κεφαλαίων αυτών επιστρέφει σταδιακά αν αρχίσει να αποκαθιστάται η σταθερότητα.

Πάντως, για να αποκατασταθεί και να ενισχυθεί σε ικανό βαθμό η πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών, είναι απολύτως αναγκαίο να επιτευχθεί ουσιαστική πρόοδος στην αντιμετώπιση του προβλήματος των δανείων σε καθυστέρηση.

## **7 Η ΕΠΑΛΗΘΕΥΣΗ ΤΩΝ ΘΕΤΙΚΩΝ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ ΕΞΑΡΤΑΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΗΣ**

Η συμφωνία με τους εταίρους θα αποτρέψει τους άμεσους κινδύνους που υπάρχουν σήμερα και θα περιορίσει την αβεβαιότητα. Για να αποκατασταθεί όμως οριστικά η εμπιστοσύνη στις προοπτικές της χώρας και να επανέλθει η οικονομία σε θετική τροχιά, η συμφωνία πρέπει να είναι ισχυρή, να δίνει αναπτυξιακή προοπτική και να τηρηθεί με συνέπεια από όλες τις πλευρές. Με αυτές τις προϋποθέσεις θα επιτευχθεί οριστική άρση της αβεβαιότητας. Με την άρση της αβεβαιότητας πρέπει να ξεκινήσει αμέσως η συζήτηση για τη διαμόρφωση της αναπτυξιακής πολιτικής που θα διασφαλίζει οριστική έξοδο από την κρίση και στροφή της οικονομίας προς ένα νέο εξωστρεφές και βιώσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Μια τέτοια πολιτική απαιτεί:

(α) Συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που διευκολύνουν τη μετακίνηση των συντελεστών παραγωγής προς τις πιο αποδοτικές τους χρήσεις, αυξάνοντας τη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας και συμβάλλοντας σε βελτίωση του βιοτικού επιπέδου σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ειδικότερα, θα πρέπει να επιταχυνθούν οι διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, καθώς διευκολύνουν την είσοδο νέων επιχειρήσεων, ενισχύουν τον ανταγωνισμό και ενθαρρύνουν την καινοτομία.

(β) Ενίσχυση των ενεργητικών πολιτικών στην αγορά εργασίας, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το υψηλό ποσοστό ανεργίας. Έμφαση σε προγράμματα εκπαίδευσης και κατάρτισης, προκειμένου να περιοριστεί το υψηλό ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων, το οποίο οδηγεί σε απώλεια ανθρώπινου κεφαλαίου είτε μέσω απώλειας δεξιοτήτων είτε μέσω μείωσης στη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό. Καταπολέμηση της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας προκειμένου να τονωθούν και τα έσοδα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Πρόνοια θα πρέπει επίσης να ληφθεί ώστε οι παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας να συνά-

δουν με τις βέλτιστες πρακτικές σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης και να μην αποθαρρύνουν την πρόσληψη νέου προσωπικού στη φάση ανόδου της ελληνικής οικονομίας.

(γ) Διαμόρφωση και εφαρμογή ενός συνεκτικού και στοχευμένου δικτύου κοινωνικής προστασίας, που θα ενσωματώσει μεμονωμένες πολιτικές και θα περιλάβει νέες. Αυτό θα αυξήσει την αποδοτικότητα του συστήματος και θα εξασφαλίσει τη μόνιμη και όχι αποσπασματική βοήθεια σε όσους έχουν πραγματικά ανάγκη.

(δ) Εξορθολογισμό της λειτουργίας του κράτους. Ενίσχυση της διαφάνειας, πάταξη της διαφθοράς, αντιμετώπιση της γραφειοκρατίας, απλοποίηση των διαδικασιών, μείωση του διοικητικού φόρτου για τις επιχειρήσεις και τους πολίτες. Ολοκλήρωση του κτηματολογίου και επιτάχυνση στην απονομή της δικαιοσύνης. Βελτίωση του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, υιοθέτηση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου και γενικότερα ενός φιλικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος, καθώς και συνέχιση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων προκειμένου να ενισχύσουν την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

(ε) Διασφάλιση της δημοσιονομικής πειθαρχίας και επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων μέσα από παρεμβάσεις κυρίως διαρθρωτικού και λιγότερο φοροεισπρακτικού χαρακτήρα. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί στη διασφάλιση της βιωσιμότητας των ασφαλιστικών ταμείων μέσω περιορισμού των ποικίλων εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις. Ανάλυση στοχευμένων δράσεων για την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής, την καταπολέμηση του λαθρεμπορίου πετρελαιοειδών, βιομηχανοποιημένων καπνών, αλκοόλης και αλκοολούχων ποτών και ενίσχυση της ανεξαρτησίας της Γενικής Γραμματείας Δημοσίων Εσόδων. Ανάλυση δράσεων που προωθούν τις ηλεκτρονικές πληρωμές και συμβάλλουν στη βελτίωση της εισπραξιμότητας του ΦΠΑ μέσω του τραπεζικού συστήματος, καθώς και βελτίωση των διαδικασιών διοικητικής επίλυσης εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων. Επανεξέταση

των διαφόρων εξαιρέσεων που υπάρχουν στους άμεσους και έμμεσους φόρους και διατήρηση μόνο αυτών που δικαιολογούνται από αναπτυξιακά και κοινωνικά κριτήρια. Αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου προς τον ιδιωτικό τομέα. Καλύτερη αξιοποίηση των πόρων που διατίθενται για δημόσιες επενδύσεις, έτσι ώστε να μεγεθύνεται το αναπτυξιακό τους αποτέλεσμα. Βελτίωση της δημοσιονομικής εποπτείας μέσω της ενεργοποίησης του Ανεξάρτητου Δημοσιονομικού Συμβουλίου.

(στ) Αντιμετώπιση των προκλήσεων της διαχείρισης των δανείων σε καθυστέρηση, προκειμένου να ενδυναμωθεί η δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να σταθεί αρωγός στην προσπάθεια ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας. Η εφαρμογή των διατάξεων του Κώδικα Δεοντολογίας, η πιο έντονη δραστηριοποίηση των τραπεζών στην επιλογή βιώσιμων λύσεων για τους δανειολήπτες, η ενδεχόμενη ελάφρυνση δανειοληπτών που βρίσκονται σε πραγματική αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους και η αποφυγή δημιουργίας κινήτρων για αθέτηση οφειλών στους δανειολήπτες θα πρέπει να αποτελούν βασικούς άξονες δράσης προς την κατεύθυνση αυτή. Παράλληλα απαιτούνται αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, όπως για παράδειγμα στο (προ)πτωχευτικό δίκαιο, τον Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας και τον εξωδικαστικό συμβιβασμό, προκειμένου να υποβοηθηθεί η προσπάθεια των τραπεζών για την καλύτερη διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση.

## **8 ΠΡΩΤΑΡΧΙΚΟΣ ΣΤΟΧΟΣ ΕΙΝΑΙ Η ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΩΣ ΟΤΟΥ ΚΑΤΑΣΤΕΙ ΔΥΝΑΤΗ Η ΕΞΟΔΟΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ**

Σήμερα, πέντε χρόνια μετά την πρώτη δανειακή σύμβαση του 2010, η Ελλάδα αναζητά πάλι τη χρηματοδοτική στήριξη των εταιρών, καθώς παραμένει αποκλεισμένη από τις αγορές. Τα μέχρι τώρα δεδομένα από τις διαπραγματεύσεις δείχνουν ότι η συμφωνία, εφόσον συναφθεί, θα επιτρέψει την επιβράδυνση του ρυθμού δημοσιονομικής προσαρμογής

μέσω χαμηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων, με αντάλλαγμα την πραγματοποίηση αναγκαίων μεταρρυθμίσεων.

Ένα μεγάλο μέρος των μεταρρυθμίσεων αυτών έχει πραγματοποιηθεί, ενώ τα ελλείμματα του Δημοσίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν εξαλειφθεί.

Αν συνεπώς ολοκληρωθούν οι μεταρρυθμίσεις που καθυστέρησαν, πραγματοποιηθούν όσες δρομολογηθούν με τη νέα συμφωνία και διατηρηθεί η δημοσιονομική ισορροπία, δίνοντας χώρο για αναπτυξιακές πρωτοβουλίες, οι θετικές προοπτικές θα επαληθευθούν. Άμεσος στόχος τώρα είναι να διαμορφωθούν το συντο-

μότερο δυνατόν οι συνθήκες που θα επιτρέψουν στην ελληνική οικονομία να επωφεληθεί από το ευνοϊκό διεθνές οικονομικό περιβάλλον και την ιδιαίτερα υποβοηθητική νομισματική πολιτική σε επίπεδο ευρωζώνης και θα επιταχύνουν τη διατηρήσιμη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Η πορεία προς τις αγορές μπορεί να επιταχυνθεί αν εξασφαλιστεί κατ' αρχάς η απαιτούμενη χρηματοδοτική στήριξη των εταιρών. Εξίσου όμως σημαντικό είναι το νέο χρηματοδοτικό πρόγραμμα να στηριχθεί, εκτός των άλλων, και στην υλοποίηση των δεσμεύσεων των Ευρωπαίων εταιρών το Νοέμβριο του 2012 για ελάφρυνση του ελληνικού χρέους, οι οποίες θα πρέπει πλέον να εξειδικευθούν περισσότερο.



## II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η ήπια ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας είναι σε εξέλιξη με τη θετικότερη συμβολή των προηγμένων οικονομιών, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες προβλέπεται να υποχωρήσει ελαφρά το 2015. Οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας διατηρούν το σχετικά υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, παρότι μειωμένο σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν, με την Ινδία να εμφανίζει ελαφρά καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης έναντι της Κίνας. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου προβλέπεται επίσης να σημειώσει μικρή επιτάχυνση το τρέχον έτος και μεγαλύτερη το 2016, παραμένοντας ωστόσο κάτω από το μακροχρόνιο μέσο όρο (βλ. Ειδικό θέμα II.1).

Στη ζώνη του ευρώ η ανάκαμψη συνεχίστηκε το α' τρίμηνο του 2015 και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ευρωσύστημα να ανέλθει σε 1,5% για το σύνολο του έτους. Επίσης, ο τραπεζικός δανεισμός προς τον ιδιωτικό τομέα υπήρξε ελαφρά θετικός για πρώτη φορά από το Μάρτιο του 2012, ενώ ο πληθωρισμός έπαυσε να είναι αρνητικός τον Απρίλιο και διαμορφώθηκε σε 0,3% το Μάιο. Η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να παραμείνει ο παράγοντας με τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το τρέχον έτος και το 2016, προοπτική η οποία αντανάκλα κυρίως την ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2015 και την αναμενόμενη ισχυρότερη ανάκαμψη των ιδιωτικών επενδύσεων τον επόμενο χρόνο.

Η ΕΕ και η ζώνη του ευρώ έχουν εισέλθει σε φάση θεσμικής σταθερότητας, μετά την υιοθέτηση βελτιωμένων κανόνων οικονομικής διακυβέρνησης και τις αποφάσεις για τη δημιουργία της τραπεζικής ένωσης, και η προσπάθεια εστιάζεται πλέον στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και την ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας με πρωτοβουλίες όπως το σχέδιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επενδύσεις. Ανάμιχτες υπήρξαν οι εξελίξεις στις οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης το 2014, ενώ θετικότερες συνολικά διαγράφονται οι προοπτικές για το 2015.

### I ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ<sup>1</sup>

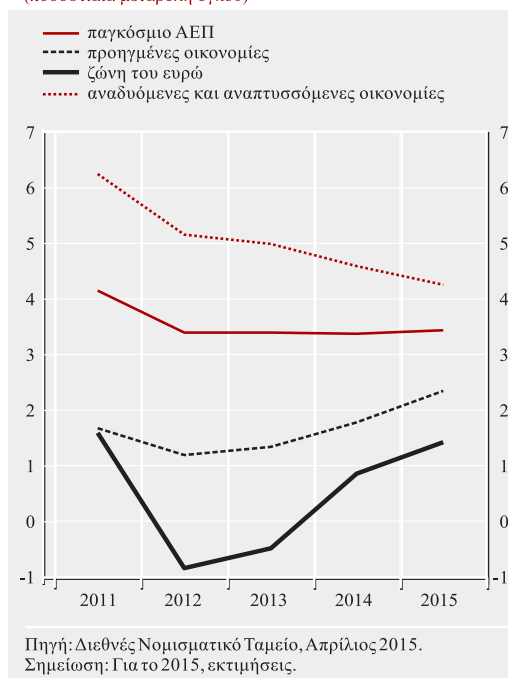
#### I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομία προβλέπεται ότι θα σημειώσει ελαφρά επιτάχυνση το 2015, η οποία όμως θα αντανάκλα αρκετά διαφοροποιημένες εξελίξεις μεταξύ γεωγραφικών και οικονομικών περιοχών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, το ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες θα αυξηθεί με ρυθμό 2,4% (έναντι 1,8% το 2014), ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες θα συνεχίσει να επιβραδύνεται (4,3% από 4,6%), αποτελώντας ανασχετικό παράγοντα για το παγκόσμιο ΑΕΠ.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις τρέχουσες προβλέψεις είναι περισσότερο ισορροπημένοι

Διάγραμμα II.1 Παγκόσμιο ΑΕΠ κατά οικονομικές περιοχές

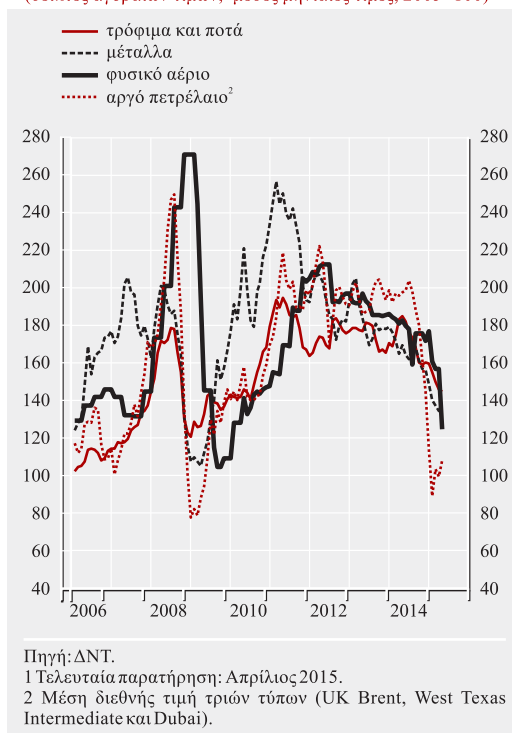
(ποσοστιαία μεταβολή όγκου)



<sup>1</sup> Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις μακροοικονομικές εξελίξεις μέχρι τα τέλη Μαΐου και λαμβάνει υπόψη τις πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ (World Economic Outlook, Απρ. 2015), τις μακροοικονομικές προβολές των εμπεριρονημένων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2015) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Economic Forecast, Μάιος 2015) και άλλα διαθέσιμα στοιχεία.

**Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2006-Απρίλιος 2015)**

(δείκτες αγοραίων τιμών,<sup>1</sup> μέσες μηνιαίες τιμές, 2005=100)



σε σχέση με εκείνους που επικρατούσαν προ εξαμήνου. Η πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, τα χαμηλά επιτόκια και η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών συμβάλλουν θετικά στην οικονομική ανάπτυξη. Όμως, η υποτονική αύξηση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και του διεθνούς εμπορίου δρα ανασταλτικά στην εντονότερη μεγέθυνση του προϊόντος και της απασχόλησης (βλ. Ειδικό θέμα II.1).

Ανάμεσα στις μεγαλύτερες από τις προηγμένες οικονομίες, καλύτερες επιδόσεις πέτυχαν το 2014 οι ΗΠΑ, ο Καναδάς και το Ηνωμένο Βασίλειο, με το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ τους να κυμαίνεται μεταξύ 2,4% και 2,6%, ενώ η Ιαπωνία επέστρεψε σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, παρά την εξαιρετικά επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που ακολουθεί. Παρά τη συνεχή βελτίωση των ρυθμών οικονομικής ανόδου των προηγμένων οικονο-

μιών, η οποία αναμένεται ότι θα συνεχιστεί και το 2016, δεν προβλέπεται μέχρι τότε αυτή να φθάσει το μέσο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ της περιόδου προ της κρίσης (1997-2007: 2,8%).

Στις ΗΠΑ καταγράφηκε μείωση του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2015 κατά 0,7% (ετησιοποιημένος ρυθμός μεταβολής έναντι του προηγούμενου τριμήνου), έναντι αύξησης κατά 2,2% το δ' τρίμηνο του 2014. Η μείωση οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση τόσο του όγκου των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου πλην κατοικιών, με βασικό αίτιο τη διακοπή/αναβολή πραγματοποίησης επενδύσεων στον κλάδο εξόρυξης σχιστολιθικών κοιτασμάτων, όσο και του όγκου των εξαγωγών, εν μέρει εξαιτίας της σχετικά απότομης ισχυροποίησης του δολαρίου το διάστημα που προηγήθηκε. Οι προοπτικές για την αμερικανική οικονομία παραμένουν καλές και η αύξηση του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί στο 3,1% το 2015, παρά την υποχώρηση του ΑΕΠ το α' τρίμηνο και την προβλεπόμενη αρνητική επίδραση του εξωτερικού ισοζυγίου.<sup>2</sup>

Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο παρατηρείται συνεχής επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ μετά το 2011, η οποία προβλέπεται ότι θα ανακοπεί το 2016. Ωστόσο, η τάση αυτή εμπεριέχει αρκετά διαφοροποιημένες εξελίξεις κατά χώρες και οικονομικές περιοχές, όπως λ.χ. τη συνεχή επιβράδυνση στην Κίνα (6,8% το 2015 από 7,4% το 2014) και την ταυτόχρονη συνεχή επιτάχυνση του ΑΕΠ στην Ινδία (7,5% το 2015 από 7,2% το 2014). Η επιβράδυνση του ΑΕΠ των αναδυόμενων οικονομιών ως συνόλου οφείλεται τόσο σε κυκλικούς παράγοντες (μεταξύ άλλων, η υποχώρηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων έχει επίπτωση σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες οι οποίες είναι παραγωγοί και εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων) όσο και σε διαρθρωτικούς (στην περίπτωση της Κίνας) και έχει ως αποτέλεσμα τη σμίκρυνση της διαφοράς του

<sup>2</sup> Πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook* No 97, Ιούνιος 2015) εκτιμούν ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στις ΗΠΑ θα είναι 2,0% το 2015.

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

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup>	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
			<b>Παγκόσμιο σύνολο</b>	<b>189</b>	<b>100,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>						
<b>1. Προηγμένες οικονομίες</b>	<b>36</b>	<b>43,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>104,5</b>	<b>104,6</b>	<b>104,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>
ΗΠΑ		16,1	2,2	2,4	3,1	1,5	1,6	0,1	-5,8	-5,3	-4,2	103,4	104,8	105,1	-2,4	-2,4	-2,3
Ιαπωνία		4,4	1,6	-0,1	1,0	0,4	2,7	1,0	-8,5	-7,7	-6,2	242,6	246,4	246,1	0,7	0,5	1,9
Ην. Βασίλειο		2,4	1,7	2,8	2,6	2,6	1,5	0,4	-5,7	-5,7	-4,5	87,3	89,4	89,9	-4,5	-5,5	-4,9
Ζώνη ευρώ	19	12,3	-0,4	0,9	1,5	1,4	0,4	0,1	-2,9	-2,4	-2,0	93,2	94,2	94,0	2,5	3,0	3,5
<b>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	<b>153</b>	<b>56,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>39,3</b>	<b>41,2</b>	<b>43,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>
Κίνα		16,3	7,8	7,4	6,8	2,6	2,0	1,2	-1,1	-1,1	-1,9	39,4	41,1	43,5	1,9	2,0	3,2
Ρωσία		3,3	1,3	0,6	-3,8	6,8	7,8	17,9	-1,3	-1,2	-3,7	14,0	17,9	18,8	1,6	3,1	5,4

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2015 και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2015*, Μάιος 2015.  
Σημειώσεις: Για το 2015, εκτιμήσεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2013, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

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

3 Της γενικής κυβέρνησης.

ρυθμού ανάπτυξης μεταξύ των προηγμένων και των αναδυόμενων οικονομιών (βλ. Διάγραμμα II.1).

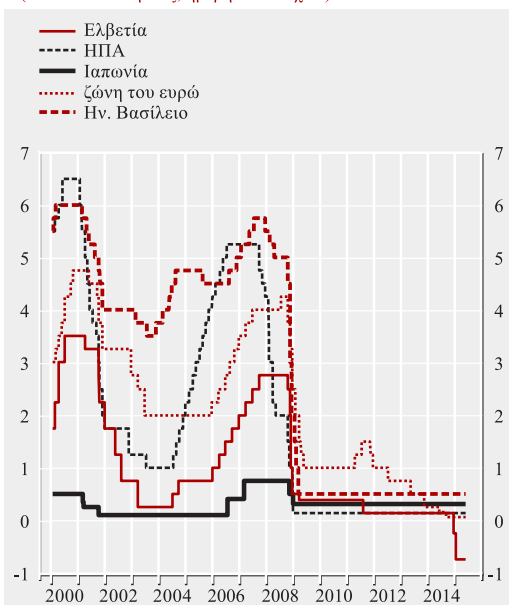
Η αύξηση του όγκου του **παγκόσμιου εμπορίου** επιβραδύνθηκε ελαφρά το 2014 στο 3,4%, παρά τις αρχικά πιο αισιόδοξες προσδοκίες, αλλά αναμένεται να επιταχυνθεί στο 3,7% το 2015. Η πτώση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου εκτιμάται ότι θα φθάσει το 40% σε όρους δολαρίου και το 29% σε όρους ευρώ (σε μέσα επίπεδα έτους), ενώ οι διεθνείς τιμές των λοιπών βασικών εμπορευμάτων θα υποχωρήσουν κατά 14% σε όρους δολαρίου και θα αυξηθούν κατά 0,8% σε όρους ευρώ. Οι πωτικές πιέσεις στις διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στη σχετικά υποτονική παγκόσμια ζήτηση, αλλά και στην ταυτόχρονη αύξηση της παγκόσμιας προσφοράς, η οποία ενισχύεται από το διεθνή ανταγωνισμό για τα παγκόσμια μερίδια αγοράς μεταξύ αφενός των αραβικών κρατών του

ΟΠΕΚ και αφετέρου των ΗΠΑ, οι οποίες έχουν εισαγάγει νέες τεχνολογίες για την εξόρυξη σχιστολιθικών κοιτασμάτων.

Στις προηγμένες οικονομίες η **νομισματική πολιτική** έγινε ακόμη πιο διευκολυντική μετά την έναρξη προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ και την αναβολή της επικείμενης αύξησης των βασικών επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ενώ διαφοροποίηση των προοπτικών για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ έχει οδηγήσει σε ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου και σε υποτίμηση εκείνης του ευρώ από τα μέσα του 2014 και μετά (βλ. Ειδικό θέμα II.2). Τα βασικά επιτόκια των περισσότερων κεντρικών τραπεζών των προηγμένων οικονομιών βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, προκειμένου να αποθαρρύνει την περαιτέρω ανατίμηση του ελβετικού

### Διάγραμμα Π.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ιανουάριος 2000-Μάιος 2015)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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

φράγκου, έλαβε την ιστορική απόφαση να θέσει αρνητικά όρια στόχου για το τριμηνιαίο επιτόκιο Libor, ορίζοντας αρχικά το κατώτατο όριο στο -0,75% στις 18.12.2014 και στη συνέχεια το κατώτατο και το ανώτατο όριο στο -1,25% και -0,25% αντιστοίχως στις 15.1.2015 (βλ. Διάγραμμα Π.3).

Η δημοσιονομική προσαρμογή στις προηγμένες οικονομίες συνεχίζεται, αλλά με ηπιότερο ρυθμό, καθώς η εμπιστοσύνη στις αγορές κρατικών ομολόγων επέστρεψε και οι αποδόσεις υποχώρησαν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα, ιδίως στις οικονομίες εκείνες που αντιμετώπισαν μεγαλύτερες δυσκολίες κατά την κρίση δημόσιου χρέους. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω το 2015 στις ΗΠΑ στο 4,2% του ΑΕΠ, έναντι 5,3% το 2014, ενώ στην Ιαπωνία στο 6,2% του ΑΕΠ, έναντι 7,7% το 2014.

## 1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Στη ζώνη του ευρώ η επιτάχυνση του ΑΕΠ είναι συνεχής από τα μέσα του 2014 και μετά και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2015 διαμορφώθηκε σε 0,4% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Παράλληλα, ο πληθωρισμός έπαυσε να είναι αρνητικός τον Απρίλιο και έγινε θετικός το Μάιο (+0,3%), καθώς η νομισματική και πιστωτική επέκταση σταδιακά ενισχύεται σύμφωνα με τα πρόσφατα στοιχεία. Ωστόσο, η πιστωτική επέκταση παραμένει υποτονική, τόσο λόγω της αδυναμίας των πιστωτικών ιδρυμάτων – η προσαρμογή και αναδιάρθρωση των οποίων μετά την κρίση συνεχίζεται – όσο και λόγω ασθενούς ζήτησης πιστώσεων σε περιβάλλον συνεχιζόμενης απομόχλευσης πολλών επιχειρήσεων και αντικατάστασης των τραπεζικών πιστώσεων με ιδία χρηματοδότηση.

Οι εαρινές προβλέψεις για το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ αναθεωρήθηκαν προς τα άνω στο 1,5% το 2015 (από 1,3% σύμφωνα με τις χειμερινές προβλέψεις τρεις μήνες νωρίτερα), έναντι 0,9% το 2014, ενώ ο πληθωρισμός προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε 0,1%, σε μέσα επίπεδα, το 2015 και σε 1,5% το 2016 σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.<sup>3</sup> Η υποχώρηση της τιμής του αργού πετρελαίου, η έναρξη του προγράμματος αγοράς κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και η υποχώρηση του ευρώ αποτελούν τους κυριότερους παράγοντες ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ η σταδιακή βελτίωση της αγοράς εργασίας συμβάλλει στην ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης των καταναλωτών.

Η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να παραμείνει ο παράγοντας με τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ το τρέχον έτος και το 2016. Αυτή η προοπτική αντανάκλα κυρίως την ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2015 και την αναμενόμενη ισχυρότερη ανά-

<sup>3</sup> Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωστατιστήριου για τη ζώνη του ευρώ, ο ετήσιος πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 0,3% το 2015 και 1,5% το 2016.



καμψη των ιδιωτικών επενδύσεων τον επόμενο χρόνο. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών προβλέπεται να είναι μικρή στο χρονικό ορίζοντα των προβλέψεων, καθώς η αύξηση των εξαγωγών θα αντισταθμιστεί σε μεγάλο βαθμό από την αύξηση της εγχώριας ζήτησης και των εισαγωγών.

Η πορεία των επενδύσεων συνιστά κρίσιμο παράγοντα τόσο για την ευρωστία της ανάκαμψης όσο και για την ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να ενισχυθούν από την αύξηση της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης, το βελτιούμενο επιχειρηματικό κλίμα, τα ευρύτερα περιθώρια κέρδους λόγω των χαμηλότερων τιμών της ενέργειας, καθώς και το μειωμένο κόστος δανεισμού. Επίσης, η ικανότητα των επιχειρήσεων να χρηματοδοτηθούν από ίδια κεφάλαια αναμένεται να ενισχυθεί με τη συσσώρευση σημαντικών ρευστών διαθεσίμων, τα αυξανόμενα λειτουργικά κέρδη, τη χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και τη μείωση των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων με τη βοήθεια της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Το Ευρωπαϊκό Σχέδιο Επενδύσεων, μέσω της μείωσης του κόστους δανεισμού και της παροχής χρηματοδοτικών πόρων, αναμένεται να έχει θετική επίδραση στις επενδύσεις παραγωγικού εξοπλισμού και στις κατασκευές τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα τα επόμενα χρόνια.

Οι τάσεις βελτίωσης της αγοράς εργασίας οι οποίες σημειώθηκαν το 2014 αναμένεται να ενισχυθούν το τρέχον έτος και το 2016, καθώς ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης εκτιμάται, σύμφωνα με προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ότι θα ανέλθει σε 1,3% και 1,6% αντίστοιχα, ενώ το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να μειωθεί κατά μισή περίπου ποσοστιαία μονάδα σε 11,0% το 2015 και περαιτέρω σε 10,5% το 2016. Οι διαφορές των συνθηκών στην αγορά εργασίας ανάμεσα στις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ παραμένουν σημαντικές, αλλά βαίνουν μειούμενες υπό την επίδραση τόσο της οικονομικής ανάκαμψης όσο και των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργα-

σίας, κυρίως σε χώρες-μέλη οι οποίες επλήγησαν ιδιαίτερα από την οικονομική κρίση.

Η προσηλώνση στη δημοσιονομική προσαρμογή, η οποία επέφερε θεαματική μείωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μέσα στο 2014, προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί και το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ θα περιοριστεί στο 2,0% του ΑΕΠ το 2015 από 2,4% το 2014, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος, που αυξανόταν συνεχώς τα τελευταία έτη, θα σταθεροποιηθεί το 2015 στο 94% του ΑΕΠ. Η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ελλάδα προβλέπεται ότι θα σημειώσουν περαιτέρω μείωση των ελλειμμάτων τους, ενώ στις δύο πρώτες θα υποχωρήσει ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ.

Η κυριότερη πρόκληση για την οικονομία της ζώνης του ευρώ είναι να συνεχίσει την αυτοδύναμη ανάπτυξη όταν οι παράγοντες οι οποίοι συνθέτουν την παρούσα ευνοϊκή συγκυρία ατονήσουν ή εκλείψουν, καθώς παραμένουν τα μεγάλα προβλήματα που κληροδότησε η κρίση, δηλαδή το πολύ υψηλό ποσοστό ανεργίας, ιδιαίτερα σε χώρες-μέλη οι οποίες επλήγησαν ιδιαίτερα από την κρίση, καθώς και το υψηλό δημόσιο χρέος. Ένας θετικός παράγοντας στην επιδίωξη αυτή είναι ότι η ΕΕ, και ιδιαίτερα η ζώνη του ευρώ, έχουν εισέλθει σε φάση θεσμικής σταθερότητας, μετά την υιοθέτηση βελτιωμένων κανόνων οικονομικής διακυβέρνησης και τις αποφάσεις για τη δημιουργία της τραπεζικής ένωσης, η οποία συμβάλλει στη μείωση της αβεβαιότητας και τη δημιουργία συνθηκών ευνοϊκών για την ανάπτυξη.

### 1.3 ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι παρεμβάσεις των θεσμικών οργάνων της ΕΕ εστιάστηκαν στην εφαρμογή των αποφάσεων για την οικονομική διακυβέρνηση, την παρακολούθηση των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής και την επιτάχυνση της υλοποίησης του Ευρωπαϊκού Σχεδίου Επενδύσεων για την ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας.

## Οικονομική διακυβέρνηση

Η Ευρωομάδα εξέτασε στις 26 Ιανουαρίου 2015 τα σχέδια προϋπολογισμού της Μάλτας, της Αυστρίας, του Βελγίου, της Ιταλίας, της Γαλλίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας, μετά την εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την παρουσία κινδύνου μη συμμόρφωσης αυτών των χωρών με τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Στη συνέχεια, η Επιτροπή προχώρησε σε νέα αξιολόγηση και στις 10 Μαρτίου το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ συμφώνησε, όσον αφορά τη Γαλλία, την παράταση της προθεσμίας για τη μείωση του ελλείμματος κάτω του 3% μέχρι το 2017 και την υποχρέωση για υιοθέτηση επιπλέον δημοσιονομικών μέτρων ύψους 0,2% του ΑΕΠ έως το τέλος Απριλίου.

Το Συμβούλιο θα αποφασίσει σχετικά με τις διαδικασίες υπερβολικών ελλειμμάτων της Μάλτας, της Πολωνίας και του Ηνωμένου Βασιλείου και την πιθανή νέα διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος για τη Φινλανδία τον Ιούνιο, με βάση τις προτάσεις της Επιτροπής που δημοσιεύθηκαν στις 12 Μαΐου.

Στις 12 Μαΐου το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ εξέδωσε συμπεράσματα για τη Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών, συμφωνώντας με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ύπαρξη υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών στη Βουλγαρία, τη Γαλλία, την Κροατία, την Ιταλία και την Πορτογαλία. Στη συνέχεια, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα λάβει υπόψη τις νέες δεσμεύσεις από αυτές τις χώρες για τη διόρθωση των ανισορροπιών ώστε να προτείνει ενδεχόμενα νέα βήματα στη διαδικασία υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

## Το Ευρωπαϊκό Σχέδιο Επενδύσεων

Το Συμβούλιο της ΕΕ και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο κατέληξαν σε συμφωνία επί του κειμένου κανονισμού για την υλοποίηση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων στις 28 Μαΐου. Αναμένονται η έγκριση

του Συμβουλίου Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ και η ψήφιση από την ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου μέσα στον Ιούνιο, με στόχο το ταμείο να αρχίσει να λειτουργεί από το φθινόπωρο.

## Εξελίξεις στα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής χωρών της ζώνης του ευρώ

### Ελλάδα

Στη σύνοδο της Ευρωομάδας στις 20.2.2015 διαμορφώθηκε το πλαίσιο των διαπραγματεύσεων των ελληνικών αρχών με τους θεσμούς (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΕΚΤ και ΔΝΤ) όσον αφορά το οικονομικό πρόγραμμα της χώρας και αποφασίστηκε η παράταση της δανειακής σύμβασης για τέσσερις μήνες, η οποία και επικυρώθηκε μέσω των προβλεπόμενων εθνικών διαδικασιών και από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF).

Στις 11.5.2015 η Ευρωομάδα καλωσόρισε την πρόοδο η οποία έχει πραγματοποιηθεί και σημείωσε ότι η αναδιοργάνωση και διευθέτηση των διαδικασιών εργασίας έκανε δυνατή την επιτάχυνση και συνέβαλε σε μία περισσότερο ουσιαστική συζήτηση. Ταυτόχρονα, διαπίστωσε ότι χρειάζεται περισσότερος χρόνος και προσπάθεια ώστε να γεφυρωθεί το χάσμα στα εναπομείναντα ανοιχτά θέματα και καλωσόρισε την πρόθεση των ελληνικών αρχών να επιταχύνουν τις εργασίες με τους θεσμούς με σκοπό την επιτυχή κατάληξη των συζητήσεων σε σύντομο διάστημα.

### Κύπρος

Στις 25 Απριλίου η Ευρωομάδα ενημερώθηκε ότι στις 17 Απριλίου το κυπριακό κοινοβούλιο υιοθέτησε νομοθετικό πλαίσιο για τις εκποιήσεις ενυπόθητων ακινήτων σε συμφωνία με τις προϋποθέσεις της πέμπτης αξιολόγησης του προγράμματος οικονομικής πολιτικής, επιτρέποντας την εκκίνηση των συζητήσεων για την επόμενη αξιολόγηση. Επιπλέον, η Κύπρος ήρε τους τελευταίους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων στις 6 Απριλίου.

## 2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Το 2014 οι οικονομίες των περισσότερων χωρών της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης<sup>4</sup> συνέχισαν να αναπτύσσονται, αλλά με γενικά επιβραδυνόμενους ρυθμούς συγκριτικά με το προηγούμενο έτος. Ο μέσος ρυθμός αύξησης του **ΑΕΠ** των εν λόγω οικονομιών (χωρίς την Τουρκία) κυμάνθηκε στο **1,6% το 2014**, σχεδόν μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα από ό,τι το 2013. Θετική εξαίρεση αποτέλεσαν οι οικονομίες της Αλβανίας, της Βουλγαρίας και της ΠΓΔΜ, όπου οι ρυθμοί

ανάπτυξης σημείωσαν περαιτέρω άνοδο σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, παρά τη σχετική τάση επιβράδυνσης κατά το δ' τρίμηνο του έτους. Επίσης, παρά τη μικρή μείωση, σημαντικά υψηλός παρέμεινε ο ρυθμός ανάπτυξης της Ρουμανίας το 2014 (βλ. Πίνακα Π.2). Στον αντίποδα, η οικονομία της Σερβίας ήταν η μόνη που συρρικνώθηκε, κατά 1,8% το 2014, καταγράφοντας για τρία συνεχόμενα τρίμηνα (με σημείο εκκίνησης το β' τρίμηνο του έτους) αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

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

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)						Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)						
	2012	2013	2014	γ' τρίμ. 2014	δ' τρίμ. 2014	2015π	2012	2013	2014	2015π	Ιαν. 2015	Φεβρ. 2015	Μάρτ. 2015
Αλβανία	1,6	1,4	1,9	3,9	2,4	3,0	2,0	1,9	1,6	2,0	1,3	2,3	2,2
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	-1,2	2,5	1,4	0,5	2,4	2,3	2,0	-0,1	-0,9	0,6	-0,8	-0,7	-
Βουλγαρία	0,5	1,1	1,7	1,9	1,6	1,0	2,4	0,4	-1,6	-0,5	-1	-0,5	0,1
Μαυροβούνιο	-2,5	3,3	1,4	1,3	-	3,3	0,7	-2,1	-2,3	0,4	-0,4	-0,1	-
ΠΓΔΜ	-0,5	2,7	3,8	4,3	2,7	3,8	3,3	2,8	-0,3	1,2	-1,5	-1,0	-0,3
Ρουμανία	0,6	3,4	2,8	2,9	2,6	2,8	3,4	3,2	1,4	0,2	0,4	0,4	0,8
Σερβία	-1,0	2,6	-1,8	-3,8	-1,8	-0,1	12,2	2,2	1,7	3,2	0,1	0,8	-
Τουρκία	2,1	4,2	2,9	1,9	2,6	3,2	8,9	7,5	8,9	7,0	7,2	7,5	7,6

Χώρα	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)				Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)				Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Λόγος δανείων προς καταθέσεις (%)		Δάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2012	2013	2014	2015π	2012	2013	2014	2015π	2012	2013	2014	2014	Φεβρ. 2015	2012	2013	2014
Αλβανία	-10,2	-10,5	-13,0	-13,6	-3,3	-4,9	-5,2	-4,0	16,2	18,0	16,8	55,5	55,2	21,7	24,0	23,9
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	-8,9	-5,7	-7,6	-9,0	-2,0	-2,2	1,8	-	13,5	15,1	15,5	115,2	-	12,7	14,5	15,1
Βουλγαρία	-1,2	1,6	0,9	1,3	-0,7	-0,9	-2,8	-2,9	16,7	16,9	20,6	80,2	80,2*	16,6	17,2	17,2
Μαυροβούνιο	-18,7	-14,6	-15,3	-15,6	-6,1	-4,6	-1,4	-4,5	12,4	14,4	-	115,1	-	17,6	18,4	16,8
ΠΓΔΜ	-2,9	-1,8	-1,3	-1,4	-3,8	-3,9	-4,2	-3,8	17,1	16,8	15,6	94,7	88,6	10,1	10,9	11,6
Ρουμανία	-4,7	-1,2	-0,5	-0,8	-2,9	-2,2	-1,5	-1,6	14,6	15,0	17,3	90,6	91,9	18,2	21,9	13,9
Σερβία	-10,1	-5,6	-5,0	-3,8	-6,8	-5,5	-6,7	-4,9	19,9	19,9	19,4	113,7	115,7	18,6	21,1	21,1
Τουρκία	-6,1	-7,8	-5,7	-4,4	-0,3	-1,6	-1,5	-1,4	17,9	15,3	14,0	117,9	117,5	3,0	3,0	3,0

Πηγές: European Commission, *European Economic Forecast*, Μάιος 2015, *EU Candidate & Pre-accession Countries Economic Quarterly*, Απρίλιος 2015, εθνικές κεντρικές τράπεζες.

\* Δεκέμβριος 2014.

π = πρόβλεψη.

1 Οι προβλέψεις της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης προέρχονται από το IMF, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2015.

Ωστόσο, είναι θετικό ότι μετά την όξυνση της ύφεσης κατά το γ' τρίμηνο του έτους (-3,8%) εμφανίστηκαν σημάδια που δείχνουν τάση εξομάλυνσης της κατάστασης, με το ρυθμό πτώσης του προϊόντος να επιβραδύνεται.<sup>5</sup>

Η σχετική σπουδαιότητα των παραγόντων που συνέβαλαν στη διαμόρφωση των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης των χωρών της περιοχής διαφέρει από χώρα σε χώρα. Παράγοντες όπως η μείωση της βιομηχανικής παραγωγής, η κάμψη των επενδύσεων αλλά και οι αρνητικές συνέπειες από τις πλημμύρες του Μαΐου που έπληξαν τα δυτικά Βαλκάνια επηρέασαν την αναπτυξιακή πορεία αυτών των χωρών. Αντίθετα, η ανάπτυξη της οικονομίας της ΠΓΔΜ προήλθε από την αυξητική πορεία των δημόσιων επενδύσεων και την ανάπτυξη του βιομηχανικού τομέα της οικονομίας. Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία η αύξηση του ΑΕΠ στηρίχθηκε κυρίως στην εγχώρια κατανάλωση. Τέλος, οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών<sup>6</sup> για τη διετία 2015-2016 δείχνουν ότι στο σύνολο των χωρών της περιοχής αναμένεται βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς το 2015 ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης στην περιοχή (εκτός Τουρκίας) αναμένεται να επιταχυνθεί στο **2,3%**.

Όσον αφορά την **Τουρκία**, ο ρυθμός ανάπτυξης υποχώρησε το 2014, καθώς περιορίστηκε στο 2,9% από 4,2% το 2013. Εξαίρεση αποτέλεσε το δ' τρίμηνο, κατά το οποίο ανακόπηκε η πτωτική τάση των τριών πρώτων τριμήνων του έτους.<sup>7</sup> Χαρακτηριστικό στοιχείο του δ' τριμήνου ήταν η σημαντική συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ, σε αντίθεση με τα τρία πρώτα τρίμηνα, κατά τα οποία τον κυρίαρχο παράγοντα στην αύξηση του προϊόντος αποτελούσε η ισχυρή εξαγωγική δραστηριότητα. Για το 2015, σύμφωνα και με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αναμένεται μικρή επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ κατά 3,2% λόγω της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής.<sup>8</sup>

Το 2014 ο **πληθωρισμός** σε όλες τις χώρες της περιοχής, με εξαίρεση την Τουρκία, συνέχισε

να κινείται σε χαμηλά επίπεδα, εμφανίζοντας πτωτική τάση. Μάλιστα σε χώρες όπως η Βοσνία-Ερζεγοβίνη, η Βουλγαρία, το Μαυροβούνιο και η ΠΓΔΜ καταγράφονται ισχυρές τάσεις αποπληθωρισμού. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται στη σχετικά αργή διαδικασία εξάλειψης του παραγωγικού κενού στις οικονομίες τους, σε συνδυασμό με τη δραματική πτώση των διεθνών τιμών ενέργειας και τροφίμων, αλλά και τον εισαγόμενο χαμηλό πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ ως αποτέλεσμα της σύνδεσης αρκετών εθνικών νομισμάτων με το ευρώ. Παρά ταύτα, οι προβλέψεις για το σύνολο του 2015 υποδηλώνουν ανοδική τάση των τιμών (πλην της Ρουμανίας και της Τουρκίας), ως αποτέλεσμα κυρίως της αναμενόμενης περαιτέρω ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης. Στην Τουρκία, παρά τη μερική αποκλιμάκωση το πρώτο και το τελευταίο τρίμηνο του έτους, ο πληθωρισμός παρέμεινε ο υψηλότερος στην περιοχή (8,9%) και αρκετά μακριά από το στόχο της κεντρικής τράπεζας (5%). Το υψηλό επίπεδο πληθωρισμού σε μεγάλο βαθμό ενισχύθηκε από την υποτίμηση της τουρκικής λίρας έναντι του αμερικανικού δολαρίου, που λειτούργησε σε μεγάλο βαθμό ως αντιστάθμισμα στην πτωτική επίδραση της μείωσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου.

Όσον αφορά το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ως % του ΑΕΠ) για το 2014, στις μισές περίπου χώρες της περιοχής φαίνεται να υπάρχει βελτίωση και στις υπόλοιπες χειροτέρευση. Παρόμοια ανομοιογενής εμφανίζεται η εικόνα και των σχετικών προβλέψεων για το τρέχον έτος. Ειδικότερα, η Βουλγαρία και η Ρουμανία ανήκουν στην πρώτη

<sup>5</sup> Προς την ίδια κατεύθυνση φαίνεται να συγκλίνουν και οι εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών για το 2015-2016, με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να εκτιμά τάση σταθεροποίησης το 2015 (-0,1%) και επιστροφή της σερβικής οικονομίας σε ανάπτυξη εντός του 2016.

<sup>6</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

<sup>7</sup> Η σχετική επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης (για το σύνολο του έτους 2014) οφείλεται κατά κύριο λόγο στην υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης, σε συνδυασμό με το χαμηλό επίπεδο ιδιωτικών και δημόσιων επενδύσεων, καθώς και στην περιοριστική νομισματική πολιτική.

<sup>8</sup> Κατά το α' τρίμηνο του 2015 η κεντρική τράπεζα της Τουρκίας προχώρησε δύο φορές σε μείωση του παρεμβατικού επιτοκίου των εβδομαδιαίων συμφωνιών επαναγοράς (one week repo rate) κατά 75 μονάδες βάσης (συνολικά), διαμορφώνοντας το επιτόκιο στο 7,5%.

κατηγορία, καθώς εμφανίζουν βελτιωμένο εξωτερικό ισοζύγιο. Στον αντίποδα, η Αλβανία και το Μαυροβούνιο συνεχίζουν να καταγράφουν τα υψηλότερα εξωτερικά ελλείμματα στην περιοχή, τα οποία αναμένεται να αυξηθούν ακόμη περισσότερο το 2015. Κύριος λόγος της επιδείνωσης του εξωτερικού ισοζυγίου της Αλβανίας είναι η σταδιακή μείωση των εξαγωγών αγαθών και η αποδυνάμωση του θετικού ισοζυγίου των υπηρεσιών (τουρισμός και υπηρεσίες του βιομηχανικού τομέα). Σε αντίθεση, η αύξηση των εξαγωγών της Σερβίας και της ΠΓΔΜ, ιδίως το δ' τρίμηνο του έτους, αποτέλεσε τον κύριο προωθητικό παράγοντα που συνέβαλε στη μείωση του εξωτερικού τους ελλείμματος το 2014 και αναμένεται να συνεχίσει στην ίδια κατεύθυνση το 2015. Σημαντική επίσης βελτίωση παρουσίασε η εικόνα του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών της Τουρκίας, το οποίο συρρικνώθηκε το 2014 στο 5,7% του ΑΕΠ, δηλαδή περισσότερο από δύο ποσοστιαίες μονάδες. Η εν λόγω εξέλιξη δεν προέκυψε ως απόρροια της βελτίωσης του εμπορικού ισοζυγίου, αλλά κατά κύριο λόγο αντανάκλα τη σημαντική μείωση στις εισαγωγές μη νομιματικού χρυσού.

Τα **δημόσια οικονομικά** των χωρών της περιοχής παρουσίασαν μικτή εικόνα το 2014, ενώ αναμένεται βελτίωση στις περισσότερες χώρες το 2015. Ορισμένες χώρες της περιοχής, όπως η Αλβανία, η Ρουμανία, η Σερβία και το Μαυροβούνιο, κατόρθωσαν να αυξήσουν τα έσοδά τους βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα της είσπραξης των φόρων και ελέγχοντας τις δαπάνες. Παρά ταύτα, οι περισσότερες χώρες της περιοχής συνεχίζουν να παρουσιάζουν αυξημένα ποσοστά δημοσιονομικών ελλειμμάτων ως προς το ΑΕΠ, ιδίως η Σερβία και η Αλβανία (6,7% και 5,1% αντιστοίχως). Επίσης, το δημοσιονομικό έλλειμμα στη Βουλγαρία αυξήθηκε από 0,9% το 2013 σε 2,8% το 2014, λόγω αύξησης των κρατικών δαπανών σε συνδυασμό με υστέρηση των εσόδων (κυρίως στους έμμεσους φόρους). Η δημοσιονομική εικόνα της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης βελτιώθηκε σημαντικά, καθώς επιτεύχθηκε δημοσιονομικό πλεόνασμα 1,8% του ΑΕΠ το

2014, έναντι ελλείμματος 2,2% το 2013. Τέλος, στην Τουρκία το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να συνεχίσει να κινείται στα επίπεδα του 1,5%.<sup>9</sup>

Στις περισσότερες χώρες ο ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης** παρέμεινε αρνητικός το 2014. Εξαίρεση αποτελούν οι οικονομίες της ΠΓΔΜ και της Τουρκίας, όπου η πιστωτική επέκταση συνέχισε να κινείται σε υψηλούς ρυθμούς. Παρ' όλα αυτά, στις υπόλοιπες χώρες των δυτικών Βαλκανίων<sup>10</sup> η ρευστότητα συνέχισε να παρουσιάζει εικόνα βελτίωσης, ιδιαίτερα όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά. Η Αλβανία είναι ίσως η μόνη χώρα όπου ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης εμφανίζεται ισχυρότερος στον επιχειρηματικό τομέα. Αξιοσημείωτο επίσης είναι ότι στη Σερβία, για πρώτη φορά από το Μάρτιο του 2013, σημειώθηκε ονομαστική αύξηση στις επιχειρηματικές πιστώσεις το Νοέμβριο του 2014.

Στο τέλος του 2014 τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (δάνεια σε καθυστέρηση) μειώθηκαν στις περισσότερες χώρες των δυτικών Βαλκανίων, ενώ στη Βουλγαρία και την Τουρκία παρέμειναν αμετάβλητα. Οι δείκτες των “προβληματικών” δανείων του αλβανικού και του σερβικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, 22,8% και 22,5% αντίστοιχα, εξακολουθούν να κινούνται σε υψηλά επίπεδα.<sup>11</sup> Παρά τα προβλήματα με το σχετικά μεγάλο αριθμό μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα τραπεζικά συστήματα όλων των οικονομιών της περιοχής θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν, τουλάχιστον από κεφαλαιακής απόψεως, αρκετά ισχυρά. Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας σε όλες τις περιπτώσεις είναι μεγαλύτερος του 15%.

<sup>9</sup> Αυτό το επίπεδο δημοσιονομικού ελλείμματος παρατηρείται συστηματικά από το 2012 και μετά.

<sup>10</sup> Οι χαμηλοί ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης οφείλονται σε παράγοντες που συνδέονται με την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς. Στην πλευρά της ζήτησης, το πρόβλημα κατά βάση συνδέεται με την υποτονική δυναμική της εγχώριας δαπάνης, ενώ στην πλευρά της προσφοράς επικεντρώνεται κυρίως στον αυξανόμενο όγκο των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

<sup>11</sup> Είναι ιδιαίτερα σημαντική η αντιμετώπιση με αποτελεσματικό τρόπο του οξενμένου προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ώστε να επανέλθει σε κανονικούς ρυθμούς η χρηματοδότηση της οικονομικής δραστηριότητας. Υψηλές τιμές αυτού του δείκτη οδηγούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε αυξημένο βαθμό “εσωστρέφειας” και “αποστροφής κινδύνου”.

## Η ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗ ΤΟΥ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ: ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

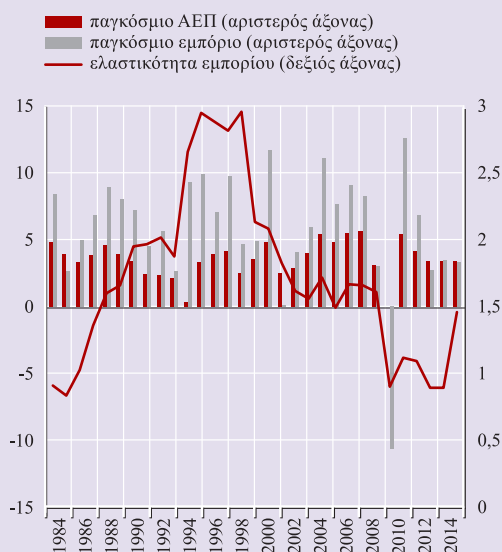
Τα τελευταία χρόνια, το διεθνές εμπόριο χαρακτηρίζεται από χαμηλούς ρυθμούς ανόδου, οι οποίοι υπολείπονται εκείνων που είχαν σημειωθεί πριν από την παγκόσμια κρίση. Το 2014 ο όγκος των διεθνών συναλλαγών (αγαθά και υπηρεσίες) αυξήθηκε κατά 3,4%, ενώ παρόμοιους ρυθμούς κατέγραψε το 2013 (3,5%) και το 2012 (2,8%) – βλ. το διάγραμμα.

Μετά την κατάρρευση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου το 2009 (-10,6%) λόγω της παγκόσμιας κρίσης, ο όγκος των συναλλαγών ανέκαμψε δυναμικά το 2010 (+12,6%). Ωστόσο, η αξιοσημείωτη αυτή επιτάχυνση ήταν προσωρινή και ακολούθησε μία πολύ πιο ήπια και σταδιακή άνοδος του παγκόσμιου εμπορίου, πολύ χαμηλότερη από το μακροχρόνιο μέσο ρυθμό αύξησης προ κρίσης. Από το 2011 και έπειτα, το παγκόσμιο εμπόριο αυξάνεται με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,4%, σε σύγκριση με ρυθμό αύξησης 6,9% την περίοδο 1990-2007.

Επιπλέον, τα τελευταία τέσσερα χρόνια το παγκόσμιο εμπόριο αυξάνεται με ρυθμούς χαμηλότερους από ό,τι το παγκόσμιο ΑΕΠ, σε αντιδιαστολή με την περίοδο πριν από την κρίση, όταν το διεθνές εμπόριο κατέγραφε σχεδόν διπλάσιους ρυθμούς ανάπτυξης από ό,τι το παγκόσμιο ΑΕΠ (βλ. το διάγραμμα). Αυτό αποτυπώνεται και στο μέγεθος της εισοδηματικής ελαστικότητας του παγκόσμιου εμπορίου, η οποία υπολογίζεται ως ο λόγος του ρυθμού μεταβολής των εισαγωγών προς το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και η οποία την περίοδο 1990-2007 υπολογίζεται σε σχεδόν 2,0, ενώ την περίοδο 2011-2014 ήταν μόλις 1,2. Διευρύνοντας ωστόσο το διάστημα πριν από την κρίση στην περίοδο 1980-2007, δηλ. προσθέτοντας τη δεκαετία του '80, η μακροχρόνια ελαστικότητα υποχωρεί ελαφρώς σε 1,8, αλλά παραμένει σημαντικά υψηλότερη σε σχέση με το διάστημα 2011-2014. Παρομοίως, υπολογισμοί της ΕΚΤ για ακόμη πιο διευρυμένο διάστημα, από το 1950 έως το 2007, καταλήγουν σε ακόμη χαμηλότερη ελαστικότητα (1,6).<sup>1</sup>

Μια λεπτομερέστερη εξέταση φανερώνει επομένως σημαντικές διακυμάνσεις στην εξέλιξη της ελαστικότητας του εμπορίου κατά τη διάρκεια των ετών. Στο διάγραμμα, στο οποίο παρουσιάζονται κυλιόμενοι μέσοι όροι της ελαστικότητας εμπορίου από το 1984, παρατηρείται ότι η ελαστικότητα του εμπορίου είχε αρχίσει να μειώνεται ήδη από το τέλος της δεκαετίας του 1990, μετά από μία περίοδο συνεχούς δυναμικής αύξησης από το 1985 και έπειτα. Κατά συνέπεια, ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ εμπορίου και ΑΕΠ είχε αρχίσει να μετριάζεται ήδη πριν από την κρίση, με την απαρχή της οποίας επηρεάστηκε ακόμη περισσότερο.

### Παγκόσμιο εμπόριο και ΑΕΠ (ποσοστιαία μεταβολή όγκου) και ελαστικότητα εμπορίου (5ετής κυλιόμενος μέσος όρος)



Πηγές: ΔΝΤ, WEO database, Απρίλιος 2015, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

<sup>1</sup> ECB, *Monthly Bulletin*, July 2014.

Οι λόγοι για τους οποίους η σχέση μεταξύ εμπορίου και ΑΕΠ έχει αλλάξει τα τελευταία χρόνια εκτιμάται ότι είναι τόσο κυκλικοί όσο και διαρθρωτικοί:<sup>2</sup>

**A.** Οι *κυκλικοί* παράγοντες σχετίζονται με τη μείωση της παγκόσμιας ζήτησης, και συγκεκριμένα με τη μείωση της ζήτησης για διαρκή καταναλωτικά και επενδυτικά αγαθά, ως συνέπεια της κρίσης. Τα αγαθά αυτά χαρακτηρίζονται από υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο, καθώς τα διάφορα στάδια παραγωγής τους συχνά διαμοιράζονται σε πολλές χώρες.<sup>3</sup> Κατά συνέπεια, ο χαμηλός ρυθμός ανάκαμψης ιδίως των επενδύσεων στις προηγμένες οικονομίες<sup>4</sup> έχει συντελέσει στην ανάσχεση της διεθνούς ζήτησης για ενδιάμεσα και κεφαλαιακά αγαθά, επιδρώντας αρνητικά στην ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, οι επενδύσεις σημειώνουν ήδη βελτίωση και αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν σταδιακά, σε συνάρτηση με την παγκόσμια οικονομία, με αποτέλεσμα η επίδραση αυτή να θεωρείται προσωρινή.<sup>5</sup>

**B.** Οι *διαρθρωτικοί* παράγοντες σχετίζονται με τη μεταβολή ορισμένων δομικών χαρακτηριστικών των εμπορευματικών συναλλαγών μεταξύ 1985 και 2007, τα οποία είχαν θετική επίδραση στην ανάπτυξη του εμπορίου εκείνη την περίοδο:

- **Οι παγκόσμιες αλυσίδες αξίας (global value chains)**

Η αυξανόμενη σημασία των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας, κυρίως από το 1985 και έπειτα, ευνόησε τον κατακερματισμό της παραγωγής αγαθών ανά τον κόσμο και την ανάθεση σταδίων της παραγωγής σε εξωτερικούς συνεργάτες σε άλλες χώρες. Επειδή ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου μετρείται σε ακαθάριστους όρους, τα ενδιάμεσα αγαθά καταγράφονται πολλές φορές, καθώς εισέρχονται και εξέρχονται από τις διάφορες χώρες πριν ενσωματωθούν στο τελικό προϊόν. Κατ' αντιδιαστολή, το ΑΕΠ καταγράφεται σε όρους προστιθέμενης αξίας. Ως αποτέλεσμα, σε ένα περιβάλλον αυξημένου γεωγραφικού κατακερματισμού της παραγωγής, το παγκόσμιο εμπόριο εμφανίζει υψηλότερο ρυθμό αύξησης σε σχέση με το παγκόσμιο ΑΕΠ.

Η στροφή προς τη γεωγραφική διασπορά της παραγωγής για λόγους αποτελεσματικότητας, που αναπτύχθηκε ιδιαίτερα τη δεκαετία του 1990, φαίνεται ότι είχε αρχίσει να περιορίζεται ή ακόμη και να αναστρέφεται προ της κρίσης. Άλλες προτεραιότητες, όπως η ανάγκη για βελτίωση του ελέγχου της παραγωγικής διαδικασίας, και η αύξηση του κόστους παραγωγής στις αναπτυσσόμενες οικονομίες έδωσαν το έναυσμα για περιστολή του εύρους των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας, συχνά μέσω επιστροφής στη χώρα της μητρικής επιχείρησης δραστηριοτήτων που είχαν έως τότε ανατεθεί σε εξωχώριους συνεργάτες. Η παγκόσμια κρίση και η ασυνήθιστα υψηλή αβεβαιότητα φαίνεται ότι επέδρασαν αυξητικά σε αυτή την τάση και στον περιορισμό των διεθνών συναλλαγών ενδιάμεσων αγαθών. Σε αυτό συνέβαλε η μεγάλη ταχύτητα καθώς και ο υψηλός βαθμός με τον οποίο μια μείωση της ζήτησης για τελικά αγαθά μεταδίδεται μέσω των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας.<sup>6</sup>

- **Ο ρυθμός απελευθέρωσης του εμπορίου**

Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκε από σημαντική πρόοδο στην απελευθέρωση και παγκοσμιοποίηση των συναλλαγών, μέσω πρωτοβουλιών για τη μείωση των μέτρων προστατευτι-

2 European Commission, *European Economy* 1/2015, "European Economic Forecast, Winter 2015" και ECB, *Monthly Bulletin*, July 2014.

3 OECD (2013), "Global value chains: Managing the risks", *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains*, OECD Publishing.

4 IMF, *World Economic Outlook*, April 2015, Ch. 4.

5 Η αύξηση των επενδύσεων στις ανεπτυγμένες οικονομίες το 2014 ήταν 2,7%, σε σύγκριση με 1,1% το 2013, και αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,3% το 2015 (IMF, *World Economic Outlook*, April 2015).

6 OECD (2013), "Global value chains: Managing the risks", *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains*, OECD Publishing.

σμού στο πλαίσιο του (νεοσύστατου τότε) Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου, της ολοκλήρωσης του γύρου διαπραγματεύσεων της Ουρουγουάης και της σύναψης περιφερειακών εμπορικών συμφωνιών (Regional Trade Agreements). Μεταξύ 1990 και 2011, οι περιφερειακές εμπορικές συμφωνίες παγκοσμίως σχεδόν τριπλασιάστηκαν,<sup>7</sup> με σημαντικά οφέλη για την ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου.

Αντίθετα, η παγκόσμια κρίση υπήρξε το έναυσμα για συγκρατημένη άνοδο του προστατευτισμού παγκοσμίως, παρά τις υφιστάμενες εμπορικές συμφωνίες. Το 2009 παρατηρήθηκε αύξηση του προστατευτισμού, η οποία, αν και περιορίστηκε προσωρινά τη διετία 2010-2011, επιταχύνθηκε το 2012-2013, προκαλώντας ανησυχίες για το βαθμό απελευθέρωσης του εμπορίου.<sup>8</sup> Ωστόσο, η αρνητική επίδραση των εξελίξεων αυτών στην ελαστικότητα του εμπορίου ήταν πιθανότατα σχετικά περιορισμένη.<sup>9</sup>

Κατά συνέπεια, οι παραπάνω παράγοντες, σε συνδυασμό με τις νέες τεχνολογίες και τα μειούμενα κόστη μεταφοράς και επικοινωνίας, ευνόησαν την ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου με ρυθμούς ταχύτερους από εκείνους του ΑΕΠ την περίοδο πριν από την κρίση, εκτινάσσοντας την ελαστικότητα του εμπορίου. Αντίστοιχα, η αντιστροφή των τάσεων των εν λόγω διαρθρωτικών παραγόντων τα τελευταία χρόνια είχε ως αποτέλεσμα την αναχαίτιση των υψηλών ρυθμών αύξησης των συναλλαγών και τη μείωση της ελαστικότητας του εμπορίου.

Η σημαντική επίδραση των διαρθρωτικών παραγόντων στην επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου επαληθεύεται και από εμπειρικές μελέτες που εκτιμούν την ελαστικότητα του εμπορίου πριν και μετά την κρίση.<sup>10</sup> Τα ευρήματα των μελετών αυτών συνηγορούν στη μεταβολή της σχέσης μεταξύ εμπορίου και προϊόντος μακροχρόνια.

Συμπερασματικά, το παγκόσμιο εμπόριο, αν και προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί τα επόμενα έτη εξαιτίας της ταχύτερης αύξησης της παγκόσμιας ζήτησης και των επενδύσεων, δεν αναμένεται να καταγράψει τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου που παρατηρήθηκαν τις δεκαετίες του 1990 και 2000. Η συσχέτιση μεταξύ παγκόσμιου εμπορίου και παγκόσμιου ΑΕΠ έχει πιθανότατα μεταβληθεί μακροπρόθεσμα. Η ελαστικότητα του εμπορίου, αν και αναμένεται να αυξηθεί από τα σημερινά επίπεδα, πιθανότατα δεν θα προσεγγίσει τα επίπεδα της δεκαετίας του 1990.

