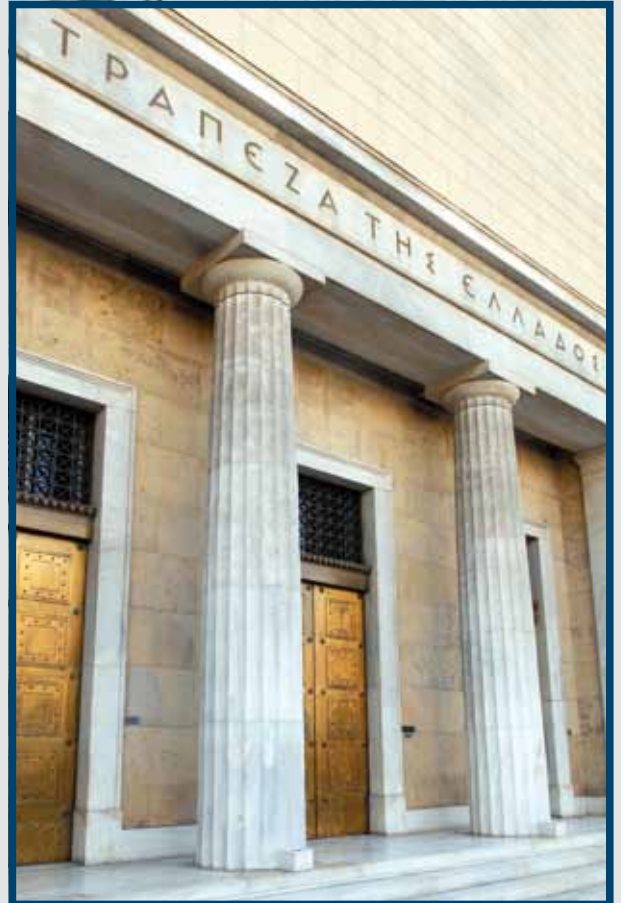


ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2017



ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2018



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2017

ΠΡΟΣ ΤΗΝ 85^η ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ
ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΣΤΙΣ 26 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2018



ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2018



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεύθυνση

Ελ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

Δικτυακός τόπος

<http://www.bankofgreece.gr>

Τηλέφωνο

+30 210 320.2393

Fax

+30 210 323.3025

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

ISSN 1105 - 0497

ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Γιάννης Στουρνάρας	Πρόεδρος – Διοικητής	
Ιωάννης Α. Μουρμούρας	Υποδιοικητής	
Θεόδωρος Μ. Μητράκος	Υποδιοικητής	
Ηλίας Σ. Πλασκοβίτης	Μέλος Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και Σύμβουλος	
Χαράλαμπος Κ. Σταματόπουλος	»	
Γεώργιος-Σπυρίδων Δ. Ταβλάς	»	
Ιουλία Β. Αρμάγου	Σύμβουλος	
Ευάγγελος Δ. Γερασιωτάκης	»	
Στέφανος Ν. Οκταποδάς	»	
Αθανάσιος Ι. Σαββάκης	»	
Νικόλαος Ι. Σκορίνης	»	<i>Λήξη θητείας 2018*</i>
Γρηγόριος Σ. Στεργιούλης		

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

1 Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου προς την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων	13
1.α Αποτελέσματα χρήσεως 2017	13
1.β Σημαντικές μεταβολές στοιχείων του ισολογισμού	14
2 Οργάνωση και λειτουργία της Τράπεζας της Ελλάδος	14
3 Λήξη θητείας μελών του Γενικού Συμβουλίου	18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ: ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΔΩΣΗ ΤΗΣ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ

1 Προς την ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος και την έξοδο στις αγορές	19
2 Εξισορρόπηση και προσαρμογή της οικονομίας την περίοδο 2009-2017	22
3 Εξελίξεις – προοπτικές της ελληνικής οικονομίας το 2018	23
4 Δημοσιονομική πολιτική	24
5 Ενιαία νομισματική πολιτική	24
6 Τραπεζικό σύστημα και επιχειρήσεις ιδιωτικής ασφάλισης	25
7 Κίνδυνοι και πηγές αβεβαιότητας	26
8 Προκλήσεις για την ανάπτυξη την επόμενη μέρα	27
9 Στρατηγική διατηρήσιμης ανάπτυξης: το νέο παραγωγικό πρότυπο	29

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1 Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	31
1.1 Παγκόσμια οικονομία	31
1.2 Ζώνη του ευρώ	35
2 Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	44

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	65
--	-----------

2 Χάραξη και εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής	67
---	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	87
2 Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	90
3 Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	107
4 Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	110
5 Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, της αμοιβής εργασίας και των επιχειρηματικών κερδών – Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια	116
5.1 Πληθωρισμός	116
5.2 Κόστος εργασίας	119
5.3 Κέρδη επιχειρήσεων	121
5.4 Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια	121
6 Διεθνής ανταγωνιστικότητα	123
7 Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	126
7.1 Ισοζύγιο αγαθών	132
7.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών	134
7.3 Ισοζύγιο πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων – Ισοζύγιο κεφαλαίων	135
7.4 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	136
8 Διεθνής Επενδυτική Θέση και Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος	137

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	153
2 Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών του 2017	166
2.1 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	166
2.2 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	168
2.3 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	174
2.4 Χρέος γενικής κυβέρνησης	176
3 Προϋπολογισμός 2018	178

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ VI		2 Εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου των χωρών της ΕΕ-28	235
ΜΕΤΡΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	179	3 Σύνοψη της δραστηριότητας της ΕΜΕΚΑ το 2017	239
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII		ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	
ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ		ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017 ΠΙ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΕΤΗΣΙΑΣ ΤΑΚΤΙΚΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ	Π67
1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	183	ΠΙΝΑΚΕΣ	
2 Τραπεζικά επιτόκια	185	III.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας	32
3 Τραπεζικές καταθέσεις	188	III.2 Βασικοί μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης	45
4 Τραπεζική πίστη	194	V.1 Ζήτηση και ΑΕΠ	91
5 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	200	V.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	93
6 Επισκόπηση αγοράς επιχειρήσεων ιδιωτικής ασφάλισης	208	V.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	95
6.1 Βασικά μεγέθη αγοράς	208	V.4 Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές	103
6.2 Η προστασία του καταναλωτή στο νέο εποπτικό περιβάλλον	210	V.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών	105
6.3 Οι τάσεις της ασφαλιστικής αγοράς	211	V.6 Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	117
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VIII		V.7 Δείκτες τιμών	119
ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ		V.8 Αμοιβές και κόστος εργασίας	120
1 Καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας	213	V.9 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)	125
2 Προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα (O-SII) και καθορισμός του αποθέματος ασφαλείας O-SII	215	V.10 Ισοζύγιο πληρωμών	127
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΧ		V.11 Διεθνής Επενδυτική Θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή	138
ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		V.12 Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος	140
1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	219	VI.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού	154
2 Διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές	219	VI.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	169
2.1 Αγορές ομολόγων	219	VI.3 Έσοδα τακτικού προϋπολογισμού	170
2.2 Αγορές μετοχών	221	VI.4 Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού και προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων	172
3 Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	221	VI.5 Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση	174
4 Εταιρικά ομόλογα ελληνικών επιχειρήσεων	223		
5 Αγορά μετοχών	224		
5.1 Εξελίξεις στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών	224		
5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	225		
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Χ			
ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ			
1 Κλιματική αλλαγή: μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπισή της διεθνώς και κύριες εξελίξεις στην έρευνα	231		