7 WTO, Regional Trade Agreements: Facts and Figures (Απρίλιος 2015).

8 Evenett, S.J. (2014), *The global trade disorder, The 16th GTA Report*, CEPR, November. Βλ. και G20 Leaders' Declaration, September 2013.

9 Constantinescu, C., A. Mattoo and M. Ruta (2015), "The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?", World Bank Policy Research Working Paper, WPS 7158, Boz, E., M. Bussière and C. Marsili (2014), "Recent slowdown in global trade: cyclical or structural?", [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

10 Constantinescu, C., A. Mattoo and M. Ruta (2015), *ό.π.α.*, και ECB, *Monthly Bulletin*, July 2014.

## Ειδικό θέμα II.2

### ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΟΧΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι σημαντικές μεταβολές στις ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες επιδρούν στην οικονομία κυρίως μέσω του διεθνούς εμπορίου, αλλά και μέσω των προσδοκιών για τις μελλοντικές αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων και επενδύσεων.

Από το Μάρτιο του 2014 έως το Μάρτιο του 2015 το ευρώ υποτιμήθηκε κατά 21,6% έναντι του δολαρίου (σε μέσα επίπεδα μηνός) και περί το 13% έναντι της βρετανικής λίρας, εξαιτίας της



διαφοράς των εξελίξεων και προοπτικών τόσο ως προς την πορεία των ΑΕΠ όσο και ως προς την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, το ίδιο δωδεκάμηνο το ευρώ υποτιμήθηκε και έναντι του ελβετικού φράγκου κατά 12,9%, λόγω εγκατάλειψης από την κεντρική τράπεζα της Ελβετίας στις 15.1.2015 της πολιτικής υπεράσπισης του ανώτατου ορίου ισοτιμίας που είχε θέσει για το εθνικό της νόμισμα εν όψει της συνεχιζόμενης μεγάλης εισροής κεφαλαίων και της υψηλής ζήτησης του ελβετικού φράγκου ως ασφαλούς καταφυγίου. Αντιθέτως, το ευρώ ενισχύθηκε την περίοδο αυτή κατά 30% έναντι του ρωσικού ρουβλίου.

Σε όρους δείκτη ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, το ευρώ υποτιμήθηκε από το σχετικό μέγιστο που σημειώθηκε το Μάρτιο του 2014 έως και το Μάρτιο του 2015 κατά 11,4%, ενώ από το Μάιο και μετά δείχνει σημάδια ανάκαμψης. Τα αίτια της σημαντικής εξασθένησης του ευρώ σχετίζονται κυρίως με το διαφορετικό κύκλο της νομισματικής πολιτικής, καθώς η ΕΚΤ ξεκίνησε πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης την περίοδο που η Fed προανήγγειλε τη φάση αντιστροφής της πολύ χαλαρής δικής της νομισματικής πολιτικής.

Η υποτίμηση του ευρώ μεταβάλλει τις σχετικές τιμές μεταξύ προϊόντων εντός και εκτός της ζώνης του ευρώ, προκαλώντας μεταβολές στη σύνθεση της ζήτησης. Ο βαθμός στον οποίο η μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών επιδρά στις σχετικές ποσότητες εξαρτάται κυρίως από τρεις παράγοντες: α) από το βαθμό στον οποίο οι μεταβολές των ισοτιμιών ενσωματώνονται στις τελικές τιμές εισαγομένων και εξαγομένων και δεν απορροφώνται από τα περιθώρια κέρδους των εισαγωγέων και των εξαγωγέων (περίπου το 80% του ποσοστού της υποτίμησης του ευρώ μετακυλίεται στις τιμές των εισαγομένων), β) από το βαθμό εμπορικού ανοίγματος κάθε οικονομίας της ζώνης του ευρώ στις εκτός ευρωζώνης οικονομίες (λ.χ. μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, η Μάλτα, το Λουξεμβούργο και η Ιρλανδία έχουν τις περισσότερες εξαγωγές, ως ποσοστό του ΑΕΠ τους, εκτός ζώνης του ευρώ) και γ) από τη συγκεκριμένη γεωγραφική σύνθεση των εκτός ζώνης του ευρώ εμπορικών εταίρων και τη συγκεκριμένη εξέλιξη της διμερούς συναλλαγματικής ισοτιμίας με τον καθέναν από αυτούς (λ.χ. οι χώρες της Βαλτικής και η Φινλανδία αντιμετώπισαν ανατίμηση και όχι υποτίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής τους ισοτιμίας, καθότι έχουν ως κυριότερο εμπορικό εταίρο τη Ρωσία, το νόμισμα της οποίας υποτιμήθηκε σοβαρά έναντι του ευρώ).

Η χαμηλότερη ισοτιμία του ευρώ κάνει γενικώς φθηνότερα τα εξαγόμενα προϊόντα της ζώνης του ευρώ και ακριβότερα τα εισαγόμενα, τελικά και ενδιάμεσα αγαθά και τις πρώτες ύλες. Κατά μέσο όρο στις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, το 30% της αξίας των εξαγωγών αποτελείται από εισαγόμενα ενδιάμεσα αγαθά και πρώτες ύλες, γεγονός που υπογραμμίζει την επίπτωση της υποτίμησης στο κόστος παραγωγής σε επιχειρήσεις και κλάδους εντάσεως εισαγόμενων βασικών εμπορευμάτων (πετρέλαιο, μέταλλα κ.λπ.) και ενδιάμεσων αγαθών.

Ως προς τις ξένες άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων, η υποτίμηση του ευρώ, εάν θεωρηθεί ότι θα διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα, μειώνει το κόστος υλοποίησης νέων επενδύσεων, αλλά ταυτόχρονα μειώνει την αξία σε ξένο νόμισμα των κερδών από τις ήδη υπάρχουσες.

Σε γενικές γραμμές, η σημειωθείσα υποτίμηση του ευρώ, εάν διατηρηθεί, αναμένεται ότι θα οδηγήσει σε αύξηση των καθαρών εξαγωγών και υποκατάσταση εισαγωγών προς όφελος των εγχωρίως παραγόμενων προϊόντων, ενισχύοντας τις επενδύσεις, την ανάπτυξη και την απασχόληση. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, μια υποτίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ κατά 10% μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,6% το πρώτο έτος και κατά 0,4% το δεύτερο έτος.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> European Commission, *European Economic Forecast, Winter 2015, February 2015, Box 1.2.*



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

*Προκειμένου να αποσοβηθεί η ανάπτυξη συνθηκών υποχώρησης του επιπέδου των τιμών στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα θέσπισε το 2014 και στις αρχές του 2015 σειρά μέτρων νομισματικής πολιτικής τόσο συμβατικών όσο και κυρίως μη συμβατικών. Υπό την επίδραση αυτών των μέτρων αναμένεται ότι ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα πλησιάσει το 2% κατά τα επόμενα έτη. Πράγματι, τους τελευταίους μήνες καταγράφεται αύξηση του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ υποτιμάται, οι τιμές των μετοχών στη Νομισματική Ένωση αυξάνονται έντονα, τόσο το καταγραφόμενο όσο και το αναμενόμενο επιτόκιο EONIA παραμένουν αρνητικά, η καθοδική πορεία των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού έχει επιταχυνθεί, ενώ βελτιώνονται γενικότερα οι συνθήκες ζήτησης και προσφοράς τραπεζικών δανείων, η πιστωτική και η νομισματική επέκταση ενισχύονται, η πτωτική πορεία των πληθωριστικών προσδοκιών έχει αντιστραφεί και βεβαίως οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων παραμένουν μειωμένες και μάλιστα, σε πολλές περιπτώσεις, αρνητικές.*

Το 2014 ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ ήταν υποτονικός, ενισχύθηκε ωστόσο σ' ένα βαθμό στις αρχές του τρέχοντος έτους. Ο ρυθμός πληθωρισμού επιβραδύνθηκε το 2014 και διαμορφώθηκε σε αρνητικές τιμές στα τέλη της χρονιάς και στις αρχές του 2015. Ιδιαίτερα ανησυχητική εξέλιξη υπήρξε η υποχώρηση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών κατά το 2014, η οποία άρχισε να αντιστρέφεται μετά την ανακοίνωση των νέων μέτρων του Ευρωσυστήματος τον Ιανουάριο του 2015. Ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να εγκαταλείψει τα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα από τα τέλη του τρέχοντος έτους και εξής.

Προκειμένου να αποσοβηθεί η ανάπτυξη συνθηκών αποπληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση που αντιστρατεύονται τον πρωταρχικό σκοπό της εδραίωσης της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα μείωσε τα βασικά επιτόκια (Ιούνιος και Σεπτέμβριος 2014), άρχισε να διενεργεί σε

τριμηνιαία βάση στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο των οποίων μειώθηκε σημαντικά στις αρχές του 2015, δρομολόγησε πρόγραμμα αγοράς τίτλων του ιδιωτικού τομέα (δ' τρίμηνο 2014) και άρχισε να διεξάγει σε μεγάλη κλίμακα αγορές κρατικών τίτλων και άλλων χρεογράφων τα οποία έχουν εκδοθεί από δημόσιους φορείς στη ζώνη του ευρώ (επίσημη ανακοίνωση τον Ιανουάριο του 2015 και έναρξη διεξαγωγής τον ακόλουθο Μάρτιο).

Επιδίωξη του Ευρωσυστήματος είναι οι μηνιαίες αγορές τίτλων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα να ανέρχονται σε 60 δισεκ. ευρώ. Θα συνεχιστούν μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016 ή και αργότερα αν χρειαστεί, μέχρις ότου η πορεία του πληθωρισμού καταστεί συνεπής με τη σταθερότητα των τιμών, δηλ. μέχρι να διασφαλιστεί η μεσοπρόθεσμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού λίγο κάτω του 2%.

Οι οριστικές (outright) αγορές τίτλων εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας εκκινούν μια διαδικασία ανακατανομής χαρτοφυλακίων στο πλαίσιο της οποίας η μόνιμη αύξηση της ρευστότητας διοχετεύεται σε τοποθετήσεις σε ένα ευρύ φάσμα στοιχείων ενεργητικού, συμπεριλαμβανομένων των νέων δανείων προς την πραγματική οικονομία. Το γενικό επίπεδο των επιτοκίων υποχωρεί, παρά το γεγονός ότι τα βασικά επιτόκια δεν είναι δυνατόν να μειωθούν άλλο, και η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ υποτιμάται.

Πράγματι, η δέσμη μέτρων, την οποία προεξοφλούσαν σε κάποιο βαθμό οι αγορές μετά τις αρχές του 2014 και την οποία τελικά εισήγαγε το Ευρωσύστημα σταδιακά μέχρι τον Ιανουάριο του 2015, τροφοδότησε την υποχώρηση, και σύγκλιση μεταξύ των διαφόρων κρατών-μελών, των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών και συμβάδισε με βελτίωση των λοιπών όρων και προϋποθέσεων τραπεζικού δανεισμού, καθώς επίσης και με ενίσχυση της νομισματικής και της πιστωτικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ. Η επίδραση του προγράμματος ειδικότερα στις αγορές κρατικών

ομολόγων σε επιλεγμένα κράτη-μέλη στη ζώνη του ευρώ αναλύεται οικονομικά στο Ειδικό θέμα III.1.

Η αποκλιμάκωση του κόστους χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και η αύξηση της τραπεζικής πίστης θα συντελέσουν ώστε η οικονομική δραστηριότητα να ενισχυθεί και ο ρυθμός πληθωρισμού να πλησιάσει κατά τα προσεχή έτη λίγο κάτω από το 2%.

## I Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

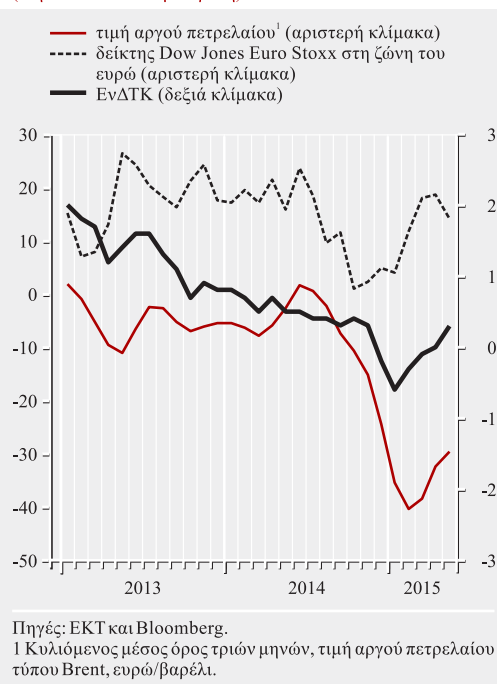
Ο ρυθμός οικονομικής ανόδου στη ζώνη του ευρώ ήταν υποτονικός το 2014 (0,9%). Παρουσίασε ωστόσο κάποια επιτάχυνση κατά το β' εξάμηνο. Διάφορα στοιχεία και πληροφορίες δείχνουν ότι η καταναλωτική και επιχειρηματική εμπιστοσύνη καθώς επίσης και γενικότερα η οικονομική δραστηριότητα ενισχύονται στις αρχές του 2015 – πράγματι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έφθασε στο 1% το α' τρίμηνο. Αναμένεται μάλιστα ανάκαμψη ολόενα και περισσότερων συνιστωσών της συνολικής ζήτησης με προοδευτικά αυξανόμενη ένταση.

Ο ρυθμός πληθωρισμού συνέχισε να επιβραδύνεται μέχρι που διαμορφώθηκε σε αρνητικές τιμές στα τέλη του 2014 και στις αρχές του 2015 (2014: 0,4%, Μάιος 2015: 0,3%) (βλ. Διάγραμμα III.1). Η επιβράδυνση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ οφείλεται στην εξέλιξη των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων κατά τα τελευταία έτη, στην ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ τα προηγούμενα έτη συμπεριλαμβανομένων και των αρχών του 2014 αλλά και στην αδυναμία της συνολικής ζήτησης. Η επίδραση της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και της εξασθένησης της ζήτησης οδήγησε και τον πυρήνα του πληθωρισμού<sup>1</sup> σε πολύ χαμηλά επίπεδα (2014: 0,9%, Μάιος 2015: 0,9%).

Οι δείκτες αναμενόμενου πληθωρισμού, ιδίως αυτοί που τεκμαίρονται από τις τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε αντιδια-

**Διάγραμμα III.1 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή, τιμή αργού πετρελαίου και δείκτης τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Μάιος 2015)**

(ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)



στολή με αυτούς που καταρτίζονται από στοιχεία ερευνών, όχι μόνο όσον αφορά βραχυπρόθεσμους αλλά και όσον αφορά μακροπρόθεσμους οριζόντες, επίσης συνέχισαν να υποχωρούν στη διάρκεια του 2014 και στις αρχές του 2015. Οι μακροπρόθεσμοι δείκτες διαμορφώθηκαν αρκετά κάτω του 2%, ενώ οι δείκτες που αφορούν βραχυπρόθεσμους οριζόντες υπολείπονταν του 1%.

Κατά τους αμέσως επόμενους μήνες, ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει εξαιρετικά χαμηλός. Εκτιμάται ωστόσο ότι από τα τέλη του 2015 και εξής ο πληθωρισμός θα επιταχυνθεί. Αυτό θα συμβεί λόγω της εξαιρετικά διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από το β' εξάμηνο του 2014 και των πρόσφα-

<sup>1</sup> Μετρείται με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή χωρίς τα είδη διατροφής και την ενέργεια.

### Πίνακας III.1 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

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).

των αυξήσεων της τιμής του αργού πετρελαίου, οι οποίες αναμένεται να διατηρηθούν κατά τα επόμενα έτη. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2015), ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ σε 0,3% το 2015, 1,5% το 2016 και 1,8% το 2017.

Προκειμένου να αποσοβηθεί η ανάπτυξη συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα υιοθέτησε σειρά συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολι-

τικής (βλ. Πλαίσιο III.1). Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο 2014 (βλ. Πίνακα III.1). Τον Ιούνιο 2014 δρομολογήθηκε επίσης η διεξαγωγή (αρχής γενομένης από τον ακόλουθο Σεπτέμβριο) 8 στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Το Σεπτέμβριο του 2014 ανακοινώθηκε η διεξαγωγή (αρχής γενομένης από το τελευταίο τρίμηνο του 2014) προγράμματος αγοράς εκ μέρους του Ευρωσυστήματος χρεογράφων τα οποία έχει εκδώσει ο ιδιωτικός τομέας της ζώνης του ευρώ και ειδικότερα τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων και καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών.

#### Πλαίσιο III.1

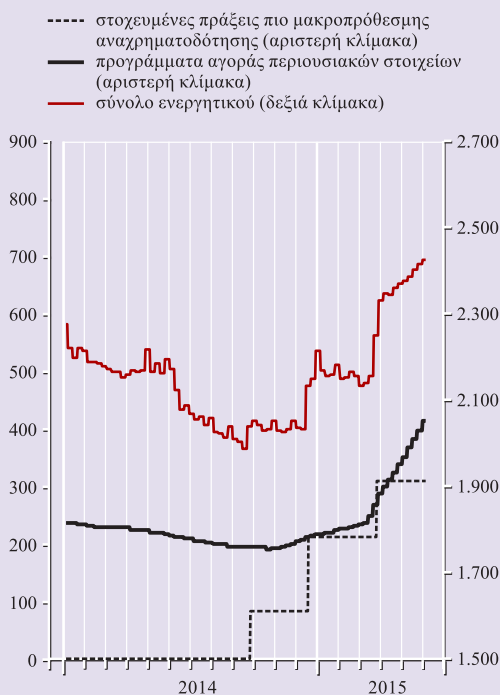
##### ΕΚΤΑΚΤΑ ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ: ΜΙΑ ΠΡΩΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ<sup>1</sup>

Το διευρυνόμενο πρόγραμμα αγοράς τίτλων και οι στοχευμένες πράξεις ανοικτής αγοράς επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ προκαλώντας αύξηση της ρευστότητας.

<sup>1</sup> Για βαθύτερη ανάλυση αυτού του ζητήματος βλ. την ομιλία του Υποδιοικητή της Τράπεζας κ. Ι. Μουρμούρα με τίτλο “Low Inflation in the Euro Area: Symptom or Cause?”, η οποία εκφωνήθηκε στις 15 Μαΐου 2015 στο πλαίσιο της 33ης διάσκεψης του ομίλου των Διοικητών των κεντρικών τραπεζών των χωρών της κεντρικής Ασίας, του Ευξείνου Πόντου και των Βαλκανίων. Η ομιλία είναι διαθέσιμη στο δικτυακό τόπο της Τράπεζας της Ελλάδος.

## Ενεργητικό του Ευρωσυστήματος (Ιανουάριος 2014-5 Ιουνίου 2015)

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

προϊόν πώλησης χρεογράφων στο Ευρωσύστημα πιθανόν να διοχετευθεί και σε δάνεια προς τη διατραπεζική αγορά. Τα δάνεια αυτά παρέχουν ρευστά διαθέσιμα προς άλλες εμπορικές τράπεζες, οι οποίες με τη σειρά τους είναι πιθανόν να τα χρησιμοποιήσουν για να χρηματοδοτήσουν δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ή νοικοκυριά.

Μάλιστα η δυνατότητα των οριστικών (outright) πράξεων ανοικτής αγοράς να προκαλέσουν αύξηση της χορήγησης νέων τραπεζικών δανείων υπερτερεί έναντι αυτής των συνήθων πράξεων αναχρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών μέσω αντιστρεπτών (reverse) πράξεων. Αυτό είναι εύλογο, διότι στην περίπτωση των οριστικών αγορών χρεογράφων οι εμπορικές τράπεζες δεν καλούνται ποτέ να επιστρέψουν τα ρευστά διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα, αλλά τα διατηρούν εσαεί στην κατοχή τους. Αντιθέτως, οι αντιστρεπτές πράξεις λήγουν και εξοφλούνται μετά από ένα, οσονδήποτε μακρό, χρονικό διάστημα (η ανανέωσή τους δεν είναι δεδομένη), οπότε τα αντληθέντα ρευστά διαθέσιμα επιστρέφονται από τις εμπορικές τράπεζες στην κεντρική τράπεζα.

Στο πλαίσιο των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, τίθεται ως προϋπόθεση η χορήγηση, στη διάρκεια της περιόδου Μαΐου 2014-Απριλίου 2016, επαρκών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (εξαιρουμένων των στεγαστικών δανείων). Εάν η προϋπόθεση αυτή δεν εκπληρωθεί, οι τράπεζες οι οποίες θα έχουν αντλήσει χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα θα κληθούν να την αποπληρώσουν το Σεπτέμβριο του 2016. Εάν πάλι η προϋπόθεση εκπληρωθεί, διατηρούν τη χρήση των κεφαλαίων για δύο πρόσθετα έτη, δηλ. μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018. Δημιουργούνται έτσι κατάλληλα κίνη-

Καθώς τα βασικά επιτόκια έχουν διαμορφωθεί στα ελάχιστα δυνατά επίπεδα και δεν είναι δυνατόν να μειωθούν άλλο, τα μόνα μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία παραμένουν πρόσφορα είναι αυτά που επιτυγχάνουν ενίσχυση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος ή ισοδύναμα μεγέθυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος (βλ. το διάγραμμα). Τα μέτρα αυτά ασκούν θετική επίδραση στην πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών μέσω διαφόρων μηχανισμών οι οποίοι αναλύονται παρακάτω.

Στο πλαίσιο των μη συμβατικών μέτρων που έχει υιοθετήσει το Ευρωσύστημα, οι εμπορικές τράπεζες πωλούν χρεόγραφα από το χαρτοφυλάκιό τους ή αναχρηματοδοτούνται από την κεντρική τράπεζα αφού καταθέσουν σε αυτή ως ενέχυρο τίτλους. Οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν μέρος του προϊόντος της πώλησης τίτλων ή ισοδύναμα της αντληθείσας από την κεντρική τράπεζα χρηματοδότησης προκειμένου να αποπληρώσουν υποχρεώσεις τους. Ένα άλλο μέρος το χρησιμοποιούν για να χρηματοδοτήσουν δάνεια προς την πραγματική οικονομία. Από την άλλη πλευρά, το

τρα ώστε να επιτευχθεί ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ.

Το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς αλλά και οι στοχευμένες πράξεις προκαλούν γενικότερη ανακατανομή χαρτοφυλακίων. Το προϊόν της πώλησης των χρεογράφων διοχετεύεται από τους πωλητές σε τοποθετήσεις σε διάφορα χρηματοοικονομικά μέσα. Αυτό ασκεί καθοδική πίεση στις αποδόσεις σε ένα μεγάλο φάσμα τίτλων – πολύ ευρύτερο από το σύνολο των τίτλων που υπάγονται στο πρόγραμμα. Για παράδειγμα, επέρχεται αύξηση των τιμών των μετοχών (εξέλιξη η οποία συμβάλλει στην υποχώρηση του κόστους άντλησης χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις μέσω του χρηματιστηρίου). Επιτυγχάνεται δηλαδή γενικευμένη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στην οικονομία, με επεκτατικό αποτέλεσμα για την εξέλιξη του ΑΕΠ και των τιμών.

Επίσης ασκείται καθοδική πίεση στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, στο βαθμό που το προϊόν της πώλησης χρεογράφων ή εν γένει η αύξηση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα διοχετεύεται σε περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι εκφρασμένα σε ξένα νομίσματα, επειδή παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις από τα περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ. Αυτό έχει ευρύτερες ευνοϊκές μακροοικονομικές επιδράσεις (ενίσχυση τόσο της οικονομικής δραστηριότητας όσο και, με άμεσο τρόπο, του πληθωρισμού).

Η καμπύλη αποδόσεων στις αγορές κρατικών ομολόγων αποτελεί τη βάση για την τιμολόγηση πολλών τραπεζικών προϊόντων (όπως τα δάνεια) καθώς και άλλων χρεογράφων (όπως τα εταιρικά ομόλογα). Κατά συνέπεια, η υποχώρηση των αποδόσεων στα κρατικά χρεόγραφα την οποία επιφέρει ειδικότερα το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς έχει άμεσο αντίκτυπο στα δανειακά επιτόκια για τον ιδιωτικό τομέα. Εξάλλου, η υποχώρηση των αποδόσεων δημιουργεί πίεση στις τράπεζες να βελτιώσουν την κερδοφορία τους ανακατανέμοντας τα χαρτοφυλάκιά τους υπέρ τοποθετήσεων, όπως τα δάνεια προς την πραγματική οικονομία, οι οποίες ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά, καθώς οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται, οι τράπεζες καταγράφουν κεφαλαιακά κέρδη. Συνεπώς επέρχεται αύξηση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, η οποία μπορεί να υποστηρίξει και αύξηση των πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία.

Τέλος, όσον αφορά ειδικότερα τις στοχευμένες πράξεις, ένας από τους διαύλους μέσω των οποίων μεταδίδεται η επίδρασή τους συνδέεται με το ότι δημιουργούν τις προϋποθέσεις ώστε οι τράπεζες να περιορίσουν την έκδοση τραπεζικών ομολόγων. Αυτό συμβαίνει διότι οι στοχευμένες πράξεις δίνουν την ευκαιρία στις εμπορικές τράπεζες να αντλήσουν μεσομακροπρόθεσμη χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα. Οι επενδυτές αναγκαστικά στρέφονται σε τοποθετήσεις εναλλακτικές προς τα τραπεζικά ομόλογα (π.χ. εταιρικά ομόλογα), με αποτέλεσμα βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης απευθείας από την αγορά κεφαλαίων και άλλων τομέων εκτός από τις τράπεζες (π.χ. των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων).

Δεδομένου του μεγέθους των αγορών κρατικών χρεογράφων, τα αποτελέσματα της δέσμης των μη συμβατικών μέτρων που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα πηγάζουν κατά κύριο λόγο από την πρόοδο όσον αφορά τη διεξαγωγή του προγράμματος χρεογράφων εκδοθέντων από φορείς του δημοσίου τομέα στη ζώνη του ευρώ. Η επιτυχία αυτού του προγράμματος εξασφαλίζει τη μετάδοση στην πραγματική οικονομία (σε πρώτο στάδιο με τη μορφή βελτίωσης των συνθηκών χρηματοδότησης) των μειώσεων των βασικών επιτοκίων, αλλά και των αποτελεσμάτων του προγράμματος αγοράς τίτλων που έχει εκδώσει ο ιδιωτικός τομέας.

Για παράδειγμα, η αύξηση του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος ανήλθε σε 26 δισεκ. ευρώ (ή 1,3%) κατά μέσο όρο ανά μήνα την εξαμηνιαία περίοδο Σεπτεμβρίου 2014-Φεβρουαρίου 2015, υπό την επίδραση των στοχευμένων πράξεων και του προγράμματος αγοράς τίτλων του ιδιωτικού τομέα. Η μέση μηνιαία αύξηση ενισχύθηκε σε 78 δισεκ. ευρώ (ή 3,6%) την περίοδο Μαρτίου-Μαΐου 2015, οπότε άρχισε να εφαρμόζεται το διευρυμένο πρόγραμμα.

Προσδοκίες ότι το Ευρωσύστημα θα αναγκαζόταν, προκειμένου να αποσοβηθεί ο αποπληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, να προβεί σε μεγάλης κλίμακας αγορές κρατικών χρεογράφων εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2014. Οι προσδοκίες αυτές συντήρησαν την καθοδική πορεία των αποδόσεων των κρατικών χρεογράφων στη ζώνη του ευρώ (εκτός Ελλάδος), αν και κατά τη διεξαγωγή του προγράμματος παρατηρήθηκαν περιόδοι έντονης μεταβλητότητας των αποδόσεων. Επίσης, παγιώθηκε η τάση για υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, που είχε ξεκινήσει με την ανάπτυξη προγενέστερα προσδοκιών για τη θεσμοθέτηση μη συμβατικών μέτρων όπως οι στοχευμένες πράξεις και τα προγράμματα αγοράς ιδιωτικού χρέους. Προς τα τέλη του έτους η προϋπάρχουσα αυξητική τάση των τιμών των μετοχών στα περισσότερα κράτη-μέλη έγινε εντονότερη. Εξάλλου, εν όψει της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων του ιδιωτικού τομέα οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων ή καλυμμένων τραπεζικών ομολόγων αφενός και ομολόγων AAA αφετέρου, άρχισαν επίσης να περιορίζονται.

Η μηνιαία μείωση του ονομαστικού επιτοκίου τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ ήταν 0,5 μονάδες βάσης στη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2014 και επιταχύνθηκε σε 4 μονάδες βάσης ανά μήνα την περίοδο Ιουλίου 2014-Απριλίου 2015. Οι αντίστοιχες μηνιαίες μειώσεις του επιτοκίου στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά ήταν 5 και 6 μονάδες βάσης. Παρατηρήθηκε επίσης σύγκλιση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού μεταξύ των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης, που υποδηλώνει περιορισμό της ετερογένειας στη μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών εταιριών στη ζώνη του ευρώ με πιστοληπτική διαβάθμιση BBB και κρατικών χρεογράφων με ανάλογη διάρκεια (περί τα 10 έτη) αλλά πιστοληπτική διαβάθμιση AAA, από 210 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο 2015 υποχώρησε σε 190 μονάδες βάσης μέχρι το Μάιο του 2015. Ο δείκτης Dow Jones Euro Stoxx 500 ήταν αυξημένος κατά μέσο όρο κατά 5% την περίοδο Ιουλίου 2014-Μαΐου 2015 έναντι του α' εξαμήνου του 2014. Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ήταν ασθενέστερη κατά μέσο όρο κατά 7% την περίοδο Ιουλίου 2014-Μαΐου 2015 έναντι του α' εξαμήνου του 2014.

Η ανακοίνωση τον Ιανουάριο 2015 της κλίμακας του διευρυμένου προγράμματος προκάλεσε, όπως ήταν επιθυμητό, πέραν των ανωτέρω μειώσεων των ονομαστικών βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών οι οποίες τεκμαίρονται από τις τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε όλους τους ορίζοντες. Η αύξηση ήταν εντονότερη ωστόσο στους βραχυπρόθεσμους ορίζοντες στους οποίους η προηγηθείσα υποχώρηση του αναμενόμενου πληθωρισμού ήταν μεγαλύτερη. Όσον αφορά τους μακροπρόθεσμους ορίζοντες, ενδεικτικά ο από τις συμφωνίες ανταλλαγής πληθωρισμού (inflation swaps) τεκμαιρόμενος αναμενόμενος πληθωρισμός αυξήθηκε από 1,6% τον Ιανουάριο 2015 σε 1,7% τον επόμενο Μάιο. Υπενθυμίζεται ότι αυτός είναι ο ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος αναμένεται να επικρατήσει κατά μέσο όρο την περίοδο 2020-2025. Άνοδο κατέγραψαν ομοίως και δείκτες αναμενόμενου πληθωρισμού οι οποίοι καταρτίζονται από στοιχεία ερευνών. Έτσι, τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού άρχισαν πλέον να μειώνονται και σε πραγματικούς όρους.



Επίσης συνεχίστηκε η ενίσχυση της νομισματικής και της πιστωτικής επέκτασης. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 διαμορφώθηκε σε 3,3% κατά μέσο όρο την περίοδο Ιουλίου 2014-Απριλίου 2015, έναντι 1,2% το α' εξάμηνο του 2014. Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των τραπεζικών δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιορίστηκε σε -1,2% από -2,8% και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά ενισχύθηκε σε 0,8% από 0,4%. Τέλος, η Έρευνα για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, η οποία διεξάγεται ανά τρίμηνο, διαπίστωσε προοδευτική βελτίωση το 2014 και το α' τρίμηνο του 2015 τόσο των συνθηκών προσφοράς όσο και των συνθηκών ζήτησης τραπεζικών δανείων. Αντιστοίχως, η Έρευνα για την Πρόσβαση των Επιχειρήσεων Μικρού και Μεσαίου Μεγέθους στις Πηγές Χρηματοδότησης (η οποία δόθηκε στη δημοσιότητα τον Ιούνιο του 2015) κατέγραψε αύξηση της διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις την περίοδο Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015.

Στις αρχές του 2015 ανακοινώθηκε μείωση του επιτοκίου στις στοχευμένες πράξεις, προς διεξαγωγή το 2015 και το 2016, στο επίπεδο του επιτοκίου των εβδομαδιαίων πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Αρχικά το 2014 το επιτόκιο των στοχευμένων πράξεων είχε καθοριστεί 10 μονάδες βάσης πάνω από το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

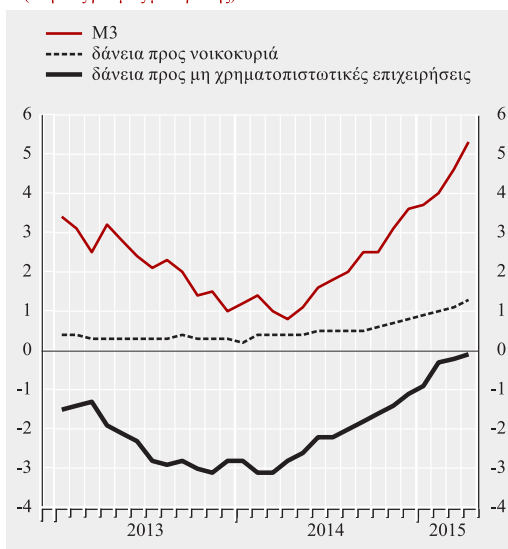
Ομοίως στις αρχές του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατέληξε στην εκτίμηση ότι τόσο (α) η τότε διαφαινόμενη ευνοϊκή επίδραση στη ροή χρηματοδοτικών πόρων προς την πραγματική οικονομία των μειώσεων των βασικών επιτοκίων και των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής τα οποία είχαν προηγηθεί όσο και (β) η αύξηση του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος την οποία είχε επιφέρει μέχρι εκείνη τη στιγμή η διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων από εκδότες στον ιδιωτικό τομέα καθώς επίσης και των στοχευμένων πράξεων ανοικτής αγοράς, ήταν ανεπαρκείς.

Η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν είχε καταστεί αρκετά διευκολυντική ώστε να αποτραπεί ο κίνδυνος παραμονής του πληθωρισμού επί μακρόν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα. Αντιθέτως, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός όπως και οι πληθωριστικές προσδοκίες εξακολουθούσαν να υποχωρούν, η οικονομική δραστηριότητα παρέμενε κατά βάση ακόμη υποτονική, ενώ η νομισματική και η πιστωτική επέκταση διατηρούνταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα III.2). Υπήρχε ο κίνδυνος η πρόσφατη σημαντική

πτώση της τιμής του αργού πετρελαίου να ασκήσει δευτερογενείς επιδράσεις, δηλαδή καθοδική πίεση στους μισθούς και τις τιμές των τελικών προϊόντων. Δεδομένου ότι τα ονομαστικά επιτόκια δεν ήταν δυνατόν να μειωθούν άλλο, καθώς είχαν διαμορφωθεί από το Σεπτέμβριο του 2014 στα ελάχιστα δυνατά επίπεδα, διαγραφόταν το ενδεχόμενο να ασκηθούν περαιτέρω ανοδικές πιέσεις στα πραγματικά επιτόκια με συσταλτικά αποτελέσματα στη συνολική δαπάνη παρά τις προηγηθείσες μειώσεις των βασικών επιτοκίων.

**Διάγραμμα III.2 Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα<sup>1</sup> και M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Απρίλιος 2015)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΚΤ.

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

## Πίνακας III.2 Πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος το 2014 και τους πρώτους μήνες του 2015\*

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

1.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για μία εβδομάδα	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά την εβδομάδα. <b>Διαδικασία:</b> Τουλάχιστον μέχρι το Δεκέμβριο του 2016, δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό.
1.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης:	
1.2.1 Χορήγηση ρευστότητας για μία περίοδο τήρησης	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά στην αρχή κάθε περιόδου τήρησης. Οι πράξεις αυτές σταμάτησαν να διεξάγονται μετά τις 10.6.2014. <b>Διαδικασία:</b> Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου (ίσου προς το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης) για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό.
1.2.2 Χορήγηση ρευστότητας για τρεις μήνες	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά το μήνα (συνήθως στα τέλη του μηνός). <b>Διαδικασία:</b> Τουλάχιστον μέχρι το Δεκέμβριο του 2016, 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 εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας:

2.1 Απορρόφηση ρευστότητας κάθε εβδομάδα ώστε να αντισταθμιστεί η ελίπωση στη συνολική ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος εξαιτίας του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων της περιόδου 2010-2012	<b>Συχνότητα:</b> Κάθε εβδομάδα, αρχής γενομένης από τις 18.5.2010. Η απορρόφηση της ρευστότητας συνεχίστηκε και μετά την κατάργηση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, αλλά διακόπηκε μετά τις 10.6.2014. <b>Διαδικασία:</b> Συγκέντρωση καταθέσεων διάρκειας μίας εβδομάδας από τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω δημοπρασίας ανταγωνιστικού επιτοκίου με ανώτατο επιτόκιο προσφορών ίσο προς το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης.
--	---

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

3.1 Πράξεις διάρκειας μίας εβδομάδας	<b>Διαδικασία:</b> 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 31.7.2014 μέχρι τη λήψη νεότερης απόφασης, ενώ οι πράξεις διάρκειας τριών μηνών έπαυσαν να διεξάγονται μετά τον Απρίλιο του 2014.
3.2 Πράξεις διάρκειας τριών μηνών	

### 4. Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer Term Refinancing Operations – TLTRO):

**Συχνότητα:** Διενέργεια σειράς οκτώ TLTRO: οι δύο πρώτες διεξήχθησαν το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2014. Στη διάρκεια της περιόδου Μαρτίου 2015-Ιουνίου 2016 προβλέπεται η διεξαγωγή έξι πρόσθετων TLTRO, μία ανά τρίμηνο. **Διαδικασία:** Στις δύο πρώτες TLTRO οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος είχαν τη δυνατότητα να αντλήσουν συνολικά ποσό ίσο με το 7% του ανεξόφλητου υπολοίπου των δανείων που είχαν χορηγήσει προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ (πλην στεγαστικών δανείων) μέχρι τις 30.4.2014. Με τις πρόσθετες TLTRO οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να δανειστούν επιπλέον ποσά τα οποία σωρευτικά μπορούν να ανέλθουν μέχρι το τριπλάσιο της σωρευτικής καθαρής ροής δανείων που θα έχουν χορηγήσει την περίοδο από το Μάιο του 2014 μέχρι δύο μήνες πριν τη διεξαγωγή κάθε πρόσθετης TLTRO πλέον ποσού αναφοράς. Το ποσό αναφοράς καθορίζεται λαμβανομένης υπόψη της καθαρής ροής δανείων κάθε τράπεζας προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ (πλην στεγαστικών δανείων), όπως καταγράφηκε στη διάρκεια της δωδεκάμηνης περιόδου Μαΐου 2013-Απριλίου 2014. Το επιτόκιο των δύο πρώτων TLTRO ήταν ίσο με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος κατά το χρόνο διεξαγωγής της κάθε πράξης προσαυξημένο κατά 10 μονάδες βάσης, ενώ για τις έξι πρόσθετες TLTRO το επιτόκιο αυτό τροποποιήθηκε ώστε να ισούται με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά το χρόνο διεξαγωγής της κάθε πράξης. Όλες οι TLTRO θα λήξουν το Σεπτέμβριο του 2018. Σε περίπτωση που η καθαρή ροή των δανείων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ (πλην στεγαστικών δανείων) των τραπεζών που έχουν συμμετάσχει στις πράξεις αυτές βροσκειται κάτω από το ποσό αναφοράς, οι τράπεζες θα υπαχθούντα να αποπληρώσουν πρόωρα το αντληθέν ποσό το Σεπτέμβριο του 2016.

### 5. Διευρυνόμενο Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (Asset Purchase Programme – APP)

Το διευρυνόμενο πρόγραμμα περιλαμβάνει το Πρόγραμμα Αγοράς Προϊόντων Τιτλοποίησης, το Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών και το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα, τα οποία συνολικά θα αφορούν μηνιαίες αγορές συνολικού ύψους έως 60 δισεκ. ευρώ και αναμένεται να διαρκέσουν τουλάχιστον μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016.

5.1 Πρόγραμμα Αγοράς Προϊόντων Τιτλοποίησης (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Σεπτέμβριο του 2014 τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ οι οποίες διέπονται από διαφάνεια και απλότητα. Από το Νοέμβριο του 2014 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι το Μάιο του 2015, η αξία του χαρτοφυλακίου αυτών των τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα ανερχόταν σε 7,2 δισεκ. ευρώ.
5.2 Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme 3 – CBPP3)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Σεπτέμβριο του 2014 τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς αγορές καλυμμένων ομολογιών που έχουν εκδοθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ. Η αξία του χαρτοφυλακίου αυτών των τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα από τον Οκτώβριο του 2014 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι το Μάιο του 2015 ανερχόταν σε 85,1 δισεκ. ευρώ.
5.3 Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP)	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τον Ιανουάριο του 2015 τη διεξαγωγή, επιπλέον των δύο προηγούμενων προγραμμάτων, προγράμματος αγοράς από τη δευτερογενή αγορά τίτλων που έχουν εκδώσει κεντρικές κυβερνήσεις ή άλλοι δημόσιοι φορείς των χωρών της ζώνης του ευρώ καθώς επίσης και αναγνωρισμένοι διεθνείς οργανισμοί και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Η αξία του χαρτοφυλακίου αυτών των τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα από το Μάρτιο του 2015 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τις αρχές Ιουνίου του 2015 ανερχόταν σε 159,6 δισεκ. ευρώ.

Πηγή: ΕΚΤ.

\* Ο πίνακας έχει καταρτιστεί με βάση στοιχεία και πληροφορίες διαθέσιμες μέχρι τις αρχές Ιουνίου του 2015.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ χαράσσει την ενιαία νομισματική πολιτική (και κατόπιν επιβλέπει την εφαρμογή της) για να επιτευχθεί μεσοπρόθεσμα ο πρωταρχικός σκοπός της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ συνολικά. Επιδιώκοντας τον πρωταρχικό αυτό σκοπό, το Διοικητικό Συμβούλιο έλαβε την απόφαση να διευρύνει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων με την προσθήκη αγορών χρεογράφων εκδοθέντων από φορείς του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ (public sector purchase programme – PSPP) (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.2).

Έτσι, στο πρόγραμμα αγοράς περιλήφθηκαν κρατικοί τίτλοι, τίτλοι τους οποίους έχουν εκδώσει άλλοι (εκτός των κεντρικών κυβερνήσεων) δημόσιοι φορείς στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης και τίτλοι τους οποίους έχουν εκδώσει διεθνείς οργανισμοί, εφόσον είναι εγκατεστημένοι στη ζώνη του ευρώ (όπως ο ΕFSF και η ΕΤΕπ), ή πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες (όπως η γερμανική KfW και η γαλλική Caisse des Dépôts et Consignations). Οι αγορές χρεογράφων έκδοσης διεθνών οργανισμών και αναπτυξιακών τραπεζών θα απαρτίζουν το 12% των συνολικών αγορών τίτλων φορέων του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ (δηλ. κρατικών χρεογράφων, χρεογράφων δημόσιων φορέων και χρεογράφων διεθνών οργανισμών ή αναπτυξιακών τραπεζών). Κατ' εξαίρεση στο πρόγραμμα είναι δυνατόν να υπαχθούν άλλοι εμπορεύσιμοι τίτλοι οι οποίοι έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ, λ.χ. εταιρικά ομόλογα, ομόλογα δημόσιων επιχειρήσεων εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα, προκειμένου να επιτευχθεί το ύψος στο οποίο θεωρείται αναγκαίο ότι πρέπει να φθάσουν οι αγορές χρεογράφων.

Από το Μάρτιο του 2015 και εξής το Ευρωσύστημα αποκτά σε τακτική βάση τίτλους φορέων του δημόσιου τομέα αποκλειστικά από τη δευτερογενή αγορά. Η εναπομένουσα διάρκεια των τίτλων αυτών πρέπει να κυμαίνεται από 2 έως 30 περίπου έτη. Οι αποκτώμενοι τίτλοι πρέπει να είναι εκφρασμένοι στο ενιαίο νόμισμα. Οι τίτλοι επιτρέπεται να περι-

λαμβάνουν τιμαριθμοποιημένα ομόλογα (index-linked). Είναι δυνατόν να έχουν αρνητική απόδοση στη λήξη (δεδομένου ότι στην παρούσα συγκυρία αυτό είναι συχνό φαινόμενο), εφόσον όμως η απόδοση δεν υπολείπεται (δεν είναι δηλ. περισσότερο αρνητική) του αρνητικού επιτοκίου που εφαρμόζεται στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (επί του παρόντος -20 μονάδες βάσης).

Η αγορά των χρεογράφων από το Ευρωσύστημα διεξάγεται σε αποκεντρωμένη βάση. Κατ' αρχήν – χωρίς ωστόσο να αποκλείονται παρεκκλίσεις – κάθε εθνική κεντρική τράπεζα προβαίνει σε αγορές τίτλων τους οποίους έχει εκδώσει η κεντρική κυβέρνηση ή άλλοι δημόσιοι φορείς στην επικράτεια της. Η ΕΚΤ αποκτά τίτλους οιασδήποτε κεντρικής κυβέρνησης ή άλλου εθνικού δημόσιου φορέα στη Νομισματική Ένωση. Ωστόσο, μόνο οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (και όχι η ΕΚΤ) πραγματοποιούν, στο πλαίσιο του προγράμματος, αγορές τίτλων διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών. Το 8% των συνολικών αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος ανατίθεται στην ΕΚΤ. Αφού αφαιρεθεί το ποσό που ανατίθεται στην ΕΚΤ από το συνολικό ποσό προς αγορά των χρεογράφων τα οποία έχουν εκδοθεί από κεντρικές κυβερνήσεις, άλλους δημόσιους φορείς, διεθνείς οργανισμούς και πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες, το υπόλοιπο κατανέμεται μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών με βάση την κλείδα συμμετοχής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

Τυχόν ζημίες επί των τίτλων οι οποίοι θα αποκτηθούν στο πλαίσιο του προγράμματος δεν θα επιμεριστούν μεταξύ όλων των μελών του Ευρωσυστήματος, χωρίς αυτό να αποβαίνει εις βάρος της αποτελεσματικότητας του προγράμματος αγοράς ως μέτρου νομισματικής πολιτικής. Αντιθέτως, οι ζημίες θα βαρύνουν την κεντρική τράπεζα η οποία έχει πραγματοποιήσει την αγορά των τίτλων, με εξαίρεση την περίπτωση τίτλων που έχουν εκδώσει διεθνείς οργανισμοί ή πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες, οι ζημίες επί των

οποίων θα επιμεριστούν μεταξύ όλων των μελών του Ευρωσυστήματος.

Τέλος υπενθυμίζεται ότι τα καθαρά κέρδη της ΕΚΤ διανέμονται στις εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ. Συνεπώς, τυχόν ζημίες από το χαρτοφυλάκιο τίτλων που θα έχει αποκτήσει η ΕΚΤ σε τελική ανάλυση θα επηρεάσουν τα αποτελέσματα των εθνικών κεντρικών τραπεζών και στο μέτρο τούτο θα επιμεριστούν μεταξύ αυτών.

Η αξία των τίτλων που έχουν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα, συνυπολογιζομένου του χαρτοφυλακίου που συγκεντρώνεται στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος και 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 ένας εκδότης. Ομοίως, η αξία των τίτλων από οποιαδήποτε έκδοση στα χαρτοφυλάκια του Ευρωσυστήματος δεν επιτρέπεται να υπερβεί το 25% της συνολικής αξίας της εν λόγω έκδοσης. Το όριο του 33% αποσκοπεί σε διαφύλαξη του ρόλου του μηχανισμού της αγοράς στη διαμόρφωση των τιμών των χρεογράφων. Με το όριο του 25% αποκλείεται η ανάπτυξη προσδοκιών μεταξύ των φορέων της αγοράς ότι το Ευρωσύστημα ενδέχεται να αποκτήσει τη δυνατότητα αρνησικυρίας ως προς την εφαρμογή ρητρών συλλογικής δράσης. Οι ρήτρες αυτές εφαρμόζονται σε περίπτωση αδυναμίας εξόφλησης κάποιων από τους τίτλους οι οποίοι υπάγονται στο πρόγραμμα και η λειτουργία τους διευκολύνει την αναδιάρθρωση του χρέους. Τουναντίον, το Ευρωσύστημα ρητά παραιτείται από κάθε προνομιακή, έναντι των ιδιωτών πιστωτών, μεταχείριση σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών εκ μέρους των εκδοτών των τίτλων.

Ένας τίτλος επιτρέπεται να αποκτηθεί στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς μόνο εφόσον πληροί τα κριτήρια υπαγωγής στις εξασφαλίσεις που γίνονται αποδεκτές από το Ευρωσύστημα στις λοιπές (συνήθεις) πράξεις νομισματικής πολιτικής. Μεταξύ

άλλων επιβάλλεται η πιστοληπτική διαβάθμιση του τίτλου να μην υπολείπεται της ελάχιστης επιτρεπτής από το Ευρωσύστημα (δηλ. ο τίτλος πρέπει να κατατάσσεται στην επενδυτική βαθμίδα).

Στην περίπτωση χρεογράφων εκδοθέντων από κεντρική κυβέρνηση κράτους-μέλους το οποίο ακολουθεί πρόγραμμα προσαρμογής υπό την εποπτεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, δεν είναι αναγκαία η τήρηση της ελάχιστης επιτρεπτής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Τουναντίον, η εφαρμογή αυτής της διαβάθμισης είναι δυνατόν να αρθεί (waiver) από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, εφόσον η αξιολόγηση της συμμόρφωσης του κράτους-μέλους προς το πρόγραμμα προσαρμογής είναι θετική, δηλ. εφόσον υπάρχουν εισηγήσεις από τον ESM και το ΔΝΤ για συνέχιση των εκταμιεύσεων χρηματοδοτικής βοήθειας προς το εν λόγω κράτος-μέλος. Σημειώνεται ότι οι αγορές κρατικών χρεογράφων χώρας η οποία υπάγεται σε πρόγραμμα προσαρμογής διακόπτονται κατά τη διάρκεια της αξιολόγησης. Με την ολοκλήρωση της αξιολόγησης οι αγορές χρεογράφων επανεκκινούν, αλλά επιτρέπεται να συνεχίσουν να διεξάγονται το πολύ επί δύο μόνο μήνες.

Τέλος, προβλέπεται δυνατότητα δανεισμού προς τρίτους εκ μέρους του Ευρωσυστήματος (το οποίο θα ενεργεί σε αποκεντρωμένη βάση) των τίτλων που αποκτώνται στο πλαίσιο του προγράμματος. Ο δανεισμός απαιτεί τη δημιουργία συνθηκών έλλειψης τίτλων που χρησιμοποιούνται ως εγγυήσεις στη διαπραγματευτική αγορά για καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων (repos). Εξάλλου, ο δανεισμός τίτλων συμβάλλει γενικότερα στην ελαχιστοποίηση των τυχόν αρνητικών επιδράσεων του προγράμματος στη ρευστότητα της αγοράς ομολόγων.

Οι αγορές τίτλων στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος, συνυπολογιζομένων δηλ. των χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από τον ιδιωτικό τομέα και αυτών που έχουν εκδοθεί από φορείς του δημόσιου τομέα στη ζώνη του

ευρώ, θα ανέρχονται συνολικά σε 60 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Παρέχοντας ενδείξεις για την πορεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο εγγύς μέλλον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεσμεύθηκε 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%”. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η ευθυγράμμιση αυτή πρέπει να έχει μονιμότητα – τυχόν προσωρινές διακυμάνσεις του πληθωρισμού θα αγνοηθούν προκειμένου να αξιολογηθεί κατά πόσον έχει επιτευχθεί η ευθυγράμμιση.

Όσον αφορά την ενιαία αγορά χρήματος, η εξέλιξη των επιτοκίων μεταστράφηκε σε πτωτική περί το Μάιο του 2014, οπότε άρχισε να προεξοφλείται στις αγορές με βάση τις ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, η περαιτέρω χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (βλ. Διάγραμμα III.3). Από εκείνο το χρονικό σημείο το επιτόκιο EONIA –όπως και το αναμενόμενο EONIA δηλ. το σταθερό επιτόκιο στις συμφωνίες ανταλλαγής του επιτοκίου μίας ημέρας– άρχισαν να καταγράφουν πτωτική τροχιά ώστε από τα τέλη του 2014/τις αρχές του 2015 αντιστοίχως να κινούνται κατά την πλειονότητα των ημερών σε ολόένα και εντονότερα αρνητικά επίπεδα. Τελευταία, τα επιτόκια Euribor επίσης μειώθηκαν κάτω του μηδενός.

Η εξέλιξη των διατραπεζικών επιτοκίων είναι συνεπής με την αύξηση του πλεονάσματος ρευστότητας στην ενιαία αγορά χρήματος από το β' εξάμηνο του 2014. Η αύξηση προέκυψε αρχικά λόγω της κατάργησης στα μέσα του 2014 των πράξεων απορρόφησης της ρευστότητας την οποία είχε δημιουργήσει το πρόγραμμα SMP. Προς τα τέλη του 2014 αλλά και στις αρχές του 2015, η υπερβάλλουσα ρευστότητα τροφοδοτήθηκε με τη διεξαγωγή των στοχευμένων πράξεων (βλ. Διάγραμμα III.4). Εξάλλου, από το Μάρτιο του 2015 η διατραπεζική ρευστότητα ενισχύεται

### Διάγραμμα III.3 Επιτόκια στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2014-ΙΙ Ιουνίου 2015)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



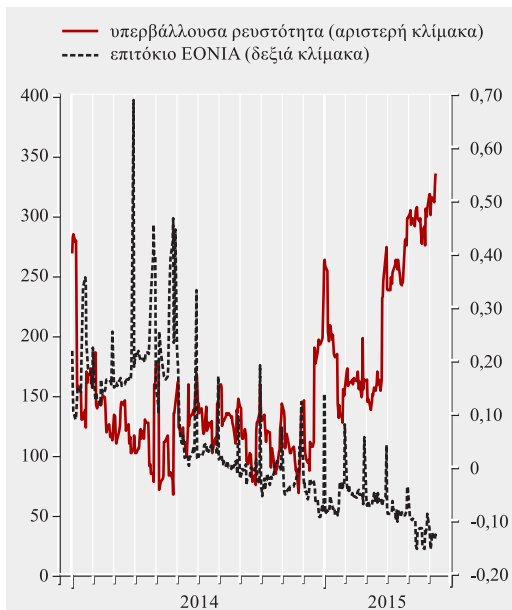
σημαντικά λόγω της πραγματοποίησης εκ μέρους του Ευρωσυστήματος αγορών τίτλων σε μεγάλη κλίμακα.

Πράγματι, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ υπογράμμισε, στο πλαίσιο της εισαγωγικής του δήλωσης μετά το πέρας των πρόσφατων συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, ότι πλέον η κύρια μέριμνα του Ευρωσυστήματος είναι η πλήρης εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων και των άλλων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που θεσπίστηκαν το 2014.

Τα μέτρα αυτά επιτυγχάνουν, όπως αναλύθηκε παραπάνω, σημαντική περαιτέρω χαλάρωση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και αναμένεται να συμβάλουν σε εντονότερη βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, σε περιορισμό της υποαπασχόλησης των συντελεστών παραγωγής και σε ενδυνάμωση της νομισματικής και της πιστωτικής επέκτασης. Οι εξελίξεις αυτές θα συντελέσουν ώστε να επιστρέψει ο πληθωρισμός “λίγο κάτω από το 2%” μεσοπρόθεσμα και να

**Διάγραμμα III.4 Υπερβάλλουσα ρευστότητα<sup>1</sup> στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ και επιτόκιο EONIA (Ιανουάριος 2014-11 Ιουνίου 2015)**

(ημερήσια στοιχεία, δισεκ. ευρώ και ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

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

διατηρηθούν οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες σε επίπεδα συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών. Εξάλλου, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ επισήμανε ότι στην παρούσα φάση η μετάδοση των αποτελεσμάτων των μέτρων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος στην πραγματική οικονομία διευκολύνεται από το γεγονός ότι η ευρωστία του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ έχει ελεγχθεί με τη Συνολική Αξιολόγηση του ισολογισμού των σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων η οποία ολοκληρώθηκε στα τέλη του 2014. Η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών ενισχύθηκε εκ των προτέρων εν αναμονή των αποτελεσμάτων της άσκησης αυτής και εξακολουθεί επί του παρόντος να ενισχύεται περαιτέρω με βάση τα πορίσματα της Συνολικής Αξιολόγησης.

Τέλος, στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τρία ειδικά θέματα (III.1, III.2 και III.3) που άπτονται άμεσα του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ αλλά και ευρύτερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση: η επίδραση του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα στα ομόλογα κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, η Ένωση Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union) και ο εκσυγχρονισμός του συστήματος πληρωμών λιανικής.

**Ειδικό θέμα III.1**

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ (PUBLIC SECTOR PURCHASE PROGRAMME – PSPP) ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΑ ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Στο παρόν Ειδικό θέμα διερευνάται κατά πόσον το πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ οδήγησε σε αύξηση της επίδρασης των συστημικών παραγόντων στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στην ζώνη του ευρώ και μείωση των επιδράσεων μετάδοσης.

Λόγω της ανακοίνωσης του προγράμματος (22 Ιανουαρίου 2015), η οποία μάλιστα είχε προεξοφληθεί από τις αγορές ήδη από τα τέλη του 2014, παρατηρήθηκε σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των κρατικών τίτλων. Ειδοποιός διαφορά από προγενέστερες πτωτικές τάσεις ήταν η μείωση της μεταβλητότητας των αποδόσεων (και τιμών) των ομολόγων των “ευάλωτων” κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και της Γαλλίας. Έτσι τίθεται το ερώτημα κατά πόσον η απόφαση του Ευρωσυστήματος για αγορά κρατικών τίτλων συνοδεύθηκε από αύξηση των συστημικών παραγόντων αποτίμησης των κρατικών ομολόγων, εις βάρος των ιδιοσυγκρατικών παραγόντων και των επιδράσεων μετάδοσης της μεταβλητότητας.

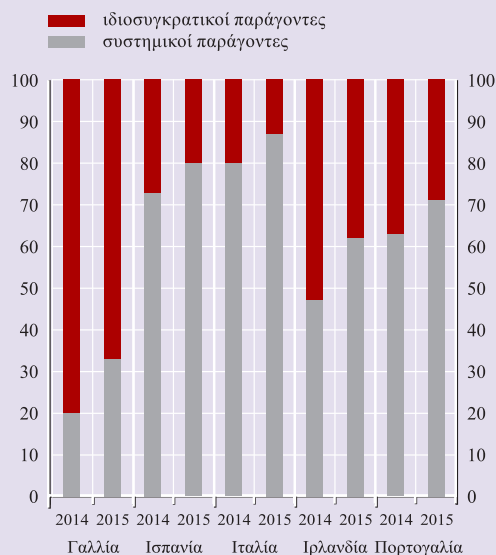
Οι αποτιμήσεις των κρατικών ομολόγων δέχονται σημαντική επίδραση τόσο από παράγοντες που είναι κοινοί για το σύνολο των ομολόγων (οι λεγόμενοι “συστημικοί παράγοντες”) όσο και από εκείνους που αφορούν ομόλογα συγκεκριμένων κρατών (“ιδιοσυγκρατικοί παράγοντες”). Σύμφωνα με τα ευρήματα της σχετικής βιβλιογραφίας, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ υπόκεινται σε ετερογενείς επιδράσεις μετάδοσης της υψηλής μεταβλητότητας. Συνεπώς, ο συνδυασμός του υψηλού συστημικού κινδύνου και της ετερογενούς αντίδρασης στους παράγοντες μετάδοσης ανά κράτος-μέλος οδήγησε σε σημαντική απόκλιση των ομολογιακών αποδόσεων μεταξύ των κρατών-μελών με σταθερά υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση και των “ευάλωτων” κρατών-μελών.

Στο παρόν Ειδικό θέμα παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα οικονομετρικής ανάλυσης σχετικά με την επίδραση των συστημικών παραγόντων πριν και μετά την ανακοίνωση του προγράμματος αγοράς κρατικών τίτλων. Το μεθοδολογικό πλαίσιο αντλεί από τη σχετική βιβλιογραφία.<sup>1</sup> Συγκεκριμένα, εκτιμώνται οι κοινοί παράγοντες που επιδρούν στις αποδόσεις των 10ετών ομολόγων επιλεγμένων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, περιορίζονται οι συστημικοί παράγοντες ώστε να απομονωθούν οι επιδράσεις που είναι συγκεκριμένες για κάθε κράτος-μέλος χωριστά (δηλ. οι ιδιοσυγκρατικοί παράγοντες). Η επίδραση των κοινών παραγόντων εκτιμάται για κάθε κράτος-μέλος και για δύο διαφορετικές περιόδους, η πρώτη από 1.1.2014 έως 31.12.2014 και η δεύτερη από 1.1.2015 έως 1.5.2015, με ημερήσια συχνότητα στις παρατηρήσεις. Τα αποτελέσματα απεικονίζονται στο διάγραμμα.

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η επίδραση των συστημικών παραγόντων εξηγεί από 62% έως 87% των μεταβολών των ομολογιακών αποδόσεων των ευάλωτων κρατών-μελών, κατά τη δεύτερη περίοδο του δείγματος, δηλ. υπάρχει αύξηση των συντελεστών προσδιορισμού κατά περίπου 10%, στην περίπτωση της Ιταλίας, έως 30%, στην περίπτωση της Ιρλανδίας. Ακόμη πιο σημαντική είναι η αύξηση της επίδρασης των συστημικών παραγόντων στην περίπτωση της Γαλλίας (σε 33% από 20%). Συμπερασματικά, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των ευάλωτων κρατών-μελών δέχονται αυξημένη επίδραση από τους παράγοντες που κινούν το σύστημα συνολικά, από την αρχή του 2015 σε σύγκριση με το 2014. Συνεπώς, βάσει των αποτελεσμάτων υποστηρίζεται η άποψη ότι η απόφαση του Ευρωσυστήματος για αγορά κρατικών ομολόγων σχετίζεται με την αύξηση της επίδρασης των συστημικών παραγόντων.

#### Η επίδραση κοινών και ιδιοσυγκρατικών παραγόντων στις διαφορές των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων επιλεγμένων κρατών σε σύγκριση με τη Γερμανία

(πριν και μετά το πρόγραμμα αγοράς τίτλων δημόσιου τομέα της ΕΚΤ)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις, Τράπεζα της Ελλάδος. Σημείωση: Τα διαγράμματα απεικονίζουν τους συντελεστές προσδιορισμού (adj. R-squared) των μεταβολών των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, ως συνάρτηση του πρώτου κύριου παράγοντα (1st principal component) των μεταβολών των υπόλοιπων ομολογιακών αποδόσεων.

<sup>1</sup> Βλ. π.χ. Longstaff, F.A., J. Pan, L.H. Pedersen, and K.J. Singleton (2011), “How Sovereign Is Sovereign Credit Risk?”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 3, 75-103.

Τέλος, διερευνάται κατά πόσον τα προαναφερθέντα ευρήματα επιβεβαιώνονται με την εισαγωγή διαταραχών, οι οποίες προέρχονται από τη μεταβλητότητα εξωγενών παραγόντων. Συγκεκριμένα, την περίοδο από την αρχή του δ' τριμήνου του 2014, τα ελληνικά ομόλογα ήταν υποκείμενα σε συνθήκες υψηλής μεταβλητότητας, ενώ οι αποδόσεις τους ακολούθησαν ανοδική τάση. Κατά συνέπεια, εισάγεται μία μεταβλητή η οποία αντανακλά επεισόδια υψηλής μεταβλητότητας και σημαντικής ανοδικής κίνησης των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων. Έτσι εξετάζεται κατά πόσον το εύρημα της αύξησης των συστημικών παραγόντων, την περίοδο από την ανακοίνωση του προγράμματος αγοράς κρατικών τίτλων του Ευρωσυστήματος, επιβεβαιώνεται και μετά την εισαγωγή της μεταβλητής η οποία αντανακλά επιδράσεις μετάδοσης από τα ελληνικά κρατικά ομόλογα.