VI.6	Πηγές κάλυψης ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού	175	V.2	ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI	89
VI.7	Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης	177	V.3	Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	91
VI.8	Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	177	V.4	Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών	91
VII.1	Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζικών ομίλων	201	V.5	Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος	92
VIII.1	Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση	216	V.6	Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης	93
X.1	Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου	236	V.7	Διαχρονική εξέλιξη της καταναλωτικής δαπάνης	94
X.2	Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου ανά κατηγορία σε ΕΕ-28 και Ελλάδα	238	V.8	Συμβολές των συνιστωσών στον ακαθάριστο σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου	95
			V.9	Βιομηχανική παραγωγή	102
			V.10	Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς	104
			V.11	Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής	104
			V.12	Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό	106
			V.13	Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών	106
			V.14	Δείκτης τιμών κατοικιών	107
			V.15	Δείκτες γραφείων	108
			V.16	Δείκτες καταστημάτων	108
			V.17	Απασχόληση	110
			V.18	Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα	111
			V.19	Ποσοστά ανεργίας	113
			V.20	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και πυρήνας του πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	118
			V.21	Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	118
			V.22	Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τους ΔΤΚ	124
			V.23	Διάρθρωση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών κατά κλάδο	132
			V.24	Ανάλυση της μεταβολής των ελληνικών εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων κατά κλάδο	133
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ					
III.1	Συνολικός δανεισμός προς το μη χρηματοπιστωτικό τομέα	31			
III.2	Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων	34			
III.3	Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	35			
III.4	Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ και λίρας Αγγλίας έναντι του ευρώ	36			
IV.1	Ποσοστό ανεργίας και αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ	68			
IV.2	Κατανομή εκτιμήσεων για τις μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ	75			
IV.3	Μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ	75			
IV.4	Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα	76			
IV.5	Νομισματική βάση στη ζώνη του ευρώ	77			
IV.6	Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ	80			
V.1	Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης	88			

V.25	Γεωγραφική κατανομή των ελληνικών εξαγωγών αγαθών	133	VII.7	Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες	190
V.26	Διάρθρωση των ελληνικών εισαγωγών αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους	133	VII.8	Καταθέσεις προθεσμίας μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών	190
V.27	Ανάλυση της μεταβολής των ελληνικών εισαγωγών αγαθών	134	VII.9	Μερίδιο συμμετοχής επιμέρους κατηγοριών καταθέσεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών στο σύνολο	191
V.28	Διάρθρωση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες κατά τόπο προέλευσης ταξιδιωτών	135	VII.10	Τραπεζικά δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια	195
V.29	Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης	137	VII.11	Τραπεζικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια	196
V.30	Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση ανά τομέα οικονομίας	139	VII.12	Μερίδιο συμμετοχής στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση	196
VI.1	Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης	153	VII.13	Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος	197
VI.2	Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	167	VII.14	Επιτόκια τραπεζικών πιστώσεων και διαφορά τραπεζικού επιτοκίου Ελλάδος-Γερμανίας	198
VI.3	Ληξιπρόθεσμες οφειλές γενικής κυβέρνησης προς προμηθευτές	167	VII.15	Τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά, ΑΕΠ και δείκτης τιμών κατοικιών	199
VI.4	Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	175	VIII.1	Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ	215
VII.1	Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά	185	IX.1	Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Γερμανίας	220
VII.2	Ετήσια ροή καταθέσεων από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας από τα νοικοκυριά	186	IX.2	Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	222
VII.3	Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν και μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	186	IX.3	Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων	222
VII.4	Διαφορά επιτοκίου δανεισμού μεταξύ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών	187	IX.4	Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	223
VII.5	Διαφορά επιτοκίου μεταξύ καταναλωτικής πίστης χωρίς καθορισμένη διάρκεια και καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	187	IX.5	Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών	224
VII.6	Μερίδιο συμμετοχής κάθε τομέα στο σύνολο των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες	189			

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ

Ειδικό θέμα Κεφαλαίου III

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ – ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ, Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ

ΑΛΛΩΝ ΧΩΡΩΝ ΚΑΙ Η ΕΛΛΑΔΑ 53

ΠΙΝΑΚΑΣ Α	Βασικά χαρακτηριστικά των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν στις χώρες της ζώνης του ευρώ	55
ΠΙΝΑΚΑΣ Β	Μακροοικονομικά και χρηματοπιστωτικά μεγέθη κατά την περίοδο εξόδου	57

Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ 2009-2017 141

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α	Δημοσιονομική και μακροοικονομική προσαρμογή	141
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	Μεταβολή του ΑΕΠ και εξελίξεις στην αγορά εργασίας	141
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ	Δημοσιονομική προσαρμογή 2009-2016: μεταβολή μεγεθών γενικής κυβέρνησης	143
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Δ	Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	144
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Ε	Ανάλυση της βελτίωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	146
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΣΤ	Θεσμική απόκλιση της Ελλάδος από το μέσο όρο της ΕΕ με βάση επιλεγμένους δείκτες	147