Οι έλεγχοι ευρωστόιας των αποτελεσμάτων επιβεβαιώνουν τη σημασία των επιδράσεων των συστημικών παραγόντων στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των ευάλωτων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και της Γαλλίας. Αυτό ισχύει και για τις δύο περιόδους (2014 και 2015), ενώ για τη δεύτερη περίοδο ο “ελληνικός κίνδυνος” δεν αποτυπώνεται στις αποδόσεις των ομολόγων των άλλων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Συνεπώς, βάσει των αποτελεσμάτων τεκμαίρεται ότι η θέσπιση του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος έχει συμβάλει στην αύξηση της ευρωστόιας στη διαμόρφωση των αποδόσεών τους και στην εξάλειψη της επίδρασης ιδιосуγκρατικών παραγόντων μετάδοσης της μεταβλητότητας.

## Ειδικό θέμα III.2

### ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ

Η προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης είναι βασικές προτεραιότητες για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Η οικοδόμηση ενιαίας αγοράς κεφαλαίων για το σύνολο των 28 κρατών-μελών αποτελεί σημαντική πρωτοβουλία με απώτερο στόχο την ενίσχυση των επενδύσεων σε πάγια κεφάλαια στην Ευρωπαϊκή Ένωση σε μακροπρόθεσμη βάση. Σχετικά, η Επιτροπή εξέδωσε προς διαβούλευση στις 18 Φεβρουαρίου 2015 την Πράσινη Βίβλο για την Ένωση Κεφαλαιαγορών (Green Paper – Building a Capital Markets Union). Σκοπός είναι, κατόπιν διαβούλευσης με φορείς, επιχειρήσεις, κράτη-μέλη κ.ά., να καταστρωθεί ένα σχέδιο δράσης σχετικά με: (α) τη βελτίωση της πρόσβασης σε χρηματοδότηση για όλες τις επιχειρήσεις στην Ευρώπη (ιδίως όμως για τις ΜΜΕ), (β) τη διεύρυνση και διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από επενδυτές και (γ) την αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη λειτουργία των αγορών κεφαλαίων. Ειδικότερα επιδιώκεται να αρθούν τα εμπόδια που περιορίζουν την πρόσβαση των επενδυτών και των επιχειρήσεων στις αγορές και διογκώνουν το κόστος χρηματοδότησης.

Σύμφωνα με την Πράσινη Βίβλο, η Ένωση Κεφαλαιαγορών, που εκτιμάται ότι θα ολοκληρωθεί το 2019, “...αναμένεται να ωθήσει την ΕΕ προς μια κατάσταση όπου, για παράδειγμα, οι ΜΜΕ θα μπορούν να αντλούν χρηματοδότηση τόσο εύκολα όσο και οι μεγάλες επιχειρήσεις, οι επενδυτικές δαπάνες και η πρόσβαση σε επενδυτικά προϊόντα θα συγκλίνουν σε ολόκληρη την ΕΕ, η εξασφάλιση χρηματοδότησης από τις αγορές κεφαλαίων θα γίνεται ολόενα και πιο απλή και η αναζήτηση χρηματοδότησης σε άλλα κράτη-μέλη δεν θα προσκρούει σε περιττούς νομικούς ή εποπτικούς φραγμούς. Παρά το ότι οι αλλαγές αυτές θα βοηθήσουν να μειωθεί η εξάρτηση από την τραπεζική χρηματοδότηση, οι τράπεζες, ως δανειστές για σημαντικό τμήμα της οικονομίας και διαμεσολαβητές στις αγορές κεφαλαίων, θα εξακολουθήσουν να διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στην Ένωση Κεφαλαιαγορών και να αποτελούν παράγοντες ζωτικής σημασίας στην ευρωπαϊκή οικονομία.”



Η πρωτοβουλία της Επιτροπής είναι ιδιαίτερα σημαντική στην παρούσα χρονική περίοδο. Η εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και εν συνεχεία της κρίσης χρέους στην Ευρώπη ανέδειξε τις αρνητικές συνέπειες του γεγονότος ότι πανευρωπαϊκά οι επιχειρήσεις εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την τραπεζική χρηματοδότηση. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι αγορές κεφαλαίων στην Ευρώπη εξακολουθούν να μην είναι επαρκώς ανεπτυγμένες σε σύγκριση με άλλες οικονομικές περιοχές, ιδίως τις ΗΠΑ. Ενδεικτικά, στο τέλος του 2014 η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηριακών αγορών ως προς το ΑΕΠ ήταν περίπου διπλάσια στις ΗΠΑ (138%) σε σύγκριση με την ΕΕ (64,5%),<sup>1</sup> ενώ τριπλάσια ήταν η αγορά ιδιωτικών τοποθετήσεων<sup>2</sup> (ΗΠΑ: 50 δισεκ. δολάρια, ΕΕ: 15 δισεκ. ευρώ) και εταιρικών (μη εκδοθέντων από χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις) ομολόγων (ΗΠΑ: 40,7% του ΑΕΠ, ΕΕ: 12,9% του ΑΕΠ). Επίσης, οι επιχειρήσεις στην ΕΕ αντλούν μόλις το 25% του χρέους τους από κεφαλαιαγορές, έναντι 80% στις ΗΠΑ, ενώ όσον αφορά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, στις ΗΠΑ μόλις το 50% χρηματοδοτούν την ανάπτυξή τους από τις τράπεζες, έναντι 80% στην ΕΕ.

Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών έχει σημαντικά οφέλη για τους συμμετέχοντες σε αυτές και προφανώς γενικότερα για την οικονομική δραστηριότητα. Πρώτον, οι αγορές συνεισφέρουν στη διαφοροποίηση των πηγών άντλησης χρηματοδότησης, μειώνοντας την εξάρτηση των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό δανεισμό και διαμορφώνοντας ένα περιβάλλον περισσότερο ανθεκτικό σε περιόδους κρίσεων. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία,<sup>3</sup> σε περιόδους κρίσεων, η ύφεση σε χώρες όπου ο τραπεζικός τομέας κυριαρχεί στη χρηματοδότηση της οικονομίας είναι τριπλάσιος σε σύγκριση με οικονομίες όπου η χρηματοδότηση μέσω των αγορών έχει μεγαλύτερη βαρύτητα. Όταν οι τράπεζες βρίσκονται υπό πίεση, όπως συμβαίνει σε περιόδους κρίσεων, δεν είναι σε θέση να συνεισφέρουν σημαντικά στη χρηματοδότηση της οικονομίας, ενώ παράλληλα προσπαθούν, π.χ. μέσω ανακύκλωσης δανεισμού σε επιχειρήσεις που βρίσκονται υπό πίεση, να αναβάλουν την αναγνώριση ζημίας. Αντιθέτως, οι επενδυτές της αγοράς κεφαλαίων είναι πιο ευέλικτοι τόσο σε περιπτώσεις χρηματοδότησης, καθώς είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλότερο επίπεδο κινδύνου από ό,τι οι τράπεζες, όσο και σε περιπτώσεις απομόχλευσης όταν χρειάζεται, προλείπουντας το έδαφος για μια βιώσιμη ανάκαμψη.

Δεύτερον, οι αγορές βοηθούν στην καλύτερη κατανομή κεφαλαίων και κινδύνου, καθώς οι επενδυτές, μέσω των διευρυμένων επιλογών που τους δίνει η πρόσβαση στις αγορές, μπορούν, όπως προαναφέρθηκε, να αναλάβουν ό,τι βαθμό κινδύνου επιθυμούν και συνεπώς να χρηματοδοτήσουν ακόμη και επιχειρήσεις για τις οποίες ο βαθμός κινδύνου είναι απαγορευτικός για πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό.

Τρίτον, η χρηματοδότηση επιχειρήσεων μέσω συμμετοχής επενδυτών στο μετοχικό τους κεφάλαιο ενισχύει τις επενδύσεις χωρίς να αυξάνει το επίπεδο χρέους σε μια οικονομία.

Το όραμα της Επιτροπής, όπως χαρτογραφείται στην Πράσινη Βίβλο, προϋποθέτει προφανώς την αντιμετώπιση διαφόρων εμποδίων στην ελεύθερη διακίνηση των κεφαλαίων. Ενδεικτικά,

1 Επισημαίνεται ωστόσο ότι σε επίπεδο ΕΕ επικρατεί μεγάλη διαφοροποίηση στο βαθμό ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών, για παράδειγμα στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου ο αντίστοιχος δείκτης ανέρχεται σε περίπου 121%, έναντι κάτω του 10% σε χώρες όπως η Λεττονία και η Κύπρος.

2 Μέσω της ιδιωτικής τοποθέτησης μια εταιρεία διαθέτει σε περιορισμένο κύκλο επενδυτών είτε νέες κινητές αξίες (σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου) είτε υφιστάμενες κινητές αξίες τις οποίες κατέχουν παλαιοί μέτοχοι. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις αποτελούν μέθοδο διανομής μέσω της οποίας παράγοντες της αγοράς αγοράζουν ή πωλούν χρηματοοικονομικά μέσα χωρίς να χρειάζεται να συμμορφώνονται προς τους κανόνες που εφαρμόζονται συνήθως όταν τα ίδια μέσα προσφέρονται στο κοινό ή σε λιανικούς επενδυτές. Οι εν λόγω παράγοντες της αγοράς είναι κατά κανόνα εγκεκριμένοι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές, συμπεριλαμβανομένων διαχειριστών τοποθετήσεων, τραπεζών ή εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ταμείων συντάξεων, ασφαλιστικών εταιριών ζωής και, σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδιωτών υψηλού εισοδήματος (high net-worth individual, HNWI).

3 Βλ. ενδεικτικά Bech, M., L. Gambacorta and E. Kharroubi (2012), "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *BIS Working Papers*, no 388, Gambacorta L., J. Yang and K. Tsatsaronis (2014), "Financial Structure and Growth", *BIS Quarterly Review*, March.

στους φραγμούς συγκαταλέγονται οι διαφορές μεταξύ των κρατών-μελών ως προς το δίκαιο των εταιριών, τη νομοθεσία για την εταιρική διακυβέρνηση, τις διατάξεις περί αφερεγγυότητας και δικαιωμάτων των επενδυτών σε εξασφαλίσεις. Φραγμοί επίσης δημιουργούνται συνεπεία της έλλειψης τυποποιημένων διαδικασιών τεκμηρίωσης και πληροφοριών σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών, των διαφορών ως προς το φορολογικό καθεστώς κ.ά.

Με βάση τα αποτελέσματα που θα προκύψουν από την επεξεργασία των αποτελεσμάτων της διαβούλευσης, η Επιτροπή προτίθεται τους επόμενους μήνες:

- να εκπονήσει προτάσεις για την ανάπτυξη της αγοράς τιτλοποιήσεων υψηλής ποιότητας που θα βασίζεται σε απλά, διαφανή και τυποποιημένα μέσα τιτλοποίησης. Μια τέτοια εξέλιξη θα μπορούσε να αποτελέσει τη γέφυρα μεταξύ τραπεζών και κεφαλαιαγορών, βοηθώντας στην ελάφρυνση των ισολογισμών των τραπεζών και στη βελτίωση των κεφαλαιακών τους δεικτών (καθώς τα τιτλοποιούμενα δάνεια κατά κανόνα παύουν να εμφανίζονται στον ισολογισμό, εφόσον διατίθενται σε τρίτους) ενισχύοντας εξ αυτού του λόγου την προσφορά δανείων.
- να προβεί σε αναθεώρηση της Οδηγίας περί ενημερωτικών δελτίων, ώστε να διευκολυνθούν οι επιχειρήσεις, ιδίως οι μικρότερες, να αντλούν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και να έρχονται σε επαφή με επενδυτές σε διασυνοριακές αγορές.
- να δρομολογήσει εργασίες για τη βελτίωση της διαθεσιμότητας πληροφοριών τόσο για τη χρηματοοικονομική κατάσταση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ώστε να διευκολυνθούν οι επενδυτές να επενδύουν σε αυτές, όσο και για τις επιλογές χρηματοδότησης που έχουν στη διάθεσή τους οι επιχειρήσεις. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 25% όλων των επιχειρήσεων και το 75% περίπου των διαχειριζόμενων από τους ιδιοκτήτες τους εταιριών στην Ευρώπη δεν διαθέτουν βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας. Εξάλλου, ενίοτε ούτε οι τράπεζες ούτε οι επιχειρήσεις είναι επαρκώς ενημερωμένες για την ύπαρξη εναλλακτικών, πλην τραπεζικού δανεισμού, λύσεων.
- να καθιερώσει ένα πανευρωπαϊκό καθεστώς ιδιωτικών τοποθετήσεων, με σκοπό την ενθάρρυνση άμεσων επενδύσεων σε μικρότερες επιχειρήσεις.
- να στηρίξει τη διάδοση της χρήσης νέων ευρωπαϊκών μακροπρόθεσμων επενδυτικών κεφαλαίων, δηλαδή κεφαλαίων που θα επενδύονται μόνο σε επιχειρήσεις οι οποίες χρειάζονται να συγκεντρώσουν πόρους που θα παραμείνουν δεσμευμένοι σε αυτές για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Πρόκειται για επενδύσεις σε υποδομές ή σε έργα μεταφορών και αειφόρου ενέργειας. Τέτοιου είδους επενδύσεις εκτιμάται ότι θα αποτελέσουν επιλογές για ασφαλιστικές εταιρίες και συνταξιοδοτικά ταμεία που χρειάζονται σταθερές ροές εσόδων ή μακροπρόθεσμη αύξηση κεφαλαίου.

### Ειδικό θέμα III.3

#### Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΛΙΑΝΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι πληρωμές λιανικής<sup>1</sup> αποτελούν βασικό στοιχείο για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας και του εμπορίου, καθώς και για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού στο νόμισμα.

1 Σύμφωνα με την ΕΚΤ, οι πληρωμές λιανικής αφορούν πληρωμές μεταξύ μη χρηματοπιστωτικών μονάδων όπως νοικοκυριών, μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και κυβερνητικών οργανισμών, συνήθως χαμηλής αξίας και χωρίς μεγάλη χρονική ρευστότητα.

Από τα τέλη της δεκαετίας του 2000, οι υπηρεσίες πληρωμών άρχισαν να αντιμετωπίζονται ως ένα μέσο για τη διεύρυνση του αριθμού των πολιτών που διαθέτουν τραπεζικό λογαριασμό και έχουν πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Επιπλέον η μετάβαση μίας οικονομίας από τις συναλλαγές με μετρητά σε μία οικονομία με περισσότερες ηλεκτρονικές συναλλαγές συμβάλλει στον περιορισμό της παραοικονομίας και της φοροδιαφυγής, καθώς οι ηλεκτρονικές συναλλαγές καταγράφονται και είναι ευκολότερο να εντοπιστούν.

Η σημασία των πληρωμών έχει επίσης ενισχυθεί για τις τράπεζες ως συνέπεια της οικονομικής κρίσης, στη διάρκεια της οποίας η κερδοφορία του τραπεζικού τομέα υποχώρησε σημαντικά. Οι τράπεζες άρχισαν να προσαρμόζουν τη στρατηγική και το επιχειρηματικό τους μοντέλο στα νέα δεδομένα επικεντρωνόμενες μεταξύ άλλων σε βασικές και σχετικά σταθερές κερδοφόρες εργασίες τους, διαφοροποιώντας τις πηγές εισοδημάτων τους και βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα κόστους. Μέσω των πληρωμών λιανικής οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να αναπτύξουν μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες τους ή να προσφέρουν σταυροειδείς πωλήσεις.

Στον τομέα των πληρωμών λιανικής, η μετάβαση από παραδοσιακές σε ηλεκτρονικές μορφές πληρωμών είναι μία τάση που καταγράφεται σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο αριθμός των συναλλαγών αυτών αυξάνεται στην Ευρώπη από το 2000 κατά 6% ετησίως, ενώ ο αριθμός των συναλλαγών με τη χρήση καρτών στη ζώνη του ευρώ υπερέβη το 2013 τα 25 δισεκ. συναλλαγές.

Η χρήση των μετρητών είναι πολύ διαδεδομένη σε πολλές χώρες. Εξάλλου, καταγράφεται σημαντική ετερογένεια μεταξύ των επιμέρους χωρών ως προς τα εναλλακτικά μέσα πληρωμών που χρησιμοποιούνται. Για παράδειγμα, χώρες της Β. Ευρώπης όπως η Δανία, η Σουηδία και η Φινλανδία έχουν σε μεγάλο βαθμό υιοθετήσει τις ηλεκτρονικές πληρωμές, ενώ χώρες του ευρωπαϊκού νότου όπως η Ελλάδα, η Μάλτα, η Ιταλία και η Κύπρος υπολείπονται σημαντικά. Το γεγονός αυτό ενδεχομένως αντανακλά γενικότερους παράγοντες που επηρεάζουν την κουλτούρα και τις συνήθειες των πληρωμών σε κάθε οικονομία, όπως το θεσμικό περιβάλλον, η διάρθρωση του τραπεζικού συστήματος, ο βαθμός υιοθέτησης νέων τεχνολογιών ή κοινωνικά-δημογραφικά χαρακτηριστικά του πληθυσμού (όπως το επίπεδο του εισοδήματος, η μέση ηλικία ή το μορφωτικό επίπεδο). Λόγου χάριν στη Γερμανία έχει διαπιστωθεί ότι η χρήση των μετρητών είναι περισσότερο διαδεδομένη μεταξύ των γηραιότερων αλλά και των πολύ νεαρών ηλικιών.

Ένας σχετικά περιορισμένος αλλά αυξανόμενος αριθμός μελετών στην εμπειρική βιβλιογραφία εξετάζει την επίδραση των ηλεκτρονικών πληρωμών και της ενοποίησης των πληρωμών λιανικής στην Ευρώπη. Ορισμένοι συγγραφείς επισημαίνουν ευνοϊκές επιπτώσεις στα οικονομικά μεγέθη: μία πρόσφατη μελέτη<sup>2</sup> εκτιμά ότι μία αύξηση της χρήσης καρτών στην Ευρώπη κατά 1 εκατ. συναλλαγές θα συμβάλει σε ενίσχυση του ΑΕΠ κατά 0,07%, καθώς και ότι η αποτελεσματική εφαρμογή και υιοθέτηση των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών SEPA επιδρά θετικά κατά 0,02% στο ΑΕΠ μίας χώρας. Άλλοι συγγραφείς επικεντρώνονται στα πιθανά οφέλη αποτελεσματικότητας<sup>3</sup> (efficiency gains) που μπορεί να προκύψουν για τους συμμετέχοντες στην αλυσίδα πληρωμών και την οικονομία γενικότερα λόγω βελτίωσης της κατανομής των οικονομικών πόρων.

2 Hasan, I., de Renzis, T. and Schmiedel H. (2013), "Retail Payments and the Real Economy", European Central Bank, *Working Paper Series*, no.1572.

3 Η έννοια της αποτελεσματικότητας είναι ευρεία και αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο συνδυάζονται οι παραγωγικοί συντελεστές στην παραγωγική διαδικασία. Η αποτελεσματικότητα κόστους επιτυγχάνεται με την παραγωγή ενός δεδομένου επιπέδου υπηρεσιών και με δεδομένους παραγωγικούς συντελεστές με το χαμηλότερο κόστος.

Η διεξαγωγή των πληρωμών γίνεται μέσω μίας παραγωγικής αλυσίδας η οποία δημιουργεί ροές κόστους και εσόδων μεταξύ των εμπλεκόμενων. Ειδικότερα σε αυτή συμμετέχουν η κεντρική τράπεζα, οι τράπεζες και οι υποδομές που συνοδεύουν τις πληρωμές, οι έμποροι/λιανοπωλητές, οι εταιρίες μεταφοράς μετρητών και οι καταναλωτές, ενώ οι τεχνολογικές εξελίξεις και καινοτομίες οδήγησαν σε ενίσχυση του ανταγωνισμού και την εμφάνιση και άλλων παρόχων υπηρεσιών πληρωμών εκτός των τραπεζών.

Γενικά, η παραγωγή υπηρεσιών πληρωμών υπόκειται από την πλευρά της προσφοράς σε οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Το κόστος των ηλεκτρονικών πληρωμών θεωρείται ότι είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος σταθερό και αφορά κυρίως τεχνολογικές υποδομές, ενώ το κόστος των μετρητών είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος μεταβλητό και αφορά κυρίως υποδομές μεταφοράς και διαχείρισης. Από την πλευρά της ζήτησης, οι υπηρεσίες πληρωμών υπόκεινται σε επιδράσεις δικτύου (network effects), που πηγάζουν από το γεγονός ότι κάθε πρόσθετος χρήστης αυξάνει την αξία του δικτύου πληρωμών για τους ήδη υπάρχοντες χρήστες. Λόγω του υψηλού σταθερού κόστους που απαιτούν οι υποδομές των πληρωμών, συχνά απαιτείται ένας ελάχιστος αριθμός χρηστών (critical mass) ούτως ώστε η συνολική αξία μίας επένδυσης να υπερβεί το λειτουργικό της κόστος, ενώ ο απαραίτητος αριθμός χρηστών θα πρέπει να διασφαλίζεται τόσο από την πλευρά των καταναλωτών όσο και από την πλευρά των εμπόρων που χρησιμοποιούν ένα συγκεκριμένο μέσο πληρωμών (two-sided market).

Αρκετές κεντρικές τράπεζες έχουν διεξαγάγει λεπτομερείς αναλύσεις για το κόστος των πληρωμών στις οικονομίες των χωρών τους, προκειμένου να εκτιμήσουν την αποτελεσματικότητα των εγχώριων αγορών λιανικών πληρωμών. Ειδικότερα, οι μελέτες αυτές αναφέρονται στο κοινωνικό κόστος των πληρωμών, δηλαδή στο κόστος των παραγωγικών συντελεστών που αναλώνονται για την παραγωγή των πληρωμών, το οποίο αντιπροσωπεύει το πραγματικό κόστος των πληρωμών για την κοινωνία. Το κοινωνικό κόστος αντιδιαστέλλεται με το ιδιωτικό, το οποίο αφορά το κόστος που επωμίζεται καθένας από τους εμπλεκόμενους στην αλυσίδα των πληρωμών και περιλαμβάνει τόσο το κόστος των παραγωγικών συντελεστών όσο και τυχόν προμήθειες που καταβάλλει σε άλλους συμμετέχοντες.

Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, το κόστος των πληρωμών δεν είναι αμελητέο από κοινωνική σκοπιά, αλλά ενδεικτικά κυμαίνεται μεταξύ 0,49%-1,50% του ΑΕΠ των επιμέρους χωρών. Ενδεικτικά, η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται από πολύ υψηλό όγκο συναλλαγών με μετρητά και πολύ χαμηλό βαθμό υιοθέτησης εναλλακτικών μέσων πληρωμών σε σχέση με το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ. Η χώρα μας κατατάσσεται μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών με το υψηλότερο κοινωνικό κόστος των πληρωμών που ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 1,20% του ΑΕΠ.<sup>4</sup> Τα στοιχεία αυτά υποδηλώνουν ότι οι συμμετέχοντες στην αλυσίδα πληρωμών θα πρέπει να επικεντρωθούν στην προώθηση αποτελεσματικότερων μέσων πληρωμών. Εξίσου όμως θα πρέπει να επιδιώξουν και τη βελτίωση των πρακτικών και των εσωτερικών διαδικασιών που ακολουθούν, ώστε να επωφεληθούν από τις οικονομίες κλίμακας ή φάσματος.

Οι τεχνολογικές εξελίξεις και οι συνέπειες της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης δημιουργούν νέα δεδομένα στον τομέα των λιανικών πληρωμών. Για παράδειγμα, η καταγραφόμενη τάση ανάπτυξης του ηλεκτρονικού εμπορίου σε ευρωπαϊκό επίπεδο δημιουργεί νέες ευκαιρίες περιορισμού της χρήσης των μετρητών. Ο προσανατολισμός των συμμετεχόντων στην αλυσίδα των πληρωμών προς την επίτευξη ασφαλών, προσβάσιμων και αποτελεσματικών πληρωμών θα

4 Schmiedel, H., Kostova, G. and Ruttenberg W. (2012), "The Social and Private Costs of Retail Payment Instruments, A European Perspective", European Central Bank, *Occasional Paper Series*, no. 137.

συμβάλει θετικά στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού σε αυτές και στην προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης. Βασικές προϋποθέσεις προς την κατεύθυνση αυτή αποτελούν η συναίνεση και συνεργασία μεταξύ των εμπλεκόμενων φορέων, η τιμολόγηση των μέσων πληρωμών ώστε να αντανakλά τις διαφορές που συνεπάγονται στο κόστος, η τυποποίηση των σχετικών διαδικασιών, το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο, η προώθηση του ανταγωνισμού και η μείωση των τιμών, δεδομένων των ωφελειών που προκύπτουν ως προς την αποτελεσματικότητα.



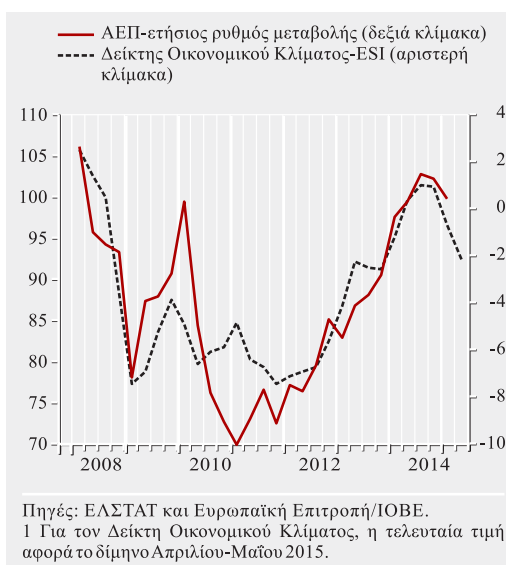
## IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η τάση μεγέθυνσης της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του 2014 φαίνεται να χάνει τη δυναμική της τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους, αντανακλώντας τον υψηλό βαθμό αβεβαιότητας που κυριαρχεί στην οικονομία λόγω της παράτασης της διαπραγμάτευσης με τους εταίρους της χώρας. Οι εξελίξεις των δεικτών δραστηριότητας και των δεικτών οικονομικού κλίματος καθιστούν ιδιαίτερα επισφαλείς τις προβλέψεις για την πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών το 2015, καθώς η παράταση της αβεβαιότητας ενδέχεται να έχει αρνητικές συνέπειες στην εξέλιξη της δραστηριότητας. Για το β' εξάμηνο αναμένεται σταθεροποίηση της οικονομίας, με την προϋπόθεση της αποκατάστασης του οικονομικού κλίματος και των συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομίας. Η σταθεροποίηση εκτιμάται ότι θα βασιστεί στην αύξηση των εξαγωγών υπηρεσιών (κυρίως του τουρισμού), ενώ αναμένεται να υποβοηθηθεί και από τη σταθεροποίηση της καταναλωτικής ζήτησης. Η εμβάθυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η επέκτασή τους στις αγορές προϊόντων αναμένεται να συμβάλουν μεσομακροπρόθεσμα στη διασφάλιση της βιωσιμότητας της ανάκαμψης.

Οι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας και τα πρόσφατα στοιχεία για το ΑΕΠ δείχνουν ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης επιβραδύνθηκε σημαντικά το α' τρίμηνο του 2015 σε 0,4% έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους, από 1,3% το δ' τρίμηνο του 2014. Μάλιστα, σε τριμηνιαία βάση, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ήταν αρνητικός για δύο συνεχή τρίμηνα (δ' τρίμηνο 2014: -0,4%, α' τρίμηνο 2015: -0,2%). Ιδιαίτερα ανησυχητικό για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας είναι το γεγονός ότι οι δείκτες οικονομικού κλίματος και εμπιστοσύνης επιδεινώνονται, αντανακλώντας τον υψηλό βαθμό αβεβαιότητας που κυριαρχεί στην οικονομία (βλ. Διάγραμμα IV.1).

Η συνολική εικόνα για την κατάσταση της πραγματικής οικονομίας κατά τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους χαρακτηρίζεται από έντονη αβεβαιότητα, όπως αντανακλάται και στην επιδείνωση των δεικτών επιχειρη-

Διάγραμμα IV.1 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ESI) (2008-α' τρίμηνο 2015)<sup>1</sup>



ματικών προσδοκιών στη βιομηχανία, τις υπηρεσίες και το λιανικό εμπόριο. Ωστόσο, οι δείκτες βιομηχανικής παραγωγής, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι καθαρές ροές απασχόλησης παρουσιάζουν ελαφρά βελτίωση. Η βιομηχανική παραγωγή (ιδιαίτερα η μεταποίηση) αυξήθηκε το α' τετράμηνο, παρά το γεγονός ότι ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη βιομηχανία κινήθηκε σε τιμές που υποδηλώνουν συρρίκνωση. Οι λιανικές πωλήσεις έχουν σταθεροποιηθεί σε αντιστοιχία με τη σημαντική βελτίωση του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών το Φεβρουάριο-Μάρτιο. Τέλος, οι καθαρές ροές απασχόλησης παρέμειναν θετικές και ενισχύθηκαν σημαντικά το Μάρτιο-Μάιο λόγω της αύξησης της δραστηριότητας στον κλάδο του τουρισμού.

Η διαφοροποίηση που παρατηρείται τους πρώτους μήνες του έτους ανάμεσα στις επιδόσεις των βραχυχρόνιων δεικτών δραστηριότητας αφενός και των δεικτών οικονομικού κλίματος αφετέρου καθιστά ιδιαίτερα επισφαλείς τις προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών. Η παράταση της αβεβαιότητας επί μακρόν ενδέχεται να καταστήσει πραγματικούς τους κιν-

δύνους που αντανακλώνται στους δείκτες εμπιστοσύνης, ενώ αντίθετα η άρση της αβεβαιότητας αναμένεται να απελευθερώσει τις αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για το 2015 προβλέπεται σταθεροποίηση ή ελαφρά θετικός ρυθμός μεγέθυνσης με την προϋπόθεση της σταδιακής αποκατάστασης των συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομίας. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα βασιστεί κυρίως στην αύξηση των εξαγωγών, κυρίως υπηρεσιών, και δευτερευόντως στην καταναλωτική ζήτηση, στο βαθμό που η απασχόληση και οι πραγματικοί μισθοί στο σύνολο της οικονομίας ανακάμψουν το 2015. Προϋπόθεση για τη διασφάλιση θετικών ρυθμών είναι και η πλήρης εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που έχουν λάβει χώρα έως και το γ' τρίμηνο του 2014, καθώς και η επέκταση και εμβάθυνσή τους.

Η εξαγωγική δραστηριότητα αναμένεται να ενισχυθεί λόγω της ανάκαμψης της διεθνούς ζήτησης, της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ αλλά και της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας κατά τη διάρκεια της προηγούμενης πενταετίας. Οι εισπράξεις από τον τουρισμό αναμένεται να σημειώσουν άνοδο, αν οι οικονομικές εξελίξεις επιβεβαιώσουν τις προβλέψεις για άφιξη περίπου 25 εκατομμυρίων τουριστών για το σύνολο του έτους. Ταυτόχρονα, οι εξαγωγές αγαθών προβλέπεται να αυξηθούν ακολουθώντας την εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της επιχειρηματικής δραστηριότητας, με την προϋπόθεση όμως να αποκατασταθούν οι συνθήκες χρηματοδότησης της εξαγωγικής δραστηριότητας.

Η συνολική επενδυτική ζήτηση κινήθηκε έντονα ανοδικά το α' τρίμηνο του 2015, κυρίως ως αποτέλεσμα δαπανών που αφορούν αμυντικό εξοπλισμό.<sup>1</sup> Εκτιμάται ωστόσο ότι για το σύνολο του έτους θα υπάρξει επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των επενδύσεων, με δεδομένο ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις περιμένουν να αρθούν οι αβεβαιότητες της οικονομίας για να προχωρήσουν στην υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Ο γενικός πληθωρισμός θα παραμείνει περίπου στα ίδια αρνητικά επίπεδα του 2014, καθώς συνεχίζουν να επενεργούν αποπληθωριστικά οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου, ενώ αναμένεται να καταγράψει θετικούς ρυθμούς στο τελευταίο τρίμηνο του έτους. Εκτιμάται ωστόσο ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού θα καταγράψει ηπιότερες μειώσεις.

Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αναμένεται να συνεχιστεί στη διάρκεια του 2015, στο βαθμό που θα επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις για την οικονομική δραστηριότητα. Ενδεχόμενη βελτίωση του οικονομικού κλίματος θα κάμψει σταδιακά την επιφύλαξη που διακατέχει τις επιχειρήσεις ως προς την αύξηση του αριθμού των εργαζομένων τους και θα σταθεροποιηθεί το θετικό ισοζύγιο στις ροές της απασχόλησης.

## 1.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ<sup>2</sup>

### Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Για πρώτη φορά μετά από έξι έτη συνεχούς ύφεσης, το 2014 το ΑΕΠ αυξήθηκε, σε σταθερές τιμές 2010 και με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, κατά 0,7%, έναντι -4,0% το 2013. Στην αύξηση του ΑΕΠ συνέβαλαν η σημαντική άνοδος των συνολικών επενδύσεων (+2,9%, έναντι -9,5% το 2013), κυρίως λόγω της ανόδου των επενδύσεων σε μηχανήματα και εξοπλισμό (+29,6%, έναντι -4,0% το 2013), η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης (+1,4%, έναντι -2,2% το 2013), καθώς και η επιτάχυνση των εξαγωγών (+8,7%, έναντι +1,5% το 2013) (βλ. Πίνακα IV.1). Το α' τρίμηνο του 2015 η ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σημαντικά (+0,4%, από +1,5% και +1,3% το γ' και δ' τρίμηνο του 2014 αντίστοιχα), αντανακλώντας το κλίμα αβεβαιότητας ως προς τις διαπραγματεύσεις της χώρας με τους πιστωτές της.

- <sup>1</sup> Με βάση το ESA 2010, οι σχετικές δαπάνες εντάσσονται στην κατηγορία των επενδυτικών ροών (βλ. Πλαίσιο V.2, σελ. 82 στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, Φεβρουάριος 2015).
- <sup>2</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 10 Ιουνίου 2015.



## Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2010-α' τρίμηνο 2015)

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 α' τρίμηνο
Ιδιωτική κατανάλωση	-6,9 (-4,9)	-10,7 (-7,5)	-7,9 (-5,4)	-2,2 (-1,4)	1,4 (1,0)	1,6 (1,1)
Δημόσια κατανάλωση	-4,4 (-0,9)	-6,3 (-1,4)	-6,7 (-1,5)	-5,2 (-1,2)	-0,8 (-0,2)	-0,2 (0,0)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-20,8 (-4,3)	-17,0 (-2,9)	-28,5 (-4,5)	-9,5 (-1,1)	2,9 (0,3)	14,6 (1,6)
<i>Επενδύσεις σε κατοικίες</i>	-26,5 (-1,7)	-14,7 (-0,7)	-33,3 (-1,6)	-27,7 (-0,9)	-51,5 (-1,3)	-30,5 (-0,4)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	-9,0 (-10,1)	-10,9 (-11,8)	-10,7 (-11,4)	-3,7 (-3,7)	1,1 (1,1)	2,6 (2,6)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,3%	-0,1%	1,2%	0,2%	-0,4%	1,2%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	-13,3 (-7,8)	-10,9 (-11,5)	-5,9 (-9,7)	-4,3 (-5,2)	3,6 (0,5)	3,1 (3,1)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,3 (0,8)	1,0 (0,2)	1,0 (0,2)	1,5 (0,4)	8,7 (2,4)	1,3 (0,4)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-5,5 (1,7)	-7,8 (2,4)	-9,4 (2,9)	-2,9 (0,9)	7,4 (-2,2)	10,3 (-3,2)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (2,5)	... (2,6)	... (3,1)	... (1,3)	... (0,2)	... (-2,8)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς</b>	-5,3	-8,9	-6,6	-4,0	0,7	0,4

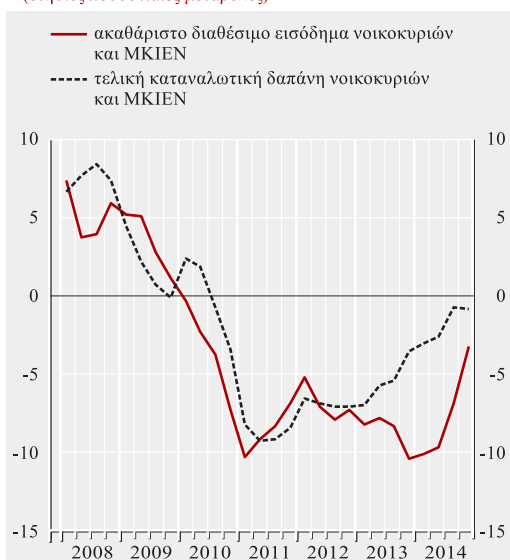
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Μάιος 2015, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

## Διάγραμμα IV.2 Ιδιωτική κατανάλωση και διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών<sup>1</sup> (α' τρίμ. 2008-δ' τρίμ. 2014)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί λογαριασμοί.

1 Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2014 (+1,4%, έναντι -2,2% το 2013), ύστερα από πέντε έτη συνεχούς υποχώρησης, συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2015 (+1,6%), συντελώντας σημαντικά στην αποκατάσταση θετικών ρυθμών ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Η αύξηση αυτή αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην εξέλιξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ)<sup>3</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.2) λόγω της αύξησης της απασχόλησης, της αύξησης των συνολικών αμοιβών εξαρτημένης εργασίας και της μείωσης των τιμών αγαθών και υπηρεσιών.

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί ελαφρά και το 2015, με την προϋπόθεση

<sup>3</sup> Το εισόδημα αυτό, σε τρέχουσες τιμές, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, καταγράφει θετικούς ρυθμούς ανόδου από το γ' τρίμηνο του 2014 (γ' τρίμηνο 2014: +1,0%, δ' τρίμηνο 2014: +1,4%), αναστρέφοντας την αρνητική πορεία των τελευταίων πέντε ετών.

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

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-6,2	-10,2	-12,2	-8,1	-0,4	0,0 (Ιαν.-Μάρ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-6,9	-8,7	-11,8	-8,4	-0,7	1,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός <sup>2</sup>	-5,5	-6,0	-9,0	-9,1	0,5	-0,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Ένδυση-υπόδηση	-11,4	-18,8	-20,6	-2,2	5,4	11,9 (Ιαν.-Μάρ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-12,7	-15,7	-16,3	-6,2	-1,4	-0,7 (Ιαν.-Μάρ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-4,3	-5,2	-12,1	-0,1	7,0	7,3 (Ιαν.-Μάρ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	0,1	-5,9	-12,8	-6,5	-0,4	-0,1 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-26,4	-0,5	-3,1	22,9	27,1	9,0 (Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-46	-63	-74	-75	-69	-41 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-37,2	-29,8	-41,7	3,1	30,1	28,3 (Ιαν.-Μάιος)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας <sup>3</sup>	37,1	-16,8	-7,9	-12,8	-10,4	-6,3 (Ιαν.-Απρ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση της κατανάλωσης <sup>4</sup>	-4,2 (Δεκ.)	-6,4 (Δεκ.)	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,6 (Απριλιος)

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 κλιμακούμενο τέλος συνδρομητών κινητής τηλεφωνίας και τέλος φαρτοκινητής 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 εξχώρια θυγατρική εταιρεία παροχής πιστώσεων το 2009.

της άρσης του κλίματος αβεβαιότητας σχετικά με τις μελλοντικές πολιτικές. Ενθαρρυντικές ενδείξεις για τη συνέχιση της θετικής πορείας της ιδιωτικής κατανάλωσης και το 2015 είναι η συνεχιζόμενη αύξηση του αριθμού των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία, η σταθεροποίηση των λιανικών πωλήσεων, η αναμενόμενη βελτίωση των αποδοχών (βλ. ενότητα 3.2), αλλά και η παράλληλη επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης (βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.3).

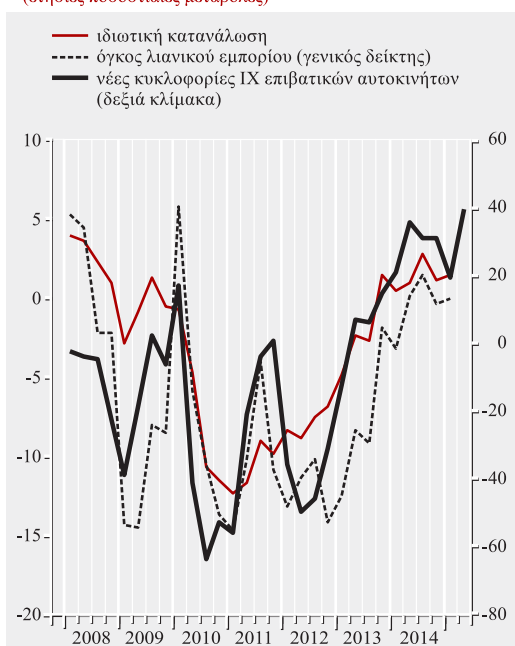
Οι **ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου** το 2014, για πρώτη φορά μετά από έξι έτη συνεχούς υποχώρησης, αυξήθηκαν κατά 2,9% έναντι του 2013, σε σταθερές τιμές 2010 και με βάση τα εποχικώς διορθωμένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Σε αυτή την εξέλιξη συνέβαλε και η προμήθεια αμυντικού εξοπλισμού το τελευταίο τρίμηνο του 2014, με αποτέλεσμα οι επενδύσεις σε μηχανήματα και εξοπλισμό να

εμφανίσουν άνοδο κατά 29,6% έναντι του προηγούμενου έτους (βλ. υποσημείωση 1). Επίσης, στη διάρκεια του 2014, καθώς οι προσδοκίες βελτιώθηκαν σημαντικά σε όλους τους κλάδους της οικονομίας, περισσότερες επιχειρήσεις κινήθηκαν προς την κατεύθυνση ανανέωσης του εξοπλισμού τους (οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό σημείωσαν άνοδο κατά 4,2%). Από την άλλη πλευρά, η πτώση των επενδύσεων στις κατασκευές επιταχύνθηκε (-20,5%), λόγω της συνεχιζόμενης συρρίκνωσης της οικοδομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, οι επενδυτικές δαπάνες που κατευθύνθηκαν σε κατασκευαστική δραστηριότητα εκτός της οικοδομής ενισχύθηκαν (+5,2%), χάρη κυρίως στην επανέναρξη των εργασιών σε έργα υποδομής και ιδιαίτερα στους μεγάλους υπό κατασκευή οδικούς άξονες.

Στην διάρκεια του α' τριμήνου του 2015 οι επενδύσεις εμφάνισαν άνοδο κατά 14,6% ένα-

**Διάγραμμα IV.3** Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2008-α' τρίμ. 2015)<sup>1</sup>

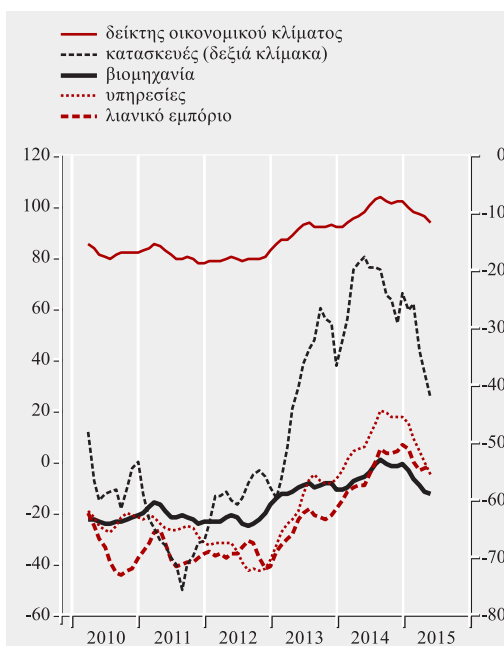
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

<sup>1</sup> Για τις νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων, η τελευταία τιμή αφορά το δίμηνο Απριλίου-Μαΐου 2015.

**Διάγραμμα IV.4** Δείκτης οικονομικού κλίματος<sup>1</sup> και δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών<sup>1</sup> σε επιμέρους κλάδους



Πηγή: Αποτελέσματα ερευνών οικονομικής συγκυρίας, IOBE/Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

<sup>1</sup> Κινητός μέσος όρος τριών μηνών.

ντι του προηγούμενου έτους, οφειλόμενη όμως σε μεγάλο βαθμό στις αμυντικές δαπάνες που συμπεριλαμβάνονται πλέον στην κατηγορία των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό και μεταφορικά συστήματα (βλ. υποσημείωση 1). Πάντως, ανοδικά (+23,6%) κινήθηκαν και οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό (οι οποίες περιλαμβάνουν εξ ορισμού πολύ μικρότερο όγκο αμυντικών δαπανών), γεγονός που υποδηλώνει ότι, σε κάποιο τουλάχιστον βαθμό, το επιχειρηματικό ενδιαφέρον για επενδύσεις διατηρείται ενεργό. Επιπλέον σημειώνεται ότι οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώνονται με βραδύτερο ετήσιο ρυθμό έναντι του προηγούμενου έτους (-30,5% το α' τρίμηνο του 2015, έναντι -51,5% για το 2014).

Ωστόσο, η θετική δυναμική των επενδύσεων επισκιαζεται στην παρούσα συγκυρία από την παράταση της αβεβαιότητας. Το κλίμα αβεβαιότητας καταγράφεται και από το δείκτη οικονομικού κλίματος που καταρτίζει η Ευρω-

παϊκή Επιτροπή για την Ελλάδα (βλ. Διάγραμμα IV.4). Ο δείκτης αυτός υποχώρησε σημαντικά στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2015 (από 102,8 το Νοέμβριο του 2014 σε 91,4 το Μάιο του 2015). Οι επιχειρηματικές προσδοκίες επιδεινώθηκαν σε όλους τους τομείς της δραστηριότητας, συμπεριλαμβανομένων και των υπηρεσιών, παρά τις αισιόδοξες προβλέψεις για τη φετινή τουριστική κίνηση. Ο βιομηχανικός τομέας εμφανίζεται πλέον απαισιόδοξος για το ύψος των επενδυτικών δαπανών του το 2015, σύμφωνα με την έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής-IOBE (πρόβλεψη -11% το Μάρτιο του 2015, από +16% τον Οκτώβριο του 2014), ενώ η πρόσβαση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στην τραπεζική χρηματοδότηση παραμένει εξαιρετικά δυσχερής.<sup>4</sup> Επιπλέον, ο βαθ-

<sup>4</sup> Η μεταβολή των καθαρών ροών προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις τους πρώτους μήνες του 2015 εξακολουθεί να δείχνει συρρίκνωση της χρηματοδότησης (Απρίλιος: -2,6%).

**Πίνακας IV.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	-2,3	3,2 (Ιαν.-Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	66,1	62,7	58,2	61,4	64,7	63,9 (Ιαν.-Μάιος)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων <sup>2</sup>	1,1 (Δεκ.)	-2,0 (Δεκ.)	-4,4 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-2,0 (Απρ.)
Εκταμειύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) <sup>4</sup>	-11,3	...	-10,5	14,5	-0,9	-41,3 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-29,2	-41,3	-33,4	-8,2	22,6	...
Όγκος νέων οικοδομών και προσηκτών βάσει αδειών	-23,3	-37,7	-30,6	-25,6	-5,8	25,4 (Ιαν.-Φεβ.)
Παραγωγή τιμέντου	-14,3	-37,8	-12,8	3,4	-3,4	-6,7 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-27,4	-27,8	26,1	50,6	23,7	-22,1 (Ιαν.-Μάιος)
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού <sup>3</sup>	-0,3 (Δεκ.)	-2,9 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,4 (Απρ.)

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

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

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

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

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

μός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία έχει υποχωρήσει σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2014, σύμφωνα με το σχετικό δείκτη του IOBE (67,1 για το διάστημα Ιαν.-Μαΐου 2015, έναντι 68,9 το β' εξάμηνο 2014).

Η επιδείνωση των δεικτών επιχειρηματικού κλίματος αντανακλά το καθεστώς αβεβαιότητας μέσα στο οποίο υλοποιούν τον επενδυτικό τους σχεδιασμό οι επιχειρηματικές μονάδες της οικονομίας. Υπό αυτή την έννοια, η επενδυτική ζήτηση για το 2015 συναρτάται άμεσα με τις παρακάτω εκκρεμότητες:

- την αποσαφήνιση της στρατηγικής για τις ιδιωτικοποιήσεις αλλά και τις ΣΔΙΤ. Σε ό,τι αφορά τις ιδιωτικοποιήσεις,<sup>5</sup> ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στους δύο μεγάλους διαγωνισμούς με στρατηγικό ενδιαφέρον, δηλαδή τον ΟΛΠ και τα περιφερειακά αεροδρόμια, των οποίων η εξέλιξη θα δώσει και το στίγμα σε

εγχώριους και αλλοδαπούς επενδυτικούς ομίλους. Στη συνέχεια, θα πρέπει να αντιμετωπιστούν ζητήματα που συνδέονται με τον ήδη υπάρχοντα προγραμματισμό του ΤΑΙΠΕΔ, ο οποίος περιλάμβανε και μια ακόμη σειρά αποκρατικοποιήσεων (μεταξύ άλλων, 1η ομάδα 4 τουριστικών μαρινών, ΤΡΑΙΝΟΣΕ – ROSCO, ΟΛΘ, Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών, Εγνατία Οδός, ΑΔΜΗΕ),

- την αποκατάσταση<sup>6</sup> κανονικών συνθηκών ρευστότητας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, προκειμένου να είναι δυνατή η διασπορά του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις,
- την άμεση αξιοποίηση διαθέσιμων πόρων από την ΕΤΕπ και άλλους ευρωπαϊκούς

5 Η έως τώρα πρόβλεψη για τα έσοδα των ιδιωτικοποιήσεων για το 2015 φθάνει στο 1,5 δισεκ. ευρώ.

6 Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την περίοδο Οκτωβρίου 2014-Μαρτίου 2015, ο δείκτης των εμποδίων χρηματοδότησης φθάνει το 39%, ενώ ο ευρωπαϊκός μέσος όρος βρίσκεται στο 13%.

θεσμούς με στόχο την ομαλή συγχρηματοδότηση επενδυτικών πρωτοβουλιών του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα.

Η άρση της αβεβαιότητας και η αποκατάσταση της χρηματοδότησης της οικονομίας θα συμβάλουν στη διατηρήσιμη ανάκαμψη των επενδύσεων. Σε μια τέτοια προοπτική, ο επενδυτικός προγραμματισμός των επιχειρήσεων σε περιβάλλον που επιτρέπει την αξιοποίηση των ευκαιριών που δημιουργούν η κρίση αλλά και η αναδιάρθρωση της παραγωγής υπέρ εξωστρεφών κλάδων μπορεί να υποστηριχθεί από:

- τη βελτιωμένη χρηματοοικονομική εικόνα πολλών ελληνικών επιχειρήσεων,
- την αυξημένη ρευστότητα που διαθέτουν οι επιχειρηματικές μονάδες οι οποίες προχώρησαν το προηγούμενο διάστημα σε έκδοση ομολογιακών δανείων σε αγορές του εξωτερικού,
- τις επενδυτικές δεσμεύσεις που είναι σε θέση να αναλάβουν οι επιχειρηματικοί όμιλοι οι οποίοι θα εμπλακούν σε ιδιωτικοποιήσεις/παραχωρήσεις, όπως στην περίπτωση του ΟΛΠ και των περιφερειακών αεροδρομίων.

Επιπλέον, ο σχεδιασμός και η υλοποίηση θεσμικών πρωτοβουλιών όπως π.χ. η κατάθεση νέου αναπτυξιακού νομοσχεδίου, η προώθηση του ελληνικού επενδυτικού ταμείου με τη συμμετοχή της ΕΤΕπ, αλλά και η αξιοποίηση του πακέτου Γιούνκερ είναι σε θέση να συμβάλουν μεσοπρόθεσμα στην αποτελεσματικότερη κατανομή των επενδυτικών πόρων.

Οι **επενδύσεις στην κατοικία** αναμένεται να περιοριστούν και στη διάρκεια του 2015, παρά το γεγονός ότι ο όγκος των οικοδομικών αδειών ανέκαμψε το α' τρίμηνο του έτους. Η χρηματοδότηση της στέγασης παραμένει σε χαμηλό επίπεδο, ενώ και οι επιχειρηματικές προσδοκίες του κατασκευαστικού τομέα βρίσκονται σε εξαιρετικά χαμηλό σημείο (-44,5 το Μάιο του 2015).

Όσον αφορά τις **δημόσιες επενδύσεις**, σημαντικές καθυστερήσεις παρατηρούνται στην

εκταμίευση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), λόγω των προβλημάτων ρευστότητας του Δημοσίου τους πρώτους μήνες του έτους, γεγονός που επηρεάζει το ρυθμό υλοποίησης κυρίως των τεσσάρων μεγάλων αυτοκινητοδρόμων (Ολυμπία οδός, Ε65, Ιόνια οδός, Αυτοκινητόδρομος Αιγαίο). Ωστόσο, η υλοποίηση των έργων ΣΔΙΤ μπορεί να συμβάλει στην ενίσχυση των υποδομών, στο βαθμό που θα επιταχυνθεί από τον προγραμματισμό του αρμόδιου υπουργείου.

### **Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς**

Στη διάρκεια του 2014 η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία** της εγχώριας οικονομίας σημείωσε άνοδο κατά 0,5% (βλ. Πίνακα IV.4), κυρίως λόγω της αύξησης της προστιθέμενης αξίας στον τριτογενή τομέα (+1,2%). Αντίθετα, η προστιθέμενη αξία μειώθηκε τόσο στον πρωτογενή (-0,6%) όσο και στο δευτερογενή τομέα (-4,9%).

Η υποχώρηση της προστιθέμενης αξίας στη βιομηχανία αντανάκλα τη μείωση της παραγωγής<sup>7</sup> κυρίως της ηλεκτρικής ενέργειας. Αντίθετα, η μεταποιητική παραγωγή σημείωσε άνοδο κατά 1,3%, χάρη κυρίως στην αύξηση της παραγωγής των επιχειρήσεων διύλισης πετρελαίου, τροφίμων και βασικών μετάλλων.

Το α' τετράμηνο του 2015 η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε, καθώς επιταχύνθηκε η άνοδος της μεταποίησης (+5,3%), κυρίως λόγω της εξαγωγικής ζήτησης, και παράλληλα μετριάστηκε η υποχώρηση της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας (-6,5%). Πάντως, ο δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά (τρέχουσες τιμές) σημείωσε αύξηση το Μάρτιο (+1,3%), αλλά η συνολική εικόνα του α' τριμήνου είναι πτωτική (-10,3%) (βλ. Πίνακα IV.5 και Διάγραμμα IV.5). Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) τους πρώτους μήνες του 2015

<sup>7</sup> Όπως προκύπτει από την ανάλυση του Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής (όγκος).

**Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2010-α' τρίμηνο 2015)**

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 α' τρίμηνο
<b>Γεωργία, δασοκομία και αλιεία</b>	5,3 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-2,2 (-0,1)	-7,2 (-0,3)	-0,6 (0,0)	0,6 (0,0)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	-15,5 (-2,6)	-13,1 (-2)	-13,5 (-1,9)	-9,3 (-1,2)	-4,9 (-0,6)	-4,1 (-0,5)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-20,1 (-2,6)	-10,5 (-1,1)	-8,3 (-0,9)	-6,5 (-0,7)	-2,1 (-0,2)	0,9 (0,1)
Κατασκευές	-1,3 (-0,1)	-19,5 (-0,9)	-27,7 (-1,1)	-19,1 (-0,6)	-16,2 (-0,4)	-26,3 (-0,6)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	-3,8 (-3,1)	-8,3 (-6,7)	-4,9 (-4,0)	-2,7 (-2,2)	1,2 (1,0)	0,9 (0,8)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και επικοινωνίες	-6,5 (-1,6)	-13,7 (-3,3)	-5,5 (-1,3)	-2,6 (-0,6)	6,1 (1,4)	5,0 (1,2)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-14,0 (-0,6)	-9,6 (-0,4)	-7,3 (-0,3)	3,3 (0,1)	-3,2 (-0,1)	-2,1 (-0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-11,5 (-0,6)	-12,9 (-0,6)	-7,1 (-0,3)	-6,1 (-0,3)	-5,4 (-0,2)	-0,6 (0,0)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	16,4 (2,4)	-3,5 (-0,7)	-2,3 (-0,4)	0,8 (0,2)	0,2 (0,1)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-21,1 (-1,4)	-11,2 (-0,6)	-9,1 (-0,5)	-8,9 (-0,5)	-6,4 (-0,3)	2,8 (0,1)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-1,4 (-0,3)	-2,9 (-0,6)	-6,4 (-1,4)	-5,3 (-1,2)	1,1 (0,2)	-1,4 (-0,3)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-22,5 (-1,1)	-14,2 (-0,6)	5,2 (0,2)	0,2 (0,0)	-0,5 (0,0)	-3,3 (-0,2)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, Μάιος 2015, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.  
Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

επιδεινώθηκαν αισθητά, αντανakλώντας τον υψηλό βαθμό αβεβαιότητας με τον οποίο έρχονται αντιμέτωπες οι επιχειρήσεις του βιομηχανικού τομέα (βλ. Διάγραμμα IV.6). Τυχόν παράταση της αβεβαιότητας θα επιβαρύνει τις επιδόσεις του βιομηχανικού τομέα της οικονομίας το β' εξάμηνο του 2015, ιδιαίτερα λόγω της επιδείνωσης των συνθηκών ρευστότητας.

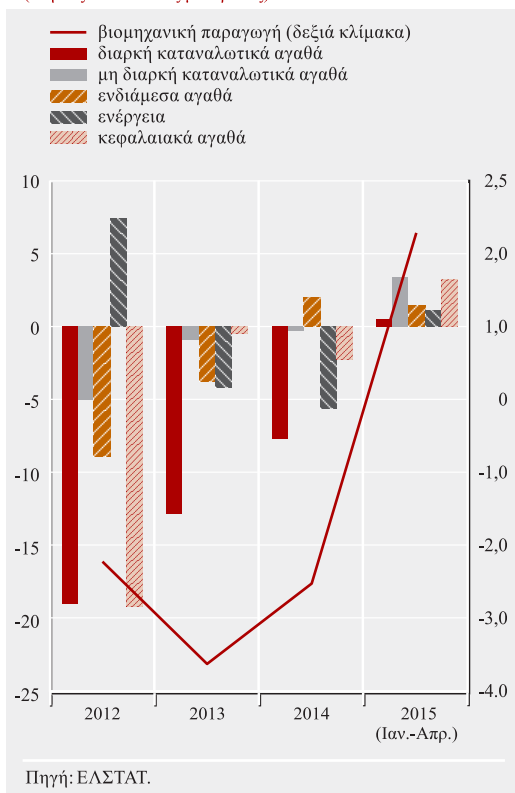
Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του **κατασκευαστικού κλάδου** στο διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2015 συνεχίζουν να καταγράφονται έντονα αρνητικές (βλ. Πίνακα IV.3). Οι προοπτικές του κλάδου υπονομεύονται από τη συρρίκνωση των πληρωμών του ΠΔΕ (-41,3% το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου), ενώ και η κατασκευική κατοικιών δεν αναμένεται να ανακάμψει, παρά το γεγονός ότι αποκλιμακώνο-

νται σταδιακά οι έντονες πιέσεις στον όγκο αδειών νέων οικοδομών.

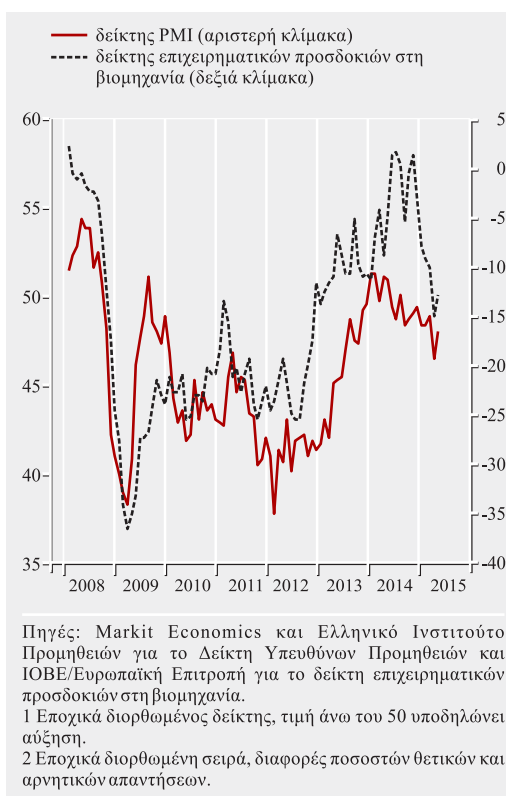
Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών το 2014 προήλθε κυρίως από τους κλάδους του εμπορίου (χονδρικού εμπορίου, εμπορίας αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών, αποθήκευσης) και κλάδους που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα (ξενοδοχείων-εστιατορίων και μεταφορών-επικοινωνιών). Η άνοδος των κλάδων που συνδέονται με τις τουριστικές υπηρεσίες αποτυπώνεται επίσης στην αύξηση κατά 12,4% των ταξιδιωτικών εισπράξεων σε σταθερές τιμές το 2014 (εξαιρουμένων των εισπράξεων από κρουαζιέρες). Αντίθετα, υποχώρησε η προστιθέμενη αξία στους κλάδους επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων, χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών

**Διάγραμμα IV.5 Βιομηχανική παραγωγή (2012-Απρίλιος 2015)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



**Διάγραμμα IV.6 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία<sup>2</sup> (Ιανουάριος 2008-Μάιος 2015)**



δραστηριοτήτων,<sup>8</sup> ενημέρωσης και επικοινωνίας και στον κλάδο των τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας (βλ. Πίνακα IV.6).

Το 2014, εξασθένησαν οι αρνητικές πιέσεις στις επιχειρήσεις του λιανεμπορίου και επιβραδύνθηκε σημαντικά ο ρυθμός υποχώρησης του κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο από -8,6% το 2013 σε -1,2% (βλ. Πίνακα IV.6). Οι μειώσεις των τιμών σε πολλές κατηγορίες αγαθών και η εκπτωτική πολιτική των επιχειρήσεων βοήθησαν περαιτέρω στην αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών και οδήγησαν σε σταδιακή βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο από το β' εξάμηνο του 2013 και ύστερα. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις<sup>9</sup> που έχουν πραγματοποιηθεί στον κλάδο τα τελευταία

χρόνια. Όμως το θετικό κλίμα αντιστράφηκε τους πρώτους μήνες του 2015.

Το α' τρίμηνο του 2015, η προστιθέμενη αξία του τριτογενούς τομέα αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,9%, κυρίως χάρη στους κλάδους εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων,

<sup>8</sup> Σύμφωνα με την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος, η παραγωγή ασφαλιστρών το 2014 μειώθηκε κατά 0,6% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2013, το οποίο αναλύεται σε αύξηση κατά 11,4% στις ασφαλίσεις ζωής και μείωση κατά 9,6% στις ασφαλίσεις κατά ζημιών. Το α' τετράμηνο του 2015 η παραγωγή ασφαλιστρών σημείωσε αύξηση κατά 1,0%, το οποίο αναλύεται σε αύξηση κατά 18% στις ασφαλίσεις ζωής και μείωση κατά 11,6% στις ασφαλίσεις κατά ζημιών.

<sup>9</sup> Λειτουργία καταστημάτων τις Κυριακές, πώληση εμπορευμάτων ή παροχή υπηρεσιών με μειωμένες τιμές τέσσερις φορές το χρόνο με τις τακτικές και ενδιάμεσες εκπτώσεις, περαιτέρω άνοιγμα κλειστών επαγγελματιών, άρση εμποδίων στον κλάδο φαρμακείων και φαρμάκων, άρση περιορισμών στη διάθεση προϊόντων καπνού, άρση εμποδίων στον κλάδο υγρών καυσίμων, στη λειτουργία των περιπτέρων, στον κλάδο επεξεργασίας τροφίμων σχετικά με τον άρτο και τα γαλακτοκομικά προϊόντα.

## Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία (2010-2015)

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

	2012	2013	2014	2015 (διαθέσιμη περίοδος)
<b>1. Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (γενικός)</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,9 (Ιαν.-Απρ.)</b>
Μεταποίηση	-3,5	-1,1	1,3	5,3 (Ιαν.-Απρ.)
Ορυχεία-λατομεία	-0,9	-11,5	-0,4	-9,5 (Ιαν.-Απρ.)
Ηλεκτρισμός	1,8	-6,9	-13,6	-6,5 (Ιαν.-Απρ.)
<b>Βασικές ομάδες αγαθών</b>				
Ενέργεια	7,4	-4,2	-5,6	1,1 (Ιαν.-Απρ.)
Ενδιάμεσα αγαθά	-8,9	-3,8	2,0	1,4(Ιαν.-Απρ.)
Κεφαλαιακά αγαθά	-19,2	-0,5	-2,3	3,2 (Ιαν.-Απρ.)
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	-19,0	-12,8	-7,7	0,5 (Ιαν.-Απρ.)
Μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά	-5,0	-0,9	-0,3	3,4 (Ιαν.-Απρ.)
<b>2. Δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία<sup>2</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-9,3 (Ιαν.-Μάρ.)</b>
Εγχώρια αγορά	-6,2	-9,9	-1,2	-8,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Εξωτερική αγορά	19,6	-0,1	-1,3	-10,3 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>4. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία</b>	<b>0,4</b>	<b>13,7</b>	<b>7,7</b>	<b>-5,2 (Ιαν.-Μάιος)</b>
<b>5. Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία</b>	<b>64,4</b>	<b>65,9</b>	<b>68,2</b>	<b>67,1 (Ιαν.-Μάιος)</b>
<b>6. Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI)<sup>3</sup></b>	<b>41,2</b>	<b>46,0</b>	<b>49,9</b>	<b>48,0 (Μάιος)</b>

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

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

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

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

καθώς και μεταφορών και αποθήκευσης. Από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών σε τρέχουσες τιμές (βλ. Πίνακα IV.6) προκύπτει ότι το α' τρίμηνο του 2015 **ανοδικά κινήθηκαν κυρίως οι κλάδοι που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα**, όπως ο κλάδος των υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης, ο κλάδος των αεροπορικών μεταφορών, ο κλάδος ταξιδιωτικών πρακτορείων, καθώς και **κλάδοι που συνδέονται με την ιδιωτική κατανάλωση**, όπως η εμπορία αυτοκινήτων-μοτοσικλετών.

Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις και οι αφίξεις τουριστών σημείωσαν αύξηση και το α' τρίμηνο του 2015, πιθανώς αποτυπώνοντας μεταβολή του προτύπου του ελληνικού τουριστικού προϊ-

όντος, η οποία οφείλεται και στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν στον κλάδο τα τελευταία έτη (βλ. Ειδικό θέμα IV.1). Σε αντίθεση με τη δυναμική πορεία των αφίξεων και των εσόδων από τον τουρισμό, πτωτικά κινήθηκε το α' πεντάμηνο του 2015 ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις τουριστικές επιχειρήσεις (-12,3%), αντανakλώντας επιδείνωση των προσδοκιών από το Φεβρουάριο και μετά.

### 1.2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2014 συνεχίστηκαν με ελαφρά χαμηλότερους ρυθμούς οι πιέσεις στις εμπορικές αξίες, τις τιμές και τα μισθώματα



## Πίνακας IV.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	0,1	-1,0 (Ιαν.-Μάρ.)
Λιανικό εμπόριο	-10,2	-1,2	-7,2	-11,0	-8,6	-1,2	-1,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	-15,7	-36,5	-26,5	-29,3	-3,1	18,7	16,5 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>2. Μεταφορές</b>							
Χερσαίες μεταφορές	-31,5	-18,2	-1,7	-3,3	-4,0	-4,4	-3,9 (Ιαν.-Μάρ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-22,8	-8,6	-2,6	-15,4	-7,4	-8,1	-5,2 (Ιαν.-Μάρ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-11,7	-7,0	-0,9	-1,1	3,9	7,1	3,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-32,2	-10,8	-7,9	-4,8	-7,0	5,5	9,6 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστίαση</b>							
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-9,1	-8,2	-7,4	-17,2	4,8	13,7	6,0 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>							
Τηλεπικοινωνίες	-8,9	-11,3	-8,9	-5,1	-11,7	-4,4	...
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλεοπτικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	1,4	-6,6	-28,4	-4,9	-5,0	-0,9	1,0 (Ιαν.-Μάρ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	-6,7	-2,1	-27,1	-16,4	-7,9	12,6	-8,5 (Ιαν.-Μάρ.)
<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	2,6	...
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-18,6	-20,4	-19,6	-12,3	-14,0	-17,1	...
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-18,4	-23,8	-21,2	-16,7	-20,9	-7,1	...
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-9,9	-24,5	-35,2	-27,0	11,3	6,5	23,0 (Ιαν.-Μάρ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-1,5	-5,0	-6,3	-10,4	-3,2	21,2	23,7 (Ιαν.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	9,9	-5,1	4,2	-5,8	44,6	14,4	13,4 (Ιαν.-Μάρ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-3,8	-6,0	-0,8	-17,5	1,0	12,7	-5,2 (Ιαν.-Απρ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών 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>-7,8 (Ιαν.-Μάιος)</b>

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

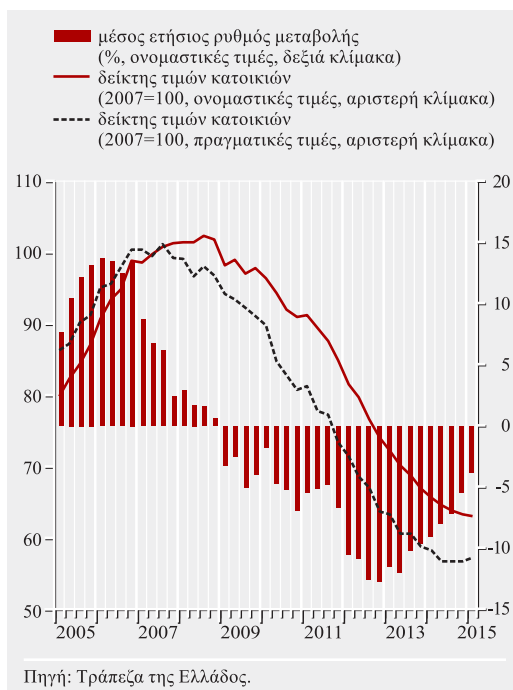
<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων. Βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς ήταν η ιδιαίτερα περιορισμένη ζήτηση και η υπερβάλλουσα προσφορά, που μπορούν να αποδοθούν κυρίως στα υψηλά ποσοστά ανεργίας, τη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας και στην έλλειψη ρευστότητας. Από τους τελευταίους μήνες του 2013 και σχεδόν στο σύνολο του 2014 καταγράφθηκαν οι πρώτες ενδείξεις σταθεροποίη-

σης της αγοράς ακινήτων, ενώ σχετική κινητικότητα παρουσιάστηκε ειδικά στον τομέα των ακινήτων εισοδήματος.

Στην **αγορά των κατοικιών**, η μείωση των τιμών συνεχίστηκε με μικρότερη ένταση το 2014 και το α' τρίμηνο του 2015. Με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, εκτιμάται ότι οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους)

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης τιμών κατοικιών



το α' τρίμηνο του 2015 ήταν κατά μέσο όρο μειωμένες κατά 3,9% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2014. Για το σύνολο του 2014, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,5%, έναντι μείωσης κατά 10,9% το 2013. Σωρευτικά, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 38,0% από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως το α' τρίμηνο του 2015, με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ ακόμη μεγαλύτερη μείωση δείχνουν τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα κτηματομεσιτικά γραφεία.<sup>10</sup> Η υποχώρηση των τιμών ήταν εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα (Αθήνα: -40,4% και Θεσσαλονίκη: -42,2%) έναντι των άλλων μεγάλων πόλεων (-36,0%) και των λοιπών περιοχών (-33,4%), καθώς και για τα μεγαλύτερου εμβαδού ακίνητα στις σχετικά ακριβότερες περιοχές της χώρας.

Η στροφή του αγοραστικού ενδιαφέροντος των νοικοκυριών προς παλαιότερα ακίνητα, μικρότερου εμβαδού και χαμηλότερης αξίας

σε μεσαίου κόστους περιοχές, που καταγράφεται από την αρχή της τρέχουσας κρίσης, συνεχίστηκε και το 2014. Τα αποτελέσματα της τριμηνιαίας έρευνας κτηματομεσιτικών γραφείων και συμβούλων ακίνητης περιουσίας που διεξάγει η Τράπεζα της Ελλάδος δείχνουν ότι το 2014 μόλις το 23% των συναλλαγών κατά μέσο όρο πραγματοποιήθηκε με τη συμμετοχή τραπεζικού δανεισμού, ενώ το μέσο ποσοστό δανειοδότησης ανήλθε σε περίπου 38% επί της συνολικής αξίας του ακινήτου.<sup>11</sup>

Οι πτωτικές τάσεις στις τιμές των κατοικιών είναι πιθανόν να συνεχιστούν και τα επόμενα τρίμηνα, αλλά με σχετικά πιο συγκρατημένους ρυθμούς, καθώς οι υψηλοί ρυθμοί μείωσης των τιμών που είχαν καταγραφεί το 2012 και το 2013 αμβλύνονται συνεχώς σε όλα τα επόμενα τρίμηνα. Η ανάκαμψη της αγοράς κατοικιών αναμένεται με σχετική καθυστέρηση, καθώς εξαρτάται κυρίως από την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, την αύξηση της απασχόλησης και τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα.

Ο κλάδος των **επαγγελματικών ακινήτων** παρουσίασε δραματική συρρίκνωση τα τελευταία έτη, με σημαντικές πιέσεις για επαναδιαπραγμάτευση και μείωση των ενοικίων, ιδίως σε συνοικιακά εμπορικά ακίνητα, σε αποθηκευτικούς χώρους και σε λιγότερο πλεονεκτικά κτίρια γραφείων. Η φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας τα τελευταία έτη, αλλά και η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για τη διαμόρφωση του βραχυπρόθεσμου και μεσοπρόθεσμου φορολογικού πλαισίου συνεχίζουν να επηρεάζουν δυσμε-

<sup>10</sup> Βλ. αποτελέσματα τριμηνιαίας έρευνας κτηματομεσιτικών γραφείων και συμβούλων ακίνητης περιουσίας στο δικτυακό τόπο της Τράπεζας της Ελλάδος, <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el-Statistics/realestate/publications.aspx>.

<sup>11</sup> Στις αρχές του 2009 το 82% των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε με τη συμμετοχή τραπεζικού δανεισμού, ενώ το μέσο ποσοστό δανειοδότησης ήταν περίπου 70% επί της συνολικής αξίας του ακινήτου. Η μέση περίοδος αναμονής για τη διάθεση των προσφερόμενων προς πώληση ακινήτων αυξήθηκε σημαντικά στην περίοδο της κρίσης (από περίπου 5 μήνες στις αρχές του 2009 σε περίπου 8 μήνες το 2014), ενώ αυξήθηκε και το μέσο ποσοστό της έκπτωσης επί της αρχικής τιμής (από 12,6% σε 18,2% αντίστοιχα).

νώς την αγορά ακινήτων και αποθαρρύνουν περαιτέρω τη ζήτηση.<sup>12</sup>

Οι αγοραίες αξίες των επενδυτικών επαγγελματικών ακινήτων μειώθηκαν το 2014 με ετήσιο ρυθμό 3,3% για τα γραφεία και 1,0% για τα καταστήματα. Η σημαντική αποκλιμάκωση του ετήσιου ρυθμού μείωσης των δύο προηγούμενων κατηγοριών σε σχέση με το 2013 (-9,9% και -8,8%, αντίστοιχα) είναι ενδεικτική της τάσης σταθεροποίησης της αγοράς η οποία καταγράφηκε στη διάρκεια του 2014.

Από το δ' τρίμηνο του 2014, η σχετική βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και η ενίσχυση του επενδυτικού ενδιαφέροντος για ακίνητα εισοδήματος, που είχε καταγραφεί κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2014, έχει ανακοπεί, εξαιτίας των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών και της επιδείνωσης του οικονομικού κλίματος. Με την προϋπόθεση της αποκατάστασης συνθηκών σταθερότητας, ο τομέας των τουριστικών ακινήτων-ξενοδοχειακών μονάδων, αλλά και ο τομέας των μισθωμένων γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αναμένεται να αποτελέσουν τις αγορές αιχμής για τα επαγγελματικά ακίνητα. Παράλληλα, το γενικότερο ενδιαφέρον για μεγάλου μεγέθους αποθηκευτικούς χώρους υψηλών προδιαγραφών, το οποίο ενισχύθηκε κατά τη διάρκεια του 2014, αναμένεται να ανανεωθεί. Σημειώνεται πάντως ότι η υφιστάμενη προσφορά επαγγελματικών ακινήτων σε μεγάλο βαθμό δεν πληροί τα ζητούμενα επενδυτικά χαρακτηριστικά, ενώ η οριστικοποίηση των συμφωνιών συχνά προσκρούει σε νομικά ζητήματα και δυσκολίες που πηγάζουν από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, τη γραφειοκρατία και τον κατακερματισμό της ιδιοκτησίας, αλλά και το υψηλό τίμημα που πολλές φορές ζητούν οι μεμονωμένοι ιδιοκτήτες (εξαιτίας των πολύ υψηλών αρχικών τιμών κτήσης των ακινήτων τους). Η γραφειοκρατία, σε συνδυασμό με την ασάφεια των πολεοδομικών κανονισμών και τις πολλαπλές παραβάσεις του, την έλλειψη ενός σταθερού και σαφούς πλαισίου χωροταξικού σχεδιασμού και χρήσεων γης, καθώς και την ανυ-

παρξία πλήρους και ακριβούς κτηματολογίου, αποτελούν ορισμένους ακόμη παράγοντες που αποθαρρύνουν τη ζήτηση. Οι παράγοντες αυτοί συχνά αποτρέπουν την ολοκλήρωση επενδυτικών συμφωνιών και δυσχεραίνουν την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου.

Η προοπτική περαιτέρω 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 και τη διαμόρφωση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

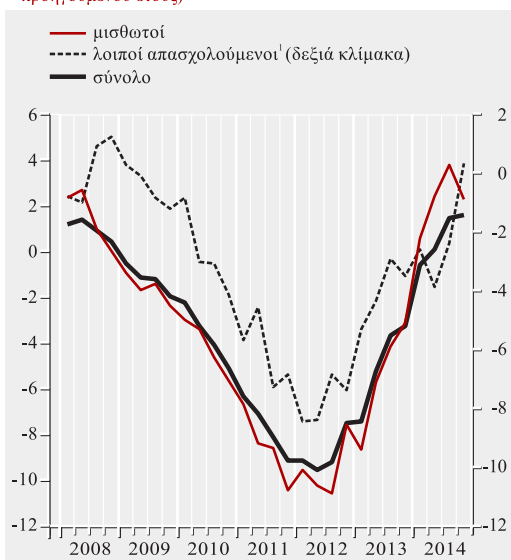
Η αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,7% σε σταθερές τιμές και με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία το 2014, μετά από έξι χρόνια συνεχούς πτώσης, συνοδεύθηκε από ίση ποσοστιαία **αύξηση της απασχόλησης** (0,7%) και **υποχώρηση της ανεργίας** κατά 1 ποσοστιαία μονάδα, από 27,5% το 2013 σε 26,5% το 2014. Ο αριθμός των **ανέργων** μειώθηκε κατά 4,2% το 2014 έναντι του 2013. Το ποσοστό ανεργίας, βάσει εποχικά διορθωμένων στοιχείων, υποχώρησε το Μάρτιο του 2015 σε 25,6% (από 26,9% το Μάρτιο του 2014), ενώ διατηρήθηκε στάσιμο σε σύγκριση με το Φεβρουάριο του 2015. Ωστόσο, παραμένει πολύ υψηλό και είναι το υψηλότερο στην ΕΕ-28.

Στην αύξηση της απασχόλησης το 2014 εκτιμάται ότι επέδρασαν κυρίως η αποκατάσταση θετικών ρυθμών ανάπτυξης, η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς περισσότερο ευέλικτες μορφές μετά την άρση των θεσμικών περιο-

<sup>12</sup> Η διαφορά μεταξύ αντικειμενικών και εμπορικών αξιών των ακινήτων είναι πιθανόν σε ορισμένες περιπτώσεις (π.χ. ακίνητα μεγάλου μεγέθους σε "ακριβές" περιοχές, υποβαθμισμένες περιοχές του κέντρου της Αθήνας κ.ά.) να οδηγεί σε κάποια υπερφορολόγηση της ακίνητης περιουσίας.

#### Διάγραμμα IV.8 Απασχόληση (2008-2014)

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

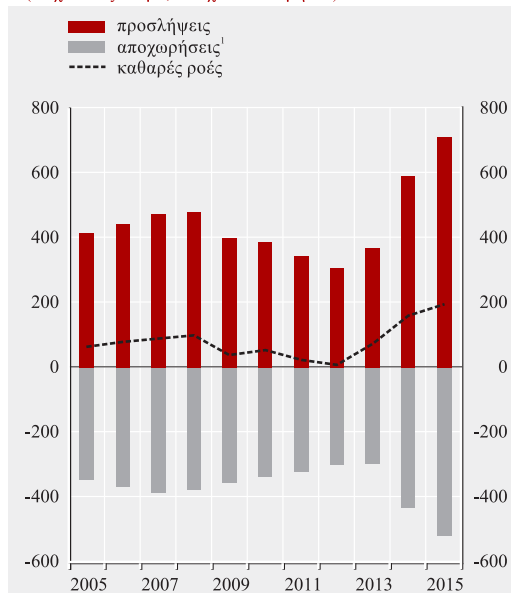
1 Λοιποί απασχολούμενοι= αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες)+ αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό+ βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

ρισμών στην αγορά εργασίας, η βελτίωση του οικονομικού κλίματος και ο περιορισμός του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων.

Στη θετική μεταβολή της απασχόλησης, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, συντέεινε η σημαντική αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης**, η οποία για πρώτη φορά από το 2009 εμφανίζει θετικό ρυθμό μεταβολής (+2,3% το 2014 έναντι του προηγούμενου έτους). Είναι χαρακτηριστικό ότι και τα τέσσερα τρίμηνα του 2014 καταγράφονται θετικοί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης της μισθωτής απασχόλησης. Σε αντίθεση με την αύξηση των μισθωτών, μείωση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων (-2,1%), κυρίως λόγω της μείωσης των **αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό** (-4,3%) και των **αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό** (-1,3%). Σημειώνεται ότι ο αριθμός των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό υποχώρησε κατά 14,2% τη διετία 2012-2014, κυρίως λόγω παύσης λειτουργίας μικρών επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα IV.8).

#### Διάγραμμα IV.9 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία πενταμήνου)



Πηγές: ΟΑΕΔ και Σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".

1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

Μετά από συνεχή εμφάνιση αρνητικού ισοζυγίου προσλήψεων και αποχωρήσεων την περίοδο 2007-2012, το **ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα** (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ) το 2014 εμφανίζεται για δεύτερο συνεχές έτος θετικό, ωστόσο σημαντικά μειωμένο σε σχέση με το προηγούμενο έτος (99 χιλ. άτομα το 2014, έναντι 133 χιλ. ατόμων το 2013). Το ισοζύγιο αυτό παραμένει θετικό και το α' πεντάμηνο του 2015, κυρίως με την ενίσχυση των ροών απασχόλησης το τρίμηνο Μαρτίου-Μαΐου, λόγω αυξημένων προσλήψεων κυρίως σε υπηρεσίες σχετικές με τον τουρισμό, και επιπλέον είναι υψηλότερο έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2014 (194.533 νέες θέσεις εργασίας το α' πεντάμηνο του 2015, έναντι 160.946 το αντίστοιχο διάστημα του 2014) (βλ. Διάγραμμα IV.9).

Ωστόσο, οι **εκτιμήσεις των επιχειρήσεων** για τις **βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης** αποτυπώνουν την επιφυλακτικότητα των επιχειρήσεων να προβούν σε προσλήψεις, λόγω

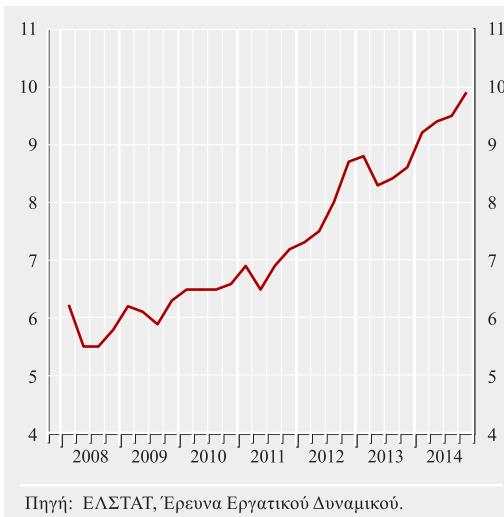
και της παρατεταμένης αβεβαιότητας στη χώρα που συνδέεται με τη μακρά περίοδο διαπραγμάτευσης της ελληνικής κυβέρνησης με τους εταίρους και την προοπτική του εργασιακού θεσμικού πλαισίου στον ιδιωτικό τομέα.<sup>13</sup> Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης το α' πεντάμηνο του 2015 επιδεινώθηκαν σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους σε όλους τους υπό εξέταση κλάδους, με εξαίρεση τη βιομηχανία που παρουσίασε μικρή βελτίωση παραμένοντας ωστόσο σε αρνητικές τιμές (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Εντονότερη υποχώρηση παρατηρείται στις κατασκευές και στις υπηρεσίες και ηπιότερη στο λιανικό εμπόριο. Μάλιστα, αυτή η επιδείνωση των σχετικών προοπτικών για την απασχόληση κατά τη διάρκεια του α' πενταμήνου αντιστρέφει τη θετική εξέλιξη που είχε καταγραφεί το 2014 έναντι του 2013.

Όσον αφορά την εξέλιξη της απασχόλησης σε **κλαδικό επίπεδο**, η αύξηση της απασχόλησης το 2014 προήλθε κυρίως από κλάδους που σχετίζονται με υπηρεσίες τουρισμού (δραστηριότητες παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης) (+14,6%, έναντι -4,7% το 2013) ως συνέπεια της ιδιαίτερα ευνοϊκής τουριστικής περιόδου. Αύξηση της απασχόλησης παρουσιάστηκε επίσης στους κλάδους των διοικητικών και υποστηρικτικών δραστηριοτήτων (+34,9%) και της εκπαίδευσης (+5,6%).<sup>14</sup> Αντίθετα, συνεχίστηκε αλλά με ηπιότερους ρυθμούς η υποχώρηση της απασχόλησης στους κλάδους της μεταποίησης (-2,5%), των κατασκευών (-6,6%) λόγω της συνεχιζόμενης πολύ χαμηλής οικοδομικής δραστηριότητας, των χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (-13,1%), λόγω της εφαρμογής προγραμμάτων εθελουσίας εξόδου σε τραπεζικούς ομίλους, και στη δημόσια διοίκηση (-4,3%) κυρίως λόγω συνταξιοδοτήσεων.<sup>15</sup>

Ως συνέπεια των ανωτέρω, το **ποσοστό απασχόλησης** αυξήθηκε το 2014 σε 49,4% (2013: 48,8%), για πρώτη φορά μετά το 2008, υπολείπεται όμως σημαντικά του μέσου ποσοστού

#### Διάγραμμα IV.10 Ποσοστό μερικής απασχόλησης (2008-2014)

(ως ποσοστό του συνόλου των απασχολούμενων)



απασχόλησης στην ΕΕ-28 (2014: 64,9%) και του ποσοστού απασχόλησης στη χώρα το 2008 (61,4%). Η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης το 2014 έναντι του 2013 ήταν μεγαλύτερη για τις γυναίκες (1,2 ποσοστιαία μονάδα) σε σχέση με τους άνδρες εργαζόμενους (0,1 της ποσοστιαίας μονάδας).

Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** συνεχίζει να αυξάνεται (9,5% του συνόλου των απασχολούμενων το 2014, έναντι 6,1% το 2009),

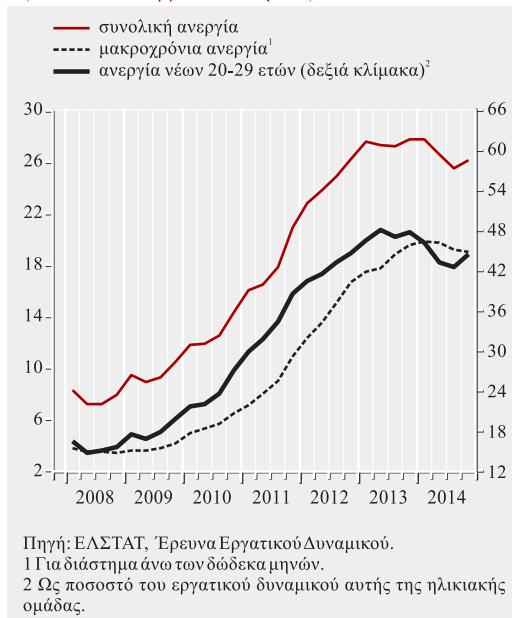
<sup>13</sup> Στις 21.4.2015 ο Υπουργός Εργασίας και Κοινωνικής Αλληλεγγύης απέστειλε στην Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή (ΟΚΕ) προς γνωμοδότηση νομοσχέδιο με θέμα "Τροποποίηση διατάξεων Νόμου 1876/1990 - Αποκατάσταση και Αναμόρφωση του πλαισίου περί Συλλογικών Διαπραγματεύσεων, Μεσολάβησης και Διαιτησίας και άλλες διατάξεις". Σύμφωνα με το σχέδιο νόμου, ο σχεδιασμός της επαναφοράς του κατώτατου μισθού θα καθοριστεί νομοθετικά από το Υπουργείο, ενώ άλλα θέματα όπως οι τριετίες - ωριμάνσεις ή οικογενειακά επιδόματα θα αποτελέσουν πεδίο διαπραγματεύσεων μεταξύ των κοινωνικών εταίρων στο πλαίσιο των ελεύθερων συλλογικών διαπραγματεύσεων. Επίσης, προβλέπεται ένα νέο είδος συλλογικής διαπραγμάτευσης σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων, ενώ ενισχύεται και ο ρόλος του Οργανισμού Μεσολάβησης και Διαιτησίας (ΟΜΕΔ). Η Ολομέλεια της ΟΚΕ στις 12.5.2015 διατύπωσε την υπ' αριθ. 306 Γνώμη της.

<sup>14</sup> Σημειώνεται ότι τα μερίδια απασχόλησης των κλάδων "Δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης" και "Εκπαίδευση" στη συνολική απασχόληση για το 2014 είναι 8,4% και 8,2%, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο για τον κλάδο "Διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες" είναι 2,4%.

<sup>15</sup> Τα μερίδια των κλάδων "Μεταποίηση", "Κατασκευές", "Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες" και "Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση" στη συνολική απασχόληση για το 2014 είναι 8,9%, 4,3%, 2,6% και 8,8% αντίστοιχα.

#### Διάγραμμα IV.11 Ποσοστά ανεργίας (2008 - 2014)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



ως συνέπεια της άρσης των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας, η οποία επέτρεψε τη χρήση περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης αλλά και της δυσκολίας εύρεσης εργασίας πλήρους απασχόλησης<sup>16</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.10). Επισημαίνεται ότι για το πεντάμηνο Ιαν.-Μαΐου του 2015 οι νέες συμβάσεις εργασίας πλήρους απασχόλησης υπερβαίνουν εκείνες άλλων μορφών απασχόλησης (μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης), ωστόσο παρατηρείται μείωσή τους έναντι του αντίστοιχου τετραμήνου του 2014 (στοιχεία ΕΡΓΑΝΗ).<sup>17</sup> Επίσης, το ποσοστό της προσωρινής εργασίας (ως προς το σύνολο των μισθωτών ηλικίας 15-64 ετών) αυξήθηκε (2014: 11,7%) μετά από τη μείωσή του την περίοδο 2011-2013, καθώς αυτή η μορφή απασχόλησης είναι περισσότερο ευαίσθητη στις μεταβολές της απασχόλησης και στις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

Παράλληλα με την αύξηση της απασχόλησης το 2014, καταγράφεται μείωση του **αριθμού των ανέργων και αποκλιμάκωση** του μέσου ετήσιου **ποσοστού ανεργίας** (2014: 26,5%), το

οποίο όμως εξακολουθεί να βρίσκεται σε υπερβολικώς υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.11). Το ποσοστό ανεργίας το δ' τρίμηνο του 2014 διαμορφώθηκε σε 26,1%, υψηλότερο κατά 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας έναντι του προηγούμενου τριμήνου και είναι το υψηλότερο στην ΕΕ-28.

Επίσης σε υψηλά επίπεδα παραμένει η **ανεργία των νέων 20-29 ετών**, όμως παρατηρείται σημαντική αποκλιμάκωσή της κατά 3,2 ποσ. μονάδες (44,2% το 2014, έναντι 47,4% το 2013). Φαίνεται ότι τα προγράμματα απασχόλησης (ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης), καθώς και 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 συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας των νέων αλλά και το ποσοστό των νέων **εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης** παραμένουν εξαιρετικά υψηλά σε σχέση με την κατάσταση πριν από την κρίση και σε σύγκριση με τα αντίστοιχα μεγέθη άλλων χωρών της ΕΕ. Το κόστος απόκτησης εκπαίδευσης για τους νέους και η πολυετής ύφεση, η οποία επηρέασε αρνητικά τις προσδοκίες των νέων για το μελλοντικό τους εισόδημα, περιόρισαν την προσπάθεια για αύξηση του ανθρώπινου κεφαλαίου. Η σταδιακή αποκατάσταση θετικών ρυθμών ανάπτυξης καθώς και η εφαρμογή στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και επαγγελματικής κατάρτισης σε αυτή την ηλικιακή ομάδα εκτιμάται ότι θα αμβλύνουν τις αρνητικές συνέπειες. Σε αντίθεση με τη μείωση της ανεργίας στο σύνολο και στις νεότερες ηλικιακές ομάδες, το ποσοστό ανεργίας για την **ηλικιακή ομάδα 45-64 ετών** αυξήθηκε οριακά (κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας).

<sup>16</sup> Το δ' τρίμηνο του 2014 το 69,1% των μερικώς απασχολούμενων έκανε τη συγκεκριμένη επιλογή διότι δεν μπόρεσε να βρει πλήρη απασχόληση, ενώ το δ' τρίμηνο του 2009 το ποσοστό ήταν 48,6%.

<sup>17</sup> Το πεντάμηνο Ιαν.-Μαΐου 2015 το 52,2% των νέων προσλήψεων είναι με συμβάσεις πλήρους απασχόλησης, έναντι 55,5% το αντίστοιχο διάστημα το 2014 - βλ. μηνιαία δελτία τύπου Υπουργείου Εργασίας για τα αποτελέσματα από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, Ιανουάριος-Μάιος 2015.

Το ποσοστό ανεργίας των γυναικών παραμένει σημαντικά υψηλότερο από εκείνο των ανδρών, αλλά παρατηρείται μικρή αποκλιμάκωση στη διαφορά μεταξύ των δύο φύλων.

Παρά την αποκλιμάκωση της ανεργίας, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΔ και τα στοιχεία του ΟΑΕΔ, το **ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας** (άνεργοι για διάστημα 12 μηνών και άνω προς το εργατικό δυναμικό) συνεχίζει να αυξάνεται, φθάνοντας στο 19,5% του εργατικού δυναμικού το 2014 (από 18,4% το 2013). Για το δ' τρίμηνο του 2014, από το σύνολο των ανέργων το 73% είναι μακροχρόνια άνεργοι –το υψηλότερο στην ΕΕ–, ενώ το 24,3% είναι νέοι άνεργοι, δηλαδή εισέρχονται για πρώτη φορά στην αγορά εργασίας αναζητώντας απασχόληση. Πρόσφατες εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Διεθνούς Γραφείου Εργασίας (βλ. Έκθεση Διεθνούς Γραφείου Εργασίας, “Παραγωγικές θέσεις εργασίας για την Ελλάδα”, 2014) για την Ελλάδα επισημαίνουν την ανάγκη λήψης πρόσθετων ειδικών και στοχευμένων μέτρων για την αντιμετώπισή της.

Όμως, παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά ανεργίας και μακροχρόνιας ανεργίας είναι ιδιαίτερα υψηλά στην Ελλάδα, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2015), το ποσοστό των ατόμων ηλικίας 25-64 ετών που συμμετείχαν σε προγράμματα εκπαίδευσης και κατάρτισης ήταν μόλις 11,7%, ποσοστό σημαντικά χαμηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (40,3%), με αποτέλεσμα να κατατάσσεται η χώρα στην προτελευταία θέση στην ΕΕ-28. Επιπλέον, σημαντικές διαφορές στη συμμετοχή σε προγράμματα εκπαίδευσης και κατάρτισης παρατηρούνται ανάλογα με το εκπαιδευτικό επίπεδο, την κατάσταση της απασχόλησης και το επάγγελμα (σε δυσμενέστερη θέση είναι όσοι έχουν χαμηλό επίπεδο εκπαίδευσης, είναι άνεργοι και εργάζονται σε επαγγέλματα με χαμηλές δεξιότητες).<sup>18</sup>

Το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΔ για το 2014, έμεινε σχεδόν αμετάβλητο έναντι του 2013 (2014:

67,4%). Όμως, παρατηρήθηκε μείωση του ποσοστού συμμετοχής των ανδρών στο εργατικό δυναμικό και αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των γυναικών.

Η διατήρηση θετικών ρυθμών μεγέθυνσης της οικονομικής δραστηριότητας το 2015, η συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών και η άρση της αβεβαιότητας θα συμβάλουν, μεταξύ άλλων, στην αποκλιμάκωση της ανεργίας – και ιδιαίτερα της ανεργίας των νέων και των μακροχρόνια ανέργων. Η απορρόφηση των ανέργων αναμένεται ότι θα είναι μια σταδιακή διαδικασία που θα απαιτήσει χρόνο, δεδομένου και του τρέχοντος βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού. Σημαντικό ρόλο στη μείωση της ανεργίας και στην αντιμετώπιση της διαρθρωτικής της διάστασης θα εξακολουθήσουν να έχουν δράσεις για την προώθηση της απασχόλησης μέσω προγραμμάτων κοινωνικού χαρακτήρα, προγραμμάτων επαγγελματικής κατάρτισης κ.λπ.<sup>19</sup> Ωστόσο, η ενίσχυση των ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης θα πρέπει να συνδυαστεί με έλεγχο και αξιολόγηση της αποδοτικότητάς τους, καθώς και με την καταπολέμηση της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας.

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

#### 3.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

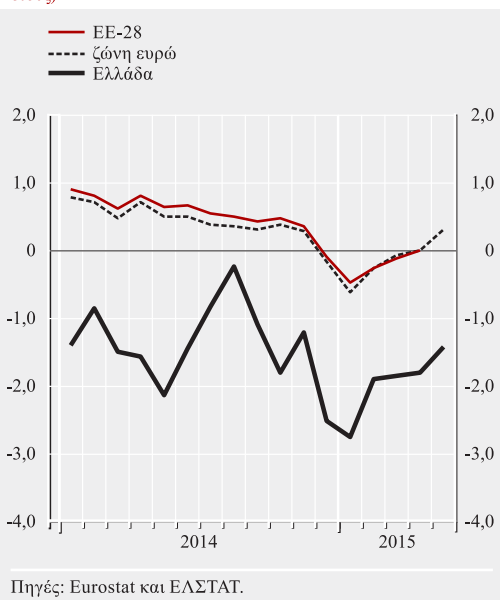
Ο πληθωρισμός με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υποχώρησε περαιτέρω στο -1,4% το 2014 από -0,9% το 2013, πρωτίστως λόγω της κατάρρευσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου προς το τέλος

<sup>18</sup> Adult Education and Training in Europe, Widening Access to Learning Opportunities, Eurydice Report, Φεβρουάριος 2015.

<sup>19</sup> Στις 6.4.2015 ξεκίνησε η πρώτη φάση του προγράμματος κοινωνικού χαρακτήρα για τη δημιουργία 32.433 θέσεων πλήρους απασχόλησης για χρονικό διάστημα 5 μηνών στους δήμους όλης της χώρας και κόστους 123 εκατ. ευρώ. Επίσης, στις αρχές Ιουνίου αναμένεται να ξεκινήσει το δεύτερο τμήμα του προγράμματος κοινωνικού χαρακτήρα για 20.385 θέσεις εργασίας σε υπουπουργεία, περιφέρειες, ασφαλιστικά ταμεία και εποπτευόμενους φορείς (Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, δελτία τύπου 2.4.2015 και 25.5.2015).

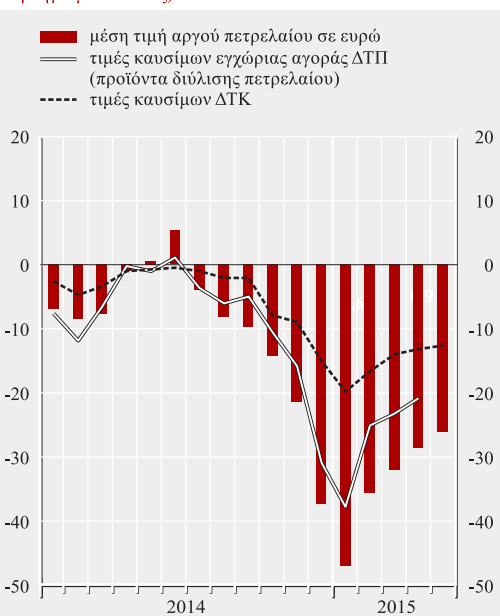
#### Διάγραμμα IV.12 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



#### Διάγραμμα IV.13 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2014-Μάιος 2015)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



του έτους και δευτερευόντως λόγω της πτώσης του μοναδιαίου κόστους εργασίας και της αρνητικής επίδρασης της έμμεσης φορολογίας, διατηρούμενος για τέταρτη συνεχή χρονιά κάτω από αυτούς της ευρωζώνης και της ΕΕ-28 (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Οι χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου<sup>20</sup> που καταγράφονται από τα μέσα του 2014 και κυρίως κατά το τελευταίο τρίμηνο του προηγούμενου έτους και στις αρχές του 2015 επηρεάζουν άμεσα τον υποδείκτη της ενέργειας και ανάγονται σε καθοριστικό παράγοντα του επιπέδου του γενικού πληθωρισμού κατά το τρέχον έτος. Τους πέντε πρώτους μήνες του 2015 ο γενικός πληθωρισμός συνεχίζει να καταγράφει έντονους αρνητικούς ρυθμούς, κυρίως λόγω των χαμηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου (βλ. Διαγράμματα IV.13 και IV.14). Η χαμηλή ζήτηση συνεχίζει να επηρεάζει τις τιμές, με χαρακτηριστικό παράδειγμα τις τιμές των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών που εμφανίζουν εντονότερους πτωτικούς ρυθμούς κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2015 σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2014. Αντιθέτως, ο έντονος αρνητικός ρυθμός μεταβολής των τιμών των υπηρεσιών δείχνει σημάδια αποκλιμάκωσης (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) αναμένεται να ανακάμψει μερικώς και να καταγράψει ηπιότερο ρυθμό μείωσης των τιμών, -0,4% το 2015 από -1,1% το 2014. Ο γενικός πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί πολύ κοντά στα περυσινά επίπεδα επιστρέφοντας ενδεχομένως σε θετικούς ρυθμούς τους τελευταίους μήνες του έτους. Σημειώνεται όμως ότι η πορεία του πληθωρισμού θα καθοριστεί σε μεγάλο βαθμό από ενδεχόμενες αλλαγές των συντελεστών ΦΠΑ. Μια αύξηση του μεσοσταθμικού συντελεστή

<sup>20</sup> Η τιμή του πετρελαίου Brent βρέθηκε κάτω από τα 50 δολάρια και αντιστοίχως κάτω από τα 45 ευρώ το βαρέλι τον Ιανουάριο του 2015, εκκινώντας κατ' αυτόν τον τρόπο από πολύ χαμηλά επίπεδα. Έκτοτε ανέκτησε ένα μέρος από το χαμένο έδαφος και από τα υψηλά επίπεδα στα οποία είχε ανέλθει κατά το 2014 (στις 19 Ιουνίου 2014 κατέγραψε μέγιστη τιμή έτους 115,71 δολάρια/βαρέλι ή 84,96 ευρώ/βαρέλι) και κινείται γύρω στα 60-70 δολάρια το βαρέλι κατά τις τελευταίες εβδομάδες.



### Πίνακας IV.7 Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2010-2015)

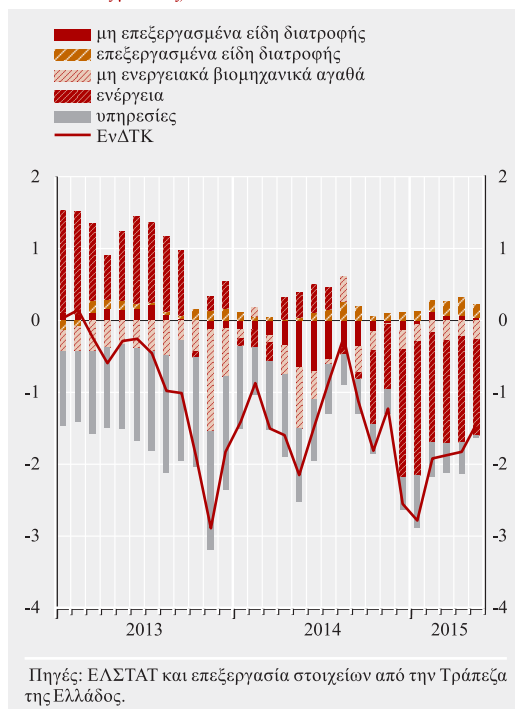
(ποσοστιαίες μονάδες)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (Ιαν.-Απρ.)
<b>Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>
<b>Συμβολές:</b>						
Πυρήνας του πληθωρισμού	1,60	-0,04	-1,64	-2,58	-1,59	-1,40
<i>εκ του οποίου</i>						
Υπηρεσίες	0,71	0,01	-0,86	-1,81	-1,30	-1,14
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,52	0,21	-0,29	-0,21	-0,08	0,08
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,37	-0,26	-0,49	-0,56	-0,22	-0,34
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	-0,12	0,08	-0,16	-0,18	-0,25	0,01
Ενέργεια	1,66	0,40	0,35	0,55	-0,01	-0,46

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

### Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (2013-2015)

(ΕνΔΤΚ σε ποσοστιαίες % μεταβολές, συνιστώσες ΕνΔΤΚ σε ποσοστιαίες μονάδες)



ΦΠΑ κατά μία μονάδα εκτιμάται ότι θα αυξήσει τον πληθωρισμό κατά περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα για το δωδεκάμηνο μετά την αύξηση του ΦΠΑ.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός συμπλήρωσε το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους δύο συνεχόμενα έτη αρνητικών ρυθμών μεταβολής των τιμών και έχει εισέλθει στο τρίτο έτος. Παρόλο που έχει ευεργετικές επιδράσεις στην οικονομία μέσω της αύξησης του πραγματικού εισοδήματος των καταναλωτών και ως εκ τούτου της τόνωσης της ζήτησης αλλά και μέσω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών, υποκρύπτει σημαντικούς κινδύνους, καθόσον η παράτασή του θα μπορούσε να αποσταθεροποιήσει τις προσδοκίες των καταναλωτών και των επιχειρήσεων προς τα κάτω, με αποτέλεσμα να παγιωθεί στην οικονομία το φαινόμενο του αποπληθωρισμού.

### 3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2014 οι ρυθμοί μείωσης των μέσων ονομαστικών αποδοχών και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας επιβραδύνθηκαν δραστικά σε σύγκριση με τη διετία 2012-2013 (βλ. Πίνακες IV.8 και IV.9), ενώ στον επιχειρηματικό τομέα καταγράφηκε πολύ περιορισμένη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Πάντως, κατά την τριετία 2012-2014 η σωρευτική μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα έφθασε το 18,7%, έναντι του

## Πίνακας IV.8 Αποδοχές και κόστος εργασίας (2010-2016)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>4</sup> (εκτίμ.)	2016 <sup>4</sup> (προβλ.)
<b>Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές)</b>							
- στο σύνολο της οικονομίας	-4,6	-1,7	-6,6	-6,5	-1,6	0,3-0,6	0,7-1,4
- στο Δημόσιο <sup>1</sup>	-7,7	-0,5	-3,8	-1,2	-0,7	1,0	1,0
- στις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας	-5,5	-7,9	-9,5	-10,0	0,0	0,5-1,0	1,0
- στις τράπεζες	-1,8	0,1	-7,5	-10,0	-6,3	0,5	1,0
- στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	-2,9	-1,7	-9,3	-8,0	0,3	1,3-1,8	2,2-3,5
<b>Κατώτατες αποδοχές</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-19,6<sup>3</sup></b>	<b>-2,9<sup>3</sup></b>	<b>0,0</b>	<b>0,0-5,4</b>	<b>1,2-22,3</b>
<b>Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές)</b>							
	<b>-8,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,6-1,9</b>	<b>...</b>
<b>Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές</b>	<b>-6,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>-14,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7-1,4</b>	<b>2,9-3,8</b>
<b>Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,2 έως 0,5</b>	<b>0,9-1,8</b>
<b>Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος</b>							
- στο σύνολο της οικονομίας	-1,6	0,8	-7,9	-7,3	-0,3	-0,1 έως 0,5	0,5-1,4
- στον επιχειρηματικό τομέα <sup>2</sup>	-0,6	-1,6	-12,1	-8,1	0,6	0,5-0,9	2,3-3,3

Πηγή: Εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Μέση μισθολογική δαπάνη.

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

3 Μέση ετήσια μεταβολή το 2012 και μεταφερόμενη επιβάρυνση το 2013, με βάση τη μείωση από 15.2.2012 των κατώτατων αποδοχών κατά 22% (για άτομα ηλικίας 25 ετών και άνω) έως 32% (για άτομα κάτω των 25 ετών).

4 Για το 2015 και 2016 αναγράφεται εύρος ενδεικτικών προβλέψεων, εν αναμονή της οριστικοποίησης των μέτρων για την αγορά εργασίας και τις κατώτατες αποδοχές.

στόχου 15% που είχε τεθεί στο 2ο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής το Φεβρουάριο του 2012. Εξάλλου, οι πραγματικές μέσες ακαθάριστες αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας μειώθηκαν ελάχιστα το 2014 (μόλις κατά 0,2%),<sup>21</sup> ενώ ο συνδυασμός της μείωσης των τιμών καταναλωτή και της μείωσης των εργατικών ασφαλιστικών εισφορών (βάσει του Ν. 4254/2014) είχε ευνοϊκότερο αποτέλεσμα στον επιχειρηματικό τομέα,<sup>22</sup> όπου οι πραγματικές μέσες καθαρές αποδοχές (προ φορολογίας) των μισθωτών εκτιμάται ότι αυξήθηκαν κατά 0,2%.

Για το 2015 και το 2016 η κυβέρνηση έχει εξαγγείλει αλλαγές στην πολιτική για την αγορά εργασίας (όπως είναι η σταδιακή αύξηση των κατώτατων μισθών από 1.10.2015 και 1.7.2016 στα προ του Φεβρουαρίου 2012 επίπεδα, η κατάργηση των χαμηλότερων κατώτατων αποδοχών για τους νέους κάτω των 25 ετών από 1.10.2015 και η επαναφορά προηγούμενων κανόνων για τις συλλογικές

διαπραγματεύσεις). Αυτές περιλήφθηκαν σε νομοσχέδιο το οποίο εστάλη στην Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή (ΟΚΕ) για διαβούλευση με τους κοινωνικούς εταίρους. Στη σχετική Γνώμη που διατυπώθηκε στις 12 Μαΐου, αξιολογήθηκε θετικά η γενική στόχευση του νομοσχεδίου, αλλά καταγράφηκαν αποκλίνοσες απόψεις των κοινωνικών εταίρων σχετικά τόσο με το ζήτημα των κατώτατων αποδοχών όσο και τις επιμέρους ρυθμίσεις που αφορούν τις συλλογικές διαπραγματεύσεις. Στη συνέχεια παρουσιάζεται ένα διάστημα

<sup>21</sup> Σύμφωνα με τους εθνικούς λογαριασμούς της ΕΛΣΤΑΤ, οι αμοιβές των εργαζομένων αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 1,0% το 2014. Καθώς η μισθωτή απασχόληση (εθνικολογιστικά στοιχεία ESA 2010) αυξήθηκε κατά 2,6%, οι αμοιβές ανά μισθωτό (που περιλαμβάνουν και τις εργοδοτικές ασφαλιστικές εισφορές) μειώθηκαν κατά 1,6%.

<sup>22</sup> Σύμφωνα με τους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων (ΕΛΣΤΑΤ), το 2014 οι αμοιβές των εργαζομένων αυξήθηκαν κατά 2,6% στον επιχειρηματικό τομέα, αντανάκλαστας άνοδο κατά 5,8% στις μη χρηματοοικονομικές εταιρίες και κατά 3,6% στον τομέα των "νοικοκυριών και μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά", στον οποίο περιλαμβάνονται και οι ατομικές επιχειρήσεις. Αντίθετα, μειώθηκαν κατά 1,7% στον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Στους ρυθμούς αυτούς περιλαμβάνεται και η μεταβολή της απασχόλησης.

**Πίνακας IV.9 Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ (2001-2016)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

Έτος	Μέσες αποδοχές		Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	
	Ελλάδα	Ζώνη του ευρώ	Ελλάδα	Ζώνη του ευρώ
2001	4,7	2,7	4,4	1,9
2002	6,6	2,7	5,7	2,6
2003	5,6	2,7	1,6	2,4
2004	7,2	2,3	3,7	0,9
2005	4,4	2,3	4,8	1,6
2006	5,7	2,5	1,9	1,0
2007	5,2	2,7	4,5	1,5
2008	6,2	3,5	8,9	3,8
2009	4,6	1,9	7,8	4,5
2010	-4,6	2,2	-1,6	-0,6
2011	-1,7	2,2	0,8	0,5
2012	-6,6	1,8	-7,9	1,8
2013	-6,5	1,7	-7,3	1,3
2014	-1,6	1,3	-0,3	1,0
2015 (εκτίμ.)	0,3-0,6	1,3	-0,1 έως 0,5	0,7
2016 (πρόβλ.)	0,7-1,4	1,5	0,5-1,4	0,6

Πηγές: Για την Ελλάδα: εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τη ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast* και *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2015.

εκτιμήσεων και προβλέψεων για την εξέλιξη των μέσων αποδοχών και του κόστους εργασίας εφέτος και το 2016. Το άνω όριο του διαστήματος αντανάκλα την πλήρη εφαρμογή των ρυθμίσεων του νομοσχεδίου, ενώ το κάτω όριο τη μη πλήρη εφαρμογή.

Ειδικότερα, για το 2015 εκτιμάται ότι οι μέσες ονομαστικές ακαθάριστες αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας θα αυξηθούν κατά 0,3%-0,6%, ενώ η αντίστοιχη πραγματική αύξηση μπορεί να φθάσει το 1,6%-1,9%, λόγω του συνεχιζόμενου αρνητικού πληθωρισμού. Εξάλλου, στον επιχειρηματικό τομέα η πραγματική αύξηση των μέσων καθαρών αποδοχών (λόγω και των μεταφερόμενων επιδράσεων από τη μείωση των εργοδοτικών και των εργατικών ασφαλιστικών εισφορών στα μέσα του 2014) μπορεί να φθάσει το 2,1%-2,6%. Κατ' ανάλογο τρόπο, εκτιμάται ότι η μεταβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2015 θα κυμανθεί μεταξύ πολύ μικρής μείωσης (-0,1%) και μικρής αύξησης (της τάξεως του

0,5%) στο σύνολο της οικονομίας, ενώ στον επιχειρηματικό τομέα ενδέχεται να καταγραφεί αύξηση κατά 0,5% έως 0,9%.

### 3.3 ΚΕΡΑ Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Στη διάρκεια του 2014 παρατηρήθηκε βελτίωση των σημαντικότερων μεγεθών των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 173 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων,<sup>23</sup> καταγράφεται αύξηση των πωλήσεων κατά 3,0% και των μικτών κερδών κατά 15,8%. Ταυτόχρονα, το καθαρό επιχειρηματικό αποτέλεσμα προ φόρων γίνεται κερδοφόρο και φθάνει τα 495 εκατ. ευρώ περίπου, έναντι ζημιών 406 εκατ. ευρώ το 2013. Κατά συνέπεια, σημειώθηκε βελτίωση στα περιθώρια μικτού και καθαρού κέρδους (από 13,4% και -1,7% το 2013 σε 15,1% και 2,1% αντί-

<sup>23</sup> Στις 173 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιστήρια.

στοιχα), ενώ η αποδοτικότητα Ιδίων και Συνολικών Κεφαλαίων από αρνητική μεταστράφηκε σε θετική (από -1,8% και -0,8% σε 2,2% και 0,9% αντίστοιχα). Σημειώνεται ότι η βελτίωση μεγεθών και δεικτών εντοπίζεται στη βιομηχανία και στις υπηρεσίες, ενώ στο εμπόριο τα περιθώρια κέρδους και η αποδοτικότητα διατήρησαν θετικές τιμές, αλλά σαφώς χαμηλότερες από ό,τι το 2013.

Αντίθετα, ενδείξεις υποχώρησης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων προκύπτουν από τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ, καθώς το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών μειώνεται κατά 10,6% έναντι του 2013. Μείωση του περιθωρίου κέρδους προκύπτει και αν συσχετιστεί η μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για το σύνολο της οικονομίας (-1,74% σύμφωνα με εθνικολογιστικά στοιχεία και ορισμούς, -0,3% σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος) με την ακόμη μεγαλύτερη μείωση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ για το 2014 (-2,6%).<sup>24</sup> Και στις δύο περιπτώσεις, πιθανολογείται ότι η μεγάλη επιβράδυνση της υποχώρησης των αμοιβών της εργασίας ενδεχομένως περιόρισε τις δυνατότητες κερδοφορίας των επιχειρήσεων, ενώ οι τελευταίες μάλλον επέλεξαν να διατηρήσουν χαμηλές ή να μειώσουν τις τιμές των προϊόντων τους, καθώς η ανάκαμψη της ζήτησης παρέμενε συγκρατημένη και ασταθής στη διάρκεια του 2014.

### 3.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος συνεχίστηκε και το 2014 για πέμπτο κατά σειρά έτος, παρά την ανατίμηση του ευρώ το 2014 (μέσο επίπεδο έτους) και την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, λόγω της σημαντικής μείωσης του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ως αποτέλεσμα τόσο των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας όσο και της προηγηθείσας βαθιάς και παρατεταμένης ύφεσης η οποία αύξησε ραγδαία το ποσοστό ανεργίας και μείωσε σημαντικά τη ζήτηση εργασίας από τις επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με το **δείκτη πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος, αφού την περίοδο 2000-2009 είχε φθάσει το 26,3%, στη συνέχεια σταδιακά περιορίστηκε και το 2014 σημείωσε βελτίωση 2,5 ποσοστιαίων μονάδων. Αντιθέτως, η απώλεια ανταγωνιστικότητας **με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή**, αφού την περίοδο 2000-2009 είχε φθάσει το 18,9%, στη συνέχεια περιορίστηκε, όμως σε μικρότερο βαθμό λόγω της καθυστερημένης αρχικής υποχώρησης του εγχώριου πληθωρισμού σε επίπεδα χαμηλότερα από εκείνα των κύριων εμπορικών εταίρων εξαιτίας της αυξητικής επίδρασης της έμμεσης φορολογίας, αλλά και του κόστους ενέργειας και χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις. Το 2014 σημείωσε περαιτέρω βελτίωση 1,8 ποσοστιαίας μονάδας (βλ. Πίνακα IV.10).

**Για το 2015**, η αναμενόμενη υποτίμηση του ευρώ έναντι του προηγούμενου έτους εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε σημαντική υποχώρηση (βελτίωση) του δείκτη ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά 3,7%, υποχώρηση που θα συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος αλλά και της ζώνης του ευρώ. Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος προβλέπεται ότι θα βελτιωθεί περαιτέρω το 2015, κατά 4,8% ως προς το κόστος εργασίας έναντι των 28 εταίρων και κατά 6,0% ως προς τον ΔTK (βλ. Πίνακα IV.10). Η βελτίωση αυτή της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους αναμένεται ότι με χρονικές υστερήσεις θα συμβάλει στην περαιτέρω αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών πλην καυσίμων και ναυτιλίας.

Η **διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα** της ελληνικής οικονομίας, μετρούμενη από τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας αντα-

<sup>24</sup> Πάντως, στην περίπτωση αυτής της σύγκρισης δεν λαμβάνεται υπόψη ούτε το κόστος των λοιπών εισροών (πρώτες ύλες και ενδιάμεσα προϊόντα, ενέργεια) ούτε το χρηματοοικονομικό κόστος και η φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων.

**Πίνακας IV.10 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)<sup>1</sup> (2000=100)**

	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ	Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*			
		Ευρύς δείκτης έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων		Δείκτης έναντι των χωρών της ζώνης του ευρώ	
		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας <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>
2000	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2009	115,5	118,9	126,3	109,2	116,3
2010	112,2	118,4	123,3	112,6	117,8
2011	112,7	118,8	121,7	113,1	116,6
2012	110,5	114,6	112,5	111,3	110,4
2013	112,7	113,8	104,2	108,7	101,2
2014	113,4	111,7	101,6	106,7	98,2
2015**	109,2	105,0	96,7	104,9	97,5

Πηγή: ΕΚΤ: για συναλλαγματικές ισοτιμίες, τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ), κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, για την Ελλάδα και τις ανταγωνιστικότερες χώρες.

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτιμήσεις.

1 Ο ευρύς δείκτης πραγματικής ΣΣΙ περιλαμβάνει τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές 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.

γωνιστικότητας, παρουσιάζει ενδείξεις βελτίωσης από το 2013, μετά τη χειροτέρευση που κατέγραψε επί σειρά ετών. Σύμφωνα με το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, το 2014 η Ελλάδα ανέβηκε στην 81η από την 91η θέση το 2013, ενώ σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας στο επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας η Ελλάδα ανέβηκε στην 61η από την 65η και 89η θέση αντιστοίχως τα δύο αμέσως προηγούμενα έτη. Σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Institute for Management Development (IMD), σε σύνολο 61 κρατών, η Ελλάδα ανέβηκε από την 57η στην 50ή θέση στην κατάταξη, αντανακλώντας βελτίωση του επιχειρηματικού πλαισίου που συντελέστηκε το 2014. Παρά την υψηλή ανταπόκριση των τελευταίων ετών στις συστάσεις του ΟΟΣΑ (Going for Growth 2013, 15.2.2013 και Going for Growth 2015, 8.2.2015) για υιοθέτηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η Ελλάδα εξακολουθεί να κατατάσσεται, βάσει των περισσό-

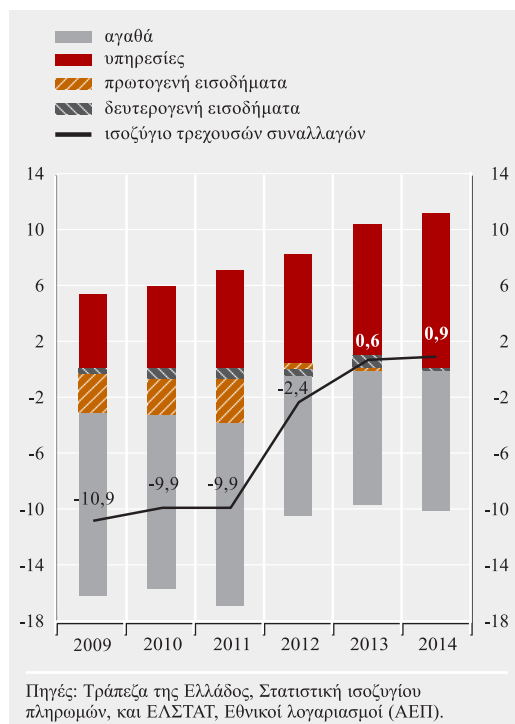
τερων από τους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, στις χειρότερες θέσεις τόσο μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ όσο και μεταξύ όλων των προηγμένων οικονομιών. Σύμφωνα με αυτούς τους σύνθετους δείκτες, τα σημαντικότερα εμπόδια στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων είναι πλέον η πρόσβαση στη χρηματοδότηση, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό περιβάλλον.

#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ<sup>25</sup>

Η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) και η εμφάνιση πλεονάσματος

<sup>25</sup> Από το μήνα αναφοράς Ιανουάριο 2015, η παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών βασίζεται στην 6η έκδοση του Εγχειριδίου Ισοζυγίου Πληρωμών (BPM6 – Balance of Payments Manual, IMF, 6th edition). Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, δελτίο τύπου 23.3.2015.

**Διάγραμμα IV.15 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ**



0,9% του ΑΕΠ το 2014 (βλ. Διάγραμμα IV.15) – σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος – οφείλεται κυρίως στις θετικές εξελίξεις στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος του ΙΤΣ. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, παρά το γεγονός ότι η εξωτερική ζήτηση δεν αυξήθηκε όσο αναμενόταν, είχε ως αποτέλεσμα την άνοδο των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών κατά 8,5% (10,4% σε σταθερές τιμές) (βλ. Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος).

Η συνεχιζόμενη ανάκαμψη του τουρισμού και η άνοδος των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές (κυρίως λόγω αυξημένων ναύλων στις διεθνείς ναυλαγορές) συνέβαλαν στην άνοδο του πλεονάσματος του ισοζυγίου των υπηρεσιών, η οποία αντιστάθμισε την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών.<sup>26</sup> Το τελευταίο επιβαρύνθηκε κυρίως από την αύξηση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, ενώ οι θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης που

παρατηρήθηκαν στους περισσότερους εξαγωγικούς κλάδους, παρά τους περιορισμούς χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις, συνέβαλαν στην άνοδο των εισπράξεων και στη διατήρηση των μεριδίων αγοράς των ελληνικών εξαγωγών.

Η βελτίωση του ΙΤΣ αναμένεται να συνεχιστεί και το 2015, λόγω της ανάκαμψης της εξωτερικής ζήτησης και της διατήρησης του οφέλους που προέκυψε με την αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της εγχώριας οικονομίας στην πενταετία 2010-2014. Θετικές επιδράσεις αναμένονται και από τη μείωση των τιμών του πετρελαίου και την υποτίμηση του ευρώ. Η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών αναμένεται να είναι ο κύριος συντελεστής της βελτίωσης του ΙΤΣ, καθώς οι προβλέψεις είναι ευοίωνες για τις εισπράξεις από τον τουρισμό και τη ναυτιλία. Παράλληλα, οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά, εφόσον αποκατασταθεί η ροή της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και ενισχυθεί η επενδυτική δραστηριότητα. Η αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης για την προοπτική ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τις αναμενόμενες θετικές εξελίξεις.

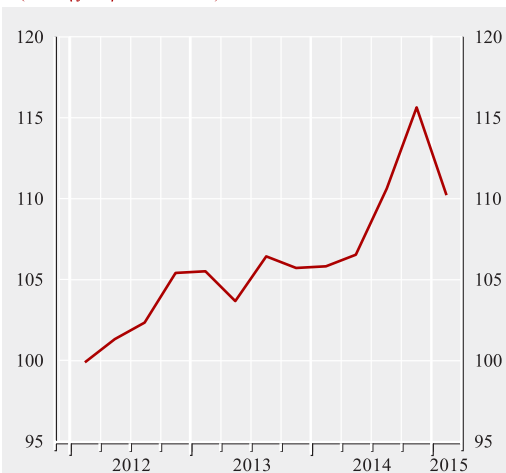
Το α' τρίμηνο του 2015 το ΙΤΣ κατέγραψε έλλειμμα μεγαλύτερο από εκείνο της αντίστοιχης περιόδου του 2014, κυρίως λόγω των εξελίξεων στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασε μικρή βελτίωση, καθώς το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών περιορίστηκε, αντισταθμίζοντας πλήρως τη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών.