ΠΛΑΙΣΙΑ

III.1	Η ζώνη του ευρώ 10 χρόνια μετά την παγκόσμια κρίση: ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, αλλά και νέες προκλήσεις	37
III.2	Παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ	42
III.3	Η εξέλιξη της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας στη ΝΑ Ευρώπη την τελευταία δεκαετία	48
ΠΙΝΑΚΑΣ Α	Κατάταξη των χωρών της ΝΑ Ευρώπης με βάση το Δείκτη Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (ΔΠΑ)	49

ΠΙΝΑΚΑΣ Β	Κατάταξη των χωρών της ΝΑ Ευρώπης με βάση το συνολικό Δείκτη Ευχέρειας του Επιχειρείν	50
-----------	---	----

IV.1 Τα αποτελέσματα της Έρευνας για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ το 2017 70

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α	Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για δάνεια προς επιχειρήσεις και για στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ και ρυθμός μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ	70
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ	71
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ	Επίδραση του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων στη ρευστότητα και το ενεργητικό των τραπεζών	72

IV.2 Πρόγραμμα αγοράς τίτλων και ισοζύγιο διεθνών χρηματοοικονομικών συναλλαγών 78

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α	Επενδύσεις χαρτοφυλακίου από μη κατοίκους στη ζώνη του ευρώ	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	Επενδύσεις χαρτοφυλακίου κατοίκων της ζώνης του ευρώ στο εξωτερικό	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ	Νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών στη ζώνη του ευρώ	79

IV.3 Χρεωστικές θέσεις των εθνικών κεντρικών τραπεζών στο σύστημα TARGET2 και πρόγραμμα αγοράς τίτλων 81

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ	Άθροισμα πιστωτικών (θετικών) θέσεων στο TARGET2	82
ΠΙΝΑΚΑΣ	Ποιες είναι οι προϋποθέσεις ώστε το διευρυνμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP) να οδηγήσει σε αύξηση του αθροίσματος των χρεωστικών θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών στο σύστημα TARGET2	85



V.1	Προσδιοριστικοί παράγοντες των επιχειρηματικών επενδύσεων στην ελληνική οικονομία την περίοδο της κρίσης	96	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α	Φοροαπαλλαγές για δαπάνες E&A ανά τομέα δραστηριότητας και μέγεθος επιχείρησης (2014 έναντι 2011)	165
	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	96	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	Δαπάνη επιχειρηματικού τομέα για E&A ανά τομέα δραστηριότητας και μέγεθος επιχείρησης, 2015	166
	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και κύριες συνιστώσες τους				
	Συμβολή των μεταβλητών στην ιστορική εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων	98			
V.2	Έρευνα και καινοτομία: διαρθρωτικές αλλαγές και ενίσχυση των επενδύσεων	99	VII.1	Δάνεια σε καθυστέρηση: θεσμικές εξελίξεις, αναθεωρημένοι επιχειρησιακοί στόχοι και προβλέψεις με βάση τον οικονομικό κύκλο	204
V.3	Η εξέλιξη της αυτοαπασχόλησης στην Ελλάδα	114	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ	Στόχοι μεταβολής υπολοίπου μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) μεταξύ Ιουνίου 2017 και Δεκεμβρίου 2019	208
	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α	115			
	Συμβολή της αυτοαπασχόλησης στη μεταβολή της συνολικής απασχόλησης				
	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	116	VIII.1	Εθελοντική εφαρμογή μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής στη βάση της αμοιβαιότητας	216
	Συμβολή κλάδων οικονομικής δραστηριότητας στη μεταβολή της αυτοαπασχόλησης				
V.4	Προβλήματα και προκλήσεις των εξαγωγικών επιχειρήσεων: τα αποτελέσματα της έρευνας ΒΕΕΡS για την Ελλάδα	128	IX.1	Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων: χαρακτηριστικά, τάσεις και προοπτικές	225
	ΠΙΝΑΚΑΣ Α	130	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α	Αξία και πλήθος ολοκληρωμένων και εκκρεμών E&S στην παγκόσμια οικονομία	226
	Αξιολόγηση δυνητικών εμποδίων από εξαγωγικές και μη επιχειρήσεις				
	ΠΙΝΑΚΑΣ Β	131	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β	Αριθμός και αξία E&S με συμμετοχή ελληνικής εταιρίας την περίοδο 2007-2017	228
	Οφέλη εξαγωγικών επιχειρήσεων σε μέγεθος και παραγωγικότητα εργασίας				
VI.1	Πώς η δημοσιονομική πολιτική στηρίζει τη μακροχρόνια ανάπτυξη: η περίπτωση των φοροαπαλλαγών για Έρευνα και Ανάπτυξη (E&A) στην Ελλάδα	161	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ	Αθροιστική κατανομή των E&S ανάλογα με τον κλάδο-στόχο την περίοδο 2007-2017	229
	ΠΙΝΑΚΑΣ	163	ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Δ	Λόγος κάθετων προς οριζόντιες E&S	230
	Κρατική ενίσχυση της δαπάνης του επιχειρηματικού τομέα για E&A στην Ελλάδα				
			X.1	Οι προκλήσεις και οι κίνδυνοι της κλιματικής αλλαγής	233

ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ

κ. ΓΙΑΝΝΗ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑ

ΜΕ ΕΝΤΟΛΗ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

I ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

I ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

I.α ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2017 διαμορφώθηκαν σε 941,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.092,3 εκατ. ευρώ της προηγούμενης χρήσης.

Τα συνολικά καθαρά έσοδα της Τράπεζας για τη χρήση 2017 ανήλθαν σε 1.441,7 εκατ. ευρώ, έναντι 1.728,2 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Τα συνολικά έξοδα διαμορφώθηκαν σε 499,9 εκατ. ευρώ, έναντι 635,9 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016.

Σύμφωνα με το άρθρο 71 του Καταστατικού, προτείνεται στη Γενική Συνέλευση από τα κέρδη της χρήσεως 2017 να διατεθούν για καταβολή μερίσματος 13,3 εκατ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 12% του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας. Το υπόλοιπο των κερδών ύψους 928,5 εκατ. ευρώ περιέρχεται στο Ελληνικό Δημόσιο.

Αναλυτικά, τα έσοδα και τα έξοδα της Τράπεζας στη χρήση 2017 διαμορφώθηκαν ως εξής:

Έσοδα

Τα συνολικά καθαρά έσοδα της Τράπεζας από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, τους τόκους των χαρτοφυλακίων, καθώς και τις προμήθειες και τα λοιπά έσοδα από εργασίες εσωτερικού και εξωτερικού ανήλθαν σε 1.441,7 εκατ. ευρώ, έναντι 1.728,2 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016, σημειώνοντας μείωση κατά 16,6%.

Ειδικότερα:

Τα καθαρά έσοδα από τόκους, χρηματοοικονομικές πράξεις και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος

ανήλθαν σε 1.310,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.595,1 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας μείωση κατά 17,8%.

Τα καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες μειώθηκαν κατά 4,6% και διαμορφώθηκαν σε 78,0 εκατ. ευρώ, έναντι 81,8 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Τα έσοδα από μετοχές και συμμετοχές παρέμειναν σταθερά το 2017 και ανήλθαν σε 38,9 εκατ. ευρώ.

Τέλος, τα λοιπά έσοδα αυξήθηκαν κατά 12,9% και ανήλθαν σε 14,0 εκατ. ευρώ, έναντι 12,4 εκατ. ευρώ το 2016. Τα έσοδα αυτά προέρχονται κυρίως από τις εργασίες του Ιδρύματος Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ) για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου.

Έξοδα

Τα συνολικά έξοδα στη χρήση 2017 μειώθηκαν κατά 136,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 499,9 εκατ. ευρώ, έναντι 635,9 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016. Η μείωση οφείλεται κυρίως στις μειωμένες προβλέψεις που σχηματίστηκαν και οι οποίες ανήλθαν σε 108,6 εκατ. ευρώ, έναντι 304,5 εκατ. ευρώ το 2016.

Ειδικότερα:

Τα συνολικά έξοδα της Τράπεζας πλην προβλέψεων (δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών, αποσβέσεις, λοιπές δαπάνες διαχείρισης και λοιπά έξοδα) διαμορφώθηκαν σε 391,3 εκατ. ευρώ, έναντι 331,4 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 59,9 εκατ. ευρώ (18,1%). Η αύξηση οφείλεται κυρίως στα λοιπά έξοδα ύψους 52,4 εκατ. ευρώ, που αφορούν κυρίως την έκτακτη εισφορά χρήσεων 2008 και 2009 που κατέβαλε η Τράπεζα, βάσει των διατάξεων των ν. 3808/2009 και ν. 3845/2010, καθώς και τις σχετικές προσαυξήσεις.

Οι δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών διαμορφώθηκαν σε 268,7 εκατ. ευρώ, έναντι 258,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, εμφανίζοντας αύξηση κατά 10,1 εκατ. ευρώ (3,9%).

Οι λοιπές δαπάνες διαχείρισης παρουσιάζουν αύξηση κατά 5,0 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση και διαμορφώθηκαν σε 53,9 εκατ. ευρώ, έναντι 48,9 εκατ. ευρώ το 2016.

Οι αποσβέσεις της χρήσης μειώθηκαν κατά 0,3 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 14,7 εκατ. ευρώ, έναντι 15,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Ο σχηματισμός προβλέψεων για την κάλυψη κινδύνων και υποχρεώσεων της Τράπεζας συνεχίστηκε και στη χρήση 2017, με την ενίσχυσή τους κατά 108,6 εκατ. ευρώ.

Η πρακτική σχηματισμού προβλέψεων και αποθεματικών ακολουθείται στο πλαίσιο της εφαρμοζόμενης από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος αρχής της συντηρητικότητας. Μέσω της διενέργειας επαρκών προβλέψεων ισχυροποιείται η οικονομική θέση της Τράπεζας της Ελλάδος, ώστε αυτή να ανταπεξέρχεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στα καθήκοντα που της έχουν ανατεθεί και στους κινδύνους που αναλαμβάνει.

Το σωρευτικό ύψος των προβλέψεων στις 31.12.2017 ανέρχεται σε 7.600,3 εκατ. ευρώ.

1.β ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού της Τράπεζας της Ελλάδος μειώθηκε κατά 11,9% και ανήλθε σε 125,4 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2017, έναντι 142,4 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2016. Η μεταβολή αυτή οφείλεται κυρίως στο σημαντικό περιορισμό των χρηματοδοτικών αναγκών των Π.Ι. κατά 32,9 δισεκ. ευρώ, ως απόρροια της γενικότερης βελτίωσης της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, λαμβανομένων υπόψη των ροών που προέρχονται από καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα και από την πρόσβαση των

τραπεζών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι θετικές αυτές εξελίξεις εκφράζονται από τη μείωση αφενός των πράξεων έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα - ELA και αφετέρου των δανείων προς τα Π.Ι., που σχετίζονται με πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής μέσω διενέργειας πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

Επιπρόσθετα, οι καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2) μειώθηκαν κατά 12,9 δισεκ. ευρώ, καθώς και η αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα, η οποία μειώθηκε κατά 7,4 δισεκ. ευρώ.

Η μείωση του ισολογισμού αντισταθμίστηκε από την αύξηση του υπολοίπου των χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής κατά 18,1 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (2016: 42,5 δισεκ. ευρώ). Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στις αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων του Δημοσίου Τομέα (PSPP). Η Τράπεζα συμμετέχει στο εν λόγω πρόγραμμα με την αγορά μόνο ομολόγων υπερεθνικών οργανισμών (supranational securities) και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών.

Σημειώνεται ότι η Τράπεζα δεν κατείχε ίδιες μετοχές την 31.12.2017.

2 ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Οργανωτικά θέματα

Στο πλαίσιο της προσαρμογής του οργανωτικού σχήματος της Τράπεζας στις σύγχρονες απαιτήσεις, πραγματοποιήθηκαν οργανωτικές μεταβολές στις Διευθύνσεις Νομικών Υπηρεσιών και Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών.