Η βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών οφείλεται στη μείωση των καθαρών πληρωμών για εισα-

<sup>26</sup> Η συμβολή των ισοζυγίων των πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, στα οποία καταγράφονται οι εισροές από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), στη βελτίωση του ΙΤΣ ήταν περιορισμένη σε σχέση με εκείνη του 2013, λόγω χαμηλότερων εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης από την ΕΕ, κυρίως εξαιτίας αναβολής της μεταφοράς εσόδων των εθνικών κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης, ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ.

#### Διάγραμμα IV.16 Όροι εμπορίου στον κλάδο των πετρελαιοειδών\*

(δείκτης α' τρ. 2012 = 100)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

\* Λόγος του δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές πετρελαιοειδών ως προς το δείκτη τιμών εισαγωγών στον κλάδο.

γωγές καυσίμων, καθώς οι πληρωμές για εισαγωγές μειώθηκαν περισσότερο από τις εισπράξεις από εξαγωγές καυσίμων. Η πτώση των τιμών του πετρελαίου στις διεθνείς αγορές, σε συνδυασμό με την υποτίμηση του ευρώ, είχαν θετική επίδραση στους όρους εμπορίου στον κλάδο των πετρελαιοειδών<sup>27</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.16) και επομένως στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων, γεγονός που δημιουργεί κίνητρα που ενισχύουν την εξωστρέφεια του κλάδου. Επίσης, μειώθηκαν σημαντικά και οι καθαρές πληρωμές για αγορές πλοίων, που ήταν ο κύριος λόγος επιδείνωσης του ισοζυγίου αγαθών το προηγούμενο έτος.

Οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών, σύμφωνα με τα στοιχεία του α' τριμήνου 2015 της Τράπεζας της Ελλάδος, περιορίστηκαν (κατά 7,5%) κυρίως λόγω της πτώσης των εισπράξεων από εξαγωγές πετρελαιοειδών (και, σε μικρότερο βαθμό, πωλήσεις πλοίων). Οι εισπράξεις από εξαγωγές χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασαν καλύτερη εικόνα από το σύνολο, σημειώνοντας άνοδο (2,4%), ιδιαίτερα στους κλάδους των τροφίμων, μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων και εξοπλισμού μεταφορών.<sup>28</sup> Όσον αφορά τους γεωγραφικούς

προορισμούς, το ποσοστό των εξαγωγών που κατευθύνεται στις χώρες της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ γενικότερα παρουσίασε άνοδο.

Οι πληρωμές για εισαγωγές περιορίστηκαν κατά 7,7% το α' τρίμηνο του 2015, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, λόγω του περιορισμού των πληρωμών για αγορές καυσίμων και πλοίων.<sup>29</sup> Αντίθετα, οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασαν αύξηση (9,6%), η οποία αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό την αύξηση των πληρωμών για εισαγωγές πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών.

Το 2015 οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται (αν και με ρυθμό βραδύτερο εκείνου του προηγούμενου έτους), ως αποτέλεσμα των ευνοϊκών συνθηκών της εξωτερικής ζήτησης, της βελτιωμένης ανταγωνιστικότητας και του υποτιμημένου ευρώ. Η αβεβαιότητα σχετικά με την έκβαση της διαπραγματεύσεως με τους εταίρους επιτείνει το πρόβλημα της περιορισμένης πρόσβασης σε ρευστότητα, περιορίζοντας τις εξαγωγικές δυνατότητες των ελληνικών επιχειρήσεων. Ωστόσο, παρά τα προβλήματα ρευστότητας, η περιορισμένη εγχώρια ζήτηση ωθεί τις επιχειρήσεις να στραφούν πιο δυναμικά προς τις αγορές του εξωτερικού. Επίσης αναμένεται επιβράδυνση της δαπάνης για εισαγωγές, λόγω των εξελίξεων στην εγχώρια ζήτηση.

Το α' τρίμηνο του 2015 το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών περιορίστηκε, καθώς σημειώθηκε μείωση των καθαρών εισπράξεων

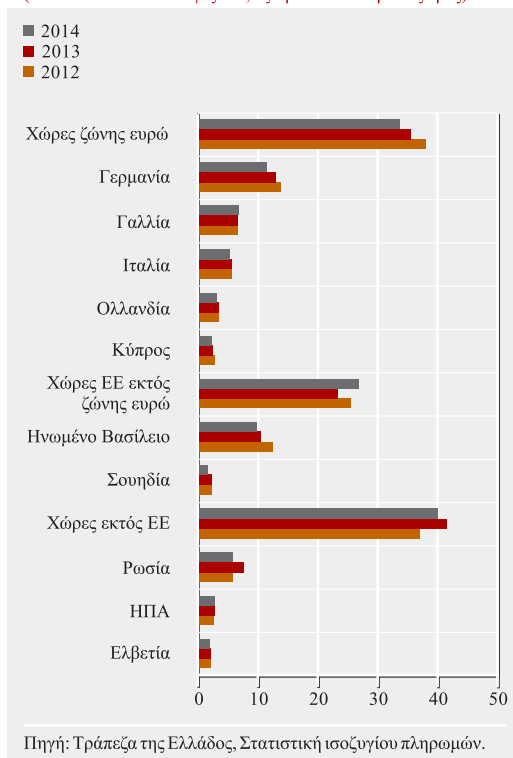
<sup>27</sup> Οι εισαγωγές του κλάδου είναι κυρίως αργό πετρέλαιο, ενώ οι εξαγωγές περιλαμβάνουν κυρίως ορυκτέλαια και άλλα προϊόντα διύλισης.

<sup>28</sup> Σύμφωνα με τα (μη εποχικώς διορθωμένα) στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών, για το α' τρίμηνο του 2015 οι εξαγωγές αγαθών μειώθηκαν κατά 8,1% σε τρέχουσες τιμές, ενώ σε πραγματικούς όρους παρουσίασαν μικρή μόνο άνοδο (0,8%). Ειδικότερα, η αξία των εξαγωγών χωρίς καύσιμα, σύμφωνα με τα στοιχεία των εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ τα οποία χρησιμοποιούνται στην κατάρτιση των Εθνικών Λογαριασμών, αυξήθηκε κατά 14% το α' τρίμηνο του 2015 (13,8% σε πραγματικούς όρους).

<sup>29</sup> Σύμφωνα με τα (μη εποχικώς διορθωμένα) στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών, για το α' τρίμηνο του 2015 οι εισαγωγές αγαθών μειώθηκαν κατά 2,5% σε τρέχουσες τιμές, λόγω της πτώσης της τιμής του πετρελαίου, ενώ σε πραγματικούς όρους παρουσίασαν άνοδο κατά 10%.

**Διάγραμμα IV.17 Αριθμός αφίξεων ταξιδιωτών κατά τόπο προέλευσης**

(% του συνόλου των αφίξεων, εξαιρούνται οι κρουαζιέρες)



από μεταφορές και λοιπές υπηρεσίες, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο μερικώς από την άνοδο των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες. Οι συνολικές αφίξεις μη κατοίκων ταξιδιωτών αυξήθηκαν, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά 45,6% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2014 (ειδικότερα, οι αεροπορικές αφίξεις το πεντάμηνο Ιαν.-Μαΐου 2015 σημείωσαν άνοδο κατά 10,5%), ενώ οι αντίστοιχες εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 12,7%, λόγω της μείωσης της μέσης διάρκειας παραμονής και της δαπάνης ανά ταξίδι (κατά 21%) (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Το α' τρίμηνο του 2015 οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές παρέμειναν στα ίδια επίπεδα όπως το αντίστοιχο διάστημα του 2014, αν και οι ναύλοι (σύμφωνα με τον Clark-seaIndex) κατέγραψαν άνοδο (18%). Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται στη μεγαλύτερη συγκέντρωση του ελληνόκτητου στόλου στον

κλάδο του ξηρού φορτίου, οι ναύλοι του οποίου κατέγραψαν αξιοσημείωτη μείωση (άνω του 40%) σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014.<sup>30</sup> Επίσης, η πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα που επικράτησε τους πρώτους μήνες του 2015 μπορεί να απέτρεψε την εισροή των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Οι προοπτικές για το ταξιδιωτικό ισοζύγιο είναι θετικές για το 2015, ως αποτέλεσμα της βελτιωμένης ανταγωνιστικότητας, της καλύτερης σύνδεσης με τις χώρες προέλευσης των ταξιδιωτών, την επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου και την ανάπτυξη νέων προορισμών στο εσωτερικό της χώρας (βλ. Ειδικό θέμα IV.1).<sup>31</sup> Επίσης ευνοϊκές είναι οι προσδοκίες για αύξηση των επιβατών κρουαζιέρας, λόγω της επέκτασης των υποδομών κρουαζιέρας στο λιμάνι του Πειραιά, της αύξησης της χωρητικότητας των κρουαζιερόπλοιων<sup>32</sup> και της ανοδικής τάσης της κρουαζιέρας με αφητηρία τα ελληνικά λιμάνια (home porting). Η παρόραση όμως του κλίματος αβεβαιότητας είναι πιθανόν να δράσει ανασταλτικά στις ανωτέρω εξελίξεις.

Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών το 2015 είναι συγκρατημένα θετικές, αφού η αύξηση του παγκόσμιου στόλου θα είναι σχεδόν ισοδύναμη με εκείνη της ζήτησης. Θετική επίδραση στις εισπράξεις θα έχουν η άρση της αβεβαιότητας και η ευνοϊκή μεταβολή στην ισοτιμία ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Όσον αφορά τους ναύλους, οι προοπτικές είναι συγκρατημένα αισιόδοξες για το 2015. Η συνεχιζόμενη άνοδος του διεθνούς εμπορίου και η αναμενόμενη βελτίωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας εκτιμάται ότι θα

<sup>30</sup> Την ίδια περίοδο οι ναύλοι πλοίων μεταφοράς πετρελαίου κατέγραψαν εντυπωσιακή άνοδο, κυρίως λόγω της αύξησης της ζήτησης υπηρεσιών μεταφοράς πετρελαίου για αποθεματοποίηση (εξαιτίας της χαμηλής τιμής του πετρελαίου) και της χρήσης πλοίων για την αποθήκευση πετρελαίου.

<sup>31</sup> Σύμφωνα με εκτιμήσεις του Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ), το 2015 αναμένεται άφιξη 25 εκατ. τουριστών (αύξηση κατά 3% έναντι του 2014), που αντιστοιχούν σε εισπράξεις 14 δισεκ. ευρώ (αύξηση 4,5% έναντι του 2014).

<sup>32</sup> Εκτιμάται αύξηση 4,5% στη διακίνηση επιβατών κρουαζιέρας και 4% στην ολική χωρητικότητα των πλοίων (ΟΛΠ, Επιχειρησιακό Σχέδιο 2014-2018, Σεπτέμβριος 2014).



επιδράσουν θετικά στους ναύλους ξηρού φορτίου, αν και η αύξηση του στόλου αναμένεται να είναι ταχύτερη από ό,τι εκείνη της ζήτησης. Οι ναύλοι για τη μεταφορά πετρελαίου αναμένεται να κινηθούν ανοδικά, δεδομένου ότι η αύξηση του στόλου των πετρελαιοφόρων είναι μικρή σε σχέση με την αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου.

Το α' τρίμηνο του 2015 το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων παρουσίασε μειωμένο πλεόνασμα, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για τόκους και της μείωσης των εισπράξεων στα λοιπά πρωτογενή εισοδήματα. Παράλληλα, και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων παρουσίασε επιδείνωση.<sup>33</sup>

Το α' τρίμηνο του 2015 το ισοζύγιο κεφαλαίων<sup>34</sup> εμφάνισε πλεόνασμα μειωμένο κατά 981 εκατ. ευρώ σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2014, κυρίως λόγω της μείωσης των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης – η μείωση οφείλεται στη βραδύτερη απορρόφηση των διαρθρωτικών κονδυλίων σε σχέση με τη σημαντική απορρόφηση που είχε σημειωθεί το α' τρίμηνο του 2014 – καθώς και της μετάβασης στο νέο ΕΣΠΑ 2014-2020.

Οι συνολικές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ<sup>35</sup> το α' τρίμηνο του 2015 ανήλθαν σε 2,9 δισεκ. ευρώ, έναντι 4,4 δισεκ. ευρώ το 2014 και 3,6 δισεκ. ευρώ το 2013,<sup>36</sup> εκ των οποίων οι μεταβιβάσεις πόρων από τα διαρθρωτικά ταμεία ήταν 631 εκατ. ευρώ το 2015, έναντι 2,0 δισεκ. ευρώ το 2014 και 1,5 δισεκ. ευρώ το 2013. Οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις του α' τριμήνου (μεταβιβάσεις μείον αποδόσεις στον Κοινοτικό Προϋπολογισμό) ανήλθαν σε

2,1 δισεκ. ευρώ το 2015, έναντι 3,6 δισεκ. ευρώ το 2014 και 2,6 δισεκ. ευρώ το 2013.

Σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις των υπηρεσιών της Τράπεζας της Ελλάδος, για το 2015 οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ εκτιμώνται σε 2,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 5,2 δισεκ. ευρώ το 2014.<sup>37</sup>

Στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, το 2014 η αύξηση των καθαρών απαιτήσεων στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου υπεραντιστάθμισε την καθαρή μείωση που σημειώθηκε στις λοιπές και στις άμεσες επενδύσεις. Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, η εισροή ύψους 1,6 δισεκ. ευρώ για ξένες άμεσες επενδύσεις ήταν χαμηλότερη από εκείνη του 2013, ενώ το α' τρίμηνο του 2015 δεν παρατηρήθηκαν αξιόλογες ροές. Η άνοδος των ξένων άμεσων επενδύσεων στο μέλλον θα εξαρτηθεί από την αποκατάσταση του κλίματος αισιοδοξίας για την προοπτική ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, σε συνδυασμό και με την πορεία των ιδιωτικοποιήσεων.

<sup>33</sup> Οι εισροές από την ΕΕ για τις άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ και για τα προγράμματα του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου περιλαμβάνονται στις εισπράξεις, που καταγράφονται αντίστοιχα στα “Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα” και στα “Δευτερογενή εισοδήματα γενικής κυβέρνησης”. Στις αντίστοιχες πληρωμές καταγράφονται οι αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό.

<sup>34</sup> Στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται κυρίως οι εισροές από το Ταμείο Συνοχής και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης της ΕΕ.

<sup>35</sup> Περιλαμβάνει το σύνολο των εισπράξεων από λοιπά πρωτογενή εισοδήματα και δευτερογενή εισοδήματα της Γενικής Κυβέρνησης και των εισπράξεων κεφαλαίου της Γενικής Κυβέρνησης. Αντιστοιχεί στο σύνολο των εισπράξεων των τρεχουσών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων της Γενικής Κυβέρνησης με βάση την παρουσίαση του προηγούμενου εγχειριδίου κατάταξης του ισοζυγίου πληρωμών.

<sup>36</sup> Δεν περιλαμβάνονται εισροές από μεταβιβάσεις εσόδων των κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ κατ' εφαρμογή της απόφασης του Eurogroup στις 27.11.2012.

<sup>37</sup> Βλ. υποσημείωση 36.

## Ειδικό θέμα IV.1

### ΠΡΟΣ ΕΝΑ ΝΕΟ ΠΡΟΤΥΠΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΤΟΝ ΤΟΥΡΙΣΜΟ; ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟ ΠΡΟΪΟΝ

#### I. Η σημασία του τουρισμού για την οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα

Ο τουρισμός αποτελεί έναν από τους βασικότερους τομείς υπηρεσιών στην ελληνική οικονομία. Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα για την επίδραση του τουρισμού στις χώρες του ΟΟΣΑ (OECD,

2014), η συνεισφορά του τουρισμού στο ΑΕΠ και στην απασχόληση στην Ελλάδα είναι η υψηλότερη ανάμεσα στις χώρες του ΟΟΣΑ.<sup>1</sup> Αν εκτός από τις άμεσες επιδράσεις του συνεκτιμηθούν και οι έμμεσες (οι επιδράσεις που έχει σε άλλους συγγενείς τομείς δραστηριότητας, όπως αυτοί ορίζονται στους δορυφορικούς λογαριασμούς τουρισμού), η συμβολή του στο ΑΕΠ εκτιμάται στο 15,8%, ενώ η συμβολή του στην απασχόληση φθάνει στο 18,4%, για το έτος 2011.

Στο διάστημα 2013-2014, οι αφίξεις ταξιδιωτών και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις παρουσίασαν θεαματική άνοδο, με τις αφίξεις να φθάνουν στο ύψος-ρεκόρ των 22 εκατομμυρίων ταξιδιωτών το 2014. Πιο αναλυτικά, οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 15,5% και 23% το 2013 και το 2014 αντίστοιχα, ενώ οι ταξιδιωτικές εισπράξεις σε σταθερές τιμές κατά 17,9% και 12,4% το 2013 και το 2014 αντίστοιχα.<sup>2</sup> Έτσι, η συμβολή του τουρισμού στο ΑΕΠ και στην απασχόληση για το 2014 εκτιμάται σε ακόμη υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το προηγούμενο διάστημα, και συγκεκριμένα στο 17,3% του συνολικού ΑΕΠ και στο 19,4% της απασχόλησης (World Travel and Tourism Council –WTTC, 2015).<sup>3</sup>

Η σημαντική βελτίωση της τουριστικής βιομηχανίας της χώρας τα τελευταία χρόνια ανέδειξε την Ελλάδα σε έναν από τους βασικούς τουριστικούς προορισμούς της ευρωπαϊκής αλλά και της παγκόσμιας αγοράς, με συνεχώς βελτιούμενες επιδόσεις και με αξιοσημείωτες δυνατότητες περαιτέρω ανάπτυξης.<sup>4</sup> Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία του Παγκόσμιου Οργανισμού Τουρισμού (WTO),<sup>5</sup> η Ελλάδα το 2014 ήταν 15η (από 16η το 2013) σε επίπεδο διεθνών αφίξεων και 19η σε επίπεδο εσόδων. Σύμφωνα με το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ (WEF), το 2014 η χώρα καταλαμβάνει την 31η θέση σε ανταγωνιστικότητα (από την 32η θέση το 2013) μεταξύ 141 χωρών με βάση το δείκτη ταξιδιωτικής και τουριστικής ανταγωνιστικότητας,<sup>6</sup> ενώ κατατάσσεται 18η (από 22η το 2013) ανάμεσα στις χώρες της Ευρώπης.

Βασικός παράγοντας της αύξησης των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων την περίοδο 2013-2014 είναι η πτώση των τιμών των τουριστικών υπηρεσιών και των υπηρεσιών που σχετίζονται με αυτές. Σε αυτό συνετέλεσαν: (α) η ανταγωνιστική τιμολόγηση των ξενοδοχειακών υπηρεσιών, η οποία εφαρμόστηκε ως αντίδραση στη μείωση της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης που παρατηρήθηκε το 2012 αλλά και υποβοηθήθηκε και από τη μείωση του ΦΠΑ από 11% σε 6,5% ήδη από τον Ιανουάριο του 2011, (β) η πτώση στις τιμές των υπηρεσιών από τη μείωση του κόστους παραγωγής, στην οποία συνέβαλαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων (πτώση εργατικού κόστους), (γ) η γενική πτώση των τιμών στην οικονομία λόγω της ύφεσης. Επιπλέον, η αύξηση του τουρισμού ειδικά το 2013 σχετίζεται και με συγκυριακούς παράγοντες: το 2012 ήταν μια δύσκολη χρονιά για την Ελλάδα, λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας, ενώ το 2013 και το 2014 η Ελλάδα ωφελήθηκε λόγω της αστάθειας σε ανταγωνιστικούς τουριστικούς προορισμούς της Ανατολικής Μεσογείου.

Πέρα από την ποσοτική αύξηση, η ανάλυση των στοιχείων για τον ελληνικό τουρισμό αποκαλύπτει και μεταβολές ποιοτικού χαρακτήρα του τουριστικού προϊόντος (π.χ. αλλαγή του εποχικού προ-

1 Ο τουρισμός άμεσα συνεισφέρει 4,7% στο ΑΕΠ και 6% στην απασχόληση κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ. OECD (2014), *OECD Tourism Trends and Policies 2014*. OECD Publishing.

2 Όσον αφορά τις εξαγωγικές επιδόσεις της οικονομίας, για το 2014 οι τουριστικές υπηρεσίες αντιπροσωπεύουν το 43% των συνολικών εισπράξεων του ισοζυγίου υπηρεσιών, ενώ οι καθαρές τουριστικές εισπράξεις (εισπράξεις μείον πληρωμές) καλύπτουν το 58% του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών.

3 Έρευνα των Δορυφόρων Λογαριασμών Τουρισμού του WTTC για την Ελλάδα το 2015. WTTC (2015), *Travel and Tourism Economic Impact 2015 Greece*, World Travel and Tourism Council.

4 Το WTTC εκτιμά ότι μέχρι το 2025 η μέση ετήσια αύξηση των άμεσων εσόδων στη χώρα θα φθάσει στο επίπεδο του 3,6%, ενώ στην Ευρώπη στο 2,8%. Το 2025 ο τουρισμός υπολογίζεται ότι θα συνεισφέρει άμεσα 7,9% στο ΑΕΠ, ενώ ο ευρωπαϊκός μέσος όρος θα φθάσει το 3,6%.

5 WTO (2014), *World Tourism Barometer*, June 2014.

6 Ο δείκτης αυτός κατασκευάζεται με βάση τις σταθμίσεις τριών τομέων: πρώτον, του θεσμικού πλαισίου κάθε χώρας, δεύτερον, του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και της υποδομής και, τρίτον, του ανθρώπινου δυναμικού και των πολιτιστικών και φυσικών πόρων. Βλ. WEF (2015), *The Travel & Tourism Competitiveness Report 2015*, World Economic Forum.

τύπου, ανάδειξη “νέων” τουριστικών προορισμών). Οι μεταβολές αυτές συνηγορούν στο επιχείρημα ότι μέρος της αύξησης του τουρισμού τα πρόσφατα έτη οφείλεται και στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

## 2. Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στον κλάδο του τουρισμού

Ιδιαίτερα σημαντική για την αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος θεωρείται η ίδρυση, από τον Ιούνιο του 2012, Υπουργείου Τουρισμού με διευρυμένες δικαιοδοσίες.<sup>7</sup> Το υπουργείο είναι υπεύθυνο για το σχεδιασμό πολιτικών για τον τουρισμό, για το θεσμικό πλαίσιο της τουριστικής ανάπτυξης, για την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού στις τουριστικές υπηρεσίες και την προβολή του τουριστικού προϊόντος στην εξωτερική αγορά.

Κατά τη διάρκεια των ετών 2010-2013, υιοθετήθηκε μια σειρά από νομοθετικές πρωτοβουλίες που βελτίωσαν το πλαίσιο λειτουργίας της τουριστικής αγοράς και οι οποίες περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τα εξής:

- (1) την απλοποίηση της διαδικασίας έκδοσης τουριστικής βίζας από αναδυόμενες αγορές, όπως η Ρωσία, η Τουρκία και η Κίνα,
- (2) ρυθμίσεις που ενθαρρύνουν την ανάπτυξη του τουρισμού κρουαζιέρας και την άρση των δασμών καμποτάζ,
- (3) την ίδρυση ειδικής υπηρεσίας του ΕΟΤ για την προώθηση και αδειοδότηση τουριστικών επενδύσεων,<sup>8</sup> που λειτουργεί ως “one stop shop” και αποτελεί κέντρο για την ίδρυση τουριστικών επιχειρήσεων,
- (4) την απλοποίηση της διαδικασίας αδειοδότησης των τουριστικών επιχειρήσεων,<sup>9</sup>
- (5) τη δημιουργία νέας μορφής ολοκληρωμένων τουριστικών επιχειρήσεων, των σύνθετων τουριστικών καταλυμάτων,<sup>10</sup>
- (6) την απελευθέρωση του επαγγέλματος των τουριστικών ξεναγών,<sup>11</sup>
- (7) την απλοποίηση των διαδικασιών και κατάργηση των περιορισμών στη λειτουργία των τουριστικών πρακτορείων και των εταιριών ενοικίασης αυτοκινήτων<sup>12</sup> και
- (8) την καθιέρωση διευρυμένου ωραρίου επισκέψεων μουσείων και αρχαιολογικών χώρων κατά τη διάρκεια της εαρινής περιόδου.

Σε ό,τι αφορά την προβολή και προώθηση του τουριστικού προϊόντος, το υπουργείο προσανατολίστηκε στην αύξηση του αριθμού των αγορών-στόχων, υλοποιώντας πρωτοβουλίες πολιτικών μάρκετινγκ προκειμένου να καλύψει συγκεκριμένες απαιτήσεις της κάθε αγοράς. Επιπλέον, ακολουθεί πολιτική επέκτασης της τουριστικής ζήτησης σε όλη τη διάρκεια του έτους, αναπτύσσοντας το τουριστικό προϊόν και πέρα από το παραδοσιακό τρίπτυχο “ήλιος, θάλασσα και άμμος” και δημιουργώντας διαφοροποιημένα προϊόντα που θα επικεντρώνονται σε εναλλακτικές μορφές τουρισμού, όπως ο πολιτιστικός, ο θρησκευτικός και ο ιατρικός τουρισμός. Οι μέθοδοι που εφαρμόζονται για την επίτευξη αυτών των στόχων αξιοποιούν τα σύγχρονα εργαλεία πληροφορικής και επικοινωνιών καθώς και τα κοινωνικά δίκτυα, σε προγράμματα όπως το “You in Greece” και το “My Greece”. Η υιοθέτηση και αξιοποίηση νέων τεχνολογιών που σχετίζονται

7 Από το Φεβρουάριο του 2015 το υπουργείο υπάγεται στο ενιαίο Υπουργείο Οικονομίας, Υποδομών, Ναυτιλίας και Τουρισμού, αλλά συνεχίζει να έχει διευρυμένες δικαιοδοσίες.

8 Προβλέπεται από το άρθρο 12 του Ν. 4002/2011 και το άρθρο 148 του Ν. 4070/2012.

9 Ν. 4276/2014 (ΦΕΚ Α' 155/30.7.2014).

10 Προβλέπεται από τους Ν. 4179/2013 (ΦΕΚ Α' 175/8.8.2013) και 4002/2011 (ΦΕΚ Α' 180/22.8.2011), καθώς και τις ΥΑ 177 (ΦΕΚ Β' 319/2012), ΚΥΑ Γ.Γ.Τ.Π.Υ 278 (ΦΕΚ Β' 615/2012) και ΥΑ 125 (ΦΕΚ Β' 195/2012).

11 Ν. 4093/2012 (ΦΕΚ Α 222/12.11.2012) “Εγκριση Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2013-2016 – Επείγοντα Μέτρα Εφαρμογής του Ν. 4046/2012 και του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2013-2016”.

12 Ν. 4093/2012 (ΦΕΚ Α' 222/12.11.2012) και Ν. 4276/2014 (ΦΕΚ Α' 155/30.7.2014).

με τη χρήση του διαδικτύου αναμένεται να συμβάλει στην αύξηση της παραγωγικότητας και την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου.<sup>13</sup>

### 3. Προς μια διαφοροποίηση του τουριστικού προϊόντος

#### 3.1 Νέες αγορές

Η ζήτηση για το ελληνικό τουριστικό προϊόν προέρχεται κυρίως από την ευρωπαϊκή ήπειρο, με το μερίδιο των τουριστών από την Ευρώπη να παραμένει σχεδόν αμετάβλητο την τελευταία δεκαετία (2005: 87%, 2014: 86%).<sup>14</sup> Το 2014 οι αφίξεις από τις ευρωπαϊκές χώρες ανήλθαν σε 13,3 εκατομμύρια (μερίδιο 86%), εκ των οποίων το 74% προήλθε από χώρες της ΕΕ-27, ενώ το 44% αφορούσε επισκέπτες από χώρες-μέλη της ευρωζώνης.

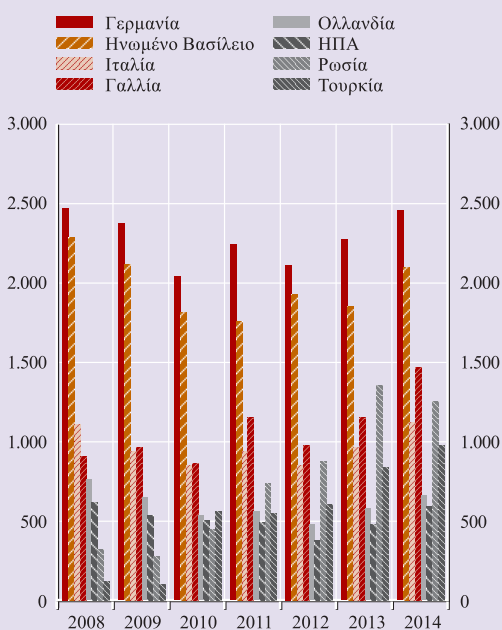
Όμως, σε επίπεδο χωρών παρατηρείται διαφοροποίηση των μεριδίων, ειδικά την περίοδο μετά την απλοποίηση των διαδικασιών έκδοσης τουριστικής βίζας. Η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ) αποτελούν διαχρονικά τις παραδοσιακές αγορές από τις οποίες προέρχεται ο μεγαλύτερος αριθμός ξένων επισκεπτών, αν και το μερίδιό τους βαίνει μειούμενο τα τελευταία χρόνια. Την τελευταία πενταετία ωστόσο, αναδείχθηκαν νέες χώρες-αγορές από τις οποίες η Ελλάδα προσελκύει σημαντικό αριθμό επισκεπτών. Οι χώρες αυτές είναι κυρίως η Ρωσία, η Τουρκία και οι γειτονικές βαλκανικές χώρες, με τις αφίξεις να αντισταθμίζουν εν μέρει την κάμψη από άλλες χώρες.

Ιδιαίτερα οι αφίξεις από τη Ρωσία και την Τουρκία εμφανίζουν σημαντική αύξηση τα τελευταία χρόνια (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης 32,3% για τη Ρωσία και 15,7% για την Τουρκία την περίοδο 2011-2014). Οι εξελίξεις αυτές διαφοροποίησαν την ιεράρχηση των αγορών από τις οποίες προέρχεται η ζήτηση για το ελληνικό τουριστικό προϊόν. Έτσι, ενώ οι έξι κύριες αγορές μέχρι και το 2009 (που αποτελούσαν και περίπου το 50% των αφίξεων) ήταν αυτές της Γερμανίας, του ΗΒ, της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ολλανδίας και των ΗΠΑ, για το 2014 οι βασικές αγορές είναι αυτές της Γερμανίας, του ΗΒ, της Γαλλίας, της Ρωσίας, της Ιταλίας και της Τουρκίας (βλ. Διάγραμμα Α). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας και την αύξηση της ζήτησης στις χώρες αυτές, αλλά φαίνεται να ενισχύθηκε και από την απλοποίηση στις διαδικασίες έκδοσης τουριστικής βίζας μετά το 2010.

Επιπλέον, εντυπωσιακοί – διψήφιοι – ρυθμοί αύξησης της ζήτησης παρατηρούνται την τελευταία πενταετία και στις αφίξεις από άλλες αναπτυσσόμενες αγορές, όπως η Ιαπωνία, η Κίνα, το Ισραήλ αλλά και από κάποιες αραβικές χώρες (Αραβικά Εμιράτα, Μπαχρέιν, Κατάρ), τα μερί-

Διάγραμμα Α Αφίξεις ταξιδιωτών ανά χώρα προέλευσης (2008-2014)

(σε χιλιάδες ταξιδιώτες)



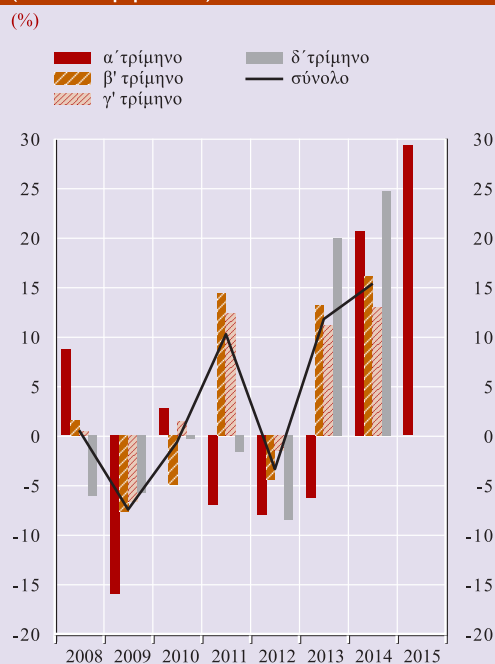
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>13</sup> Η χρήση του διαδικτύου έχει εκτιμηθεί ότι έχει θετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα των υπηρεσιών. Βλ. Duarte, M. and D. Restuccia (2010), "The Role of the Structural Transformation In Aggregate Productivity", *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 129-73.  
<sup>14</sup> Στοιχεία της Έρευνας Συνόρων, Τράπεζα της Ελλάδος.

δια των οποίων στις αφίξεις παραμένουν ακόμη χαμηλά. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει ακριβώς την ύπαρξη και εναλλακτικών αγορών, από τις οποίες η Ελλάδα θα μπορούσε να επωφεληθεί και να εξισορροπεί τις διακυμάνσεις της τουριστικής ζήτησης από την Ευρώπη.

### 3.2 Επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου

**Διάγραμμα Β Μεταβολή αφίξεων ταξιδιωτών ανά τρίμηνο (2008-α' τρίμ. 2015)**



Πηγή: ΣΕΤΕ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

τουριστικής περιόδου συντελεί στην αύξηση της τουριστικής δραστηριότητας χωρίς να απαιτεί σημαντικές κεφαλαιακές επενδύσεις σε νέες κλίνες.<sup>16</sup>

### 3.3 Γεωγραφική διαφοροποίηση του τουριστικού προϊόντος

Η ανάλυση των αφίξεων κατά προορισμό δείχνει μικρές διαφοροποιήσεις στη γεωγραφική κατανομή του τουριστικού προϊόντος διαχρονικά (βλ. Διαγράμματα Γ και Δ). Τη μερίδα του λέοντος, για την περίοδο 2007-2014, κατέχουν η Κρήτη και η Αθήνα, αν και η τελευταία δεν αποτελεί απαραίτητα τελικό τουριστικό προορισμό. Ακολουθούν τα Δωδεκάνησα, τα Ιόνια νησιά και η Θεσσαλονίκη. Για το 2014, το μεγαλύτερο ποσοστό συγκέντρωσε η Κρήτη (24%) και έπεται η Αθήνα (23%).

Όμως, η ανάλυση της εξέλιξης των αφίξεων στους πέντε βασικότερους τουριστικούς προορισμούς παρέχει μια διαφορετική εικόνα για την πρόσφατη αύξηση του τουρισμού (βλ. Διάγραμμα Ε): παρατηρείται σημαντική αύξηση του τουρισμού πόλεων (city break). Η Αθήνα και η Θεσσαλο-

Η ανάλυση της κατανομής των αεροπορικών αφίξεων δίνει επιπλέον πληροφόρηση για την ποιοτική εξέλιξη του τουρισμού στην πρόσφατη περίοδο.<sup>15</sup> Οι αεροπορικές συγκοινωνίες παραδοσιακά αποτελούν τον κύριο τρόπο μεταφοράς των τουριστών στην Ελλάδα. Από το σύνολο των 22 εκατομμυρίων μόνιμων κατοίκων άλλων χωρών που υποδέχθηκε η Ελλάδα το 2014, το 64% ήρθε αεροπορικώς, το 33% οδικώς και το 3% διά θαλάσσης, ενώ αμελητέα ήταν η χρήση των σιδηροδρόμων.

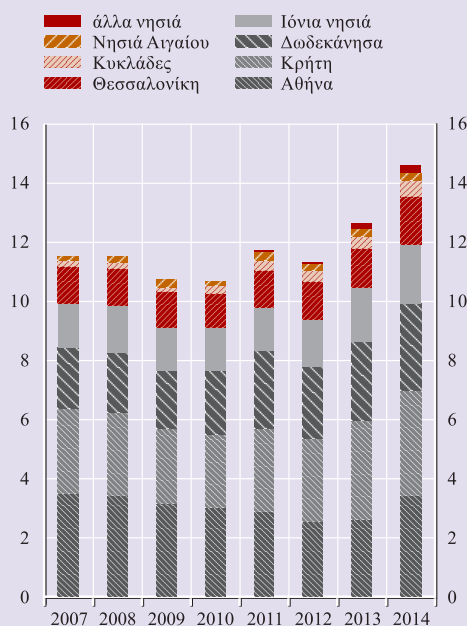
Σύμφωνα με τα στοιχεία, οι αεροπορικές αφίξεις αυξήθηκαν κατά 12% και 15% το 2013 και το 2014 αντίστοιχα και κατά 29% το α' τρίμηνο του 2015 (βλ. Διάγραμμα Β). Οι αυξήσεις αυτές για τα δύο τελευταία έτη (β' τρίμ. 2013-α' τρίμ. 2015) στηρίζονται στις αυξήσεις στα τρίμηνα εκτός αιχμής (το α' και το δ' τρίμηνο). Το γεγονός αυτό υποδηλώνει επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου ή και αξιοποίηση εναλλακτικών μορφών τουρισμού, οι οποίες λειτουργούν συμπληρωματικά προς το υφιστάμενο πρότυπο “ήλιος, θάλασσα και άμμος”. Σημειώνεται ότι η επιμήκυνση της

<sup>15</sup> Στοιχεία από τον Σύνδεσμο Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ).

<sup>16</sup> Όμως, για μονιμότερη μετάβαση σε τουριστική περίοδο τεσσάρων τριμήνων, απαιτείται σημαντική επένδυση σε οργάνωση και εκπαίδευση του εργατικού δυναμικού.

**Διάγραμμα Γ Αφίξεις ταξιδιωτών ανά προορισμό (2007-2014)**

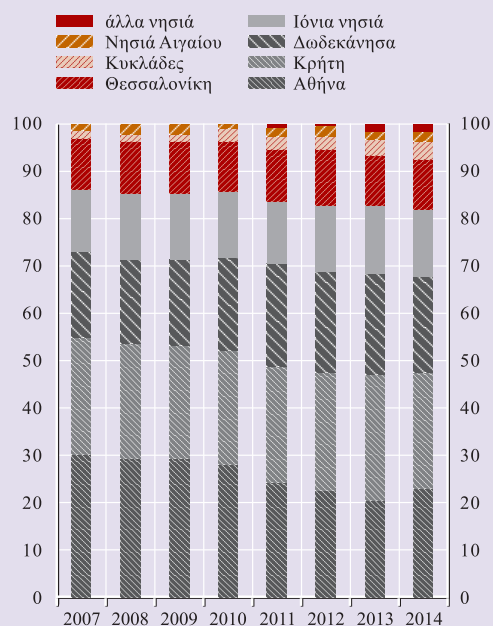
(σε εκατομμύρια)



Πηγή: ΣΕΤΕ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Δ Μερίδια αφίξεων ταξιδιωτών ανά προορισμό (2007-2014)**

(%)



Πηγή: ΣΕΤΕ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

νίκη παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση σε σχέση με την υπόλοιπη Ελλάδα για το 2014 (27% και 16% αντίστοιχα), σε αντίθεση με το 2013, κατά το οποίο παρουσιάζουν τις χαμηλότερες αυξήσεις. Επιπλέον, τα πέντε προηγούμενα έτη (2008-2012) η Αθήνα κατέγραψε σταθερά πρωτική πορεία στις τουριστικές αφίξεις, σε μεγάλο βαθμό και λόγω της κρίσης το 2008-2009 και της πολιτικής αβεβαιότητας που χαρακτήρισαν τα έτη 2010 και 2012.

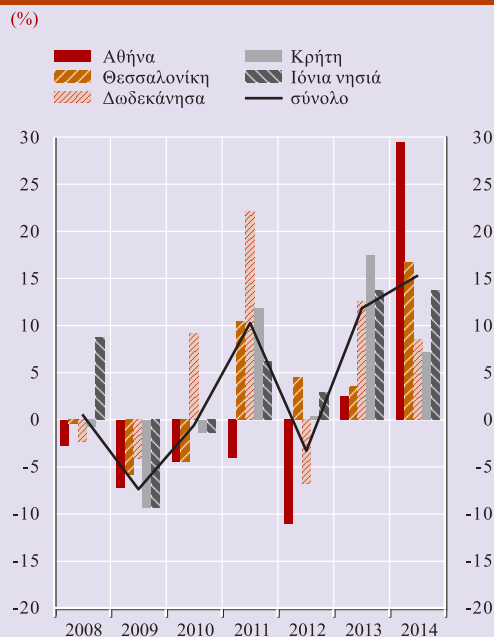
Σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση της αύξησης του τουρισμού πόλεων φαίνεται να διαδραμάτισαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που συντελέστηκαν πρόσφατα, όπως η λειτουργία των καταστημάτων τις Κυριακές, η απελευθέρωση επαγγελματιών σχετικών με τον τουρισμό (π.χ. ξεναγοί) και το διευρυμένο ωράριο των μουσείων και των αρχαιολογικών χώρων.<sup>17</sup> Η αύξηση των αφίξεων μπορεί επίσης να συνδέεται με την πιο ανταγωνιστική τιμολογιακή πολιτική στην Αθήνα, αλλά και με την προβολή σημαντικών στοιχείων (οθωμανικών και εβραϊκών) της πολιτιστικής κληρονομιάς της Θεσσαλονίκης.

#### 4. Συμπεράσματα – Προτάσεις πολιτικής

Τα τελευταία δύο χρόνια παρατηρείται σημαντική αύξηση των αφίξεων και των τουριστικών εσόδων, αλλά και μεταβολές ποιοτικού χαρακτήρα του ελληνικού τουριστικού προϊόντος. Η αύξηση αλλά και οι μεταβολές αυτές οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που οδήγησαν στην ανάπτυξη νέων αγορών ζήτησης για το ελληνικό τουριστικό προϊόν, στη χρονική επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου και στην προβολή

<sup>17</sup> Βάσει της έρευνας ικανοποίησης πελατών που πραγματοποιήθηκε στην Αθήνα και τη Θεσσαλονίκη το 2013 από την GBR Consulting, οι αρχαιολογικοί χώροι και το πολιτιστικό ενδιαφέρον αποτελούν πρώτη προτεραιότητα επίσκεψης των ταξιδιωτών αναψυχής, με ποσοστό 70% στην Αθήνα και 36% στη Θεσσαλονίκη. Βλ. GBR Consulting (2013), "Έρευνα Ικανοποίησης Πελατών", Νοέμβριος-Δεκέμβριος 2013.

**Διάγραμμα Ε Μεταβολή αφίξεων ταξιδιωτών ανά προορισμό (2008-2014)**



Πηγή: ΣΕΤΕ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

την τουριστική αγορά μπορούν να τονώσουν την τουριστική ζήτηση, στηρίζοντας ευρύτερα τις παραγωγικές δομές της οικονομίας και συμβάλλοντας στην περιφερειακή ανάπτυξη.

και αξιοποίηση των πόλεων ως τουριστικών προορισμών.

Η αύξηση των διεθνών αφίξεων και των τουριστικών εισπράξεων αναμένεται να συνεχιστεί και το έτος 2015. Η προσπάθεια για την αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου της ελληνικής οικονομίας εδράζεται κυρίως στην αύξηση της εξωστρεφούς επιχειρηματικής δραστηριότητας, σημαντικό μέρος της οποίας αποτελεί και η εξαγωγή τουριστικών υπηρεσιών. Το περιβάλλον μέσα στο οποίο εξελίσσεται το ελληνικό τουριστικό προϊόν είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικό (χώρες της Μεσογείου), συνεχώς μεταβαλλόμενο – καθώς ενσωματώνει νέους αναδυόμενους προορισμούς – αλλά και πολιτικά και κοινωνικά ευαίσθητο. Το γεγονός ότι η χώρα συγκαταλέγεται μεταξύ των σημαντικότερων τουριστικών προορισμών παγκοσμίως είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντικό, αλλά θα πρέπει να υποστηριχθεί και με τις κατάλληλες δημόσιες και επιχειρηματικές δράσεις. Η τόνωση των τουριστικών επενδύσεων και η προσήλωση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις εκείνες που εκσυγχρονίζουν

## Ειδικό θέμα IV.2

### Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΛΑΔΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η υψηλή παραγωγικότητα της εργασίας συνιστά συνθήκη αναγκαία για τη διασφάλιση της μακροχρόνιας ευημερίας μιας οικονομίας. Όπως επισημαίνεται σε προγενέστερες μελέτες (βλ. McMillan and Rodrick 2011, IMF 2015),<sup>1</sup> η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας μπορεί να επιτευχθεί με δύο τρόπους: αφενός μεν από την αύξηση της κλαδικής παραγωγικότητας ως αποτέλεσμα της συσσώρευσης κεφαλαίου, της τεχνολογικής προόδου και της καλύτερης ενδοκλαδικής κατανομής των πόρων, αφετέρου δε από τη μετακίνηση της απασχόλησης από κλάδους χαμηλής προς κλάδους υψηλής παραγωγικότητας.

Σύμφωνα με τις προαναφερθείσες μελέτες, η μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα δύο όρων:

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^n \omega_{i,t-1} \times (\Delta y_{i,t}) + \sum_{i=1}^n y_{i,t} \times (\Delta \omega_{i,t}) \quad (1)$$

1 Βλ. McMillan, M.S. and Rodrick, D. (2011). "Globalization, Structural Change and Productivity Growth", NBER Working Paper No. 17143. IMF, 2015, *World Economic Outlook*, Chapter 3, Box 3.4. "The effects of financial crises on labour productivity: The role of sectoral reallocation", σελ. 34-35.

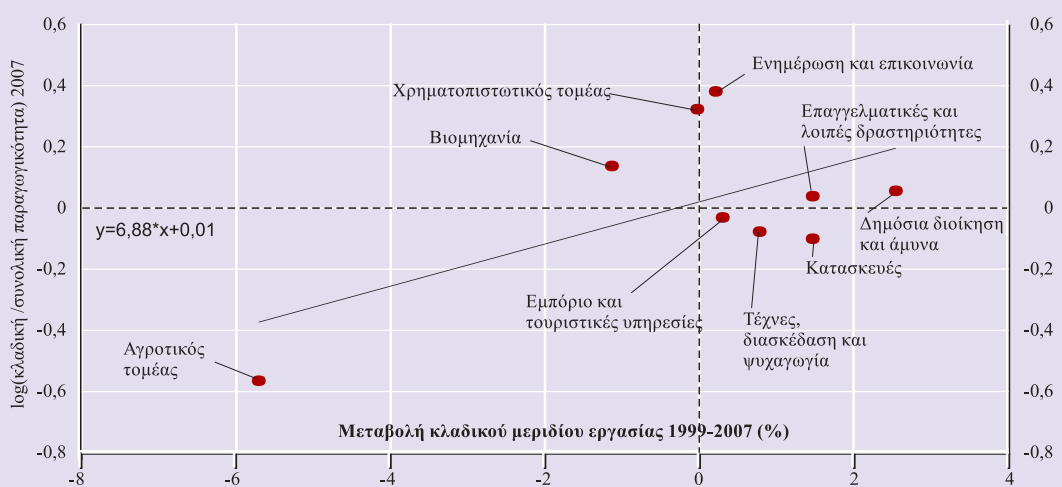
όπου  $Y_t$  είναι η συνολική παραγωγικότητα της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας τη χρονική περίοδο  $t$ ,  $y_i$  η παραγωγικότητα της εργασίας στον κλάδο  $i$  (όπου  $i=1..n$ ) και  $\omega_i$  το κλαδικό μερίδιο της απασχόλησης. Το πρώτο τμήμα του δεύτερου μέλους της εξίσωσης (1) αντιπροσωπεύει την ενδοκλαδική (*within*) επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα – εκφράζει δηλαδή τη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας ως αποτέλεσμα μεταβολών σε επίπεδο κλάδου οικονομικής δραστηριότητας. Το δεύτερο τμήμα αντιπροσωπεύει τη διακλαδική (*between*) επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα η οποία προκύπτει από την αναδιάρθρωση της εργασίας μεταξύ κλάδων. Κατά συνέπεια παρατηρείται θετική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας όταν οι μεταβολές στα κλαδικά μερίδια εργασίας έχουν θετική συσχέτιση με τα επίπεδα παραγωγικότητας. Δηλαδή, στο βαθμό που στους κλάδους υψηλής και αυξανόμενης παραγωγικότητας αυξάνονται τα κλαδικά μερίδια εργασίας, η διακλαδική επίδραση είναι θετική και συμβάλλει σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας. Συμπεραίνεται ότι, όταν σε ένα τομέα της οικονομίας αυξάνεται η παραγωγικότητα αλλά δεν αυξάνεται παράλληλα το μερίδιο εργασίας του, τότε η επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας σε επίπεδο εθνικής οικονομίας είναι αβέβαιη (ενδεχομένως και αρνητική).

### Η συσχέτιση των κλαδικών μεριδίων εργασίας και της σχετικής κλαδικής παραγωγικότητας

Εξετάζεται εν συνεχεία η συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ της κλαδικής παραγωγικότητας και της μεταβολής του κλαδικού μεριδίου εργασίας στην Ελλάδα, για τις περιόδους 1999-2007 και 2008-2014 αντιστοίχως.<sup>2</sup> Όσον αφορά την πρώτη περίοδο, παρατηρείται θετική σχέση ανάμεσα στη

2 Τα στοιχεία για τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας που έχουν χρησιμοποιηθεί προέρχονται από την ΕΛΣΤΑΤ και αφορούν την περίοδο 1995-2014. Ειδικότερα έχουν χρησιμοποιηθεί στοιχεία για τους ακόλουθους κλάδους: 1) Γεωργία, δασοκομία και αλιεία, 2) Ορυχεία και λατομεία, μεταποίηση, ενέργεια, παροχή νερού, επεξεργασία λυμάτων, διαχείριση αποβλήτων, εξυγίανση, 3) Κατασκευές, 4) Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευές οχημάτων και μοτοσικλετών, μεταφορά και αποθήκευση, υπηρεσίες παροχής καταλύματος και υπηρεσίες εστίασης, 5) Ενημέρωση και επικοινωνία, 6) Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες, 7) Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες, διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες, 8) Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, εκπαίδευση, δραστηριότητες σχετιζόμενες με την ανθρώπινη υγεία και την κοινωνική μέριμνα, 9) Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία, επισκευές ειδών νοικοκυριού και άλλες υπηρεσίες. Δεν λαμβάνεται υπόψη ο κλάδος "Διαχείριση ακίνητης περιουσίας", καθώς η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στην περίπτωση αυτή κατά κύριο λόγο αντανακλά προσόδους.

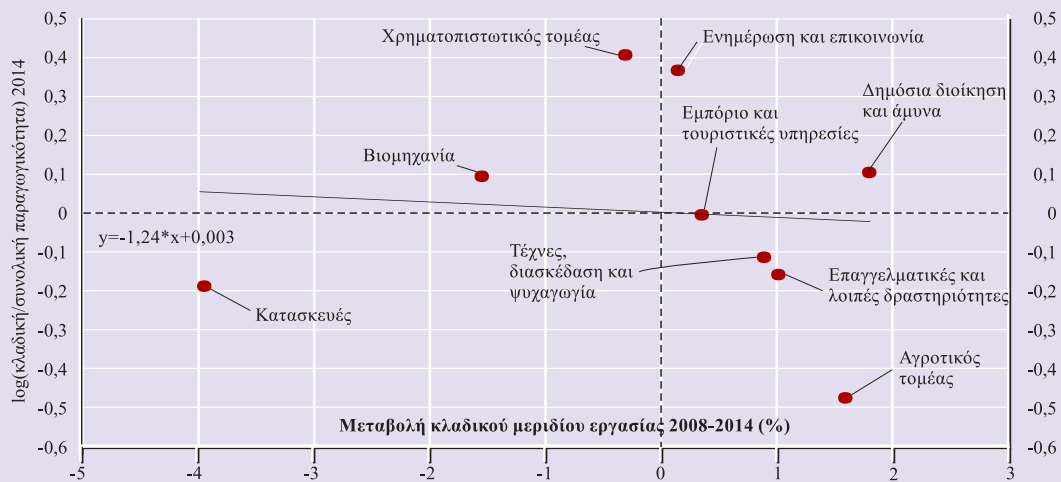
**Διάγραμμα Α** Σχετική κλαδική παραγωγικότητα και μεταβολή του κλαδικού μεριδίου εργασίας (1999-2007)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

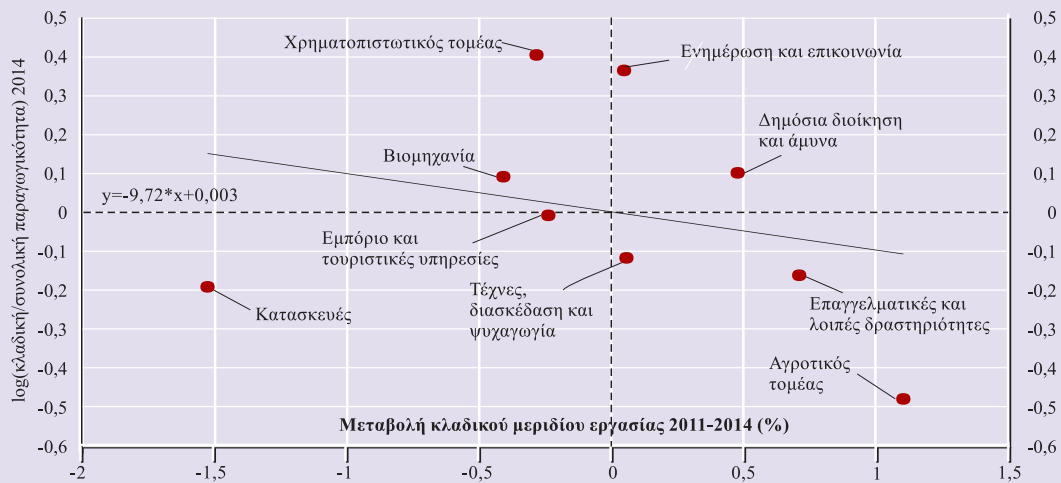


**Διάγραμμα Β** Σχετική κλαδική παραγωγικότητα και μεταβολή του κλαδικού μεριδίου εργασίας (2008-2014)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Γ** Σχετική κλαδική παραγωγικότητα και μεταβολή του κλαδικού μεριδίου εργασίας (2011-2014)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

σχετική κλαδική παραγωγικότητα (log(κλαδική παραγωγικότητα/μέση παραγωγικότητα σε επίπεδο εθνικής οικονομίας)) το 2007 και τη μεταβολή του κλαδικού μεριδίου εργασίας την περίοδο 1999-2007 (βλ. Διάγραμμα Α), η οποία υποδηλώνει τη θετική συνεισφορά της κλαδικής αναδιάρθρωσης της εργασίας στη συνολική παραγωγικότητα. Ωστόσο, η εν λόγω συνεισφορά περιορίστηκε από το γεγονός ότι η σημαντική μείωση του κλαδικού μεριδίου της εργασίας στον αγροτικό τομέα (κατά περίπου 6%) την περίοδο 1999-2007 δεν συνοδεύθηκε από ανάλογη μεταστροφή

της απασχόλησης υπέρ των πιο παραγωγικών κλάδων, καθώς αυξήθηκε κυρίως το μερίδιο των κλάδων που υπολείπονται του εθνικού μέσου όρου της παραγωγικότητας. Ειδικότερα, τα κλαδικά μερίδια εργασίας των κατασκευών, των επαγγελματικών υπηρεσιών και της δημόσιας διοίκησης αυξήθηκαν κατά 1,5%, 1,5% και 2,5% αντιστοίχως, ενώ το κλαδικό μερίδιο της απασχόλησης στη βιομηχανία περιορίστηκε κατά περίπου 1,1%, παρά την υψηλότερη του μέσου όρου παραγωγικότητα που παρατηρείται στον εν λόγω κλάδο.

Αντίθετα, την περίοδο 2008-2014 παρατηρείται μια οριακά αρνητική σχέση μεταξύ της σχετικής κλαδικής παραγωγικότητας και της μεταβολής του κλαδικού μεριδίου της εργασίας (βλ. Διάγραμμα Β), η οποία καθίσταται έντονα αρνητική την περίοδο 2011-2014 (βλ. Διάγραμμα Γ). Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι τα τελευταία χρόνια η κλαδική αναδιάρθρωση της εργασίας συντελείται υπέρ των κλάδων που χαρακτηρίζονται από χαμηλή σχετική παραγωγικότητα, όπως ο αγροτικός τομέας,<sup>3</sup> οι επαγγελματικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και η δημόσια διοίκηση, ασκώντας αρνητική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας.

### Η συμβολή της διακλαδικής και ενδοκλαδικής επίδρασης στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας

Λαμβάνοντας υπόψη την προηγούμενη ανάλυση, επιχειρείται να εξεταστεί η συμβολή της διακλαδικής και ενδοκλαδικής επίδρασης στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας. Όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα Δ, την περίοδο προ του 2007 η συνολική παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε λόγω τόσο ενδοκλαδικών παραγόντων όσο και διακλαδικών παραγόντων, δηλαδή και λόγω της στροφής της απασχόλησης προς τους πιο παραγωγικούς κλάδους. Αντίθετα, την περίοδο 2008-2011 παρατηρείται επιδείνωση της συνολικής παραγωγικότητας, η οποία αποδίδεται πρωτίστως στην κάμψη της παραγωγικότητας σε κλαδικό επίπεδο, ενώ και η κλαδική αναδιάρθρωση της εργασίας είχε οριακά αρνητική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα. Ο ρυθμός μεταβολής της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας διαμορφώθηκε σε οριακώς θετικά επίπεδα την περίοδο 2012-2014 εξαιτίας του γεγονότος ότι η θετική ενδοκλαδική επίδραση υπερέβρασε την αρνητική συνεισφορά του διακλαδικού όρου.

Συνεπώς, η εξέλιξη της παραγωγικότητας της εργασίας τα χρόνια της κρίσης 2008-2014 προσδιορίζεται κατά κύριο λόγο από τη μεταβολή της κλαδικής παραγωγικότητας (ενδοκλαδική επίδραση), ενώ η κλαδική αναδιάρθρωση της απασχόλησης (διακλαδική επίδραση) είχε

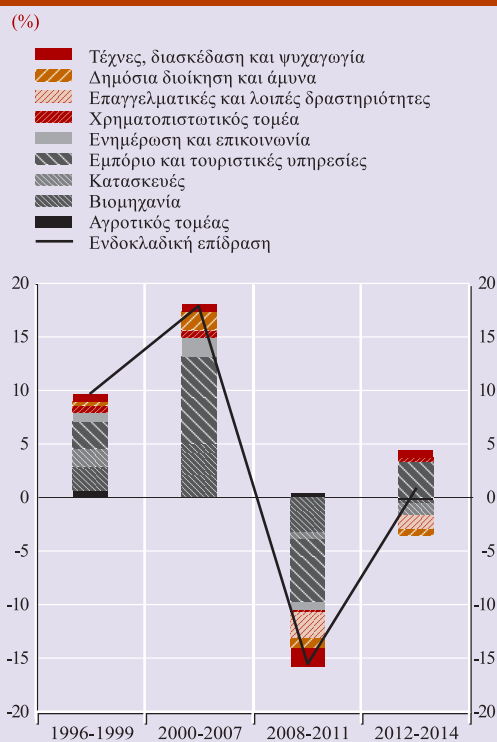
**Διάγραμμα Δ Η συμβολή της ενδοκλαδικής και διακλαδικής επίδρασης στη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

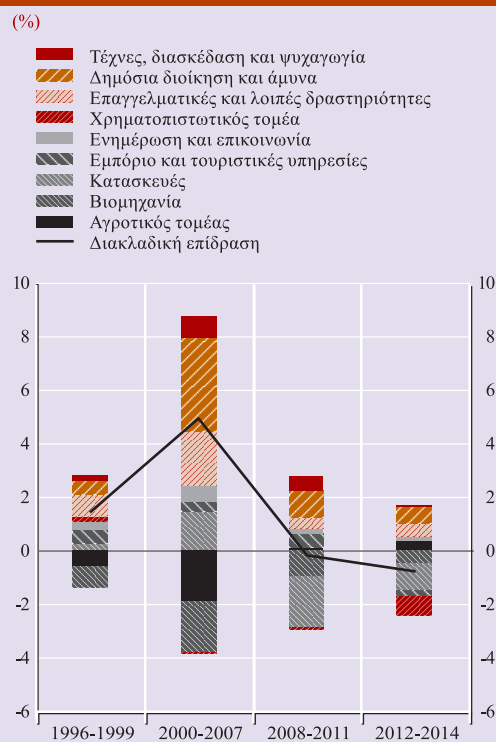
<sup>3</sup> Η αύξηση του μεριδίου της απασχόλησης στον αγροτικό τομέα τα χρόνια της κρίσης συνδέεται και με τα ποικίλα κίνητρα που δόθηκαν (παροχή αγροτικής γης, επιδοτήσεις κ.λπ.) προς τους νέους (πρωτίστως νέους ανέργους) προκειμένου να στραφούν προς τη γεωργία.

**Διάγραμμα Ε** Κλαδική συνεισφορά στην ενδοκλαδική επίδραση της μεταβολής της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα ΣΤ** Κλαδική συνεισφορά στην διακλαδική επίδραση της μεταβολής της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

οριακά αρνητική επίπτωση την υποπερίοδο 2008-2014, η οποία καθίσταται εντονότερη τα τελευταία χρόνια.

Στα Διαγράμματα Ε και ΣΤ απεικονίζεται η συνεισφορά κάθε κλάδου οικονομικής δραστηριότητας στη μεταβολή της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας μέσω της ενδοκλαδικής και διακλαδικής επίδρασης αντιστοίχως.

Κατά τις περιόδους 1996-1999 και 2000-2007 όλοι οι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας συνέβαλαν σε αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας μέσω της ενδοκλαδικής επίδρασης (βλ. Διάγραμμα Ε),<sup>4</sup> αντίθετα με την περίοδο 2008-2011 οπότε η παραγωγικότητα της εργασίας υποχώρησε σε όλους τους κλάδους (με εξαίρεση τον αγροτικό τομέα).

Την πιο πρόσφατη περίοδο 2012-2014 η παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε σε ορισμένους κλάδους, με αποτέλεσμα να παρατηρείται οριακά θετική ενδοκλαδική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας. Ειδικότερα, θετική ήταν η συνεισφορά των κλάδων: “εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες”, “τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία”, “χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες” και “ενημέρωση και επικοινωνία”. Αντίθετα, συνεχίστηκε η αρνητική συνεισφορά των κατασκευών, της βιομηχανίας, των επαγγελματιών υπηρεσιών και της δημόσιας διοίκησης.

<sup>4</sup> Με εξαίρεση την οριακά αρνητική επίδραση του κλάδου “επαγγελματικές υπηρεσίες” την περίοδο 1996-1999 και του κλάδου “κατασκευές” την περίοδο 2000-2007.

Η διακλαδική επίδραση (βλ. Διάγραμμα ΣΤ) κατά τις περιόδους 1996-1999 και 2000-2007 ήταν θετική, συμβάλλοντας σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας, παρά την αρνητική συνεισφορά του αγροτικού τομέα και της βιομηχανίας.