Επιπλέον, εγκρίθηκαν από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας οι Κανονισμοί Λειτουργίας Υποκαταστημάτων, Εσωτερικής Δικτυα-

κής Πύλης (Intranet) και Βιβλιοθήκης της Τράπεζας της Ελλάδος, ενώ βρίσκεται σε εξέλιξη η διαδικασία επικαιροποίησης και έγκρισης των Εγχειριδίων Διαδικασιών των Υπηρεσιακών Μονάδων της Τράπεζας, συμπεριλαμβανομένων των Υποκαταστημάτων.

Κτίρια και τεχνικές εργασίες

Όσον αφορά τις εγκαταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το έτος 2017 η Διεύθυνση Τεχνικής και Διοικητικής Υποστήριξης συνέχισε το πρόγραμμα εκπόνησης μελετών και υλοποίησης τεχνικών έργων με στόχους:

- τη βελτίωση της ποιότητας του εργασιακού περιβάλλοντος, μέσω εκτεταμένων συντηρήσεων και αναδιαρρυθμίσεων των κτιρίων της,
- τη διαρκή ενίσχυση του βαθμού ασφαλείας των κτιρίων και των εγκαταστάσεων,
- την υλοποίηση εξειδικευμένων έργων προκειμένου να καλυφθούν οι αυξημένες ανάγκες των Διευθύνσεων της Τράπεζας για την καλύτερη λειτουργία τους,
- τη μελέτη και εφαρμογή σχεδίου ενεργειακής διαχείρισης στα στρατηγικής σημασίας κτίρια της Τράπεζας, η οποία θα μπορεί να εξασφαλίσει τη βελτίωση της ενεργειακής και οικονομικής αποδοτικότητας της λειτουργίας των κτιρίων, τη βελτίωση των συνθηκών εργασίας των εργαζομένων και την προβολή του κοινωνικού χαρακτήρα της Τράπεζας.

Όσον αφορά τα ακίνητα ιδιοκτησίας της τα οποία δεν χρησιμοποιεί για την κάλυψη των υπηρεσιακών αναγκών της, η Τράπεζα συνέχισε το πρόγραμμα δημιουργίας ψηφιακής βάσης δεδομένων και ξεκίνησε την υλοποίηση του επιχειρησιακού σχεδίου για την αξιοποίησή τους με γνώμονα την αποδοτικότερη διαχείρισή τους. Στο πλαίσιο αυτό, προχώρησε σε μακροχρόνια εκμίσθωση του θεάτρου “Ολύμπια” στον Οργανισμό Πολιτισμού, Αθλητισμού και Νεολαίας του Δήμου Αθηναίων (ΟΠΑΝΔΑ) κατόπιν ανοικτής διαγωνιστικής διαδικασίας. Επισημαίνεται ότι η Εθνική

Λυρική Σκηνή, η οποία στεγαζόταν στο θέατρο “Ολύμπια” από το 1958, αποχώρησε οικειοθελώς, καθώς μετεγκαταστάθηκε στο Κέντρο Πολιτισμού Ίδρυμα Σταύρος Νιάρχος στο Δέλτα Φαλήρου. Επίσης, δημοσιοποιήθηκαν προσκλήσεις εκδήλωσης ενδιαφέροντος και υποβολής μη δεσμευτικών προσφορών σχετικά με την αξιοποίηση δύο μη ιδιοχρησιμοποιούμενων ακινήτων της Τράπεζας (κτίριο κατοικιών και κινηματογράφος “Ελληνίς” επί της Λεωφόρου Κηφισίας 29-31 και οικόπεδο επί της Λεωφόρου Ποσειδώνος στο δήμο Παλαιού Φαλήρου), οι οποίες βρίσκονται σε εξέλιξη και αποτελούν την πρώτη φάση διερεύνησης του ενδιαφέροντος για τα εν λόγω ακίνητα στο πλαίσιο μιας διεθνούς, ανοικτής διαγωνιστικής διαδικασίας.