Από την εξέταση των πιο πρόσφατων περιόδων 2008-2011 και 2012-2014 (βλ. Διάγραμμα ΣΤ) προκύπτει ότι η διακλαδική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα μετατράπηκε σε αρνητική, γεγονός που προβληματίζει σε ό,τι αφορά τη μελλοντική εξέλιξη της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας. Οι κλάδοι που συνεισφέρουν θετικά στην παραγωγικότητα και στις δύο υποπεριόδους μέσω της απορρόφησης της εργασίας είναι οι εξής: “αγροτικός τομέας”, “ενημέρωση και επικοινωνία”, “επαγγελματικές υπηρεσίες”, “δημόσια διοίκηση”, “τέχνες και ψυχαγωγία”. Ο κλάδος “εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες” συνέβαλε σε αύξηση της παραγωγικότητας μέσω της αύξησης του μεριδίου του στη συνολική απασχόληση την περίοδο 2008-2011 και την υποπερίοδο 2013-2014. Τέλος, αρνητική ήταν η συνεισφορά των κλάδων της βιομηχανίας, των κατασκευών και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε όλη την περίοδο 2008-2014.

Η εξέλιξη αυτή είναι συμβατή με την ανάλυση του IMF (2015) καθώς και με προγενέστερες μελέτες των Aaronson et al. (2004) και Kopelman and Rosen (2014),<sup>5</sup> που έχουν δείξει ότι σε περιόδους κρίσης το μερίδιο της εργασίας που απομακρύνεται από τους πιο παραγωγικούς κλάδους (όπως η βιομηχανία και οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) τείνει να απορροφάται από τους λιγότερο παραγωγικούς κλάδους που αφορούν προσωπικές υπηρεσίες και το δημόσιο τομέα.

Εστιάζοντας στην πρόσφατη περίοδο 2012-2014, συμπεραίνεται ότι μόνο τέσσερις από τους εννέα κλάδους έχουν θετική συνεισφορά στην παραγωγικότητα μέσω της ενδοκλαδικής επίδρασης, ενώ μόλις δύο εξ αυτών (“ενημέρωση και επικοινωνία” και “τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία”) έχουν θετική συνεισφορά στην παραγωγικότητα και μέσω της διακλαδικής επίδρασης.<sup>6</sup> Εύλογα ανακύπτει το ερώτημα κατά πόσον η κλαδική αναδιάρθρωση της εργασίας κατά την εν λόγω περίοδο είναι συνεπής με μια συνολική στροφή της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης προς κλάδους που χαρακτηρίζονται ως διεθνώς εμπορεύσιμοι. Άλλωστε, όπως έχει επισημανθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>7</sup> η αναδιάρθρωση της οικονομίας με σταδιακή μετακίνηση πόρων από την παραγωγή μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών προς την παραγωγή διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών (με υψηλότερη παραγωγικότητα) έχει ευεργετικές συνέπειες για την ελληνική οικονομία και ενισχύει τον εξαγωγικό προσανατολισμό της οικονομίας.

### **Η επίδραση των εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην εξέλιξη της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας**

Παρατηρείται ότι την περίοδο 1996-2007 πρωτίστως οι διεθνώς εμπορεύσιμοι κλάδοι της οικονομίας συνέβαλαν στην ενίσχυση της συνολικής παραγωγικότητας της εργασίας μέσω της ενδοκλαδικής επίδρασης (βλ. Διάγραμμα Ζ).<sup>8</sup> Κατά την περίοδο 2008-2011 τόσο οι εμπορεύσιμοι όσο και οι μη εμπορεύσιμοι κλάδοι επέδρασαν αρνητικά στη συνολική παραγωγικότητα μέσω του

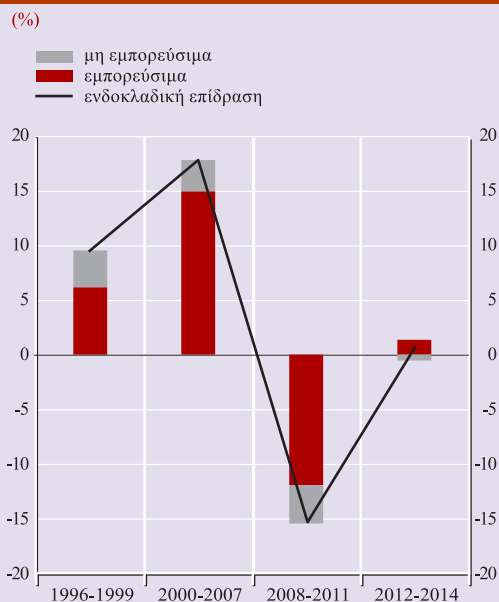
5 Βλ. Aaronson, D., Rissman E.R., Sullivan D.G., (2004), “Can Sectoral Reallocation Explain the Jobless Recovery?”, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 28 (2): 36-49. Kopelman, J. and Rosen, H.S., 2014, “Are Public Sector Jobs Recession Proof? Were They Ever?”, NBER Working Paper no. 20692.

6 Θετική είναι η εικόνα και για τον κλάδο “εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες” αν εξεταστεί η περίοδος 2013-2014, οπότε παρατηρήθηκε αύξηση του μεριδίου του κλάδου στη συνολική απασχόληση και ταυτόχρονη αύξηση της παραγωγικότητας.

7 Βλ. *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2013* (Δεκέμβριος 2013), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013* (Φεβρουάριος 2014) και *Νομισματική Πολιτική 2013-2014* (Ιούνιος 2014).

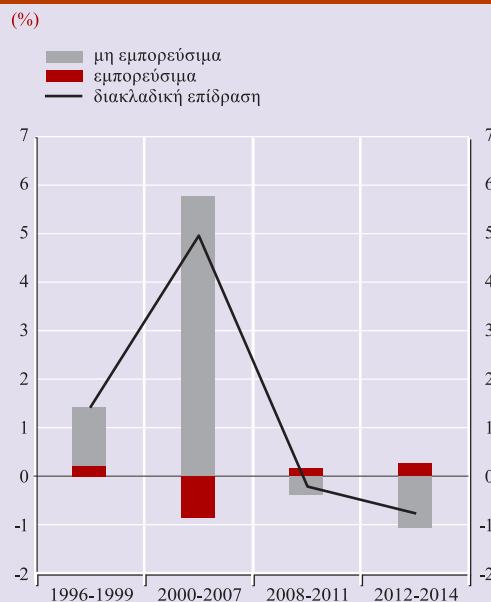
8 Ως διεθνώς εμπορεύσιμοι κλάδοι θεωρούνται ο αγροτικός τομέας, η βιομηχανία, το εμπόριο και οι τουριστικές υπηρεσίες, η ενημέρωση και επικοινωνία και οι επαγγελματικές υπηρεσίες. Οι εναπομένοντες κλάδοι κατατάσσονται στους μη διεθνώς εμπορεύσιμους κλάδους. Βλ. Piton, S. (2015), “Monetary Integration and the Nontradable Sector”, mimeo, και Moutos, Th. (2015), “MoU and Traded Sector Development in Greece”, CEPS background notes.

**Διάγραμμα Ζ Συνεισφορά των εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων κλάδων στην ενδοκλαδική επίδραση**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Η Συνεισφορά των εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων κλάδων στη διακλαδική επίδραση**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

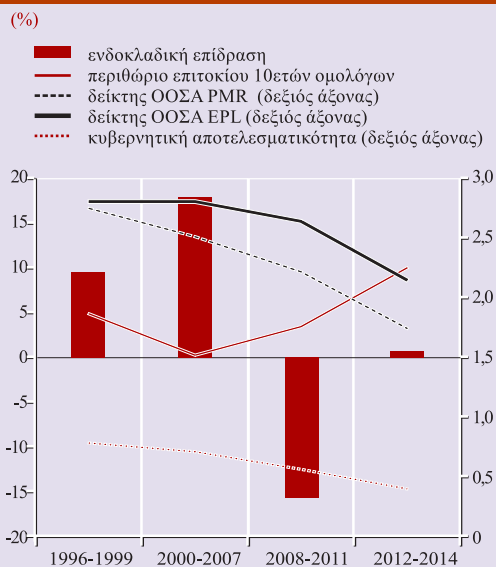
ενδοκλαδικού όρου. Ωστόσο, την περίοδο 2012-2014 η ανάκαμψη της συνολικής παραγωγικότητας μέσω του ενδοκλαδικού όρου αποδίδεται στους εμπορεύσιμους κλάδους, των οποίων η θετική συμβολή υπερέρασε την αρνητική επίδραση των μη εμπορεύσιμων.

Στην περίπτωση της διακλαδικής επίδρασης (βλ. Διάγραμμα Η), η κλαδική αναδιάρθρωση της εργασίας υπέρ των μη εμπορεύσιμων κλάδων την περίοδο 1996-2007 συνέβαλε σε αύξηση της παραγωγικότητας, ενώ αρνητική ήταν η επίδραση των εμπορεύσιμων κλάδων την υποπερίοδο 2000-2007. Την περίοδο 2008-2014 παρατηρήθηκε μια οριακά θετική συνεισφορά των εμπορεύσιμων μέσω της διακλαδικής επίδρασης, η οποία όμως αντισταθμίστηκε από την αρνητική συμβολή των μη εμπορεύσιμων κλάδων. Συνεπώς, η επίδραση της κλαδικής αναδιάρθρωσης της εργασίας στη συνολική παραγωγικότητα γίνεται εντονότερα αρνητική τα τελευταία χρόνια της κρίσης. Ωστόσο, η κλαδική αναδιάρθρωση της εργασίας υπέρ των μη εμπορεύσιμων κλάδων που συντελέστηκε την περίοδο προ του 2007 έχει αρχίσει να αντιστρέφεται με αργό ρυθμό, ως αποτέλεσμα της οικονομικής κρίσης και των ποικίλων παρεμβάσεων πολιτικής. Στο βαθμό που η τάση αυτή θα συνεχιστεί στο μέλλον, δύναται να συμβάλει θετικά στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας.

**Παράγοντες που πιθανώς συνέβαλαν στην αρνητική διακλαδική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας την περίοδο 2012-2014**

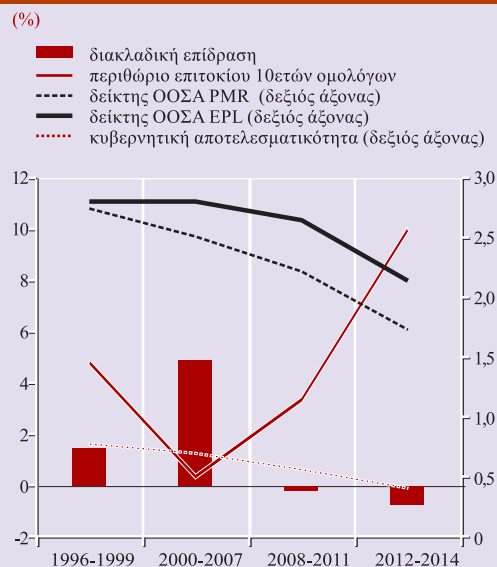
Οι κύριοι παράγοντες που μπορούν να ερμηνεύσουν την εντονότερη αρνητική επίδραση του διακλαδικού όρου στη συνολική παραγωγικότητα την περίοδο 2012-2014 είναι: α) η ύπαρξη υπέρμετρων ρυθμιστικών κανόνων και εμποδίων στις αγορές εργασίας, προϊόντων και υπηρεσιών που δυσχεραίνουν τη μετακίνηση των συντελεστών παραγωγής προς αποδοτικότερες χρήσεις, β) οι περιορισμοί στη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων λόγω αυστηρότερης πιστοδοτικής πολιτικής εκ μέρους των τραπεζικών ιδρυμάτων και γ) το ανεπαρκές θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο, που δημιουργούν ανικίνητρα για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

**Διάγραμμα Θ** Η σχέση της ενδοκλαδικής επίδρασης με δείκτες χρηματοδοτικών περιορισμών και θεσμικών μεταρρυθμίσεων



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΟΟΣΑ και Παγκόσμια Τράπεζα. Σημείωση: Οι τιμές του δείκτη PMR αφορούν τα έτη 1998, 2003, 2008 και 2013. Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις (EPL, κυβερνητική αποτελεσματικότητα, περιθώριο επιτοκίου 10ετών κρατικών ομολόγων) έχουν χρησιμοποιηθεί οι μέσοι όροι των υπό εξέταση περιόδων.

**Διάγραμμα Ι** Η σχέση της διακλαδικής επίδρασης με δείκτες χρηματοδοτικών περιορισμών και θεσμικών μεταρρυθμίσεων



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΟΟΣΑ και Παγκόσμια Τράπεζα. Σημείωση: Οι τιμές του δείκτη PMR αφορούν τα έτη 1998, 2003, 2008 και 2013. Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις (EPL, κυβερνητική αποτελεσματικότητα, περιθώριο επιτοκίου 10ετών κρατικών ομολόγων) έχουν χρησιμοποιηθεί οι μέσοι όροι των υπό εξέταση περιόδων.

Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα σημειώνει σημαντική πρόοδο στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ιδίως στην αγορά εργασίας (βλ. ΟΟΣΑ 2013).<sup>9</sup> Όπως αποτυπώνει η υποχώρηση της τιμής του δείκτη EPL (employment protection legislation) του ΟΟΣΑ, η Ελλάδα από την έναρξη του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής εισήγαγε αρκετές μεταρρυθμίσεις που συνέβαλαν στην αύξηση της ευελιξίας στην αγορά εργασίας (βλ. Διαγράμματα Θ και Ι). Ομοίως, αξιολογή προόδους έχει επιτευχθεί σε ό,τι αφορά την απελευθέρωση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών, η οποία αντικατοπτρίζεται στη σημαντική αποκλιμάκωση του δείκτη PMR (product market regulation) του ΟΟΣΑ (βλ. Διαγράμματα Θ και Ι).

Αντίθετα, η διεύρυνση του περιθωρίου επιτοκίου του 10ετούς ελληνικού ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού (βλ. Διαγράμματα Θ και Ι) αποτυπώνει την ύπαρξη αυξημένων χρηματοδοτικών περιορισμών (καθώς και αύξηση της αβεβαιότητας) στο σύνολο της οικονομίας κατά την περίοδο της κρίσης, γεγονός που αποθάρρυνε την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων.<sup>10</sup> Θα πρέπει να επισημανθεί ότι οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί επιδρούν ιδιαίτερα αρνητικά στην περίπτωση των νεοφυών επιχειρήσεων, οι οποίες κατά κανόνα χαρακτηρίζονται από έλλειψη περιουσιακών στοιχείων αποδεκτών ως εξασφαλίσεων για τη δανειοδότησή τους από τις τράπεζες. Επίσης, λόγω του περιορισμένου συνήθως μεγέθους τους δεν έχουν τη δυνατότητα πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίων.

9 Βλ. OECD 2013, *Economic Surveys, Greece*, November, καθώς και Koske, I., Wanner, I., Bitetti, R., Barbiero, O. (2013) "The 2013 update of the OECD's database on product market regulation – policy insights for OECD and non-OECD countries", OECD Economics Department, Working paper.

10 Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία του επιταχυντή (accelerator model), σε περιόδους ύφεσης η προσδοκία ότι θα συνεχιστεί η χαμηλή ζήτηση αποτελεί αντικίνητρο για επενδύσεις.

Επιπλέον, σύμφωνα με τους δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας που αφορούν την ποιότητα διακυβέρνησης<sup>11</sup> (βλ. Διαγράμματα Θ και Ι), την περίοδο της κρίσης η κυβερνητική αποτελεσματικότητα (government effectiveness) παρουσιάζει αισθητή κάμψη στην Ελλάδα. Παρόμοια τάση παρατηρείται σε άλλους δείκτες, που αφορούν π.χ. τον έλεγχο της διαφθοράς και την ποιότητα του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου. Ωστόσο, ο δείκτης κυβερνητικής αποτελεσματικότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας ενισχύθηκε σημαντικά το 2013. Παρ' όλα αυτά, κατά μέσο όρο, υπολείπεται των προ της κρίσης επιπέδων του. Συνολικά, την εν λόγω περίοδο η πρόοδος στις διαρθρωτικές παρεμβάσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων αντισταθμίστηκε από την ελλιπή πρόοδο όσον αφορά τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου για τον τρόπο λειτουργίας του κράτους και κυρίως από την επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Από τα στοιχεία προκύπτει ότι η επίδραση του ενδοκλαδικού όρου στη συνολική παραγωγικότητα καταγράφεται οριακά θετική την περίοδο 2012-2014 (Διάγραμμα Θ). Διαφαίνεται ότι οι πραγματοποιηθείσες διαρθρωτικές αλλαγές συνέβαλαν σε μετακινήσεις των συντελεστών παραγωγής υπέρ των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων εντός κάθε κλάδου και ακολούθως ενίσχυσαν τη συνολική παραγωγικότητα, παρά τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς και την κάμψη της κυβερνητικής αποτελεσματικότητας. Δηλαδή η έξοδος των μη παραγωγικών επιχειρήσεων από κάθε κλάδο συνέβαλε στη συγκέντρωση των συντελεστών παραγωγής και των δραστηριοτήτων τους στις πλέον παραγωγικές επιχειρήσεις.

Στην περίπτωση του διακλαδικού όρου, φαίνεται ότι τα οφέλη της φιλελευθεροποίησης των αγορών εργασίας και προϊόντων που προάγουν την ευελιξία μετακίνησης των συντελεστών παραγωγής αντισταθμίστηκαν από την υποβάθμιση της κυβερνητικής αποτελεσματικότητας και τους εντεινόμενους χρηματοδοτικούς περιορισμούς, με αποτέλεσμα την τελικώς αρνητική επίδραση στη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας (βλ. Διάγραμμα Ι). Είναι γεγονός ότι, παρά τις αυξημένες δυνατότητες απορρόφησης της απασχόλησης σε διαφορετικούς κλάδους εξαιτίας των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, οι εντεινόμενοι χρηματοδοτικοί περιορισμοί καθιστούν απαγορευτική τη στροφή προς νέες δραστηριότητες, ενώ η χαμηλή κυβερνητική αποτελεσματικότητα αποθαρρύνει τις ξένες άμεσες επενδύσεις. Επιπλέον, όπως προαναφέρθηκε, σε περιόδους κρίσης το μερίδιο της εργασίας που απομακρύνεται από τους πιο παραγωγικούς κλάδους (όπως η βιομηχανία και οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) τείνει να απορροφάται από τους λιγότερο παραγωγικούς κλάδους, που αφορούν προσωπικές υπηρεσίες και το δημόσιο τομέα.

### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Η παρούσα ανάλυση στοχεύει στην αξιολόγηση της επίδρασης της κλαδικής αναδιάρθρωσης στην παραγωγικότητα της εργασίας κατά την περίοδο της κρίσης. Από τα στοιχεία προκύπτει ότι η εξέλιξη της παραγωγικότητας της εργασίας τα χρόνια της κρίσης 2008-2014 προσδιορίζεται κατά κύριο λόγο από τη μεταβολή της κλαδικής παραγωγικότητας (ενδοκλαδική επίδραση), ενώ η επίδραση της κλαδικής αναδιάρθρωσης της απασχόλησης (διακλαδική επίδραση) ήταν οριακά αρνητική την υποπερίοδο 2008-2014, καθιστάμενη εντονότερη τα τελευταία χρόνια.

Εστιάζοντας στην πρόσφατη περίοδο 2012-2014, συμπεραίνεται ότι μόνο τέσσερις από τους εννέα κλάδους οικονομικής δραστηριότητας είχαν θετική συνεισφορά στην παραγωγικότητα της εργασίας μέσω της ενδοκλαδικής επίδρασης (“εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες”, “τέχνες,

<sup>11</sup> Τα στοιχεία για την κυβερνητική αποτελεσματικότητα αφορούν την περίοδο 1996-2013. Συνεπώς, η αναφορά για την υπό εξέταση περίοδο 2012-2014 περιλαμβάνει το μέσο όρο των τελευταίων διαθέσιμων στοιχείων, δηλ. 2012-2013. Βλ. The Worldwide Governance Indicators, 2014 Update, και Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2010), “The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues”, World Bank Policy Research Working Paper No. 5430, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1682130](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1682130)

διασκέδαση και ψυχαγωγία”, “χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες”, “ενημέρωση και επικοινωνία”). Μόνο τρεις εξ αυτών (“ενημέρωση και επικοινωνία”, “τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία” και “εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες”<sup>12</sup>) είχαν θετική συνεισφορά και μέσω της διακλαδικής επίδρασης.

Συνεπώς, με εξαίρεση τη θετική εικόνα των κλάδων “ενημέρωση και επικοινωνία” και “εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες”, δεν παρατηρείται μια συνολική στροφή της απασχόλησης προς διεθνώς εμπορεύσιμους κλάδους, ενώ, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα Γ, μόνο ο κλάδος “ενημέρωση και επικοινωνία” εμφανίζει υψηλότερη παραγωγικότητα του μέσου όρου και ταυτόχρονα ενίσχυση στο μερίδιο εργασίας του.

Είναι αυτονόητο ότι, προκειμένου να επιτευχθεί η στροφή της οικονομίας προς ένα παραγωγικό πρότυπο προσανατολισμένο στις εξαγωγές διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και να διασφαλιστεί η συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης και μείωση της ανεργίας, θα πρέπει να συνεχιστούν εκείνες οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που διευκολύνουν τη μετακίνηση πόρων προς πιο αποδοτικές χρήσεις, αυξάνουν τη συνολική παραγωγικότητα της εργασίας και τελικώς συμβάλλουν σε αύξηση του βιοτικού επιπέδου σε μεσομακροχρόνιο ορίζοντα. Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας θα πρέπει να στηριχθεί σε κλάδους στους οποίους αυξάνεται η παραγωγικότητα της εργασίας και να συνοδευθεί από την αύξηση των κλαδικών μεριδίων εργασίας τους ώστε να αποσοβηθεί το ενδεχόμενο μιας ανάκαμψης χωρίς δημιουργία θέσεων εργασίας (jobless recovery).

Βεβαίως, εξίσου σημαντικές συνθήκες αποτελούν η άρση των ποικίλων χρηματοδοτικών περιορισμών που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων και η διασφάλιση της αδιάτακτης ρευστότητας στους επιμέρους τομείς της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, στη βελτίωση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων θα συνέβαλλαν α) η αξιοποίηση των χρηματοδοτικών εργαλείων της ΕΤΕπ και του επενδυτικού προγράμματος Juncker, β) η διευκόλυνση της πρόσβασης επιχειρήσεων στις κεφαλαιαγορές μέσω του σχεδίου της ΕΕ για την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών και γ) η ανάπτυξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, π.χ. διαδικτυακές πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης (crowdfunding) κ.λπ.

Επιπρόσθετα, η βελτίωση του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, η υιοθέτηση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου και γενικότερα η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού προς την επιχειρηματικότητα, καθώς και η συνέχιση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, θα ενίσχυαν την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων, εξέλιξη η οποία με τη σειρά της θα επιτάχυνε την κλαδική αναδιάρθρωση της οικονομίας και θα συνεισέφερε περαιτέρω στη βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι κλάδοι που τώρα δεν θεωρούνται διεθνώς εμπορεύσιμοι, όπως η εκπαίδευση και η υγεία (οι οποίοι υπάγονται στον ευρύτερο κλάδο “Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, εκπαίδευση, δραστηριότητες σχετικές με την ανθρώπινη υγεία και την κοινωνική μέριμνα”) θα μπορούσαν να αναπτυχθούν σημαντικά στο μέλλον με την προσφορά υπηρεσιών εκπαίδευσης και υγείας στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να καταστεί δυνατό με την αξιοποίηση του υπάρχοντος ελληνικού ανθρώπινου δυναμικού υψηλού επιπέδου, το οποίο σήμερα είτε υποαπασχολείται στην Ελλάδα είτε απασχολείται σε άλλες χώρες.

<sup>12</sup> Για τον κλάδο “εμπόριο και τουριστικές υπηρεσίες” τα στοιχεία αφορούν την περίοδο 2013-2014.



## V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η καλή δημοσιονομική πορεία των προηγούμενων ετών ανακόπηκε στα τέλη του 2014 λόγω πολιτικής αβεβαιότητας, με αποτέλεσμα τη σημαντική απόκλιση του δημοσιονομικού αποτελέσματος από το στόχο του προγράμματος το 2014. Η αβεβαιότητα συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2015, συνδεδεμένη με την παρατεταμένη περίοδο της διαπραγμάτευσης με τους εταίρους, γεγονός που έχει οδηγήσει σε πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος, άνοδο των επιτοκίων δανεισμού, κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και απόκλιση των φορολογικών εσόδων από τους στόχους του Προϋπολογισμού. Κατά συνέπεια, η ταμειακή διαχείριση, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι υφιστάμενες υποχρεώσεις πληρωμών, κατέστη εξαιρετικά δύσκολη και χαρακτηρίστηκε κυρίως από αναβολές πληρωμών προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης και βραχυπρόθεσμο δανεισμό διαθέσιμων πόρων από φορείς της γενικής κυβέρνησης. Η άμεση λήξη της αβεβαιότητας μέσω της ολοκλήρωσης των διαπραγματεύσεων και της επίτευξης συμφωνίας με τους εταίρους είναι κρίσιμης σημασίας προκειμένου να επανέλθει η χώρα σε τροχιά οικονομικής μεγέθυνσης.

Η έμφαση στο διαρθρωτικό σκέλος της δημοσιονομικής πολιτικής κρίνεται καθοριστική για τη διαφύλαξη των έως τώρα δημοσιονομικών επιτευγμάτων και την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Η σταθεροποίηση και βελτίωση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού αποτελέσματος δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής φιλικής προς την οικονομική ανάπτυξη και για τη σταδιακή άρση της αβεβαιότητας που βιώνει η ελληνική οικονομία. Οι δημόσιες επενδύσεις θα μπορούσαν να συμβάλουν αποφασιστικά στη δημοσιονομική προσαρμογή μέσω οικονομικής ανάπτυξης, υπό την προϋπόθεση ότι ο σχεδιασμός και οι μηχανισμοί παρακολούθησης της πραγματοποίησής τους θα διασφαλίζουν την αποτελεσματικότητά τους.

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

Τη μεγάλη πρόοδο των τελευταίων πέντε ετών στα δημόσια οικονομικά διαδέχθηκε μια περίο-

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



δος μεγάλης αβεβαιότητας, που σχετίστηκε με την πολιτική αστάθεια τους τελευταίους μήνες του 2014 και τη μη εφαρμογή συγκεκριμένης δημοσιονομικής πολιτικής στη συνέχεια. Η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε και η δημοσιονομική πρόοδος ανακόπηκε, με εμφανή αποτελέσματα στους δημοσιονομικούς δείκτες. Το διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα δεν παρουσίασε τη βελτίωση που αναμενόταν το 2014 και διαμορφώθηκε χαμηλότερα από εκείνο του 2013 (βλ. Διάγραμμα V.1). Παράλληλα, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2014 επιδεινώθηκε έναντι του 2013 και απέκλινε από το στόχο του προγράμματος.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2011-2014 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Έλλειμματος (ΔΥΕ), το ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) για το 2014 παρουσιάζει έλλειμμα της τάξεως του 3,5% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 12,3% του ΑΕΠ το 2013 (βλ. Πίνακα V.1). Η μεγάλη βελτίωση

<sup>1</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 5 Ιουνίου 2015.

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

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	<b>-11,1</b>	<b>-10,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>-12,3</b>	<b>-3,5*</b>
– Κεντρική κυβέρνηση	-10,6	-9,3	-8,2	-14,6	-4,4
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	-0,5	-0,9	-0,5	2,3	0,8
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-11,5</b>	<b>-10,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,6*</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup></b>	<b>-5,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3*</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (Πρόγραμμα Οικονομικής Πολιτικής)<sup>2</sup></b>			<b>-1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-</b>
<b>Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού</b>					
Δημοσιονομικά στοιχεία <sup>2</sup>	<b>-9,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-8,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,1</b>
Ταμειακά στοιχεία <sup>3</sup>	<b>-10,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-5,5<sup>4</sup></b>	<b>-7,0<sup>5</sup></b>	<b>-2,4<sup>6</sup></b>

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

\* Προσωρινά στοιχεία (Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2015).

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

2 Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης ΚΠ, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2015).

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

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

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

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

έναντι του 2013 οφείλεται στην επίπτωση της καθαρής κρατικής υποστήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στο αποτέλεσμα του 2013, ενώ μετά τη σχετική διόρθωση το αποτέλεσμα του 2014 παρουσιάζει επιδείνωση έναντι του 2013, καταγράφοντας έλλειμμα 3,6%<sup>2</sup> του ΑΕΠ έναντι ελλείμματος 1,8% του ΑΕΠ το 2013, καθώς και σημαντική απόκλιση κατά 2,3% του ΑΕΠ από το στόχο στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2015 για έλλειμμα 1,3% του ΑΕΠ. Μεγάλο μέρος της απόκλισης αυτής (1,1% του ΑΕΠ) οφείλεται στη μη είσπραξη των εσόδων από την επιστροφή των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων που διακρατούνται από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (SMP) εξαιτίας της μη ολοκλήρωσης της αξιολόγησης του προγράμματος για την ελληνική οικονομία, ενώ το υπόλοιπο σχετίζεται κυρίως με απόκλιση στο σκέλος των

φορολογικών εσόδων και των εσόδων του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2014 με βάση το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (ΠΟΠ) δεν είναι ακόμη γνωστό, όμως εκτιμάται<sup>3</sup> ότι θα παρουσιάσει σημαντική απόκλιση από το στόχο του προγράμματος για πρωτογενές πλεόνασμα 1,5% του ΑΕΠ. Η απόκλιση αυτή από το στόχο οφείλεται, εκτός από την υστέρηση των εσόδων, και στην

2 Η παρατηρούμενη αύξηση του ποσοστού του ελλείμματος ως προς το ΑΕΠ μετά τη διόρθωση ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα το 2014 (αν δηλαδή δεν ληφθεί υπόψη η επίδραση της υποστήριξης αυτής) οφείλεται στο γεγονός ότι το 2014 τα δημόσια έσοδα από τις προνομιούχες μετοχές των τραπεζών ήταν υψηλότερα των δαπανών.

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

αλλαγή στον τρόπο καταγραφής των αμυντικών δαπανών από την ΕΛΣΤΑΤ.

Η πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα των τελευταίων έξι μηνών έχει οδηγήσει σε πάγωμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος, εφόσον ακόμη εκκρεμεί η ολοκλήρωση της αξιολόγησης που ξεκίνησε το φθινόπωρο του 2014, με αποτέλεσμα την αναβολή είσπραξης της τελευταίας δόσης από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ, της δόσης από το ΔΝΤ ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ, καθώς και των εσόδων από το SMP (Securities Markets Programme) ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ, των οποίων η καταβολή συνδέεται άμεσα με την επιτυχή ολοκλήρωση της αξιολόγησης του προγράμματος.

Η παρατεταμένη διαπραγμάτευση σχετικά με την εφαρμογή του προγράμματος έχει οδηγήσει σε αύξηση των αποδόσεων των εντόκων γραμματίων διάρκειας 13 και 26 εβδομάδων. Ειδικότερα, η απόδοση των εντόκων γραμματίων διάρκειας 13 εβδομάδων αυξήθηκε από 1,70% το Νοέμβριο του 2014 (14.11.2014) σε 2,70% στην τελευταία δημοπρασία του Μαΐου 2015 (15.5.2015). Επίσης, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου διαμορφώθηκε στο 11,2% (2.6.2015), σε σύγκριση με μόλις 6,85% στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2014, δηλαδή σε επίπεδα που επικρατούσαν κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου του 2013. Αντίθετα, στις 2.6.2015 η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας είχε διαμορφωθεί σε 1,3% και 2,8% αντίστοιχα. Επιπλέον, η επιδείνωση των συνθηκών επενδυτικής εμπιστοσύνης οδήγησε σε μεγαλύτερη, συγκριτικά, αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων βραχύτερης διάρκειας (το ομόλογο που εκδόθηκε τον Απρίλιο του 2014 με πενταετή διάρκεια και αρχική απόδοση 4,95% είχε απόδοση 16,6% στις 2.6.2015, ενώ το ομόλογο που εκδόθηκε τον Ιούλιο του 2014 με τριετή διάρκεια και αρχική απόδοση 3,5% είχε απόδοση 23,6% στις 2.6.1015). Κατά συνέπεια, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων αντιστράφηκε, καθώς η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων 10ετούς και 3ετούς διάρκειας έγινε αρνητική, αντανakλώντας την αυξημένη αβεβαιότητα των επενδυτών.

Επιπλέον, οι αρνητικές επιπτώσεις μεταξύ άλλων αποτυπώνονται και στα δημοσιονομικά αποτελέσματα του πρώτου τετραμήνου του έτους. Χαρακτηριστική είναι η υστέρηση των φορολογικών εσόδων καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, η επιδείνωση του αποτελέσματος των ασφαλιστικών οργανισμών, αλλά και η αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης. Προκειμένου να αντισταθμιστούν τα παραπάνω και να αντιμετωπιστούν οι χρηματοδοτικές ανάγκες της περιόδου, παρατηρείται αναβολή πληρωμών προς τους προμηθευτές των φορέων της γενικής κυβέρνησης και άντληση των διαθέσιμων των φορέων της γενικής κυβέρνησης μέσω βραχυπρόθεσμου δανεισμού, με αρνητικές συνέπειες στην πραγματική οικονομία.

Με το νόμο 4323/2015<sup>4</sup> προβλέπεται η μεταφορά των ταμειακών διαθέσιμων των φορέων γενικής κυβέρνησης και των ΟΤΑ α' και β' βαθμού προς επένδυση σε λογαριασμό ταμειακής διαχείρισης στην Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να επενδύονται σε συμβάσεις αγοράς ή πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναπώλησης/επαναγοράς με αντισυμβαλλόμενο το Ελληνικό Δημόσιο.

Επιπλέον, κατά τη διάρκεια του πρώτου τετραμήνου του 2015 ψηφίστηκαν μεταξύ άλλων: ο νόμος 4320/2015<sup>5</sup> για την ανθρωπιστική κρίση, που περιλαμβάνει σειρά διατάξεων οι οποίες αφορούν μεταξύ άλλων την άμεση αντιμετώπιση της ανθρωπιστικής κρίσης με αποδέκτες άτομα και οικογένειες που διαβιούν σε συνθήκες ακραίας φτώχειας μέσω παροχής δωρεάν ρεύματος και επιδοτήσεων σίτισης και ενοικίου, όπως επίσης και τη λειτουργία της κυβέρνησης και των κυβερνητικών οργάνων, αλλά και την ολοκλήρωση της συγκρότησης

4 “Κύρωση της από 20 Απριλίου 2015 Πράξης Νομοθετικού Περιεχομένου ‘Κατεπείγουσα ρύθμιση για τη μεταφορά ταμειακών διαθέσιμων των Φορέων Γενικής Κυβέρνησης προς επένδυση στην Τράπεζα της Ελλάδος’ (ΦΕΚ Α’ 41)”.

5 “Ρυθμίσεις για τη λήψη άμεσων μέτρων για την αντιμετώπιση της ανθρωπιστικής κρίσης, την οργάνωση της Κυβέρνησης και των Κυβερνητικών οργάνων και λοιπές διατάξεις”. Σύμφωνα με το ΓΛΚ, το δημοσιονομικό κόστος των προτεινόμενων παρεμβάσεων εκτιμάται ότι θα υπερβεί τα 220 εκατ. ευρώ το 2015 και ενδέχεται να υπερβεί τα 280 εκατ. ευρώ το 2016.

και αναδιάρθρωσης του κυβερνητικού σχήματος. Τέλος, με το νόμο 4321/2015<sup>6</sup> δίνεται νέα δυνατότητα ρύθμισης για την αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο και τα ασφαλιστικά ταμεία, για όλες τις οφειλές ανεξαρτήτως ύψους.

Όσον αφορά το μίγμα πολιτικής, κρίνεται καθοριστικής προτεραιότητας η επιλογή δημοσιονομικής πολιτικής που θα ενισχύσει την οικονομική μεγέθυνση, μέσα από διαρθρωτικούς και όχι φοροεισπρακτικού τύπου παρεμβάσεις, διαφυλάσσοντας παράλληλα και την κοινωνική συνοχή. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ,<sup>7</sup> δημοσιονομικές παρεμβάσεις διαρθρωτικού τύπου μπορούν να αυξήσουν το κατά κεφαλήν ΑΕΠ κατά 3/4 της ποσοστιαίας μονάδας. Επιπρόσθετα, η ίδια μελέτη υποστηρίζει ότι ακόμη και δημοσιονομικά ουδέτερες μεταρρυθμίσεις που συνδέονται με την αποτελεσματικότητα του φορολογικού συστήματος επιδρούν θετικά στη μακροπρόθεσμη οικονομική μεγέθυνση τουλάχιστον κατά μισή ποσοστιαία μονάδα.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η διεύρυνση της φορολογικής βάσης μέσα από την κατάργηση των φοροαπαλλαγών θα μπορούσε να εξοικονομήσει περίπου 3,6 δισεκ. ευρώ ετησίως, δίνοντας ταυτόχρονα δημοσιονομικό περιθώριο (Fiscal Space) για την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής φιλικής προς την οικονομική ανάπτυξη<sup>8</sup> (βλ. Πλαίσιο V.1). Επιπρόσθετα, η βελτίωση της φορολογικής διοίκησης μέσα από την απλούστευση των φοροεισπρακτικών διαδικασιών και την ανεξαρτητοποίηση της Γενικής Γραμματείας Δημοσίων Εσόδων θα μπορούσε να συμβάλει στην αποδοτικότητα του φορολογικού μηχανισμού. Τέλος, η στοχευμένη μείωση του φορολογικού βάρους, μέσω μείωσης της φορολογίας στα χαμηλά εισοδήματα, όπως στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας και της Ολλανδίας, σε συνδυασμό με τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών που πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο του 2014, θα μπορούσε να συμβάλει στην αύξηση της απασχόλησης επιδρώντας θετικά στην οικονομική μεγέθυνση. Εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν και για την περίπτωση της Ελλάδος την αρνητική σχέση

ανάμεσα στη φορολογική σφήνα (tax wedge) και την απασχόληση.<sup>9</sup>

Η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος έχει διασφαλιστεί με την ασφαλιστική μεταρρύθμιση του 2010, η οποία ανέτρεψε τις πιέσεις των δημογραφικών εξελίξεων μέσω χαμηλότερων παροχών, αυστηρότερων κριτηρίων συνταξιοδότησης και ισχυρότερων κινήτρων για συμμετοχή στην αγορά εργασίας. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη<sup>10</sup> της Ευρωπαϊκής Επιτροπής εκτιμάται ότι, παρά το γεγονός ότι μέχρι το 2060 ο δείκτης εξάρτησης ηλικιωμένων (old-age dependency ratio) της Ελλάδος θα έχει σχεδόν διπλασιαστεί,<sup>11</sup> η δημόσια δαπάνη για συντάξεις θα έχει μειωθεί κατά 1,9% του ΑΕΠ (έκτη καλύτερη επίδοση στην ΕΕ). Εντούτοις, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, η βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος δέχεται αυξημένες πιέσεις, αφενός μεν λόγω χαμηλότερων εσόδων ως αποτέλεσμα της εξασθενημένης οικονομικής δραστηριότητας και της συνδεόμενης με αυτήν εισφοροδιαφυγής, αφετέρου δε λόγω δαπανών οι οποίες αφορούν συνταξιοδοτικά δικαιώματα που εξαιρούνται από τις γενικές διατάξεις της μεταρρύθμισης του 2010, καθώς είχαν θεμελιωθεί με το προϋπάρχον καθεστώς. Οι βραχυπρόθεσμες αυτές χρηματοδοτικές πιέσεις θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν με μέτρα κατά της εισφοροδιαφυγής και της κατάχρησης του συστήματος γενικότερα και επίσης με ενδυνάμωση της σχέσης εισφορών-παροχών για όσους εξαιρούνται των γενικών διατάξεων της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης.

Στο σκέλος των δαπανών, καθοριστική κρίνεται και η συμβολή των δημοσίων επενδύσεων και έργων υποδομής<sup>12</sup> στην ενίσχυση του παραγόμενου και του δυναμικού προϊόντος και

6 "Ρυθμίσεις για την επανεκκίνηση της οικονομίας".

7 Βλ. IMF, *Fiscal Policy and Long Term Growth*, Απρίλιος 2015.

8 Βλ. Κρατικός Προϋπολογισμός 2015, Φορολογικές δαπάνες, Νοέμβριος 2014.

9 Βλ. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014* (Φεβρουάριος 2015), σελ. 132.

10 Βλ. "The 2015 Ageing Report", *European Economy* 3/2015.

11 Ο λόγος του πληθυσμού άνω των 65 ετών προς τον πληθυσμό ηλικίας 15-64 εκτιμάται ότι θα αυξηθεί από 31% το 2013 σε 61% το 2060.

12 Βλ. *World Economic Outlook: Uneven Growth*, Απρίλιος 2015.

κατά συνέπεια στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Σύμφωνα με δημοσιευμένες μελέτες, μια αύξηση των δημόσιων επενδύσεων κατά 1% του ΑΕΠ εκτιμάται ότι οδηγεί σε αύξηση του ΑΕΠ (κατά 0,4% τον πρώτο χρόνο και 1,5% μετά από τέσσερα χρόνια), προσελκύνοντας παράλληλα και ιδιωτικές επενδύσεις, αφού οι δημόσιες και οι ιδιωτικές επενδύσεις λειτουργούν ως συμπληρωματικά αγαθά μακροπρόθεσμα.<sup>13</sup> Κρίνεται βέβαια καθοριστικής σημασίας η σωστή διαχείριση των προγραμμάτων δημοσίων επενδύσεων (Public Investment Management) με θεσμούς που εξασφαλίζουν μέσα από διαφανείς μηχανισμούς και διαδικασίες το σωστό προγραμματισμό και συντονισμό των εμπλεκόμενων κυβερνητικών φορέων και την κατανομή της δαπάνης σε παραγωγικούς τομείς. Σε αυτό το πλαίσιο, απαραίτητος για την επαρκή χρηματοδότηση των έργων είναι και ο σχεδιασμός πολυετών προϋπολογισμών που θα προστατεύουν τις επενδύσεις.

## 2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2015)

### Γενική Κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ σε ταμειακή βάση, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2015 το αποτέλεσμα της ΓΚ επιδεινώθηκε κατά 0,8% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 1,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Αντίστοιχα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ κατά την ίδια περίοδο διαμορφώθηκε σε πλεονάσμα 0,4% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Η επιδείνωση προέρχεται κατά κύριο λόγο από το χειρότερο αποτέλεσμα των ασφαλιστικών οργανισμών, κυρίως λόγω μειωμένων ασφαλιστικών εισφορών.

Το ύψος των ληξιπρόθεσμων οφειλών τον Απρίλιο (προμηθευτές και επιστροφές φόρων) αυξήθηκε κατά περίπου 400 εκατ.

ευρώ έναντι του Μαρτίου, κυρίως μέσω του Κρατικού Προϋπολογισμού, των νοσοκομείων και του ΕΟΠΥΥ. Το συνολικό ύψος των ληξιπρόθεσμων οφειλών είναι περίπου 4,8 δισεκ. ευρώ, ποσό που υπερβαίνει κατά 1 δισεκ. ευρώ το επίπεδο του Δεκεμβρίου 2014 (3,8 δισεκ. ευρώ) και φθάνει το επίπεδο του Δεκεμβρίου 2013.

### Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2015 το αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) εμφανίζει έλλειμμα της τάξεως του 0,3% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσιάζει βελτίωση κατά 0,5% του ΑΕΠ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014, υπερβαίνοντας κατά 2,4 δισεκ. ευρώ το στόχο περιόδου<sup>14</sup> (βλ. Πίνακα V.2).

Η βελτίωση αυτή εξηγείται κατά κύριο λόγο από τη μεγάλη μείωση των πρωτογενών δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) κατά 6,3%, τα αυξημένα έσοδα του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) στα οποία παρατηρείται υπέρβαση κατά 465 εκατ. ευρώ σε σχέση με το στόχο περιόδου, καθώς και τις μειωμένες δαπάνες του ΠΔΕ κατά περίπου 400 εκατ. ευρώ σε σχέση με το στόχο.

Την υπό εξέταση περίοδο, τα έσοδα του ΤΠ (προ μείωσης επιστροφών φόρων<sup>15</sup>) αυξήθηκαν κατά 2,0% έναντι του 2014, καταγράφοντας οριακή βελτίωση ύψους 69 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου. Ωστόσο, η θετική έκβαση των εσόδων οφείλεται σε έκτακτες εισπράξεις κυρίως στα μη φορολογικά έσοδα, που αφορούν μεταφορές ποσών συνολικού ύψους 1 δισεκ. ευρώ από φορείς της γενικής κυβέρνησης στον ΤΠ εκ των οποίων το μισό περίπου αφορά το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής

<sup>13</sup> Βλ. Kamps, C. (2004), "The dynamic effects of public capital: VAR evidence for 22 OECD countries", Kiel Working Paper No.1224.

<sup>14</sup> Βλ. Υπουργείο Οικονομικών, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2015.

<sup>15</sup> Συμπεριλαμβάνονται τα ειδικά έσοδα από εκχώρηση αδειών και δικαιωμάτων του Δημοσίου.

## Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Απρίλιος			Ποσοστιαίες μεταβολές			Ετήσια στοιχεία			Ποσοστιαίες μεταβολές	
	2013	2014	2015*	2014/13	2015*/14	2013	2014	2015	2014/13	2015/14	
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8)	(9=7:6)	(10=8:7)	
<b>I. Έσοδα</b>	<b>15.743</b>	<b>16.136</b>	<b>15.815</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>53.079</b>	<b>51.367</b>	<b>55.603</b>	<b>-3,2</b>	<b>8,2</b>	
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	14.028	13.842	14.291	-1,3	3,2	48.414	46.650	50.871	-3,6	9,0	
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	14.291	14.748	15.043	3,2	2,0	51.433	49.636	53.171	-3,5	7,1	
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων Επιτροπών	62	0	191			86	384	577			
Επιτροπές φόρων	325	906	943	178,8	4,1	3.105	3.370	2.877	8,5	-14,6	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.715	2.295	1.525	33,8	-33,6	4.717	4.732	4.732	1,1	0,3	
- Ίδια έσοδα	44	24	87			154	67	750	-56,5	1019,4	
- Έσοδα από ΕΕ	1.672	2.271	1.437			4.511	4.649	3.982	3,1	-14,3	
<b>II. Δαπάνες</b>	<b>18.168</b>	<b>17.282</b>	<b>16.324</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,5</b>	<b>58.456</b>	<b>55.063</b>	<b>55.705</b>	<b>-5,8</b>	<b>1,2</b>	
(Προπογενείς δαπάνες ΚΠ)	16.048	15.090	13.712	-6,0	-9,1	52.412	49.494	49.805	-5,6	0,6	
1. Τακτικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	17.332	15.884	15.502	-8,4	-2,4	51.806	48.471	49.305	-6,4	1,7	
- Τόκοι	2.120	2.192	2.612	3,4	19,2	6.044	5.569	5.900	-7,9	5,9	
- Προπογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	14.651	13.238	12.410	-9,6	-6,3	44.227	41.928	41.887	-5,2	-0,1	
- Εξοχλαστικά προγράμματα	14	25	12	78,6	-52,0	529	345	700	-34,8	102,9	
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οπαίων	523	397	409	-24,1	3,0	879	587	818	-33,2	39,4	
εντός γενικής κυβέρνησης	420	382	403			514	442	667			
εκτός γενικής κυβέρνησης	103	15	6			365	145	151			
- Προμήθεια εκπαίδευσης δανείων EFSF	24	32	60			127	42	0			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	836	1.398	821	67,2	-41,3	6.650	6.592	6.400	-0,9	-2,9	
<b>III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)</b>	<b>-2.426</b>	<b>-1.146</b>	<b>-510</b>			<b>-5.377</b>	<b>-3.697</b>	<b>-102</b>			
% του ΑΕΠ	<b>-1,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>			<b>-2,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,1</b>			
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-3.304	-2.042	-1.211			-3.392	-1.821	1.566			
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	879	897	704			-1.985	-1.875	-1.668			
<b>IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ</b>	<b>-306</b>	<b>1.046</b>	<b>2.103</b>			<b>667</b>	<b>1.872</b>	<b>5.798</b>			
% του ΑΕΠ	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>			<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>			
Χρεολύσια	856	3.223	13.968	276,5	333,4	12.755	24.818	16.130	94,6	-35,0	

Πηγή: Υπολογισμοί Οργανισμού.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

Σταθερότητας (ΤΧΣ).<sup>16</sup> Επιπλέον, εισπράχθηκε ποσό ύψους περίπου 250 εκατ. ευρώ από τη ρύθμιση των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο. Όσον αφορά τα φορολογικά έσοδα, στους άμεσους φόρους καταγράφεται μείωση κατά 7,4% και απόκλιση κατά 625 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου, παρά την ενίσχυση των εσόδων από τη ρύθμιση των 100 δόσεων και την πολύ καλή πορεία του ΕΝΦΙΑ κατά τους πρώτους μήνες του έτους. Στους έμμεσους φόρους καταγράφεται οριακή αύξηση της τάξεως του 0,3% και απόκλιση κατά 259 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου, με τα έσοδα από τον ΦΠΑ να παρουσιάζουν μείωση της τάξεως του 2,4% συγκριτικά με το 2014. Σημειώνεται η καλή πορεία του Ειδικού Φόρου Κατανάλωσης καυσίμων (+5,6%) και καπνού (+6,6%).

### Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το α' τετράμηνο του 2015 διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,8% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι (βλ. Πίνακα V.3). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε βελτίωση (κατά 0,2% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,7% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Η βελτίωση αυτή οφείλεται στο πρωτογενές αποτέλεσμα του ΤΠ (βελτίωση κατά 0,3% του ΑΕΠ), λόγω μείωσης των πρωτογενών δαπα-

<sup>16</sup> Τα έσοδα αυτά αφορούν ενδοκυβερνητικές μεταφορές ποσών από φορείς της γενικής κυβέρνησης και ως εκ τούτου δεν βελτιώνουν το αποτέλεσμά της, αφού η βελτίωση του ΤΠ συνδέεται από ισόποση επιδείνωση των αποτελεσμάτων των αντίστοιχων φορέων.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2013	2014	2014	2015*
<b>Κρατικός προϋπολογισμός</b>	<b>-12.794</b>	<b>-4.209</b>	<b>-1.271</b>	<b>-1.490</b>
% του ΑΕΠ	-7,0	-2,4	-0,7	-0,8
— Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	-10.785 <sup>4</sup>	-2.343 <sup>5</sup>	-2.168 <sup>6</sup>	-2.193 <sup>7</sup>
— Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-2.009	-1.866	898	703

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

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

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

<sup>3</sup> Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

<sup>4</sup> 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 κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 37,6 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των Ελληνικών Αμυντικών Συστημάτων ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 6.155 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 901 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

<sup>5</sup> 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 κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 51 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΟΣ ΑΕ, ΕΑΒ ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 1.152 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 451 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

<sup>6</sup> Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 256 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 480 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 940 εκατ. ευρώ που προέρχονται από αποπληρωμή προνομιούχων μετοχών και δ) 6 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 62 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 11 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΟΣ ΑΕ, ΕΑΒ ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 120 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

<sup>7</sup> Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 236 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 350 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 556 εκατ. ευρώ που προέρχονται από το ΤΧΣ και δ) 196 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 1 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

νών και παρά τη μείωση των εσόδων, ενώ το αποτέλεσμα του ΠΔΕ κατέγραψε οριακή επιδείνωση (κατά 0,1% του ΑΕΠ), λόγω μειωμένων εσόδων παρά τις μειωμένες δαπάνες για επενδύσεις.

### 3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2014 μειώθηκε σε 317.094 εκατ. ευρώ, από 319.178 εκατ. ευρώ το 2013. Εντούτοις, ως ποσοστό του ΑΕΠ παρουσιάζει αύξηση σε 177,1% του ΑΕΠ από 175,0% του ΑΕΠ το 2013, γεγονός που αντανακλά την επι-

βαρυντική επίδραση της διαφοράς μεταξύ επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ. Για το 2015 το δημόσιο χρέος προβλέπεται να μειωθεί, κυρίως λόγω της επιστροφής από το ΤΧΣ των ομολόγων του EFSF που δεν είχαν χρησιμοποιηθεί για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, ύψους 10,9 δισεκ. ευρώ ή περίπου 6,0% του ΑΕΠ.<sup>17,18</sup>

<sup>17</sup> Το ποσό αυτό αφορά τίτλους EFSF που περιλαμβάνονταν στο πακέτο των 48 δισεκ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, οι οποίοι δεν χρησιμοποιήθηκαν τελικά.

<sup>18</sup> Βάσει του Δελτίου Μηνιαίων Στοιχείων Γενικής Κυβέρνησης (Απρίλιος 2015), το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης μειώθηκε από 324,1 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2014 σε 312,6 δισεκ. ευρώ στις 30.4.2015.

#### Πλαίσιο V.1

##### ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΠΡΟΝΟΜΙΑ: ΦΟΡΟΠΑΛΛΑΓΕΣ-ΦΟΡΟΕΛΑΦΡΥΝΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΟΥΣ ΣΤΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ

Στη διεθνή βιβλιογραφία, ο όρος φορολογικές δαπάνες (tax expenditure) αναφέρεται στα φορολογικά προνόμια (φοροαπαλλαγές, φοροελαφρύνσεις) που αφενός επιβαρύνουν το φοροεπιπρακτικό μηχανισμό και αφετέρου αποτελούν συνιστώσα της κοινωνικής και οικονομικής πολιτικής.

Διαθέσιμα στοιχεία<sup>1</sup> καταδεικνύουν ότι οι ΗΠΑ, η Ιταλία, και η Αυστραλία περιλαμβάνονται στις χώρες με το υψηλότερο δημοσιονομικό κόστος από τέτοιας μορφής φορολογικά προνόμια, το οποίο υπερβαίνει το 8% του ΑΕΠ. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με στοιχεία του Κρατικού Προϋπολογισμού 2015, το εν δυνάμει όφελος στα δημόσια έσοδα από την κατάργηση των φοροαπαλλαγών ανέρχεται στα 3,6 δισεκ. ευρώ ή 2% του ΑΕΠ ετησίως και εντοπίζεται κυρίως στους ειδικούς φόρους κατανάλωσης, στον ΦΠΑ, στη φορολογία κεφαλαίου, καθώς και στη φορολογία κληρονομιών (γονικές παροχές, μεταβιβάσεις κ.λπ.) (βλ. το διάγραμμα).

Στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2013-2016 προβλεπόταν μείωση των φορολογικών δαπανών που θα συνεισέφερε στη δημοσιονομική προσαρμογή 4,25% του ΑΕΠ την περίοδο 2011-2016.

Σε εκθέσεις τόσο του ΔΝΤ<sup>2</sup> όσο και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής<sup>3</sup> παρατίθενται επιχειρήματα (θετικά και αρνητικά) σχετικά με τέτοιες φορολογικές επιλογές. Όσον αφορά τα **πλεονεκτήματα** των φορολογικών δαπανών, μπορεί κανείς να ισχυριστεί ότι η μείωση των φορολογικών συντελεστών του ΦΠΑ σε συγκεκριμένες κατηγορίες αγαθών (π.χ. τρόφιμα και φάρμακα) αυξάνει τον “προοδευτικό” χαρακτήρα της φορολογίας. Επιπρόσθετα, στοχευμένα φορολογικά κίνητρα μπορούν να συμβάλουν στην προώθηση των επενδύσεων (εγχώριων και ξένων), στην τόνωση της ανάπτυξης συγκεκριμένων περιοχών, στην αύξηση των αποταμιεύσεων και, τέλος, στη διευκόλυνση της πρόσβασης σε αγαθά κοινωνικού χαρακτήρα (όπως για παράδειγμα στην εκπαίδευση).

1 OECD (2010), “Choosing a Broad Base-Low Rate Approach to Taxation”, Tax Policy Study No. 19.

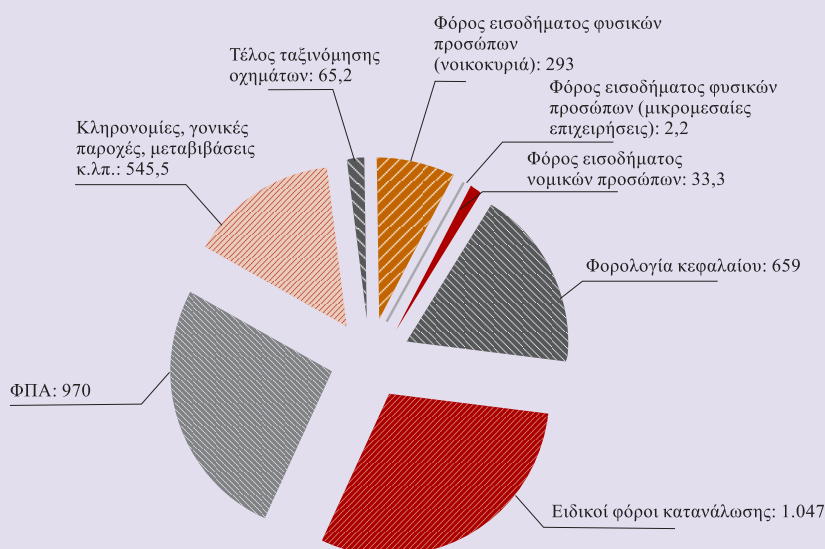
2 IMF, *Fiscal Monitor: Shifting Gears, Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment*, Απρίλιος 2011.

3 “The fiscal effects of work-related tax expenditure in Europe”, *European Economy*, Φεβρουάριος 2015.



## Κρατικός Προϋπολογισμός 2015: κατανομή φορολογικών δαπανών

(σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Κρατικός Προϋπολογισμός 2015, Φορολογικές δαπάνες.

Σημείωση: Καταγράφονται οι φορολογικές δαπάνες που έχουν θεσπιστεί μέχρι τις 30.9.2014. Τα ποσοτικά στοιχεία αφορούν το οικονομικό έτος 2014.

Εντούτοις, τέτοιας μορφής φορολογικές επιλογές συχνά χαρακτηρίζονται από **μειονεκτήματα**, όπως η έλλειψη στόχευσης, γεγονός που τις καθιστά λιγότερο αποτελεσματικές σε σχέση με τη λήψη μέτρων από την πλευρά των δαπανών. Για παράδειγμα, η ενίσχυση των χαμηλών εισοδημάτων μέσω μείωσης των φορολογικών συντελεστών σε είδη πρώτης ανάγκης έχει δυσανάλογα μεγαλύτερο δημοσιονομικό κόστος από μια ισόποση ενίσχυση με τη μορφή στοχευμένης δαπάνης, καθώς συνεπάγεται επιπρόσθετες απώλειες εσόδων και από την κατανάλωση των υψηλών εισοδημάτων.

Αντίστοιχα, ελαφρύνσεις στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων μπορούν να οδηγήσουν σε στρεβλώσεις, αφού βοηθούν μόνο τις ομάδες με εισόδημα πάνω από το αφορολόγητο όριο και όχι τα πλέον ευάλωτα νοικοκυριά με εισόδημα που δεν υπερβαίνει το αφορολόγητο όριο και επομένως δεν φορολογείται.

Ένα μέτρο που αναφέρεται ως θετικός παράγοντας στην αγορά κατοικίας είναι οι φοροελαφρύνσεις επιτοκίου για την αγορά ακινήτων. Στοιχεία από τις ΗΠΑ όμως δείχνουν ότι η υιοθέτηση αυτού του μέτρου οδήγησε τους ήδη ιδιοκτήτες στην αγορά μεγαλύτερων κατοικιών χωρίς αξιοσημείωτες επιπτώσεις στην αγορά κατοικιών από μη ιδιοκτήτες.

Ο χαρακτήρας της προαναφερθείσας μορφής των φορολογικών δαπανών καθιστά αναγκαία την άσκηση οικονομικής πολιτικής με φειδώ και προσοχή, ώστε να διατηρείται η συνιστώσα της κοινωνικής δικαιοσύνης του φορολογικού συστήματος και να ελαχιστοποιούνται, στο μέτρο του δυνατού, οι στρεβλώσεις που συνδέονται με αυτού του είδους τις παρεμβάσεις. Επιπρόσθετα, η έκταση και το πλήθος τους μπορεί να καταστήσουν το φορολογικό κώδικα πολύπλοκο και δύσχρηστο

και τις πολιτικές αυτές λιγότερο διαφανείς σε σχέση με άλλες, όταν δεν υπόκεινται σε ετήσια αναθεώρηση και έτσι διαφεύγουν το δημοσιονομικό έλεγχο.<sup>4</sup>

Είναι επομένως προς τη σωστή κατεύθυνση η ενσωμάτωσή τους στο πλαίσιο για τη δημοσιονομική διαχείριση, με διακριτή αναφορά στις απώλειες των εσόδων από τέτοιες επιλογές στον Κρατικό Προϋπολογισμό (όπως ήδη γίνεται τα έτη 2014 και 2015). Προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας και της διαχείρισης τέτοιων φορολογικών επιλογών είναι και η ενσωμάτωση των φορολογικών δαπανών στους δημοσιονομικούς κανόνες.

<sup>4</sup> Στα προβλήματα διαφάνειας που συνδέονται με τις φορολογικές δαπάνες αναφέρονται μεταξύ άλλων και οι Christopher Howard, *The Hidden Welfare State: Tax Expenditure and Social Policy in the United States*, Princeton University Press (1997), και Suzanne Mettler, *The Submerged State*, University of Chicago Press (2011).

## VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Από τα τέλη του 2014, επανεμφανίστηκαν οι μεγάλες εκροές καταθέσεων και αυξήθηκε η ανησυχία στις αγορές ελληνικών τίτλων. Παράλληλα με τις εκροές καταθέσεων, σημειώθηκε σταδιακά αποκλεισμός των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και οι τράπεζες προσέφυγαν στο μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης (ELA). Ωστόσο, η πιστωτική επέκταση και το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για την πραγματική οικονομία δεν φαίνεται να έχουν μέχρι στιγμής επηρεαστεί ουσιαστικά από την αβεβαιότητα, η οποία είναι δυνατόν να διαλυθεί μόνο με τη συνολογόηση συμφωνίας με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Το βασικό πρόβλημα στο τραπεζικό σύστημα παραμένει το μεγάλο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Η αποτελεσματικότητα της αντιμετώπισης αυτού του προβλήματος θα κρίνει κατά πόσον θα υπάρξει πραγματική αναζωογόνηση της πιστωτικής συμπεριφοράς των ελληνικών τραπεζών. Επί του παρόντος η κεφαλαιακή τους επάρκεια παραμένει, όπως είναι αναγκαίο, σε επίπεδα πάνω από τα ελάχιστα που καθορίζουν οι εποπτικοί κανόνες και ακολουθείται συντηρητική πολιτική προβλέψεων.

Από το τέλος του 2014 καταγράφονται σημαντικές καθαρές εκροές από τις καταθέσεις των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις ελληνικές τράπεζες (βλ. Πλαίσιο VI.1). Όπως και σε προηγούμενες φάσεις της ελληνικής κρίσης, η κύρια αιτία για τις εκροές καταθέσεων είναι η αβεβαιότητα την οποία συντηρεί η απουσία συμφωνίας με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας.

Παράλληλα με τις εκροές καταθέσεων, επίσης λόγω της αβεβαιότητας, σημειώθηκε σταδιακά αποκλεισμός των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Δεδομένων αυτών των δυσμενών εξελίξεων, κατέστη αναγκαίο για τις τράπεζες να προσφύγουν σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ELA), καθώς μια σημαντική κατηγορία εξασφαλίσεων (οι ελληνικοί κρατικοί τίτλοι και τα χρεόγραφα που καλύπτονται από εγγύηση του Ελληνικού

Δημοσίου) έπαυσαν από το Φεβρουάριο 2015 να γίνονται αποδεκτές στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, διότι έπαυσε να ισχύει η άρση (waiver) της ελάχιστης επιτρεπτής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Όλα αυτά αναπόφευκτα ασκούν περιοριστική επίδραση στην προσφορά τραπεζικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία. Εντούτοις, από τις αρχές του 2014 μέχρι το Φεβρουάριο του 2015, ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εξασθενούσε. Εν μέρει αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η τραπεζική χρηματοδότηση κυρίως των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους στηρίζεται μέσω της εγγυοδοσίας και της συγχρηματοδότησης του Εθνικού Ταμείου Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης (ΕΤΕΑΝ) και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ). Ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, ο οποίος ακολουθούσε πορεία επιβράδυνσης μέχρι το τέλος του 2014, κατέγραψε επιτάχυνση στις αρχές του 2015, αν και πολύ περιορισμένη.

Το 2014 τα επιτόκια καταθέσεων ακολούθησαν έντονα καθοδική πορεία – μικρές αυξήσεις άρχισαν να καταγράφονται από το Φεβρουάριο του 2015. Καθοδική τάση ακολούθησαν επίσης τα επιτόκια σε όλες τις κατηγορίες δανείων, με εξαίρεση τα καταναλωτικά δάνεια.

Η αβεβαιότητα η οποία επηρεάζει τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη επίσης διαμορφώνει τις εξελίξεις στις αγορές ελληνικών τίτλων. Από τα τέλη του 2014, οι αποδόσεις στα κρατικά ομόλογα ακολουθούν ανοδική τάση με έντονες διακυμάνσεις και τα επιτόκια στις εκδόσεις εντόκων γραμματίων αυξάνονται. Το ίδιο συμβαίνει με τις αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει επιχειρήσεις εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα στη διεθνή αγορά. Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ακολούθησαν καθοδική τάση το 2014. Το 2015 παρουσίασαν έντονες διακυμάνσεις και επί του παρόντος εμφανίζονται σημαντικά μειωμένες σε σύγκριση με το μέσο επίπεδο του 2014.

Με την ολοκλήρωση της διαπραγματεύσεως, η αβεβαιότητα θα υποχωρήσει και η οικονομική δραστηριότητα θα αρχίσει να ανακάμπτει. Αυτές οι εξελίξεις θα έχουν ως αποτέλεσμα ενδυνάμωση τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς δανείων. Ωστόσο, για να καταστεί δυνατόν η ενίσχυση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών να λάβει σημαντικές διαστάσεις, είναι απολύτως αναγκαίο να επιτευχθεί ουσιαστική πρόοδος ως προς την αντιμετώπιση του προβλήματος των δανείων σε καθυστέρηση. Το πρόβλημα αυτό έχει ως συνέπεια, μεταξύ άλλων, την καταγραφόμενη διεύρυνση του περιθωρίου διαμεσολάβησης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Όπως και στο παρελθόν, μόλις περιοριστεί η αβεβαιότητα, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων θα αποκλιμακωθούν με ταχύτητα και οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών θα ανακάμψουν.

Η εκπλήρωση εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων της υποχρέωσης υποβολής στοιχείων για τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματά τους, η οποία απορρέει από σχετική πρόσφατη Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος, επιτρέπει πολύ ενδιαφέροντες διαπιστώσεις: το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων ανέρχεται σε περίπου 2/5 του συνόλου. Οι τράπεζες έχουν ήδη καταγγείλει δανειακές συμβάσεις οι οποίες αντιστοιχούν στο ήμισυ της αξίας των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους. Ωστόσο, στην πράξη δεν έχουν προβεί σε ενέργειες ως προς την πλειονότητα των συμβάσεων οι οποίες έχουν καταγγελθεί. Το 70% των δανείων τα οποία έχουν ήδη ρυθμιστεί παραμένουν μη εξυπηρετούμενα. Οι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας οι οποίοι εμφανίζουν τα υψηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (στο σύνολο της χορηγηθείσας προς τον κλάδο χρηματοδότησης) περιλαμβάνουν το εμπόριο (54%), τις κατασκευές (49%) και τη βιομηχανία (47,8%) – το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων ανέρχεται στο 71% στην κλωστοϋφαντουργία.

Αποτελεί θετική εξέλιξη η αύξηση κατά το 2014 έναντι του 2013 του ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις των τραπεζών από

49,3% σε 55,8%, ενώ το ύψος των διαγραφών δανείων πενταπλασιάστηκε. Εξαιτίας των αυξημένων προβλέψεων, οι τράπεζες κατέγραψαν το 2014 ζημιές, παρά το γεγονός ότι τα οργανικά αποτελέσματά τους βελτιώθηκαν έναντι του 2013 λόγω της υποχώρησης σημαντικών συνιστωσών του κόστους άντλησης χρηματοδότησης, αλλά και του περιορισμού των λειτουργικών τους εξόδων. Βέβαια, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σημείωσαν ικανοποιητική αύξηση το 2014 έναντι του 2013. Οι δείκτες αυτοί επιβεβαιώνουν ότι το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα είναι εύρωστο, σύμπερασμα στο οποίο εξάλλου κατέληξε η Συνολική Αξιολόγηση της ΕΚΤ στα τέλη του 2014.

## I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

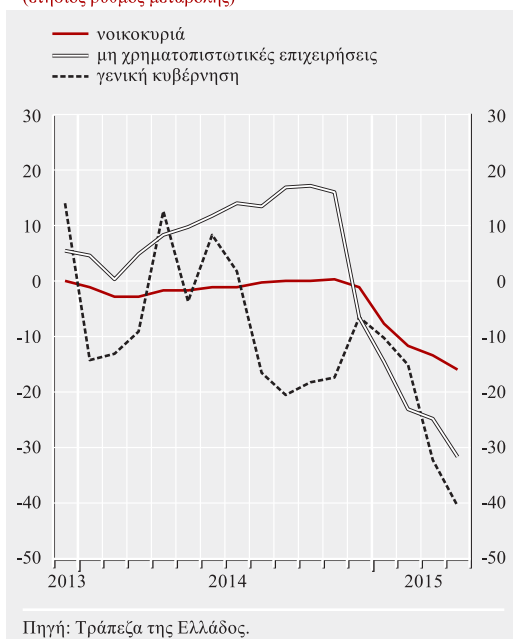
Κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2014 οι μηνιαίες καθαρές εισροές καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα από τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εναλλάσσονταν με καθαρές εκροές, οι οποίες ωστόσο ήταν μικρότερες σε μέγεθος, με αποτέλεσμα το υπόλοιπο των τραπεζικών καταθέσεων του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ελληνικής οικονομίας να αυξάνεται σταδιακά.

Εντούτοις, από τον τελευταίο μήνα του 2014 καταγράφηκαν συνεχώς εκροές καταθέσεων σημαντικού μεγέθους (βλ. Πλαίσιο VI.1) εξαιτίας της εκδήλωσης αβεβαιότητας αρχικά λόγω της διεξαγωγής εκλογών και κατόπιν σε συνάρτηση με την πορεία των διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας.

Αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων ήταν να ενισχυθεί από το τελευταίο τρίμηνο του 2014 και εξής ο ρυθμός μείωσης των καταθέσεων των νοικοκυριών, όπως επίσης και να μεταστραφεί ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από θετικές σε αρνητικές τιμές (βλ. Διάγραμμα VI.1). Στην κάμψη των ρυθμών των καταθέσεων του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνέβαλε και η επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ από το δ' τρίμηνο του 2014 και εξής.

**Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις νοικοκυριών, μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και γενικής κυβέρνησης (Δεκέμβριος 2013-Απρίλιος 2015)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Ενδεικτικό της αύξησης της αβεβαιότητας είναι και το γεγονός ότι καταγράφηκε άνοδος του μεριδίου των καταθέσεων μίας ημέρας (έναντι των καταθέσεων προθεσμίας) στο σύνολο των καταθέσεων τόσο των νοικοκυριών όσο και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Η εξέλιξη αυτή υποβοηθήθηκε και από το γεγονός ότι η διαφορά μεταξύ επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και επιτοκίου καταθέσεων μίας ημέρας περιορίστηκε σημαντικά.

Οι καταθέσεις της γενικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες έβαιναν μειούμενες μετά

τα μέσα του 2014 και το α' τετράμηνο του 2015, καθώς οι πόροι που εισέρρευσαν στον τομέα αυτό στο πλαίσιο της παροχής οικονομικής στήριξης από τους διεθνείς εταίρους της χώρας ήταν μειωμένοι έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ μεγαλύτερο ποσοστό των χρηματικών διαθέσιμων της γενικής κυβέρνησης συγκεντρώθηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Εξάλλου, το ύψος των ενδοκυβερνητικών συμφωνιών επαναγοράς τίτλων (repos) είχε φθάσει περίπου 10 δισεκ. ευρώ τον Απρίλιο του 2015. Οι συμφωνίες αυτές κινητοποιούν τα ρευστά διαθέσιμα διαφόρων φορέων της γενικής κυβέρνησης προκειμένου να χρησιμοποιηθούν από την κεντρική κυβέρνηση.

Τέλος, οι καταθέσεις των κατοίκων εξωτερικού στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσίασαν σχετική σταθερότητα κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2014, σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη κατά τα οποία είχαν ακολουθήσει πτωτική πορεία. Ωστόσο, προς το τέλος του 2014 οι καταθέσεις αυτές άρχισαν να καταγράφουν μειώσεις εκ νέου.

Καθώς θα πλησιάζουμε προς ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές, η αβεβαιότητα θα αποκλιμακώνεται, εξέλιξη που θα οδηγήσει, όπως έχει παρατηρηθεί στο παρελθόν, σε επιστροφή των καταθέσεων που έχουν εκρεύσει (η οποία βεβαίως, τουλάχιστον αρχικά, θα είναι μόνο μερική). Άλλος παράγοντας ο οποίος αναμένεται να ενισχύσει τη ζήτηση καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα είναι η ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης, η οποία συναρτάται επίσης με το αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων.

**Πλαίσιο VI.1**

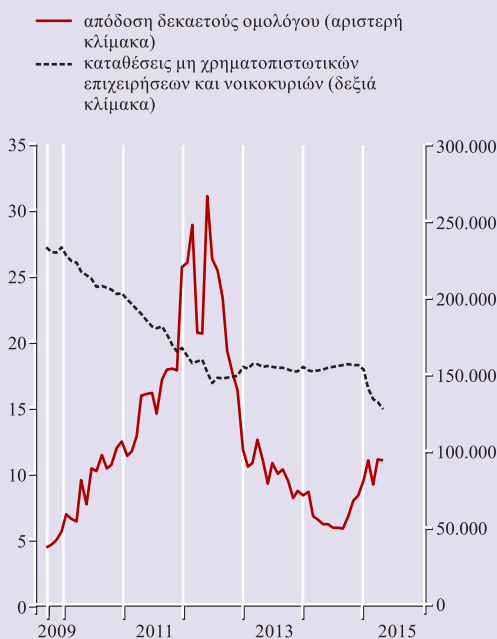
**Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ (ΟΚΤ. 2009-ΑΠΡ. 2015)**

Ένα από τα χαρακτηριστικά της ελληνικής κρίσης είναι οι εκτεταμένες και επαναλαμβανόμενες εκροές καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. Οι εκροές ήταν το αποτέλεσμα εξάρσεων της αβεβαιότητας ως προς τις προοπτικές της οικονομίας και της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα. Ο ρόλος της πτωτικής τάσης του ΑΕΠ διαφαίνεται από το γεγο-

νός ότι, ακόμη και σε περιόδους εισροής καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, τα μεγέθη ήταν σαφώς χαμηλότερα από εκείνα των εκροών.

### Διάγραμμα Α Καταθέσεις και απόδοση 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου (Σεπτέμβριος 2009-Απρίλιος 2015)

(τέλος μηνός, απόδοση % ετησίως, υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

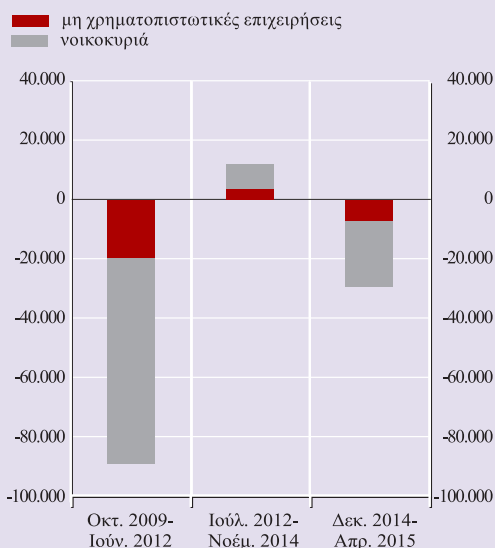
Συνολικά την περίοδο Οκτωβρίου 2009-Απριλίου 2015 παρατηρούνται τρεις φάσεις στην εξέλιξη των ροών καταθέσεων των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών προς και από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα (βλ. Διάγραμμα Β):

- Κατά την πρώτη και μεγαλύτερη σε διάρκεια φάση (Οκτώβριος 2009-Ιούνιος 2012) καταγράφηκαν συνολικές καθαρές εκροές,<sup>2</sup> ύψους 88,9 δισεκ. ευρώ (-38% του υπολοίπου του Σεπτεμβρίου 2009).
- Ακολούθησε φάση ανάκτησης αρχικά και στη συνέχεια σταθεροποίησης των καταθέ-

Κατά τους μήνες οπότε εκδηλωνόταν έξαρση της αβεβαιότητας, καταγραφόταν κατά κανόνα και φυγή κεφαλαίων από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα προς το εξωτερικό. Δηλαδή γινόταν ανακατανομή των χαρτοφυλακίων των κατοίκων προς καταθέσεις σε τράπεζες του εξωτερικού και τοποθετήσεις σε χρεόγραφα ξένων εκδοτών. Επίσης, η νομισματική κυκλοφορία στη χώρα μας αυξανόταν: οι καταθέτες αναλάμβαναν από τις τράπεζες σημαντικές ποσότητες τραπεζογραμματίων (ιδίως μεγάλης ονομαστικής αξίας) προκειμένου να τα αποθησαυρίσουν. Η συσχέτιση της εξέλιξης του υπολοίπου των καταθέσεων με την ένταση της κρίσης (όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στην απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου) φαίνεται στο Διάγραμμα Α.<sup>1</sup>

### Διάγραμμα Β Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών στις εγχώριες τράπεζες κατά τη διάρκεια της ελληνικής κρίσης

(σφαιρική καθαρή ροή σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Για ποσοτικοποίηση της επίδρασης της αβεβαιότητας στις καταθέσεις στη διάρκεια της κρίσης, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2012-2013*, Μάιος 2013.

2 Οι καθαρές ροές (εκροές ή εισροές) υπολογίζονται ως η διαφορά του υπολοίπου των καταθέσεων μεταξύ τέλους και αρχής της εξεταζόμενης περιόδου, αφού εξουδετερωθεί η επίδραση μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες (καθώς υπάρχουν καταθέσεις σε συνάλλαγμα) ή στην ταξινόμηση των καταθέσεων μεταξύ των τομέων.

σεων (Ιούλιος 2012-Νοέμβριος 2014), οπότε καταγράφηκαν εισροές ύψους 12,1 δισεκ. ευρώ από τις εγχώριες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (+8% του υπολοίπου του Ιουνίου 2012).

- Στην τρίτη και τρέχουσα φάση (Δεκέμβριος 2014-Απρίλιος 2015), παρατηρήθηκαν και πάλι υψηλές μηνιαίες εκροές συνολικού ύψους 29,4 δισεκ. ευρώ (-19% του υπολοίπου καταθέσεων Νοεμβρίου 2014).<sup>3</sup> Στο τέλος Απριλίου 2015 το υπόλοιπο των καταθέσεων αυτών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα ανερχόταν σε 128,0 δισεκ. ευρώ, έναντι 232,8 δισεκ. ευρώ το Σεπτέμβριο του 2009.

Στη διάρκεια των πέντε τελευταίων μηνών, οι εκροές καταθέσεων από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ανήλθαν σε 7,2 δισεκ. ευρώ (μείωση καταθέσεων κατά 35%<sup>4</sup> σε σχέση με το Νοέμβριο του 2014). Οι εκροές από λογαριασμούς των νοικοκυριών έφθασαν τα 22,3 δισεκ. ευρώ (μείωση καταθέσεων κατά 16% σε σχέση με το Νοέμβριο του 2014). Ως προς την ποσοστιαία μεταβολή παρατηρείται ότι κατά την πρώτη φάση των εκροών η ποσοστιαία εκροή από τις επιχειρήσεις ήταν σημαντικά υψηλότερη.<sup>5</sup> Ωστόσο, η μέση μηνιαία εκροή της παρούσας φάσης είναι σημαντικά υψηλότερη από ό,τι στο παρελθόν, καθώς οι απώλειες Ιανουαρίου και Φεβρουαρίου 2015 ήταν μεταξύ των τριών υψηλότερων που έχουν καταγραφεί από την αρχή της κρίσης.

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό της τρέχουσας περιόδου είναι το γεγονός ότι σχεδόν στο σύνολό τους οι εκροές από τα νοικοκυριά προέρχονται από καταθέσεις προθεσμίας (βλ. τον πίνακα), δείγμα κυρίως της αβεβαιότητας. Αντιθέτως, κατά την προηγούμενη περίοδο μεγάλων εκροών, η εκροή από καταθέσεις προθεσμίας συνοδευόταν και από σημαντική μείωση των καταθέσεων μίας ημέρας (ταμειυτηρίου και όψεως) λόγω της βαθιάς ύφεσης που διένυε η ελληνική

### Καταθέσεις νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις εγχώριες τράπεζες

(μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Καθαρή εισροή/εκροή (+/-) στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα					
	Οκτ. 2009-Ιούν. 2012	% μεταβολή έναντι αρχής περιόδου	Ιουλ. 2012-Νοέμ. 2014	% μεταβολή έναντι αρχής περιόδου	Δεκ. 2014-Απρ. 2015	% μεταβολή έναντι αρχής περιόδου
<b>1. Νοικοκυριά</b>	<b>-69.288</b>	<b>-36%</b>	<b>8.491</b>	<b>7%</b>	<b>-22.292</b>	<b>-16%</b>
1.1 Όψεως	-3.667	-35%	991	15%	-77	-1%
1.2 Ταμειυτηρίου	-27.026	-37%	-2.867	-6%	-949	-2%
1.3 Προθεσμίας	-38.576	-35%	10.343	14%	-21.242	-25%
<b>2. Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις</b>	<b>-19.636</b>	<b>-52%</b>	<b>3.676</b>	<b>21%</b>	<b>-7.157</b>	<b>-35%</b>
2.1 Όψεως	-4.739	-35%	2.997	35%	-2.427	-22%
2.2 Ταμειυτηρίου	-	-	-	-	-	-
2.3 Προθεσμίας	-14.864	-62%	579	6%	-4.776	-51%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

3 Την περίοδο αυτή η εκροή καταθέσεων όλων των τομέων συμπεριλαμβανομένης της γενικής κυβέρνησης και των κατοίκων εξωτερικού ανήλθε σε 37,6 δισεκ. ευρώ.

4 Η ποσοστιαία μεταβολή υπολογίζεται ως η συνολική εκροή από κάθε τομέα κατά την αναφερόμενη περίοδο προς το υπόλοιπο των καταθέσεων του τομέα αυτού στην αρχή της εν λόγω περιόδου.

5 Το γεγονός ότι αναλογικά η μείωση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ήταν πολύ εντονότερη από ό,τι των νοικοκυριών υποδηλώνει τις μεγαλύτερες δυνατότητες των επιχειρήσεων, σε σύγκριση με τα νοικοκυριά, να μετακινούν τα κεφάλαιά τους στο εξωτερικό ή και να αποθησαρίζουν τραπεζογραμμάτια υπό ασφαλή φύλαξη και γενικότερα να περιορίζουν τη χρήση των καταθέσεων ως μέσου πληρωμής επιλέγοντας κατάλληλα τις τεχνικές συναλλαγών μεταξύ τους.



οικονομία. Εξάλλου, η υποχώρηση των καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών συνεχίστηκε κατά τη φάση της επιστροφής και σταθεροποίησης των καταθέσεων (Ιουλ. 2012-Νοέμ. 2014) υποδηλώνοντας τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών.

Ομοίως στην περίπτωση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, το σημαντικότερο μέρος της μείωσης των καταθέσεων κατά τις περιόδους εκροών αφορούσε καταθέσεις προθεσμίας. Κατά την περίοδο ανάκτησης και σταθεροποίησης των καταθέσεων όμως, η άνοδος αφορούσε κυρίως καταθέσεις ύψεως που σχετίζονται με την κάλυψη αναγκών για κεφάλαια κίνησης των επιχειρήσεων. Η εξέλιξη αυτή ενδεχομένως αντανακλά ενίσχυση του όγκου των συναλλαγών στην οικονομία στη διάρκεια αυτής της περιόδου.

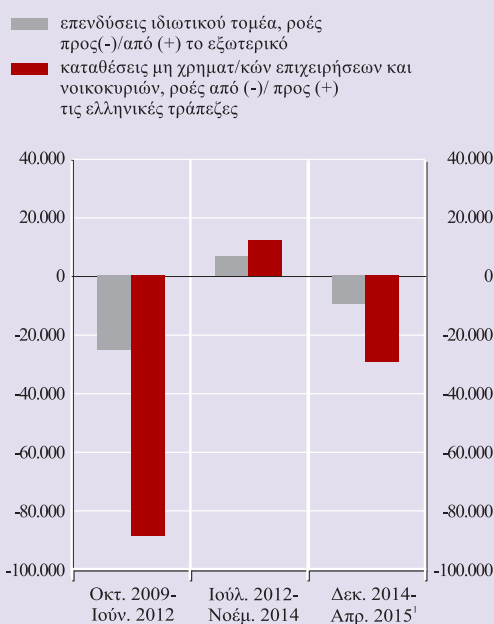
Το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των εκροών προέρχεται από καταθέσεις προθεσμίας είναι εύλογο καθώς οι καταθέσεις μίας ημέρας διακρατούνται σε μεγάλο βαθμό ως μέσο πληρωμής για συναλλαγές με τη μεσολάβηση των τραπεζών και επομένως οι δυνατότητες υποκατάστασής τους, ακόμη και υπό συνθήκες κρίσης, είναι περιορισμένες.<sup>6</sup> Τουναντίον, η διακράτηση καταθέσεων προθεσμίας υπαγορεύεται κυρίως από το κίνητρο της επένδυσης. Υπό συνθήκες όξυνσης της αβεβαιότητας, τα τραπεζογραμμάτια ή οι τραπεζικές καταθέσεις ή άλλες επενδύσεις στο εξωτερικό θεωρήθηκε από το κοινό ότι διέθεταν αυξημένη ελκυστικότητα η οποία υπεραντιστάθμιζε μειονεκτήματα όπως ο κίνδυνος κλοπής ή καταστροφής των τραπεζογραμματίων, ο περιορισμένος συγκριτικά βαθμός ρευστότητας των στοιχείων στο εξωτερικό για έναν κάτοικο εσωτερικού κ.λπ. Τέλος, το γεγονός ότι οι καταθέσεις προθεσμίας μειώθηκαν αναλογικά περισσότερο είναι συνεπές με το εύρημα πολλών παραδοσιακών μελετών της ζήτησης χρήματος ότι το χρήμα με την ευρεία έννοια παρουσιάζει υψηλότερη εισοδηματική ελαστικότητα από το χρήμα με τη στενή έννοια.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, υπάρχουν ενδείξεις ότι στην παρούσα συγκυρία, οι εκροές κατανέμονται πλέον σε όλα τα κλιμάκια καταθέσεων. Φαίνεται μάλιστα ότι οι ποσοστιαίες μεταβολές είναι μεγαλύτερες για καταθέτες με σχετικά μικρά υπόλοιπα καταθέσεων.

Αναφορικά με την κατεύθυνση των εκροών (βλ. Διάγραμμα Γ), σύμφωνα με στοιχεία του Ισοζυγίου Πληρωμών, το Δεκέμβριο του 2014 και τους τρεις πρώτους μήνες του 2015 παρατηρήθηκε καθαρή φυγή καταθέσεων προς τραπεζικές καταθέσεις στο εξωτερικό ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ, (προερχόμενη κατά 80% από επι-

#### Διάγραμμα Γ Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών στις ελληνικές τράπεζες και επενδύσεις εγχώριου ιδιωτικού τομέα στο εξωτερικό

(σφαιρική καθαρή ροή σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Τα διαθέσιμα στοιχεία για τις επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα προς το εξωτερικό αναφέρονται στην περίοδο Δεκεμβρίου 2014-Μαρτίου 2015.

<sup>6</sup> Ορισμένες πληρωμές μεγάλων σχετικά ποσών, για λόγους ασφαλείας και συμμόρφωσης με την κείμενη νομοθεσία, δεν είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν με μετρητά. Η καταβολή της μισθοδοσίας από επιχειρήσεις με πίστωση των τραπεζικών λογαριασμών των εργαζομένων αποτελεί σχετικό παράδειγμα.



χειρήσεις και κατά 20% από νοικοκυριά σε αντίθεση με την πιο ισορροπημένη εικόνα παρελθουσών περιόδων εκροών). Επιπλέον, ροές πόρων προς το εξωτερικό ύψους περίπου 5,0 δισεκ. ευρώ προερχόμενες κυρίως από νοικοκυριά αφορούσαν τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια της αλλοδαπής, κυρίως διαχείρισης διαθεσίμων. Παρατηρήθηκε διαφοροποίηση σε σύγκριση με την προηγούμενη περίοδο μεγάλων εκροών καταθέσεων, όταν τα κεφάλαια που έφυγαν προς το εξωτερικό κατευθύνθηκαν κυρίως σε τραπεζικές καταθέσεις και λιγότερο σε άλλες επενδυτικές επιλογές. Ο λόγος της καθαρής φυγής καταθέσεων προς το εξωτερικό προς τη συνολική μείωση των καταθέσεων στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα τους τελευταίους μήνες υποδηλώνει ότι συγκριτικά μεγαλύτερο ποσοστό των εκροών παραμένει εντός της χώρας. Η εξέλιξη αυτή υποστηρίζεται και από την αύξηση των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία κατά περίπου 15 δισεκ. ευρώ την περίοδο Δεκ. 2014-Μαΐου 2015.

Συμπερασματικά:

- Οι μεταβολές στις καταθέσεις επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από την αβεβαιότητα για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.
- Οι επιχειρήσεις δείχνουν μεγαλύτερη ευελιξία και ταχύτητα στην εκροή καταθέσεων. Δεν πρέπει ωστόσο να παραβλέπεται ότι σε σύγκριση με τα νοικοκυριά αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικά μικρότερο τμήμα της καταθετικής βάσης.
- Δεδομένου του κυρίαρχου ρόλου της αβεβαιότητας, η ροπή για απόσυρση σε σχέση με την επικρατούσα αβεβαιότητα ήταν εντονότερη για τις καταθέσεις προθεσμίας συγκριτικά με τις καταθέσεις μίας ημέρας οι οποίες σχετίζονται περισσότερο με τη διενέργεια καθημερινών συναλλαγών από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.
- Στην πρώτη περίοδο εκροών οι εκροές φαίνεται να προέρχονταν κυρίως από καταθέτες με σχετικά υψηλά υπόλοιπα καταθέσεων. Στην πρόσφατη περίοδο οι εκροές χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη ένταση, ενώ διαχέονται σε μεγαλύτερο εύρος καταθετών, δηλαδή ακόμη και στους μικροκαταθέτες. Ωστόσο, φαίνεται ότι σημαντικό μέρος των καταθέσεων που αποσύρονται παραμένουν εντός της χώρας. Το γεγονός αυτό που αντανακλάται σε σημαντική αύξηση της ποσότητας τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία σημαίνει ότι υπάρχουν αυξημένες πιθανότητες επιστροφής μέρους των καταθέσεων όταν βελτιωθούν οι συνθήκες εμπιστοσύνης.

Επί του παρόντος το κλίμα εμπιστοσύνης επηρεάζεται από την εξέλιξη της διαπραγματεύσεως με τους εταίρους, από την οποία εξαρτώνται οι οικονομικές προοπτικές της χώρας. Με βάση την εμπειρία του παρελθόντος, η αναστροφή του αρνητικού κλίματος και η καταγραφή θετικού ισοζυγίου δημοσιευμάτων/δηλώσεων θα συμβάλουν στην επιστροφή των καταθέσεων στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

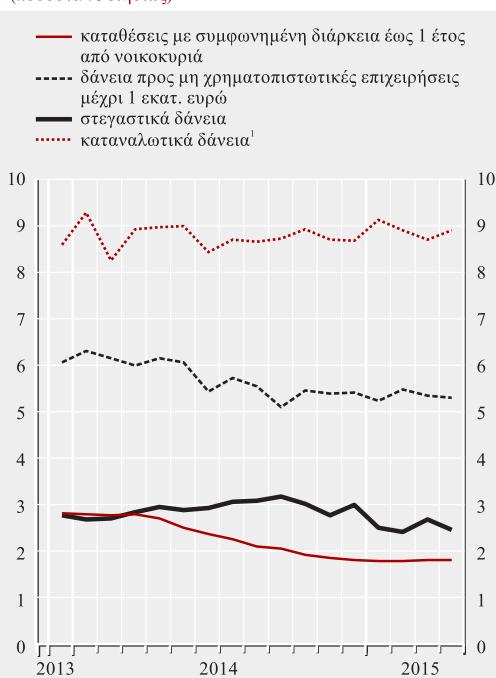
Τα επιτόκια καταθέσεων ακολούθησαν καθοδική πορεία κατά το 2014. Παρά την πραγματοποίηση εκροών καταθέσεων από τα τέλη του 2014, οι αυξήσεις των επιτοκίων καταθέσεων που καταγράφηκαν στις αρχές του 2015 είχαν ελάχιστη επίδραση στο μεσοσταθμικό

επιτόκιο για το σύνολο των καταθέσεων, καθώς αφορούσαν τις καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Όταν περιοριστεί η αβεβαιότητα, οι τράπεζες θα μπορέσουν να προχωρήσουν σε περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων, καθώς αφενός θα αρχίσει

**Διάγραμμα VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων (Δεκέμβριος 2013-Απρίλιος 2015)**

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.  
1 Μέσο επιτόκιο καταναλωτικών δανείων με και χωρίς καθορισμένη διάρκεια.

η επιστροφή καταθέσεων και αφετέρου θα διευρυνθούν οι δυνατότητες άντλησης χαμηλότοκτης χρηματοδότησης μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και της ενιαίας αγοράς χρήματος.

Το μέσο κόστος τραπεζικού δανεισμού σε ονομαστικούς όρους για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατ' ουσίαν περιορίστηκε το 2014: μειώθηκαν τα επιτόκια των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, αλλά αυξήθηκαν τα επιτόκια των δανείων με καθορισμένη διάρκεια. Το α' τετράμηνο του 2015, το μέσο επιτόκιο παρουσιάζεται ελαφρά αυξημένο έναντι του τέλους του 2014. Σε πραγματικούς όρους<sup>1</sup> το κόστος τραπεζικού δανεισμού ήταν για τις εν λόγω επιχειρήσεις χαμηλότερο το 2014 σε σύγκριση με το β' εξάμηνο του 2013. Το α' τετράμηνο του 2015 το πραγματικό επιτόκιο αυξήθηκε σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2014.

Εάν ενδεικτικά απομονωθούν τα δάνεια που χορηγήθηκαν έναντι πλήρους εξασφάλισης (σε αντίθεση με εκείνα που καλύπτονται μόνο μερικώς από ασφάλειες ή που έχουν χορηγηθεί χωρίς να έχουν ζητηθεί εξασφαλίσεις), παρατηρείται κατά το 2014 μείωση του επιτοκίου των δανείων μικρότερου ύψους (σε αντιδιαστολή με τα δάνεια άνω του εκατομμυρίου, τα επιτόκια των οποίων σημείωσαν άνοδο), γεγονός που αντανάκλα την ευνοϊκή επίδραση των προγραμμάτων του ΕΤΕΑΝ και της ΕΤΕπ στο κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους.

Μείωση συνολικά το 2014 και το α' τετράμηνο του 2015 κατέγραψε επίσης το επιτόκιο στεγαστικών δανείων. Ωστόσο, σε πραγματικούς όρους έφθασε το υψηλότερο επίπεδο από το 2003 (χρονικό σημείο από το οποίο άρχισε να καταρτίζεται η χρονολογική σειρά για το ονομαστικό επιτόκιο).

Εξάλλου, το κόστος της καταναλωτικής πίστης από το β' εξάμηνο του 2014 ακολουθεί ανοδική τάση, κυρίως λόγω της εξέλιξης του επιτοκίου των καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια.

Η πτωτική πορεία των επιτοκίων στις περισσότερες κατηγορίες δανείων είναι συνεπής με την αποκλιμάκωση, μέχρι τις αρχές του 2015, του κόστους χρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών αφενός μέσω της συγκέντρωσης καταθέσεων λιανικής και αφετέρου μέσω της προσφυγής στην κεντρική τράπεζα. Παράλληλα, σύμφωνα με την Έρευνα για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις, η ζήτηση αυξήθηκε το 2014 για όλες τις κατηγορίες δανείων. Φαίνεται, ωστόσο, ότι ταυτόχρονη αύξηση της προσφοράς αποσόβησε την αύξηση των δανειακών επιτοκίων στις περισσότερες περιπτώσεις. Η ανοδική εξέλιξη του επιτοκίου καταναλωτικής πίστης αντανάκλα πιθανόν κάποια διστακτικότητα από την πλευρά της προσφοράς, δεδομένης της εμπειρίας των τραπεζών με πολύ υψηλά

<sup>1</sup> Δηλ. αφού αφαιρεθεί ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού (ελλείψει διαθέσιμου δείκτη για τον αναμενόμενο πληθωρισμό) από το ονομαστικό επιτόκιο.

ποσοστά μη εξυπηρετούμενων καταναλωτικών δανείων.

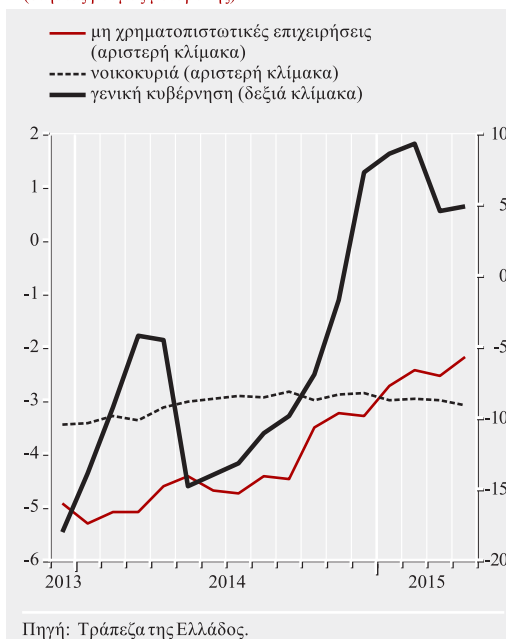
Με την υποχώρηση της αβεβαιότητας και την αποκατάσταση πλήρους πρόσβασης για τις ελληνικές τράπεζες στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, θα δημιουργηθούν δυνάμεις για την περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρηματοδοτικού κόστους των τραπεζών και εξ αυτού του λόγου των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού. Ο περιορισμός του πιστωτικού κινδύνου καθώς θα επιταχύνεται ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα επενεργήσει προς την ίδια κατεύθυνση. Αντιθέτως, αυξητικές πιέσεις στα δανειακά επιτόκια θα προκληθούν από τη συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης τραπεζικών πιστώσεων στο μέτρο που η αύξηση της ζήτησης για δανειακά κεφάλαια εκ μέρους των επιχειρήσεων δεν θα διοχετεύεται στη διεθνή αγορά ομολογιακών τίτλων. Ευνοϊκή για την εξέλιξη των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού προς την πραγματική οικονομία θα είναι η πρόοδος ως προς την αντιμετώπιση του προβλήματος των δανείων σε καθυστέρηση. Η πρόοδος σε αυτό τον τομέα αποτελεί προϋπόθεση για την αντιστροφή της διεύρυνσης του περιθωρίου τραπεζικής διαμεσολάβησης (δηλ. της διαφοράς μεταξύ δείκτη των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού και αντίστοιχου δείκτη του κόστους άντλησης διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών) η οποία καταγράφεται από το έτος 2013.

### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Στη διάρκεια του 2014 παρατηρήθηκε τάση περιορισμού του ρυθμού μείωσης των τραπεζικών πιστώσεων τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα VI.3). Η τάση αυτή διατηρήθηκε το α' τετράμηνο του 2015 όσον αφορά τα επιχειρηματικά δάνεια. Μάλιστα, επί δύο μήνες κατά την περίοδο υπό επισκόπηση καταγράφηκαν θετικές καθαρές ροές τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, οι οποίες ήταν από τις υψηλότερες των τελευταίων ετών.

**Διάγραμμα VI.3 Τραπεζική χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, νοικοκυριών και γενικής κυβέρνησης (Δεκέμβριος 2013-Απρίλιος 2015)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Οι εξελίξεις αυτές είναι συνεπείς με την έναρξη της οικονομικής ανάκαμψης το 2014, αλλά και με την προηγηθείσα ανακεφαλαιοποίηση και αναδιάταξη στον τραπεζικό κλάδο, καθώς επίσης και με τη διεύρυνση της πρόσβασης των ελληνικών τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων την περασμένη χρονιά. Η αβεβαιότητα που δημιουργήθηκε προς τα τέλη του 2014 και συνόδευσε τις διαπραγματεύσεις με τους διεθνείς πιστωτές περιορίσε την εν λόγω πρόσβαση και, όπως προαναφέρθηκε, προκάλεσε εκροές καταθέσεων. Οι τράπεζες αναπλήρωσαν μερικώς αυτές τις πηγές πόρων μέσω αύξησης της προσφυγής τους σε χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα, ώστε να περιοριστεί κατά το δυνατόν ο αντίκτυπος για την πιστοδοτική τους δραστηριότητα. Σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν, το α' τετράμηνο του 2015 το άθροισμα της χρηματοδότησης που οι εγχώριες τράπεζες αντλούν μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής συν την έκτακτη χρηματοδότηση (ELA) η οποία τους χορηγείται με ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν αυξημένο.

Η προσφυγή σε έκτακτη χρηματοδότηση συνεπάγεται σημαντικά υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης για τα πιστωτικά ιδρύματα και στο μέτρο τούτο έχει περιοριστικό αποτέλεσμα για την προσφορά πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία. Η προσφυγή κατέστη αναγκαία διότι σε σχέση με τους ελληνικούς τίτλους δεν αίρεται πλέον η ελάχιστη επιτρεπόμενη από το Ευρωσύστημα πιστοληπτική διαβάθμιση.

Η άρση της ελάχιστης διαβάθμισης συνεπαγόταν αποδοχή των ελληνικών κρατικών χρεογράφων και άλλων εμπορεύσιμων τίτλων που καλύπτονται από την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου (π.χ. τραπεζικά ομόλογα) ως εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Εν γένει, εγκρίνεται άρση από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στην περίπτωση που μια χώρα ακολουθεί πρόγραμμα προσαρμογής χωρίς σημαντικές αποκλίσεις και άρα δικαιολογείται ως βάσιμη η προσδοκία ότι η αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και το ΔΝΤ θα ολοκληρωθεί επιτυχώς.

Στις αρχές Φεβρουαρίου του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ελλάδα δεν ακολουθούσε σε ικανοποιητικό βαθμό το πρόγραμμα προσαρμογής και έτσι δεν υπήρχαν προοπτικές ικανοποιητικής ολοκλήρωσης της αξιολόγησης. Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μην επιτρέψει να εξακολουθήσει η άρση της ελάχιστης διαβάθμισης όσον αφορά τους ελληνικούς τίτλους. Κατά συνέπεια, οι τίτλοι αυτοί δεν ήταν δυνατόν από εκείνο το χρονικό σημείο και μετά να γίνονται αποδεκτοί ως εξασφαλίσεις για άντληση χρηματοδότησης μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Η άρση θα τεθεί και πάλι σε ισχύ όταν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτιμήσει ανεξάρτητα ότι έχει αρχίσει να διαφαίνεται με ασφάλεια πως η αξιολόγηση της προόδου του ελληνικού προγράμματος προσαρμογής θα είναι κατά πάσα πιθανότητα θετική.

Εξάλλου, με την ολοκλήρωση της διαπραγματεύσεως θα αρχίσουν να αντιστρέφονται οι

εκροές καταθέσεων και να διευρύνεται εκ νέου η πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Αυτές οι εξελίξεις θα συμβάλουν σε ενίσχυση της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων. Τότε άλλωστε αναμένεται να ενδυναμωθεί η οικονομική ανάπτυξη, εξέλιξη που θα ενισχύσει τη ζήτηση για πιστώσεις. Επιπροσθέτως, η αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας θα περιορίσει τον πιστωτικό κίνδυνο στην ελληνική οικονομία και θα απαλύνει κάπως το πρόβλημα των δανείων σε καθυστέρηση. Ωστόσο, το πρόβλημα αυτό θα παραμείνει βασικός ανασχετικός παράγοντας: σημαντική ενίσχυση της πιστοδοτικής ικανότητας των τραπεζών είναι δυνατόν να επιτευχθεί μόνο εφόσον προχωρήσει η θεσμική επίλυση (σε αντιδιαστολή με την απλώς κυκλική άμβλυση) του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, μεταξύ άλλων μέσω συντεταγμένων ενεργειών των δανειστριών τραπεζών.

Η καθοδική τάση την οποία ακολουθούσε από πολλών ετών ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης διακόπηκε στα τέλη του 2013 και ο ρυθμός μεταστράφηκε από αρνητικός σε θετικό. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα το γεγονός ότι από τα τέλη του β' εξαμήνου του 2014 αυξήθηκε η σχετική σημασία της άντλησης εκ μέρους του Δημοσίου χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης εντόκων γραμματίων (τα οποία αναλαμβάνονται κατά κύριο λόγο από τις εγχώριες τράπεζες), δεδομένου ότι δεν έχουν εισρεύσει μετά το καλοκαίρι του 2014 δανειακά κεφάλαια από τους διεθνείς πιστωτές της χώρας.

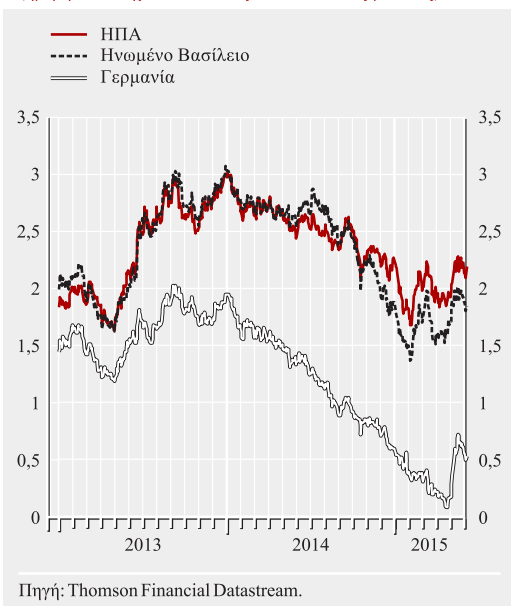
## 4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

### 4.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κύριο χαρακτηριστικό των ομολόγων αναφοράς των σημαντικών οικονομιών διεθνώς το 2014 αλλά και τους πρώτους μήνες του 2015 αποτέλεσε η πτωτική τάση των αποδόσεων. Μικρή ανακοπή της τάσης αυτής, συνοδευόμενη από αυξημένη μεταβλητότητα, παρατη-

**Διάγραμμα VI.4 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Γερμανίας (Ιανουάριος 2013-Ιούνιος 2015)**

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



ρήθηκε στο τέλος του γ' τριμήνου του 2014, εξέλιξη που ήταν πιο έντονη στη ζώνη του ευρώ (κυρίως δε στις περιφερειακές αγορές ομολόγων) συγκριτικά με τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Διάγραμμα VI.4).

Συγκεκριμένα, προς το τέλος του γ' τριμήνου του 2014, εντάθηκε η ροπή των επενδυτών για ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου, κυρίως λόγω ανησυχιών για ενδεχόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη νομισματική ένωση, αλλά και για εξελίξεις σχετικές με τη δημοσιονομική προσαρμογή σε σημαντικό μέγεθος οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Για τους λόγους αυτούς, οι αποδόσεις ομολόγων των κρατών που θεωρούνται ασφαλείς επενδυτικοί προορισμοί διαμορφώθηκαν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα· μάλιστα, για πρώτη φορά μετά το γ' τρίμηνο του 2012, παρατηρήθηκαν εκ νέου αρνητικές αποδόσεις στα βραχυπρόθεσμα ομόλογα χωρών υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, που υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές ήταν διατεθειμένοι να καταβάλουν αντίτιμο για την ασφάλεια των κεφαλαίων τους.

Από το δ' τρίμηνο του 2014 και ύστερα, οι ανησυχίες των επενδυτών μειώθηκαν, γεγονός που ερμηνεύεται σε κάποιο βαθμό και ως αποτέλεσμα των παρεμβάσεων της ΕΚΤ για τη στήριξη της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ. Ομοίως, συνεχίστηκε η υποχώρηση των αποδόσεων των ομολόγων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ και οι τιμές των μετοχών των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών ακολούθησαν ανοδικές τάσεις. Ειδικά η απόφαση του Ευρωσυστήματος, τον Ιανουάριο του 2015, για αγορά κρατικών τίτλων οδήγησε στην αύξηση της επίδρασης των συστημικών παραγόντων (βλ. Ειδικό θέμα III.1) και στον περαιτέρω περιορισμό των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Έτσι, από τον Ιανουάριο του 2015 και μετά, οι αποδόσεις της πλειονότητας των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να κινούνται πτωτικά.

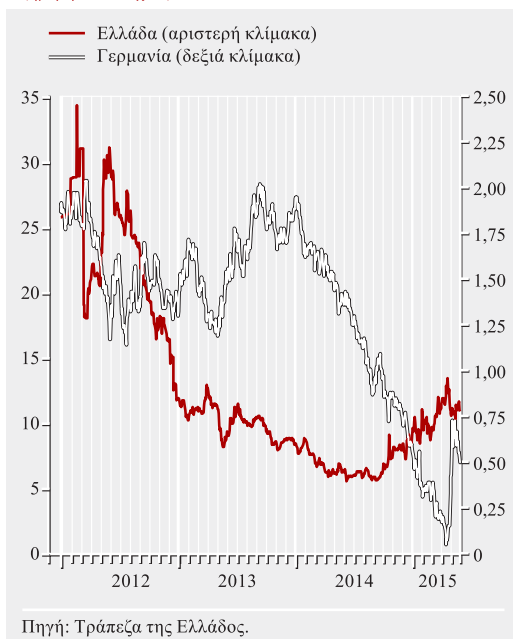
Κατά συνέπεια, οι νέες εκδόσεις ομολόγων από άλλα ευάλωτα κράτη-μέλη εκτός της χώρας μας κατά το β' τρίμηνο του 2015 πραγματοποιήθηκαν με ιδιαίτερα χαμηλά τοκομερίδια. Οι συνθήκες αυξημένης εμπιστοσύνης για τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ, παράλληλα με την υποχώρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, οδήγησαν σε άνοδο των τιμών των μετοχών, με το δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx να διαμορφώνεται στις 2.6.2015 σε επίπεδο ανώτερο κατά 13% από εκείνο του τέλους Δεκεμβρίου 2014. Την ίδια περίοδο σημειώθηκε αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς, η οποία σχετίζεται με την αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των προσδοκιών για επιτάχυνση του πληθωρισμού.

## 4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Από το τέλος του γ' τριμήνου και κατά τη διάρκεια του δ' τριμήνου του 2014, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά και αντιστράφηκε η προγενέστερη πτωτική τάση. Αρχικά, η άνοδος των αποδόσεων ήταν αποτέλεσμα της διαμόρφωσης συνθηκών αυξημένης μεταβλητότητας στις

**Διάγραμμα VI.5 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου (Ιανουάριος 2012-Ιούνιος 2015)**

(ημερήσια στοιχεία)



ευρωπαϊκές αγορές κρατικών ομολόγων. Ακολούθως ωστόσο, σε περίοδο μάλιστα όπου οι συστημικοί παράγοντες διαμόρφωσαν πιο εύρωστες συνθήκες σε ευρωπαϊκό επίπεδο με αποτέλεσμα τη μείωση των αποδόσεων των ομολόγων άλλων ευάλωτων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων συνέχισαν να αυξάνονται.

Αυτό μάλιστα συνέβη παρά τη βελτίωση που καταγράφηκε όσον αφορά την εξέλιξη διάφορων μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών (βλ. Διάγραμμα VI.5). Το γεγονός αυτό υποδηλώνει την επιδείνωση της επενδυτικής εμπιστοσύνης, καθώς από το δ' τρίμηνο του 2014 εντάθηκαν σταδιακά οι ανησυχίες των επενδυτών για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Η επενδυτική αβεβαιότητα εντάθηκε περαιτέρω το 2015, λόγω των ανησυχιών σχετικά με την εξέλιξη των διαπραγματεύσεων με τους διεθνείς πιστωτές της χώρας. Κατά συνέπεια, επικράτησαν συνθήκες έντονης μεταβλητότητας

και αυξήθηκαν οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου σε όλες τις διάρκειες. Εξάλλου, επικαλούμενοι την αβεβαιότητα ως προς τη χρηματοδότηση και τις συνθήκες ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας, οι μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης προέβησαν σε υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Ελλάδος.<sup>2</sup>

Έτσι, η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου διαμορφώθηκε σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα του Ιανουαρίου 2013 (στις 2.6.2015 ήταν 11,2%, έναντι 6,5% στις 1.10.2014), ενώ αυξήθηκε σημαντικά η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των ελληνικών δεκαετών ομολόγων από εκείνες των γερμανικών (2.6.2015: 1.047 μονάδες βάσης, από 561 την 1.10.2014). Η αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων βραχυτέρας διάρκειας ήταν εντονότερη σε σύγκριση με εκείνες των δεκαετών ομολόγων, υποδηλώνοντας ενίσχυση των εκλαμβανόμενων, σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, κινδύνων (2.6.2015: 2ετές 23,6% και 4ετές 16,6%, έναντι 4,7% και 3,9% αντίστοιχα την 1.10.2014). Κατά συνέπεια, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων αντιστράφηκε από το τέλος του γ' τριμήνου του 2014, καθώς η διαφορά αποδόσεων των ομολόγων 10ετούς και 2ετούς διάρκειας έγινε αρνητική (-1.243 μ.β. στις 2.6.2015, έναντι 180 μ.β. την 1.10.2014).

Η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος όσον αφορά τα ελληνικά κρατικά ομόλογα οδήγησε σε μεγάλη μείωση της αξίας των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ περιορίστηκε κατά τους πέντε πρώτους μήνες του 2015 σε 9 εκατ. ευρώ περίπου, έναντι 47 εκατ. ευρώ το 2014. Επίσης, την ίδια περίοδο, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) υποχώρησε σε 170 εκατ. ευρώ, κατά μέσο όρο, έναντι 292 εκατ. ευρώ το 2014.

Όσον αφορά τη δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά, οι τακτικές εκδόσεις εντόκων

<sup>2</sup> Ο οίκος Fitch υποβάθμισε την ελληνική οικονομία σε CCC από B στις 27.3.2015 και ο οίκος Moody's σε Caa2 από Caa1 στις 19.4.2015. Τέλος, ο οίκος Standard and Poor's προέβη σε δύο υποβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, η πρώτη σε CCC+ από B- στις 15.4.2015 και η δεύτερη σε CCC στις 10.6.2015.

γραμματίων (Ιαν.-Μάιος 2015: 15,4 δισεκ. ευρώ, Ιαν.-Μάιος 2014: 16,4 δισεκ. ευρώ) συνέβαλαν στη μερική κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου. Το κόστος άντλησης χρηματοδότησης μέσω εντόκων γραμματίων για τους πρώτους μήνες του 2015 ήταν αυξημένο σε σύγκριση με το β' εξάμηνο του 2014 (Ιαν.-Μάιος 2015: 2,7%, β' εξάμηνο 2014: 1,9%).

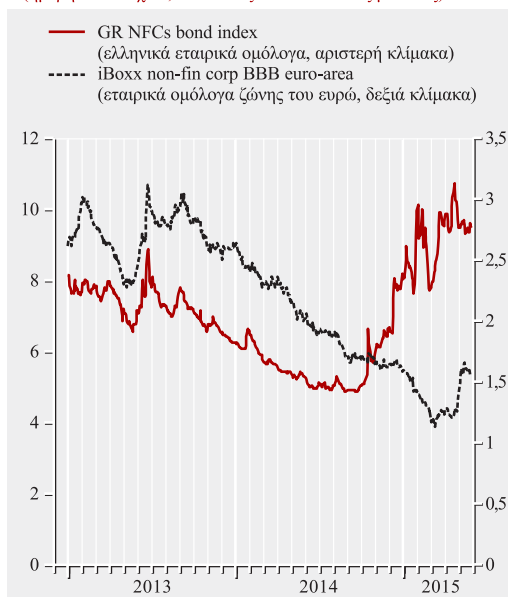
### 4.3 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Η έκδοση ομολόγων σε διεθνείς κεφαλαιαγορές, η οποία από το τέλος του 2012 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2014 αποτέλεσε σημαντική πηγή χρηματοδότησης για μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, κυρίως με εξαγωγική δραστηριότητα, διακόπηκε και αντιστράφηκε η βελτίωση των αποτιμήσεων των υφιστάμενων ομολόγων. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν, με την απόδοση του σχετικού δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος να διαμορφώνεται στις 2.6.2015 σε 9,6%, από 5% την 1.10.2014 (βλ. Διάγραμμα VI.6).

Την ίδια περίοδο, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων με συγκρίσιμη πιστοληπτική διαβάθμιση, τα οποία έχουν εκδώσει εταιρίες εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα από τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, ακολούθησαν πτωτική τάση. Κατά συνέπεια, η διαφορά απόδοσης του δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος για τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα από την αντίστοιχη απόδοση των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ (με βάση το δείκτη iBoxx NFC EA BBB) αυξήθηκε σημαντικά (790 μονάδες βάσης στις 2.6.2015, από περίπου 335 την 1.10.2014). Ως εκ τούτου, τεκμαίρεται ότι η άνοδος των αποδόσεων των ελληνικών εταιρικών ομολόγων οφείλεται στην επιδείνωση των συνθηκών επενδυτικής εμπιστοσύνης έναντι της ελληνικής οικονομίας. Εξαιτίας αυτής της εξέλιξης έχει καταστεί δυσχερής για τις ελληνικές επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου της οικονομίας η περαιτέρω άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

### Διάγραμμα VI.6 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2013-Ιούνιος 2015)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (ελληνικός δείκτης), και Datastream (iBoxx).

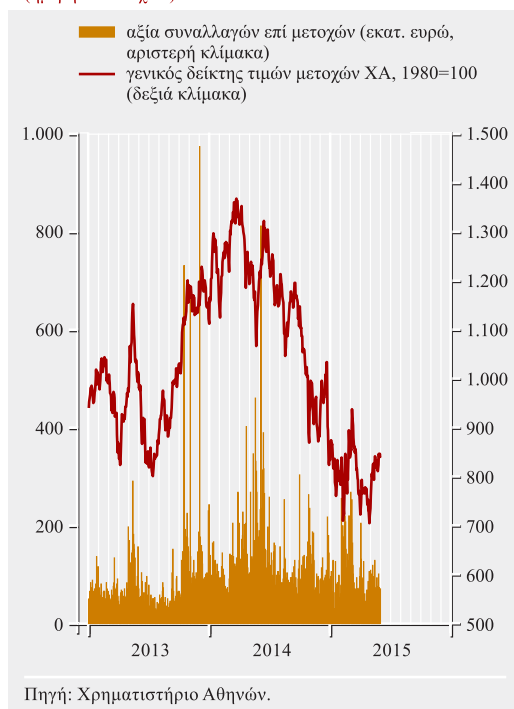
Σημείωση: Ο δείκτης απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που εξέδωσαν τίτλους σε αγορές του εξωτερικού από το Δεκέμβριο του 2012 και ύστερα. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Αναλυτικά η κατασκευή του δείκτη περιγράφεται στο Π. Μηγιάκης, "Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ως πηγή χρηματοδότησης ελληνικών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων", *Οικονομικό Δελτίο* 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014.

### 4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το 2014 οι τιμές των μετοχών σημείωσαν σημαντική πτώση (ο γενικός δείκτης μειώθηκε κατά 31,5% σε ετήσια βάση), κυρίως λόγω της επιδείνωσης της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία κατά τη διάρκεια του β' εξαμήνου του έτους (βλ. Διάγραμμα VI.7). Η πτωτική τάση αμβλύθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2015, ενώ παράλληλα η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών χαρακτηρίστηκε από έντονη μεταβλητότητα. Συνολικά, αν και ο γενικός δείκτης των τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασε σχετικά μικρή μεταβολή την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2015, η μέση μεταβλητότητά του παρέ-

**Διάγραμμα VI.7 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2013-Ιούνιος 2015)**

(ημερήσια στοιχεία)



μεινε στα αυξημένα επίπεδα της περιόδου Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου 2014, δηλ. κατά 67% υψηλότερη από εκείνη της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014.

Οι συνθήκες υψηλής μεταβλητότητας επέδρασαν σημαντικά στις τιμές των μετοχών των τραπεζών, οι οποίες σημείωσαν σημαντική υποχώρηση της τάξεως του 32% (τιμή στις 2.6.2015) από την αρχή του 2015, αν και τα χρηματοοικονομικά μεγέθη τους παρέμειναν ισχυρά. Η πτώση του δείκτη των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης, κατά τη διάρκεια των πέντε πρώτων μηνών του 2015, ήταν μικρότερη, -9% (τιμή στις 2.6.2015), καθώς η υποχώρηση των τιμών των τραπεζικών μετοχών αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση, κατά 8,4%, των τιμών των μετοχών των βιομηχανικών εταιριών.

Η συνολική κεφαλαιοποίηση των εταιριών, εισηγμένων στην κύρια αγορά του Χρηματι-

στηρίου Αθηνών, διαμορφώθηκε στις 29.5.2015 σε 42 δισεκ. ευρώ, μειωμένη κατά 22 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με το τέλος του αντίστοιχου μήνα του 2014 και κατά 4 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με το τέλος του 2014 (46 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2014). Τέλος, το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2015 η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών μειώθηκε κατά 20% συγκρινόμενη με το σύνολο του 2014 και ανήλθε σε 103 εκατ. ευρώ.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Τα οργανικά αποτελέσματα των τραπεζών το 2014 εμφάνισαν βελτίωση σε σύγκριση με το 2013 (βλ. Πίνακα VI.1). Τα λειτουργικά έσοδα επηρεάστηκαν θετικά από τη μείωση των εξόδων για τόκους, κατόπιν της σημαντικής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων στις προθεσμιακές καταθέσεις και του μηδενισμού της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ).<sup>3</sup> Σημαντική μείωση εμφάνισαν τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες, κυρίως εξαιτίας της καταγραφής ζημιών από χρηματοοικονομικές πράξεις. Τα λειτουργικά έσοδα περιορίστηκαν, καθώς καταγράφηκαν τα οφέλη από τα προγράμματα εθελουσίας εξόδου προσωπικού που εφαρμόστηκαν κατά το 2013 και από το συνεχιζόμενο εξορθολογισμό του δικτύου καταστημάτων. Τα καθαρά έσοδα, ωστόσο, δεν επαρκούσαν για να καλύψουν το σχηματισμό προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες αυξήθηκαν σημαντικά, καθώς οι τράπεζες προσπαθούν να ενισχύσουν την ανθεκτικότητά τους, δεδομένων και των αποτελεσμάτων της Συνολικής Αξιολόγησης (Comprehensive Assessment) της ΕΚΤ. Παρά τη θετική επίδραση από την αναγνώριση αναβαλλόμενου φόρου, οι τράπεζες και οι όμιλοί τους κατέγραψαν ζημίες και μετά από φόρους.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών επιδεινώθηκε κατά το α' εξάμηνο του 2014, έκτοτε όμως σταθεροποιήθηκε,

<sup>3</sup> Κατά το α' τρίμηνο του 2015 παρατηρήθηκε αναστροφή της τάσης αυτής, λόγω της εκ νέου προσφυγής των τραπεζών σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος.



**Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (2013-2014)**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	2013	2014	Μεταβολή (%)	2013	2014	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>6.324</b>	<b>6.677</b>	<b>5,6</b>	<b>10.163</b>	<b>10.626</b>	<b>4,6</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.851	5.878	21,2	7.932	8.694	9,6
- Έσοδα από τόκους	11.284	10.679	-5,4	16.209	15.189	-6,3
- Έξοδα τόκων	-6.433	-4.801	-25,4	-8.276	-6.495	-21,5
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.473	799	-45,8	2.231	1.932	-13,4
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	650	679	4,4	1.460	1.494	2,3
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	135	-179	-232,3	402	-82	-120,5
- Λοιπά έσοδα	688	299	-56,5	369	520	41,2
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-4.822</b>	<b>-4.328</b>	<b>-10,2</b>	<b>-7.146</b>	<b>-6.499</b>	<b>-9,1</b>
Δαπάνες προσωπικού	-2.769	-2.366	-14,6	-3.930	-3.442	-12,4
Διοικητικά έξοδα	-1.752	-1.645	-6,1	-2.647	-2.489	-5,9
Αποσβέσεις	-301	-317	5,1	-569	-568	-0,2
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>1.501</b>	<b>2.349</b>	<b>56,5</b>	<b>3.017</b>	<b>4.127</b>	<b>36,8</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-6.251	-8.996	43,9	-7.542	-10.436	38,4
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-1.034	-1.569	51,7	-854	-1.018	19,2
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές <sup>2</sup>	6.528	72	-98,9	6.768	50	-99,3
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>745</b>	<b>-8.144</b>	<b>-</b>	<b>1.388</b>	<b>-7.278</b>	<b>-</b>
Φόροι	3.581	4.242	18,5	3.345	4.046	21,0
Κέρδη/ζημιές από διακοπόμενες δραστηριότητες	1	-51	-	-66	-225	240,9
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>4.327</b>	<b>-3.954</b>	<b>-</b>	<b>4.667</b>	<b>-3.457</b>	<b>-</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Το 2013 τα μη επαναλαμβανόμενα κέρδη οφείλονται κυρίως στη θετική επίδραση από την εξαγορά τραπεζών από τις συστημικές τράπεζες (αρνητική υπεραξία εξαγορών).

εμφανίζοντας μάλιστα μικρή βελτίωση το δ' τρίμηνο του 2014 έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων σε ατομική βάση ανήλθε σε 33,8% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2014 από 31,9% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2013. Επιδείνωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση παρουσίασαν όλες οι κατηγορίες τραπεζικών πιστώσεων: στεγαστικά δάνεια (2014: 28,6%, 2013: 26,1%), καταναλωτική πίστη (2014: 49,5%, 2013: 47,3%) και επιχειρηματικά δάνεια (2014: 33,5%, 2013: 31,8%).

Πληρέστερη εικόνα για την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου προσφέρει η ανά-

λυση των στοιχείων που υποβάλλουν τα πιστωτικά ιδρύματα σε συμμόρφωση με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής (ΠΕΕ) 42/30.5.2014, "Πλαίσιο εποπτικών υποχρεώσεων για τη διαχείριση των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων", όπως τροποποιήθηκε με την ΠΕΕ 47/9.2.2015. Για πρώτη φορά, υπάρχει αναλυτική πληροφόρηση (στοιχεία τέλους 2014), για τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (Non-Performing Exposures - NPEs) καθώς και για τον τύπο ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων στις οποίες έχουν προβεί οι τράπεζες. Επισημαίνεται ότι η έννοια των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προσδιορίζεται από τα τεχνικά πρότυπα της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών

(European Banking Authority – EBA) με ομοιόμορφο τρόπο για όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κυριότερη διαφορά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σε σχέση με τον ορισμό των δανείων σε καθυστέρηση που χρησιμοποιούσε η Τράπεζα της Ελλάδος μέχρι σήμερα έγκειται στο γεγονός ότι στα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα περιλαμβάνονται και ανοίγματα που είναι μεν ενήμερα ή εμφανίζουν κατά την ημερομηνία αναφοράς καθυστέρηση μικρότερη των 90 ημερών, αλλά υπάρχουν ενδείξεις ότι ο οφειλέτης ενδέχεται τελικά να μη μπορέσει να εκπληρώσει πλήρως τις δανειακές υποχρεώσεις του χωρίς τη ρευστοποίηση των σχετιζόμενων εξασφαλίσεων (“unlikely to pay”).

Σύμφωνα με τα υποβαλλόμενα στοιχεία της ΠΕΕ 42/2014, στο τέλος Δεκεμβρίου του 2014 το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σε ατομική βάση ανήλθε σε 39,9% επί του συνόλου των ανοιγμάτων. Από το σύνολο των προαναφερθέντων ανοιγμάτων:

- το ήμισυ περίπου είναι ήδη καταγγεμένα (δηλαδή η τράπεζα έχει καταγγείλει τη δανειακή σύμβαση καθιστώντας άμεσα απαιτητό το σύνολο του δανείου εξαιτίας της ασυνέπειας του δανειολήπτη),
- το 1/4 ανήκει στην κατηγορία όσων δεν θεωρείται πιθανή η εξόφληση (“unlikely to pay”), και
- το 7% (από εκείνα που δεν έχουν καταγγεσθεί) βρίσκεται σε καθυστέρηση για περίοδο τουλάχιστον τριών ετών.

Επισημαίνεται ότι τα δάνεια που έχουν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης (“forborne exposures”) αποτελούν το 13,3% του συνόλου των δανείων. Από αυτά ένα μεγάλο μέρος (το 70% περίπου) συμπεριλαμβάνεται στα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα είτε γιατί έχουν εμφανίσει πάλι καθυστέρηση είτε γιατί θεωρούνται “unlikely to pay”.<sup>4</sup> Ειδικότερα όσον αφορά τα δάνεια που έχουν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, λύσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα (π.χ. κεφαλαιοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών) εφαρμόστη-

καν στο 55% των περιπτώσεων, λύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα (π.χ. παράταση διάρκειας, μείωση επιτοκίου) στο 20% και λύσεις οριστικής διευθέτησης στο 25%.

Επιπλέον, όσον αφορά τη διαχείριση των καταγγεμένων απαιτήσεων, για το 59% του πλήθους των δανείων ή το 23% των αντίστοιχων υπολοίπων, οι τράπεζες δεν έχουν προχωρήσει σε καμία ενέργεια. Το μεγαλύτερο μέρος των καταγγεμένων απαιτήσεων βρίσκεται στο στάδιο της διαγνωστικής διαδικασίας (δηλαδή η τράπεζα έχει ξεκινήσει τη διαδικασία για την έκδοση διαταγής πληρωμής ή άλλου τίτλου αναγκαστικής εκτέλεσης) και της αναγκαστικής εκτέλεσης (δηλαδή έχει ήδη εκδοθεί διαταγή πληρωμής ή έχει εκκινήσει η διαδικασία πλειστηριασμού).

Από τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, το υψηλότερο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων καταγράφεται στα καταναλωτικά δάνεια (51,3%) και ακολουθούν τα επιχειρηματικά δάνεια (39,8%) και τα στεγαστικά δάνεια (35,6%). Επισημαίνεται ότι στην κατηγορία των επιχειρηματικών δανείων υψηλότερο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων καταγράφεται στην υποκατηγορία των δανείων προς Ελεύθερους Επαγγελματίες και Πολύ Μικρές Επιχειρήσεις (63%) και των δανείων προς Μικρές και Μεσαίες Επιχειρήσεις (54%).

Αναφορικά με την κλαδική εικόνα των μη εξυπηρετούμενων επιχειρηματικών δανείων, οι κλάδοι Ενέργεια και Πετρελαιοειδή (3,5%), Ναυτιλία (28,8%) και Υγεία (33,1%) εμφανίζουν χαμηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων συγκριτικά με τους υπόλοιπους. Αντίθετα, τα υψηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων εμφανίζουν δύο υποκλάδοι της μεταποίησης, δηλαδή η κλωστοϋφαντουργία (71%) και η βιομηχανία χάρτου, ξύλου και επίπλων (63%), καθώς και ο αγροτικός κλάδος (61,4%). Από τους κλά-

<sup>4</sup> Σύμφωνα με τα τεχνικά πρότυπα της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, απαιτείται να παρέλθει ένα εύλογο χρονικό διάστημα κατά το οποίο ένα δάνειο που έχει ρυθμιστεί θα εξυπηρετείται ομαλά, ώστε αυτό να μην περιλαμβάνεται πλέον στα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα.

δους με σημαντικά υπόλοιπα δανείων, το εμπόριο καταγράφει ποσοστό μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων 54%, οι κατασκευές 49% και η μεταποίηση 47,8%.

Πάντως, το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις αυξήθηκε σημαντικά (2014: 55,8%, 2013: 49,3%), ενώ το ποσοστό κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων διαμορφώθηκε στο 44%. Πολύ ορθά οι τράπεζες ακολούθησαν συντηρητική πολιτική προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, με αποτέλεσμα οι συσσωρευμένες προβλέψεις τους να ανέλθουν το Δεκέμβριο του 2014 σε ικανοποιητικό επίπεδο σύμφωνα και με τα αποτελέσματα της Άσκησης Αξιολόγησης της Ποιότητας Χαρτοφυλακίου που διενεργήθηκε το καλοκαίρι του 2014 στο πλαίσιο της Συνολικής Αξιολόγησης.<sup>5</sup> Ιδιαίτερα θετική εξέλιξη αποτελεί ο πενταπλασιασμός των διαγραφών δανείων (1.980 εκατ. ευρώ το 2014, έναντι 363 εκατ. ευρώ το 2013), καθώς συμβάλλει στη σταδιακή εξυγίανση του δανειακού χαρτοφυλακίου. Οι διαγραφές δανείων επικεντρώθηκαν στην επιχειρηματική και την καταναλωτική πίστη.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση ανήλθε σε 13,8% το 2014 (από 12% το 2013) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 14,1% το 2014 (από 13,4% το 2013). Θετική επίδραση στην κεφαλαιακή επάρκεια είχαν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που διενήργησαν οι τράπεζες,<sup>6</sup> ενώ αρνητική ο σχηματισμός ιδιαίτερα αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, που ωστόσο συμβάλλει στην εξυγίανση του ισολογισμού τους.

Τα αποτελέσματα της Συνολικής Αξιολόγησης που ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο του 2014 ήταν θετικά. Τρία από τα τέσσερα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα που έλαβαν μέρος στη Συνολική Αξιολόγηση δεν παρουσίαζαν υστέρηση κεφαλαίων με βάση την υπόθεση “δυναμικού ισολογισμού”. Ούτε το τέταρτο πιστωτικό ίδρυμα (η Eurobank Ergasias) παρουσίαζε ουσιώδη κεφαλαιακή υστέρηση.

Όσον αφορά τις πηγές χρηματοδότησης, το α' εξάμηνο του 2014 οι ελληνικές τράπεζες είχαν άνετη πρόσβαση στη διασυνοριακή διατραπεζική χρηματοδότηση και προέβησαν στην έκδοση τραπεζικών ομολόγων (χωρίς εξασφαλίσεις) στις διεθνείς αγορές. Στη συνέχεια, άντλησαν μεσοπρόθεσμη ρευστότητα με πολύ ευνοϊκούς όρους στο πλαίσιο των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs). Εξάλλου, δεν ήταν πλέον αναγκαίο να προσφεύγουν σε άντληση έκτακτης χρηματοδότησης από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ).

Ωστόσο, η αβεβαιότητα από τα τέλη του 2014 οδήγησε σε σημαντική επιδείνωση της ρευστότητας των τραπεζών. Οι τράπεζες αποκλείστηκαν σταδιακά από τη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά, από την οποία είχαν αντλήσει σημαντικά ποσά κατά τη διάρκεια του 2014. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με τις εκροές καταθέσεων λιανικής, υποχρέωσε τις τράπεζες να προσφύγουν εκ νέου στον έκτακτο μηχανισμό ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος (ΕΛΑ), αρχής γενομένης τον Ιανουάριο του 2015. Η ανάγκη για προσφυγή σε έκτακτη χρηματοδότηση κατέστη πιο επιτακτική από τον επόμενο μήνα κατόπιν της απόφασης της ΕΚΤ να μην αποδέχεται ως εξασφαλίσεις στις πράξεις της ενιαίας νομισματικής πολιτικής τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

Παράλληλα, η διεύρυνση των περιθωρίων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου κατέστησε απαγορευτικό το κόστος περαιτέρω εκδόσεων τραπεζικών ομολόγων. Μόλις οι συνθήκες το επιτρέψουν, οι ελληνικές τράπεζες οφείλουν να διερευνήσουν τη δυνατότητα έκδοσης

<sup>5</sup> Η Άσκηση Αξιολόγησης της Ποιότητας Χαρτοφυλακίου, η οποία διενεργήθηκε με αυστηρές παραδοχές και μεθοδολογία, είχε αναδείξει την ανάγκη για αύξηση των συσσωρευμένων προβλέψεων των ελληνικών τραπεζών. Πράγματι, οι τράπεζες σχημάτισαν πρόσθετες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο το β' εξάμηνο του 2014, καλύπτοντας τις σχετικές απαιτήσεις που ανέδειξε η Άσκηση.

<sup>6</sup> Στις αρχές του 2014 οι τέσσερις συστημικές τράπεζες άντλησαν κεφάλαια συνολικού ύψους 8,3 δισεκ. ευρώ προσελκύοντας ιδιώτες επενδυτές. Με τα κεφάλαια αυτά κάλυψαν τις κεφαλαιακές ανάγκες που είχαν προσδιοριστεί από την άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος, ενώ δύο τράπεζες αποπλήρωσαν τις προνομιούχες μετοχές που είχε αναλάβει το Ελληνικό Δημόσιο έναντι της κεφαλαιακής ενίσχυσης που τους είχε παράσχει κατ' εφαρμογήν του Ν. 3723/2008.

καλυμμένων ομολογιών, τιτλοποίησης απαιτήσεων και τραπεζικών ομολόγων, ώστε να μειώσουν την εξάρτησή τους από το Ευρωσύνστημα και να αντλήσουν τους αναγκαίους πόρους για την παροχή περισσότερων νέων πιστώσεων μεσοπρόθεσμα.

## 6 Η ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Στην ασφαλιστική αγορά της Ελλάδος δραστηριοποιούνται εξήντα επτά (67) ασφαλιστικές επιχειρήσεις με καθεστώς εγκατάστασης. Σαράντα έξι (46) εξ αυτών έχουν έδρα στην Ελλάδα, δύο (2) είναι υποκαταστήματα τρίτων χωρών και δεκαεννέα (19) υποκαταστήματα κρατών-μελών της ΕΕ-ΕΟΧ η φερεγγυότητα των οποίων εποπτεύεται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές του κράτους-μέλους καταγωγής.<sup>7</sup>

Για τέταρτη χρονιά συνεχίστηκε η μείωση της παραγωγής των συνολικών ασφαλιστρών, η οποία όμως το έτος 2014 ήταν οριακή (-0,5%). Σε αντίθεση με την παραγωγή του κλάδου ζημιών η οποία εξακολούθησε να υποχωρεί (-9,3%), η παραγωγή στις ασφαλίσεις ζωής ανέκαμψε για πρώτη χρονιά, μετά από τρία συνεχόμενα έτη πτώσης, με εντυπωσιακό ρυθμό ύψους 11,8%.

Η σημαντική άνοδος στην παραγωγή ασφαλιστρών ζωής αποδίδεται στις ασφαλίσεις του κλάδου ΙΙΙ (ασφαλίσεις ζωής που συνδέονται με επενδύσεις – unit linked), οι οποίες το 2014 αυξήθηκαν κατά 65%, κυρίως χάρη στις ασφαλίσεις εφάπαξ καταβολής ασφαλιστρού οι οποίες υπεردιπλασιάστηκαν (129,8%). Επίσης, οι ασφαλίσεις του κλάδου ΙV (ασφαλίσεις υγείας) παρουσίασαν σημαντική άνοδο και το 2014 (30,1%), αναδεικνύοντας τη στροφή της ασφαλιστικής αγοράς στις βραχυχρόνιες ασφαλίσεις υγείας και νοσοκομειακών καλύψεων.

Η πώση στην παραγωγή ασφαλιστρών ζημιών αποδίδεται κυρίως στις ασφαλίσεις αυτοκινήτων (αστική ευθύνη, ίδιες ζημιές οχημάτων), οι οποίες εμφάνισαν διπλάσιο ποσο-

στό μείωσης (-11,6%) σε σχέση με τις ασφαλίσεις των λοιπών κλάδων ζημιών (-5,8%).

Το 2014 η παραγωγή ασφαλιστρών διαμορφώθηκε σε 4,0 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων το 46,5% προήλθε από ασφαλίσεις ζωής και το 53,5% από ασφαλίσεις κατά ζημιών.

Όσον αφορά το βαθμό συγκέντρωσης και την κατάταξη της αγοράς σε όρους ασφαλιστρών δεν υπήρξαν σημαντικές μεταβολές. Οι 5 και 10 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στις ασφαλίσεις ζωής κατέχουν το 76,6% και 92,8% της συγκεκριμένης αγοράς και οι 5 και 10 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στις ασφαλίσεις κατά ζημιών το 38,0% και 63,0% αντίστοιχα.

Το σύνολο του ενεργητικού των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος ασφαλιστικών επιχειρήσεων, με βάση τον εποπτικό ισολογισμό, ανήλθε σε 15,5 δισεκ. ευρώ, ενώ το σύνολο των ασφαλιστικών υποχρεώσεων (τεχνικών αποθεμάτων) διαμορφώθηκε σε 11,8 δισεκ. ευρώ, παρουσιάζοντας ελαφρά άνοδο. Εξ αυτών, 8,4 δισεκ. ευρώ αφορούν ασφαλίσεις ζωής, εκ των οποίων τα 2,2 δισεκ. ευρώ αφορούν ασφαλιστικές προβλέψεις συμβολαίων unit linked, ενώ τα υπόλοιπα 3,4 δισεκ. ευρώ αφορούν τεχνικές προβλέψεις ασφαλίσεων κατά ζημιών.

Τέλος, τα εποπτικά κεφάλαια ανέρχονται σε 2,6 δισεκ. ευρώ, έναντι απαιτούμενων 0,8 δισεκ. ευρώ, διαμορφώνοντας το δείκτη φερεγγυότητας σε επίπεδο τριπλάσιο του απαιτούμενου.

Όσον αφορά τις ενέργειες προετοιμασίας για το νέο εποπτικό πλαίσιο (Φερεγγυότητα ΙΙ)<sup>8</sup> το οποίο θα εφαρμοστεί από 1.1.2016, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει ήδη ενσωματώσει στις

<sup>7</sup> Οι 48 ασφαλιστικές επιχειρήσεις των οποίων η φερεγγυότητα εποπτεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος κατέχουν μερίδιο αγοράς 94,0%, εκ του οποίου το 41,9% αφορά θυγατρικές ευρωπαϊκών ομίλων, 36,6% αφορά θυγατρικές ελληνικών τραπεζών και το υπόλοιπο 15,5% λοιπές επιχειρήσεις.

<sup>8</sup> Η Φερεγγυότητα ΙΙ βασίζεται σε ένα σύστημα τριών πυλώνων, που αποτελείται από τις (i) ποσοτικές απαιτήσεις, (ii) τις ποιοτικές απαιτήσεις, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με τις απαιτήσεις διαβέρνησης και εποπτείας, και (iii) την εποπτική αναφορά και τη δημοσιοποίηση πληροφοριών

εποπτικές της πρακτικές τα ενδιάμεσα μέτρα εφαρμογής της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) και τα έχει αναρτήσει στο δικτυακό της τόπο, σηματοδοτώντας την αρχή της μετάβασης στο νέο εποπτικό πλαίσιο. Τα μέτρα αυτά αναφέρονται κυρίως στην υποχρέωση των επιχειρήσεων για καθιέρωση κατάλληλου συστήματος διακυβέρνησης και ελέγχου (Πυλώνας II) καθώς και στη διαμόρφωση των εποπτικών αναφορών (Πυλώνας III).

Με σκοπό την ολοκλήρωση του νομοθετικού πλαισίου για την εφαρμογή της Φερεγγυότητας II, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε τον κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) 2015/35 της 10ης Οκτωβρίου 2014 για τη συμπλήρωση της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης. Έκτοτε, η EIOPA έχει εκδώσει σειρά Κατευθυντήριων Γραμμών, ούτως ώστε να διασφαλίσει τη συνεπή και ομοιόμορφη εφαρμογή της Φερεγγυότητας II.

Για την αξιολόγηση του βαθμού ετοιμότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων αναφορικά με τις απαιτήσεις διακυβέρνησης, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει ζητήσει από καθεμία από αυτές την αυτοαξιολόγησή της σχετικά με το βαθμό ετοιμότητάς της, καθώς και τη δέσμευσή της σχετικά με καθορισμένο χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των απαιτούμενων ενεργειών. Το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης παρακολουθείται και επικαιροποιείται σε τακτική βάση. Στο πλαίσιο αυτό, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις έχουν την υποχρέωση υποβολής των εκθέσεων των βασικών λειτουργιών (αναλογιστική λειτουργία, διαχείρισης κινδύνου, εσωτερικού ελέγχου και κανονιστικής συμμόρφωσης).

Σύμφωνα με τη Φερεγγυότητα II, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις αναμένεται να προβαίνουν σε ίδια αξιολόγηση του κινδύνου και της φερεγγυότητάς τους σε περιοδική βάση, τα δε

αποτελέσματα θα υποβάλλονται στην εποπτική αρχή. Η σχετική έκθεση θα πρέπει να περιλαμβάνει την εκτίμηση της κάθε ασφαλιστικής επιχείρησης για τις συνολικές κεφαλαιακές της απαιτήσεις, την αξιολόγησή της για τη δυνατότητα συμμόρφωσης με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και τις τεχνικές προβλέψεις, καθώς και για το βαθμό απόκλισης του προφίλ κινδύνου της από τις παραδοχές στις οποίες έχει βασιστεί ο υπολογισμός της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας σύμφωνα με την τυποποιημένη μέθοδο. Η Τράπεζα της Ελλάδος, με σκοπό την παρακολούθηση της προετοιμασίας της ασφαλιστικής αγοράς, έχει ζητήσει την υποβολή ενδιάμεσων δοκιμαστικών εκθέσεων.

Για την αξιολόγηση του επιπέδου συμμόρφωσης της ασφαλιστικής αγοράς, έχει διευρωπαϊκά καθοριστεί η 3.6.2015 ως η ημερομηνία κατά την οποία οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις έπρεπε να προβούν στην υποβολή των προβλεπόμενων από το νέο πλαίσιο ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων σε ατομική βάση με ημερομηνία αναφοράς τις 31.12.2014. Τα ποσοτικά στοιχεία θα προωθηθούν στην EIOPA. Η αντίστοιχη ετήσια υποβολή σε επίπεδο ομίλων αναμένεται μέχρι τις 15.7.2015.

Στο πλαίσιο της έγκαιρης προετοιμασίας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων για τις ανωτέρω υποβολές στοιχείων, η EIOPA δημοσιεύει, από τον Ιανουάριο του 2015 και σε μηνιαία βάση, τη σχετική χρονική “καμπύλη απόδοσης των επιτοκίων άνευ κινδύνου” και της “συμμετρικής προσαρμογής” της βάσει τυποποιημένης μεθόδου επιβάρυνσης κεφαλαίου λόγω μετοχών. Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις καλούνται να χρησιμοποιούν την πληροφόρηση αυτή κατά τους σχετικούς υπολογισμούς.

Τέλος, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις θα πρέπει να έχουν ολοκληρώσει την προετοιμασία τους για το νέο πλαίσιο το συντομότερο δυνατόν ώστε να έχουν το χρόνο για να κρίνουν τυχόν ανάγκη εφαρμογής μεταβατικών μέτρων προκειμένου να λάβουν τη σχετική έγκριση από την Τράπεζα της Ελλάδος..



# ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

## 22 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2015

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη διεξαγωγή διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων, το οποίο πέραν της αγοράς περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα θα συμπεριλαμβάνει και την αγορά κρατικών τίτλων και άλλων τίτλων εκδοθέντων από τους φορείς του δημόσιου τομέα στη ζώνη του ευρώ. Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα ή τίτλοι κυμαινόμενης απόδοσης που έχουν εκδοθεί από κεντρικές κυβερνήσεις, από συγκεκριμένους οργανισμούς του δημόσιου τομέα με έδρα τη ζώνη του ευρώ ή συγκεκριμένους διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς στη ζώνη του ευρώ θεωρούνται επιλέξιμοι για αγορά υπό το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων.

Οι συνδυασμένες μηνιαίες αγορές περιουσιακών στοιχείων του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων – δηλ. του προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων (ABSPP), του προγράμματος αγοράς καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (CBPP3) και του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) – θα φθάνουν τα 60 δισεκ. ευρώ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατηρεί τον έλεγχο του σχεδιασμού του προγράμματος. Η ΕΚΤ θα συντονίζει τις αγορές ούτως ώστε να διασφαλίζεται ο ενιαίος χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ, μέσω της αποκεντρωμένης εφαρμογής, κινητοποιούνται οι εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σε σχέση με τον επιμερισμό υποθετικών ζημιών, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε οι αγορές τίτλων ευρωπαϊκών οργανισμών (που θα αποτελούν το 12% των πρόσθετων αγορών περιουσιακών στοιχείων και θα πραγματοποιούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες) να επιμερίζονται στα μέλη του Ευρωσυστήματος. Αντίθετα, οι λοιπές πρόσθετες αγορές περιουσιακών στοιχείων εκ μέρους των εθνικών κεντρικών τραπεζών δεν θα υπόκεινται σε επιμερισμό. Η ΕΚΤ ωστόσο πραγματοποιεί το 8% των πρόσθετων αγορών περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που υποδηλώνει

ότι συνολικά το 20% των αγορών αυτών θα υπόκεινται σε επιμερισμό κινδύνων.

Οι πρόσθετοι τίτλοι σε ευρώ που θα αποκτώνται από το Ευρωσύστημα μέσω του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει:

1. να πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας για εμπορεύσιμους τίτλους που συμμετέχουν στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος,
2. να έχουν εκδοθεί από οντότητες με έδρα τη ζώνη του ευρώ οι οποίες ανήκουν σε μία από τις παρακάτω κατηγορίες: κεντρική κυβέρνηση, συγκεκριμένους εθνικούς οργανισμούς εντός του δημόσιου τομέα με έδρα τη ζώνη του ευρώ ή συγκεκριμένους διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς στη ζώνη του ευρώ,
3. να διαθέτουν μία πρώτη καλύτερη (“first best”) πιστοληπτική αξιολόγηση από εξωτερικό οίκο αξιολόγησης τουλάχιστον CQS3 για τον εκδότη ή τον εγγυητή.
4. Οι τίτλοι που δεν πληρούν την ελάχιστη πιστοληπτική διαβάθμιση CQS3 θα δύνανται να υπαχθούν στο πρόγραμμα αγοράς εφόσον το ελάχιστο αποδεκτό όριο πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν εφαρμόζεται για το σκοπό της καταλληλότητάς τους ως εξασφαλίσεων στις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια των αξιολογήσεων στο πλαίσιο προγράμματος οικονομικής βοήθειας προς ένα κράτος-μέλος της ζώνης του ευρώ, η καταλληλότητα των τίτλων αυτών θα αναστέλλεται και θα αποκαθίσταται μόνο σε περίπτωση θετικής έκβασης της αξιολόγησης.

Επίσης το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει το επιτόκιο των έξι υπολειπόμενων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs) ώστε να ισούται με το εκάστοτε ισχύον επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (MROs) του Ευρωσυστήματος. Με την από-

φαση αυτή καταργείται για την περίοδο Μαρτίου 2015-Ιουνίου 2016 η διαφορά των 10 μονάδων βάσης πλέον του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης που εφαρμόστηκε στις δύο πρώτες διεξαγωγές των στοχευμένων πράξεων. Με τον τρόπο αυτό προάγεται η αποτελεσματικότητα των πράξεων και αντανακλάται η μείωση στις αποδόσεις (term premia) των μέσων χρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές η οποία έχει καταγραφεί από την ανακοίνωση των TLTROs στις 5 Ιουνίου 2014 και εξής.

#### **4 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2015**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να σταματήσει την άρση της εφαρμογής της ελάχιστης αποδεκτής πιστοληπτικής διαβάθμισης για εμπορεύσιμους τίτλους που

έχει εκδώσει ή εγγυάται το Ελληνικό Δημόσιο. Η άρση της εφαρμογής της ελάχιστης αποδεκτής πιστοληπτικής διαβάθμισης για τους εν λόγω τίτλους (waiver) επέτρεπε τη χρήση τους στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου δεν έχει συνέπειες για το καθεστώς των ελληνικών τραπεζών ως αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος στις πράξεις νομισματικής πολιτικής. Αναφορικά με τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος που δεν έχουν επαρκείς εναλλακτικές εξασφαλίσεις, οι ανάγκες τους για ρευστότητα είναι δυνατόν να καλυφθούν από την οικεία εθνική κεντρική τράπεζα μέσω της παροχής έκτακτης χρηματοδότησης (ELA) εντός του ισχύοντος πλαισίου του Ευρωσυστήματος.



# ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ





# ΠΙΝΑΚΕΣ



<b>1</b>	<b>Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες</b>	<b>133</b>
<b>2</b>	<b>Ισοζύγιο πληρωμών</b>	<b>134</b>
<b>3</b>	<b>Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία</b>	<b>135</b>
<b>4</b>	<b>Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου</b>	<b>136</b>
<b>5</b>	<b>Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI</b>	<b>137</b>
<b>6</b>	<b>Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>138</b>
<b>7</b>	<b>Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>139</b>



**Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες**

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νοπτά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
<b>2011</b>	108,2	3,3	110,0	4,2	105,9	2,3	104,6	1,5	104,8	1,3	
<b>2012</b>	109,8	1,5	112,5	2,2	106,5	0,5	105,0	0,3	104,9	0,1	
<b>2013</b>	108,8	-0,9	112,6	0,1	104,1	-2,2	103,2	-1,7	102,9	-1,9	
<b>2014</b>	107,4	-1,3	111,1	-1,3	102,7	-1,4	102,4	-0,7	102,0	-0,9	
<b>2013</b>	I	108,7	0,0	111,5	1,3	105,2	-1,6	102,7	-1,3	102,3	-1,5
	II	110,2	-0,5	114,7	0,7	104,5	-2,1	104,5	-1,5	104,4	-1,7
	III	107,9	-1,0	111,2	0,2	103,8	-2,6	102,2	-2,0	101,7	-2,3
	IV	108,5	-2,2	112,8	-1,9	103,1	-2,5	103,2	-2,1	103,0	-2,4
<b>2014</b>	I	107,2	-1,3	110,9	-0,5	102,7	-2,4	101,7	-1,0	101,1	-1,2
	II	108,6	-1,5	113,0	-1,5	103,0	-1,5	103,2	-1,2	103,0	-1,4
	III	107,3	-0,6	110,7	-0,4	102,9	-0,9	102,1	0,0	101,6	-0,1
	IV	106,5	-1,8	109,9	-2,6	102,2	-0,8	102,5	-0,7	102,2	-0,8
<b>2015</b>	I	104,7	-2,4	107,1	-3,4	101,7	-0,9	101,0	-0,7	100,2	-0,9
<b>2013</b>	Ιαν.	109,0	0,2	111,8	1,6	105,5	-1,6	103,3	-1,2	103,0	-1,4
	Φεβρ.	107,2	0,1	108,8	1,4	105,1	-1,6	101,0	-1,4	100,2	-1,6
	Μάρτ.	109,9	-0,2	113,9	1,0	104,9	-1,7	103,9	-1,2	103,8	-1,4
	Απρ.	110,4	-0,6	115,0	0,4	104,7	-1,9	104,7	-1,2	104,7	-1,4
	Μάιος	110,2	-0,4	114,7	0,7	104,6	-1,9	104,5	-1,4	104,4	-1,6
	Ιούν.	109,9	-0,4	114,6	1,1	104,1	-2,4	104,1	-1,7	104,1	-1,9
	Ιούλ.	108,1	-0,7	111,4	0,7	104,0	-2,5	102,3	-2,0	101,9	-2,3
	Αύγ.	106,4	-1,3	108,4	-0,2	103,9	-2,7	100,5	-2,1	99,7	-2,5
	Σεπτ.	109,2	-1,1	113,8	0,1	103,4	-2,8	103,7	-1,9	103,6	-2,1
	Οκτ.	109,1	-2,0	113,9	-1,5	103,2	-2,6	103,8	-1,8	103,7	-1,9
	Νοέμ.	107,6	-2,9	111,3	-3,0	103,1	-2,7	102,5	-2,9	102,1	-3,3
	Δεκ.	108,6	-1,7	113,2	-1,2	102,9	-2,3	103,4	-1,8	103,2	-1,9
<b>2014</b>	Ιαν.	107,4	-1,5	111,1	-0,5	102,6	-2,7	101,9	-1,4	101,3	-1,6
	Φεβρ.	105,9	-1,1	108,6	-0,2	102,6	-2,4	100,4	-0,6	99,5	-0,8
	Μάρτ.	108,4	-1,3	113,0	-0,8	102,7	-2,2	102,9	-1,0	102,7	-1,1
	Απρ.	108,9	-1,3	113,8	-1,0	102,8	-1,8	103,4	-1,3	103,3	-1,4
	Μάιος	108,1	-2,0	112,1	-2,2	103,0	-1,6	102,7	-1,7	102,4	-2,0
	Ιούν.	108,7	-1,1	113,3	-1,2	103,1	-1,0	103,4	-0,7	103,3	-0,7
	Ιούλ.	107,4	-0,7	110,8	-0,5	103,1	-0,9	102,1	-0,2	101,7	-0,2
	Αύγ.	106,1	-0,3	108,6	0,2	102,9	-1,0	101,0	0,4	100,1	0,4
	Σεπτ.	108,3	-0,8	112,8	-0,9	102,7	-0,7	103,3	-0,4	103,1	-0,5
	Οκτ.	107,3	-1,7	111,1	-2,4	102,5	-0,7	103,0	-0,8	102,8	-0,9
	Νοέμ.	106,3	-1,2	109,6	-1,6	102,2	-0,8	102,1	-0,3	101,7	-0,3
	Δεκ.	105,8	-2,6	108,9	-3,8	102,0	-0,9	102,5	-0,9	102,1	-1,1
<b>2015</b>	Ιαν.	104,3	-2,8	106,5	-4,1	101,7	-0,9	101,1	-0,8	100,4	-0,9
	Φεβρ.	103,7	-2,2	105,3	-3,0	101,8	-0,8	99,9	-0,5	98,8	-0,7
	Μάρτ.	106,1	-2,1	109,5	-3,1	101,7	-0,9	102,1	-0,8	101,6	-1,1
	Απρ.	106,6	-2,1	110,6	-2,8	101,5	-1,3	102,5	-0,8	102,0	-1,2
	Μάιος	105,7	-2,1	108,9	-2,9	101,7	-1,2	101,7	-0,9	101,1	-1,2

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

**Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών**

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Μάρτιος		
	2012	2013	2014	2013	2014	2015
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)</b>	<b>-4.615,0</b>	<b>1.088,5</b>	<b>1.593,1</b>	<b>-2.315,9</b>	<b>-1.153,3</b>	<b>-2.179,6</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A + I.B)</b>	<b>-4.480,1</b>	<b>-250,5</b>	<b>1.768,3</b>	<b>-3.045,5</b>	<b>-2.634,8</b>	<b>-2.559,6</b>
Εισπράξεις	49.375,4	50.361,8	54.630,2	9.552,1	10.061,7	9.740,2
Πληρωμές	53.855,5	50.612,3	52.861,9	12.597,5	12.696,5	12.299,8
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-19.651,2</b>	<b>-17.238,8</b>	<b>-17.849,9</b>	<b>-4.543,0</b>	<b>-4.545,6</b>	<b>-4.186,7</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>21.716,9</b>	<b>22.248,9</b>	<b>23.480,2</b>	<b>5.367,6</b>	<b>5.414,1</b>	<b>5.008,0</b>
Καύσιμα	7.426,4	7.941,2	8.188,8	1.920,6	1.969,5	1.496,1
Πλοία (πωλήσεις)	737,8	443,0	626,0	109,4	85,6	73,0
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	13.552,7	13.864,8	14.665,4	3.337,6	3.359,0	3.438,8
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>41.368,1</b>	<b>39.487,7</b>	<b>41.330,1</b>	<b>9.910,7</b>	<b>9.959,6</b>	<b>9.194,7</b>
Καύσιμα	17.646,3	15.638,7	15.734,8	4.219,7	4.156,8	3.238,2
Πλοία (αγορές)	1.780,4	1.926,2	2.799,2	409,5	598,1	266,4
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	21.941,4	21.922,8	22.796,1	5.281,5	5.204,8	5.690,1
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>15.171,1</b>	<b>16.988,3</b>	<b>19.618,3</b>	<b>1.497,6</b>	<b>1.910,8</b>	<b>1.627,1</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>27.658,5</b>	<b>28.112,9</b>	<b>31.150,0</b>	<b>4.184,4</b>	<b>4.647,6</b>	<b>4.732,2</b>
Ταξιδιωτικό	10.442,5	12.152,2	13.393,1	401,8	471,5	531,6
Μεταφορές	13.310,7	12.117,1	13.211,6	2.890,2	3.130,3	3.121,7
Λοιπές υπηρεσίες	3.905,3	3.843,6	4.545,3	892,4	1.045,8	1.078,9
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>12.487,4</b>	<b>11.124,6</b>	<b>11.531,8</b>	<b>2.686,9</b>	<b>2.736,9</b>	<b>3.105,1</b>
Ταξιδιωτικό	1.843,9	1.835,2	2.076,4	359,0	415,1	462,5
Μεταφορές	6.344,7	5.557,5	5.265,3	1.407,1	1.328,5	1.455,6
Λοιπές υπηρεσίες	4.298,8	3.732,0	4.190,0	920,8	993,3	1.187,1
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>819,7</b>	<b>-457,0</b>	<b>159,5</b>	<b>683,4</b>	<b>1.312,7</b>	<b>453,9</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.615,5</b>	<b>6.458,1</b>	<b>6.831,1</b>	<b>2.630,3</b>	<b>3.019,4</b>	<b>2.508,0</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	200,8	209,3	209,9	54,1	48,4	46,2
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.631,4	3.213,7	3.205,2	793,6	819,0	714,8
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	2.783,3	3.035,1	3.416,1	1.782,6	2.152,0	1.747,0
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>5.795,8</b>	<b>6.915,1</b>	<b>6.671,6</b>	<b>1.946,9</b>	<b>1.706,7</b>	<b>2.054,1</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	468,0	453,0	491,7	107,7	104,3	159,9
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.930,7	6.097,1	5.817,3	1.701,4	1.480,0	1.778,0
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	397,2	365,0	362,6	137,7	122,4	116,2
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>-954,6</b>	<b>1.796,1</b>	<b>-334,7</b>	<b>46,1</b>	<b>168,8</b>	<b>-73,9</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>2.342,3</b>	<b>4.652,8</b>	<b>2.550,7</b>	<b>996,1</b>	<b>1.026,9</b>	<b>832,7</b>
Γενική κυβέρνηση	1.276,9	3.375,5	1.441,7	594,2	717,3	582,3
Λοιποί τομείς	1.065,4	1.277,3	1.109,0	402,0	309,5	250,4
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>3.296,9</b>	<b>2.856,7</b>	<b>2.885,5</b>	<b>950,0</b>	<b>858,1</b>	<b>906,6</b>
Γενική κυβέρνηση	2.250,7	2.068,1	2.054,7	780,2	693,6	658,7
Λοιποί τομείς	1.046,2	788,6	830,8	169,8	164,5	247,9
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.A - II.B)</b>	<b>2.327,6</b>	<b>3.040,8</b>	<b>2.510,6</b>	<b>1.092,5</b>	<b>1.461,2</b>	<b>480,4</b>
<b>II.A Εισπράξεις</b>	<b>2.564,6</b>	<b>3.380,6</b>	<b>2.866,2</b>	<b>1.194,5</b>	<b>1.536,5</b>	<b>582,9</b>
Γενική κυβέρνηση	2.486,0	3.298,9	2.789,8	1.173,1	1.520,1	568,4
Λοιποί τομείς	78,6	81,7	76,4	21,4	16,4	14,5
<b>II.B Πληρωμές</b>	<b>237,1</b>	<b>339,8</b>	<b>355,6</b>	<b>102,0</b>	<b>75,3</b>	<b>102,5</b>
Γενική κυβέρνηση	13,7	9,7	8,8	0,9	5,0	2,1
Λοιποί τομείς	223,3	330,1	346,7	101,2	70,2	100,4
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)</b>	<b>-2.287,5</b>	<b>4.129,3</b>	<b>4.103,7</b>	<b>-1.223,5</b>	<b>307,9</b>	<b>-1.699,2</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>-2.729,2</b>	<b>3.332,5</b>	<b>2.719,8</b>	<b>-578,9</b>	<b>1.127,2</b>	<b>-1.509,1</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-827,1</b>	<b>-2.713,6</b>	<b>-991,8</b>	<b>-47,4</b>	<b>-170,4</b>	<b>115,3</b>
Απατήσεις	524,8	-534,2	648,3	46,8	165,8	51,6
Υποχρεώσεις	1.351,9	2.179,4	1.640,1	94,3	336,2	-63,6
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>99.903,9</b>	<b>6.583,1</b>	<b>6.978,0</b>	<b>-2.470,8</b>	<b>-112,9</b>	<b>-4.187,2</b>
Απατήσεις	58.086,1	-1.023,6	8.910,1	-3.804,4	7,9	-6.670,1
Υποχρεώσεις	-41.817,8	-7.606,7	1.932,1	-1.333,6	120,8	-2.482,9
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-101.815,1</b>	<b>-644,0</b>	<b>-3.722,5</b>	<b>1.947,3</b>	<b>371,5</b>	<b>2.121,9</b>
Απατήσεις	-17.911,4	-20.997,9	-5.638,7	-18.043,6	-2.796,1	14.336,6
Υποχρεώσεις	83.903,7	-20.353,9	-1.916,2	-19.990,9	-3.167,6	12.214,7
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	(109.093,9)	(30.061,2)	(4.000,2)	(7.940,8)	(-1.725,7)	(-3.178,6)
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>9,0</b>	<b>107,0</b>	<b>456,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>1.039,0</b>	<b>441,0</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)</b>	<b>-441,8</b>	<b>-796,8</b>	<b>-1.383,9</b>	<b>644,6</b>	<b>819,3</b>	<b>190,1</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>5.500</b>	<b>4.172</b>	<b>5.117</b>	<b>5.461</b>	<b>5.457</b>	<b>6.047</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση σύμφωνα με τη νέα μεθοδολογία.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χροσού, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

**Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία			
		Καταθέσεις σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Ύψους <sup>2</sup>	Ταμειτηρίου	Προθεσμίας	
<b>2010</b>	209.521	191.985	17.537	22.864	66.706	119.951	
<b>2011</b>	174.137	160.785	13.352	19.601	53.439	101.097	
<b>2012</b>	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357	
<b>2013</b>	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986	
<b>2014</b>	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207	
<b>2011</b>	Ιαν.	205.437	188.537	16.900	22.062	65.552	117.823
	Φεβρ.	202.815	186.485	16.330	21.222	64.428	117.165
	Μάρτ.	199.086	183.271	15.816	20.829	62.102	116.156
	Απρ.	196.678	181.238	15.439	20.098	62.080	114.499
	Μάιος	191.815	176.693	15.122	20.333	60.569	110.914
	Ιούν.	188.108	174.090	14.019	21.071	59.446	107.592
	Ιούλ.	187.143	173.430	13.713	19.941	58.552	108.649
	Αύγ.	188.574	174.781	13.793	20.211	58.493	109.871
	Σεπτ.	183.128	169.558	13.571	19.615	56.210	107.304
	Οκτ.	176.323	163.775	12.548	19.202	54.699	102.422
	Νοέμ.	172.760	160.229	12.531	18.695	53.236	100.828
	Δεκ.	174.137	160.785	13.352	19.601	53.439	101.097
<b>2012</b>	Ιαν.	168.873	156.189	12.684	17.468	52.178	99.227
	Φεβρ.	164.308	152.074	12.233	17.014	50.621	96.673
	Μάρτ.	165.283	152.984	12.299	16.593	49.077	99.613
	Απρ.	165.877	153.382	12.495	17.230	49.317	99.330
	Μάιος	157.367	145.596	11.771	16.679	48.459	92.229
	Ιούν.	150.513	139.432	11.081	15.982	46.543	87.988
	Ιούλ.	153.825	142.485	11.340	16.174	46.129	91.522
	Αύγ.	153.328	142.182	11.146	15.490	45.545	92.292
	Σεπτ.	154.246	143.322	10.924	15.949	45.154	93.143
	Οκτ.	155.190	144.228	10.962	15.830	44.533	94.827
	Νοέμ.	155.816	144.908	10.908	15.997	43.718	96.100
	Δεκ.	161.373	149.971	11.402	18.173	44.844	98.357
<b>2013</b>	Ιαν.	160.897	150.351	10.547	16.014	43.590	101.293
	Φεβρ.	163.948	153.040	10.908	15.813	43.509	104.625
	Μάρτ.	163.954	153.248	10.707	16.155	43.417	104.382
	Απρ.	162.177	152.434	9.743	16.789	43.492	101.896
	Μάιος	163.300	153.474	9.826	16.979	43.298	103.023
	Ιούν.	162.563	152.850	9.713	17.455	43.533	101.575
	Ιούλ.	162.275	152.721	9.554	17.467	44.028	100.780
	Αύγ.	162.050	152.440	9.610	17.523	44.428	100.099
	Σεπτ.	161.201	151.929	9.272	18.007	44.131	99.063
	Οκτ.	160.230	151.123	9.108	17.531	43.833	98.866
	Νοέμ.	160.870	151.812	9.058	18.072	43.797	99.001
	Δεκ.	163.052	153.677	9.375	20.500	44.566	97.986
<b>2014</b>	Ιαν.	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
	Φεβρ.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
	Μάρτ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
	Απρ.	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
	Μάιος	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
	Ιούν.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
	Ιούλ.	162.980	153.379	9.601	19.732	42.971	100.277
	Αύγ.	164.001	154.533	9.469	19.882	43.411	100.708
	Σεπτ.	164.510	154.429	10.082	20.581	43.106	100.823
	Οκτ.	164.251	154.137	10.114	20.258	43.192	100.802
	Νοέμ.	164.070	154.369	9.700	20.143	43.643	100.284
	Δεκ.	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
<b>2015</b>	Ιαν.	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
	Φεβρ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
	Μάρτ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
	Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματογοράς.

<sup>2</sup> Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

## Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
<b>2010</b>	9,39	9,34	9,51	9,09	8,89		8,07
<b>2011</b>	26,18	22,88	18,97	15,75	12,97		10,72
<b>2012</b>				22,50	20,23	19,04	17,84
<b>2013</b>				10,05	10,24	9,86	9,10
<b>2014</b>	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
<b>2011</b>	Ιαν.	13,78	12,94	13,32	11,73	10,58	8,89
	Φεβρ.	13,40	13,04	13,18	11,40	10,14	8,64
	Μάρτ.	15,33	15,49	14,37	12,44	10,57	8,87
	Απρ.	19,11	18,04	16,30	13,86	11,27	9,40
	Μάιος	24,28	20,87	17,86	15,94	13,19	10,52
	Ιούν.	26,48	22,83	19,04	16,69	13,97	11,54
	Ιούλ.	28,96	24,37	19,66	16,15	13,73	10,98
	Αύγ.	26,74	24,43	19,68	15,90	13,19	10,06
	Σεπτ.	31,51	28,88	22,27	17,78	13,97	10,08
	Οκτ.	34,61	29,53	22,59	18,04	14,16	11,00
	Νοέμ.	34,08	29,31	22,50	17,92	14,20	13,76
	Δεκ.	45,88	34,85	26,90	21,14	16,71	14,85
<b>2012</b>	Ιαν.	68,08	47,04	41,84	25,91	20,10	16,91
	Φεβρ.	77,65	50,35	44,05	29,24	21,51	17,28
	Μάρτ. <sup>1</sup>				19,06	17,91	16,90
	Απρ.				21,48	20,18	18,63
	Μάιος				26,90	24,50	22,59
	Ιούν.				27,82	25,36	24,32
	Ιούλ.				25,82	24,58	23,39
	Αύγ.				24,34	22,73	21,10
	Σεπτ.				20,91	20,30	18,96
	Οκτ.				17,96	17,34	16,79
	Νοέμ.				17,20	15,85	15,62
	Δεκ.				13,33	12,37	12,13
<b>2013</b>	Ιαν.				11,10	10,66	10,28
	Φεβρ.				10,95	10,63	10,39
	Μάρτ.				11,38	11,35	10,89
	Απρ.				11,58	11,60	10,85
	Μάιος				9,07	9,48	9,03
	Ιούν.				10,07	10,19	9,59
	Ιούλ.				10,53	11,06	10,37
	Αύγ.				10,01	10,47	10,13
	Σεπτ.				10,15	10,53	10,11
	Οκτ.				8,74	9,16	9,03
	Νοέμ.				8,41	8,90	8,89
	Δεκ.				8,66	8,87	8,76
<b>2014</b>	Ιαν.				8,18	8,44	8,35
	Φεβρ.				7,70	7,88	7,77
	Μάρτ.				6,90	7,08	7,06
	Απρ.		4,92		6,20	6,43	6,49
	Μάιος		4,95		6,38	6,64	6,82
	Ιούν.		4,25		5,93	6,50	6,59
	Ιούλ.	3,42	4,17		6,10	6,78	6,77
	Αύγ.	3,63	4,45		6,09	6,90	6,95
	Σεπτ.	3,48	4,26		5,89	6,54	6,62
	Οκτ.	5,33	5,88		7,26	8,13	8,03
	Νοέμ.	7,04	7,16		8,10	8,84	8,70
	Δεκ.	9,25	8,55		8,42	8,92	8,58
<b>2015</b>	Ιαν.	12,68	10,92		9,48	9,48	8,76
	Φεβρ.	16,84	13,82		9,72	9,55	8,89
	Μάρτ.	18,11	14,62		10,52	9,85	9,01
	Απρ.	23,94	17,02		12,00	10,90	9,97

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Στις 12 Μαρτίου 2012 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων ελληνικών ομολόγων μετά την ολοκλήρωση της ανταλλαγής των παλαιών ελληνικών ομολόγων στο πλαίσιο του PSI.



**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ<sup>1,2</sup>**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Λοιπά χρημ/κά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο		Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά		
			Σύνολο	εκ των οποίων									
				Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία	
2010	257.846	123.244	116.514	24.269	25.355	17.498	6.730	16.483	118.119	80.507	35.081	2.532	
2011	248.535	120.126	113.045	23.405	24.687	18.008	7.081	15.359	113.050	78.393	32.985	1.672	
2012	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660	
2013	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390	
2014	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463	
2011	Ιαν.	256.852	122.894	116.347	24.658	25.125	17.485	6.548	16.465	117.493	80.128	34.884	2.480
	Φεβρ.	256.737	122.999	116.484	24.698	25.134	17.356	6.516	16.450	117.288	80.028	34.702	2.558
	Μάρτ.	255.374	122.173	115.794	24.854	25.407	16.983	6.379	16.355	116.846	79.823	34.454	2.569
	Απρ.	253.703	121.175	114.880	25.115	25.279	16.273	6.295	16.170	116.358	79.718	34.060	2.580
	Μάιος	253.193	120.934	114.935	24.918	25.266	16.944	6.000	16.032	116.227	79.794	33.811	2.622
	Ιούν.	253.486	121.372	115.041	24.862	25.245	16.927	6.331	16.027	116.088	79.800	33.598	2.690
	Ιουλ.	254.242	122.287	116.026	25.526	25.149	17.254	6.262	16.004	115.951	79.936	33.241	2.773
	Αύγ.	252.484	121.352	114.641	25.096	24.661	17.140	6.711	15.846	115.286	79.575	33.885	1.826
	Σεπτ.	252.947	122.680	115.758	23.907	25.678	18.306	6.922	15.713	114.554	79.170	33.680	1.704
	Οκτ.	251.106	121.670	113.926	23.884	25.153	17.600	7.744	15.529	113.907	78.869	33.385	1.654
	Νοέμ.	249.996	121.244	113.564	23.764	24.954	17.710	7.680	15.363	113.389	78.506	33.194	1.689
	Δεκ.	248.535	120.126	113.045	23.405	24.687	18.008	7.081	15.359	113.050	78.393	32.985	1.672
2012	Ιαν.	249.087	121.138	111.836	23.325	24.342	17.238	9.302	15.259	112.690	78.104	32.778	1.808
	Φεβρ.	246.841	119.455	110.418	23.138	24.146	16.182	9.037	15.149	112.237	77.857	32.568	1.811
	Μάρτ.	245.113	118.316	110.126	23.054	24.053	16.231	8.190	15.067	111.729	77.601	32.300	1.828
	Απρ.	242.708	116.365	108.730	23.021	23.643	16.300	7.636	15.002	111.341	77.381	32.141	1.818
	Μάιος	242.040	116.193	108.594	22.802	23.495	16.837	7.599	14.975	110.872	77.124	31.911	1.837
	Ιούν.	240.141	114.529	107.224	22.879	23.590	14.803	7.305	15.011	110.601	77.002	31.745	1.854
	Ιουλ.	234.334	112.050	104.863	22.036	22.810	14.994	7.186	13.879	108.406	75.747	30.858	1.801
	Αύγ.	233.035	111.011	104.016	21.976	22.674	14.530	6.995	13.954	108.070	75.482	30.776	1.811
	Σεπτ.	231.818	110.320	103.419	22.011	22.641	14.190	6.902	13.957	107.541	75.098	30.634	1.809
	Οκτ.	230.674	109.599	102.850	22.142	22.351	14.097	6.749	13.854	107.221	74.897	30.509	1.815
	Νοέμ.	229.787	109.241	102.599	22.046	22.243	14.081	6.642	13.843	106.702	74.683	30.381	1.637
	Δεκ.	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660
2013	Ιαν.	225.506	106.485	100.010	22.445	21.785	12.124	6.475	13.650	105.371	73.864	29.898	1.609
	Φεβρ.	224.990	106.393	99.736	22.088	21.653	12.373	6.658	13.619	104.977	73.662	29.684	1.630
	Μάρτ.	228.361	109.975	103.248	22.367	22.212	13.586	6.728	13.698	104.688	73.524	29.511	1.653
	Απρ.	226.310	108.457	101.811	22.196	22.053	13.225	6.647	13.630	104.222	73.273	29.323	1.626
	Μάιος	224.164	107.019	100.539	21.734	21.714	13.072	6.481	13.650	103.494	72.721	29.145	1.629
	Ιούν.	223.817	106.798	100.340	21.728	21.751	12.901	6.459	13.365	103.654	72.613	29.399	1.643
	Ιουλ.	222.457	105.899	99.495	21.630	21.482	12.691	6.405	13.440	103.117	72.252	29.233	1.632
	Αύγ.	221.790	105.519	99.195	21.409	21.307	12.746	6.324	13.392	102.879	72.042	29.192	1.645
	Σεπτ.	220.993	105.033	98.742	21.303	21.239	12.481	6.291	13.391	102.570	71.899	29.042	1.628
	Οκτ.	219.649	104.364	98.063	21.325	21.065	12.486	6.301	13.510	101.775	71.701	28.606	1.468
	Νοέμ.	218.950	103.718	97.102	21.446	20.572	12.050	6.616	13.883	101.349	71.493	28.441	1.415
	Δεκ.	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390
2014	Ιαν.	217.612	102.923	96.147	21.648	20.017	11.940	6.777	14.229	100.460	70.803	28.267	1.390
	Φεβρ.	216.638	102.251	95.731	21.545	19.985	11.876	6.520	13.693	100.695	71.121	28.155	1.418
	Μάρτ.	215.867	101.827	95.397	21.552	20.114	11.854	6.430	13.681	100.359	70.968	27.974	1.417
	Απρ.	215.139	101.291	94.867	21.260	20.024	11.846	6.425	13.676	100.172	70.819	27.936	1.416
	Μάιος	214.352	101.125	94.620	21.046	19.953	11.997	6.505	13.232	99.996	70.718	27.797	1.481
	Ιούν.	214.810	101.665	95.108	20.875	19.944	12.820	6.557	13.304	99.842	70.613	27.744	1.485
	Ιουλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429
	Νοέμ.	212.418	101.625	95.435	21.030	19.505	13.467	6.191	13.472	97.321	69.593	26.280	1.448
	Δεκ.	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463
2015	Ιαν.	214.139	102.877	96.779	21.280	19.524	14.322	6.098	13.664	97.598	69.982	26.136	1.481
	Φεβρ.	213.507	102.849	96.265	21.194	19.327	14.165	6.584	13.597	97.060	69.653	25.924	1.483
	Μάρτ.	213.333	102.926	96.129	21.148	19.250	14.493	6.797	13.600	96.807	69.517	25.803	1.488
	Απρ.	211.785	101.733	95.107	21.144	19.109	13.557	6.626	13.567	96.484	69.257	25.736	1.492

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια καθώς και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.

2 Από τον Ιούνιο του 2010 τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις αποτελούν χωριστή κατηγορία και δεν περιλαμβάνονται πλέον στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις.

**Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειωτηρίου <sup>2</sup>					
2010		0,43	0,38	3,26	0,35	2,53	1,91
2011		0,47	0,40	4,18	0,41	3,55	2,44
2012		0,47	0,42	4,78	0,44	4,19	2,84
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2011	Ιαν.	0,44	0,38	3,74	0,34	3,40	2,18
	Φεβρ.	0,44	0,38	3,75	0,34	3,23	2,18
	Μάρτ.	0,45	0,39	3,76	0,41	3,39	2,21
	Απρ.	0,46	0,39	3,88	0,38	3,56	2,29
	Μάιος	0,46	0,40	3,95	0,35	3,52	2,32
	Ιούν.	0,47	0,41	4,10	0,42	3,38	2,39
	Ιούλ.	0,47	0,40	4,29	0,45	3,82	2,51
	Αύγ.	0,47	0,40	4,31	0,44	3,54	2,51
	Σεπτ.	0,47	0,41	4,37	0,43	3,65	2,55
	Οκτ.	0,48	0,41	4,50	0,44	3,75	2,62
	Νοέμ.	0,48	0,41	4,62	0,43	3,64	2,68
	Δεκ.	0,48	0,41	4,88	0,48	3,76	2,81
2012	Ιαν.	0,47	0,41	4,79	0,41	4,03	2,78
	Φεβρ.	0,47	0,41	4,86	0,46	4,08	2,83
	Μάρτ.	0,47	0,41	4,94	0,53	4,43	2,89
	Απρ.	0,47	0,41	4,96	0,47	4,37	2,92
	Μάιος	0,48	0,42	4,90	0,46	4,26	2,91
	Ιούν.	0,48	0,42	5,01	0,46	4,17	2,94
	Ιούλ.	0,47	0,42	4,82	0,40	4,29	2,86
	Αύγ.	0,47	0,42	4,56	0,40	4,04	2,72
	Σεπτ.	0,46	0,41	4,60	0,45	4,19	2,75
	Οκτ.	0,47	0,42	4,64	0,41	4,12	2,79
	Νοέμ.	0,47	0,42	4,60	0,41	4,20	2,79
	Δεκ.	0,49	0,43	4,70	0,46	4,15	2,85
2013	Ιαν.	0,48	0,42	4,59	0,47	4,23	2,81
	Φεβρ.	0,48	0,42	4,49	0,49	4,22	2,78
	Μάρτ.	0,49	0,42	4,36	0,44	3,95	2,71
	Απρ.	0,49	0,42	4,22	0,44	3,72	2,60
	Μάιος	0,49	0,42	4,06	0,44	3,70	2,51
	Ιούν.	0,41	0,33	3,89	0,49	3,24	2,40
	Ιούλ.	0,47	0,39	3,48	0,46	3,28	2,26
	Αύγ.	0,47	0,39	3,29	0,47	2,91	2,10
	Σεπτ.	0,39	0,33	3,10	0,40	2,82	1,96
	Οκτ.	0,39	0,33	2,97	0,41	2,83	1,90
	Νοέμ.	0,39	0,33	2,83	0,41	2,59	1,81
	Δεκ.	0,37	0,31	2,82	0,45	2,65	1,81
2014	Ιαν.	0,33	0,28	2,80	0,37	2,74	1,77
	Φεβρ.	0,33	0,28	2,80	0,35	2,74	1,74
	Μάρτ.	0,33	0,28	2,81	0,38	2,85	1,76
	Απρ.	0,34	0,27	2,71	0,34	2,55	1,69
	Μάιος	0,33	0,26	2,53	0,36	2,48	1,59
	Ιούν.	0,33	0,26	2,39	0,30	2,40	1,51
	Ιούλ.	0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45
	Αύγ.	0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34
	Σεπτ.	0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32
	Οκτ.	0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23
	Νοέμ.	0,22	0,16	1,88	0,25	1,86	1,19
	Δεκ.	0,21	0,15	1,82	0,26	1,85	1,15
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,31	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμειωτηρίου. Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αφορά το επιτόκιο καταθέσεων όψεως.

2 Για τα μηνιαία στοιχεία, επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πίνακας 7 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
2010	14,01	9,79	9,53	3,42	3,67	-	-	6,25	5,53	4,27	5,64	
2011	14,67	10,16	9,96	4,28	4,33	10,06	8,76	7,50	6,77	5,74	6,68	
2012	14,64	8,19	8,40	3,32	3,26	10,20	7,68	7,66	6,87	5,92	6,09	
2013	14,43	7,62	7,53	2,92	2,82	9,61	7,36	7,39	6,51	5,77	5,60	
2014	14,47	7,29	7,75	2,91	2,94	8,59	6,55	6,93	5,80	5,55	5,36	
2011	Ιαν.	14,28	10,73	9,84	3,93	4,05	9,46	8,27	6,81	6,14	4,89	6,17
	Φεβρ.	14,33	10,44	9,88	3,91	4,04	9,63	8,40	6,90	6,23	5,37	6,41
	Μάρτ.	14,39	9,74	9,52	4,04	4,17	9,70	8,59	7,05	6,46	5,39	6,38
	Απρ.	14,44	10,65	10,15	4,25	4,32	9,85	8,63	7,26	6,46	5,55	6,57
	Μάιος	14,58	10,48	10,22	4,26	4,33	9,91	8,86	7,34	6,59	5,48	6,62
	Ιούν.	14,64	10,47	10,23	4,23	4,32	10,03	8,62	7,59	6,76	5,56	6,64
	Ιουλ.	14,76	11,03	10,45	4,44	4,52	10,13	8,74	7,65	6,85	5,76	6,79
	Αύγ.	14,94	10,77	10,55	4,54	4,57	10,29	9,14	7,76	6,92	5,88	6,89
	Σεπτ.	14,96	9,70	9,95	4,49	4,51	10,40	8,93	7,91	7,12	6,04	6,94
	Οκτ.	14,93	10,07	10,22	4,65	4,56	10,38	8,97	7,92	7,27	6,20	7,02
	Νοέμ.	14,93	9,30	9,57	4,48	4,40	10,46	8,97	7,93	7,18	6,13	6,90
	Δεκ.	14,90	8,49	8,92	4,18	4,14	10,47	8,94	7,90	7,26	6,64	6,82
2012	Ιαν.	14,86	8,76	9,17	3,98	3,97	10,36	9,19	7,90	7,20	6,10	6,63
	Φεβρ.	14,83	8,80	9,09	3,77	3,75	10,33	8,58	7,86	7,02	5,81	6,46
	Μάρτ.	14,79	8,19	8,66	3,62	3,53	10,30	8,22	7,80	7,02	6,16	6,38
	Απρ.	14,77	8,34	8,79	3,55	3,44	10,35	7,91	7,78	6,89	6,23	6,34
	Μάιος	14,70	8,27	8,69	3,54	3,40	10,30	7,89	7,69	7,05	5,84	6,21
	Ιούν.	14,66	8,16	8,54	3,42	3,33	10,25	7,79	7,69	6,92	6,55	6,29
	Ιουλ.	14,60	7,88	8,10	3,13	3,07	10,19	7,33	7,61	6,87	5,71	5,92
	Αύγ.	14,52	8,32	8,40	2,99	2,94	10,14	6,82	7,57	6,71	5,82	5,88
	Σεπτ.	14,49	7,75	7,89	3,01	2,95	10,06	7,31	7,54	6,79	5,46	5,77
	Οκτ.	14,51	8,04	8,01	2,88	2,84	10,05	7,17	7,49	6,75	5,70	5,76
	Νοέμ.	14,50	8,11	7,93	2,94	2,88	10,02	7,03	7,49	6,75	5,62	5,63
	Δεκ.	14,49	7,60	7,47	3,04	2,98	10,00	6,96	7,52	6,46	6,07	5,76
2013	Ιαν.	14,48	7,91	7,64	2,99	2,91	10,00	7,03	7,46	6,67	6,40	5,88
	Φεβρ.	14,48	8,10	7,69	3,04	2,96	9,99	7,82	7,52	6,66	5,84	5,79
	Μάρτ.	14,50	7,96	7,57	3,18	3,08	9,98	7,45	7,56	6,62	5,80	5,78
	Απρ.	14,48	7,86	7,40	3,08	2,92	9,96	7,61	7,49	6,78	5,96	5,75
	Μάιος	14,45	7,70	7,60	2,84	2,76	9,91	7,61	7,45	6,52	5,37	5,53
	Ιούν.	14,35	6,63	6,84	2,80	2,74	9,55	7,40	7,43	6,62	6,01	5,54
	Ιουλ.	14,36	7,50	7,28	2,85	2,72	9,46	8,05	7,42	6,47	5,72	5,55
	Αύγ.	14,40	8,41	8,33	2,89	2,74	9,48	7,34	7,36	6,49	5,49	5,54
	Σεπτ.	14,38	7,40	7,47	2,93	2,76	9,29	7,14	7,20	6,63	5,93	5,56
	Οκτ.	14,58	7,51	7,62	2,85	2,77	9,28	6,95	7,19	6,40	6,14	5,61
	Νοέμ.	14,39	7,32	7,60	2,75	2,68	9,13	7,15	7,29	6,20	5,80	5,50
	Δεκ.	14,35	7,16	7,35	2,81	2,78	9,25	6,79	7,29	6,06	4,73	5,12
2014	Ιαν.	14,44	7,98	8,17	2,70	2,70	9,10	7,76	7,24	6,32	6,00	5,66
	Φεβρ.	14,43	7,80	7,94	2,73	2,73	9,07	6,66	7,23	6,17	5,88	5,40
	Μάρτ.	14,38	7,81	7,89	2,95	2,86	9,05	6,99	7,23	6,04	5,57	5,46
	Απρ.	14,57	7,69	7,83	3,03	2,97	9,01	6,55	7,22	6,19	6,64	5,82
	Μάιος	14,52	7,80	8,06	2,94	2,91	8,94	6,59	7,22	6,09	5,57	5,45
	Ιούν.	14,52	6,73	7,22	2,80	2,95	8,40	6,08	7,00	5,46	5,20	5,18
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,37
	Αύγ.	14,46	6,75	7,53	2,98	3,10	8,26	6,54	6,79	5,57	5,56	5,31
	Σεπτ.	14,46	7,05	7,63	3,11	3,20	8,25	6,09	6,66	5,54	5,12	5,21
	Οκτ.	14,48	7,22	7,87	2,98	3,03	8,25	6,59	6,58	5,53	5,63	5,35
	Νοέμ.	14,48	6,79	7,68	2,76	2,79	8,24	6,54	6,56	5,48	5,19	5,12
	Δεκ.	14,50	6,74	7,64	2,94	3,00	8,09	6,13	6,48	5,44	4,75	5,02
2015	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Για τα μηνιαία στοιχεία, επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.