Επιτροπή Ελέγχου

Η Επιτροπή Ελέγχου κατά το έτος 2017 παρείχε υποστήριξη προς το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της, με έμφαση στους ακόλουθους τομείς:

- Επισκόπηση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας ως προς την πληρότητα και αξιοπιστία των στοιχείων και της εν γένει πληροφόρησης που περιέχουν, σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο και τη νομοθεσία.
- Υποβολή Έκθεσης προς το Γενικό Συμβούλιο για την κατάρτιση και τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας.
- Αξιολόγηση του έργου του εξωτερικού ελεγκτή, ιδίως όσον αφορά τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων και τον έλεγχο της ανεξαρτησίας του.
- Διατύπωση γνώμης επί των όρων των συμβάσεων που συνήφθησαν με το νέο εξωτερικό ελεγκτή για τα οικονομικά έτη 2017-2021.
- Εποπτεία του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου, στο οποίο περιλαμβάνονται η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης και η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων.

- Παρακολούθηση και έλεγχος της ανεξαρτησίας, επάρκειας και αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης της Τράπεζας.

Ερευνητικές δραστηριότητες

Στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης οικονομικής έρευνας για θέματα που αφορούν την ελληνική και ευρωπαϊκή οικονομία, η Τράπεζα συμμετείχε στις ερευνητικές δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος. Ερευνητές από την Τράπεζα της Ελλάδος απασχολήθηκαν στην Έρευνα για την Οικονομική Κατάσταση των Νοικοκυριών (Household Finance Consumption Survey). Επιπλέον, διενεργήθηκε έρευνα επιχειρήσεων προκειμένου να αξιολογηθεί η αποτελεσματικότητα των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και να κατανοηθεί ο τρόπος προσαρμογής των επιχειρήσεων στο νέο οικονομικό περιβάλλον (Wage Dynamics Network), από την οποία τον Ιούνιο του 2017 δημοσιεύθηκαν τα περιγραφικά αποτελέσματα του τρίτου κύματος.¹

Το 2017 δημοσιεύθηκαν εικοσιένα δοκίμια εργασίας (Working Papers) και εκδόθηκαν δύο τεύχη του Οικονομικού Δελτίου της Τράπεζας της Ελλάδος.²

Συνεχίστηκε το πρόγραμμα επιστημονικής συνεργασίας, με την από κοινού εκπόνηση μελετών από ερευνητές της Τράπεζας και ακαδημαϊκών ιδρυμάτων της Ελλάδος και του εξωτερικού, καθώς και με τη συμμετοχή μεταπτυχιακών φοιτητών από ελληνικά πανεπιστήμια, σε θέματα που αφορούν: α) τη σχέση της συμμετοχής μιας επιχείρησης σε επιχειρηματικό όμιλο με την πρόσβασή της σε τραπεζικές πιστώσεις, β) τη δημοσιονομική μεταρρύθμιση και τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, γ) την αποτελεσματικότητα της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής και δ) το ρόλο της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων. Επίσης, με τη βοήθεια ειδικών ακαδημαϊκών εμπειρογνομόνων επικαιροποιήθηκαν μακροοικονομικά υποδείγματα, τα οποία χρησιμοποι-

ούνται για την ανάλυση της ελληνικής οικονομίας και για τις μακροοικονομικές προβλέψεις.

Επίσης, η Τράπεζα συμμετέχει στη δράση Marie Sklodowska-Curie, ένα διακεκριμένο και ανταγωνιστικό ευρωπαϊκό πρόγραμμα υποτροφιών που χρηματοδοτείται από τα κονδύλια του προγράμματος “Ορίζοντας 2020” της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα φιλοξενεί για δύο χρόνια υπότροφο η οποία εκπονεί έρευνα με θέμα την κατανομή του εθνικού εισοδήματος μεταξύ κερδών και μισθών, καθώς και την ανίχνευση εμπειρικών κανονικοτήτων στα μερίδια των συντελεστών παραγωγής ανά βιομηχανικό κλάδο, σε ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες.³

Σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, διοργανώθηκε διημερίδα με τη συμμετοχή ερευνητών από 22 κεντρικές τράπεζες του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών με θέμα “Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, μακροπροληπτική πολιτική και μικροπροληπτική εποπτεία”.⁴ Επίσης, σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης και το Σύνδεσμο Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ) διοργανώθηκε συνέδριο με θέμα “Εξαγωγές για ανάπτυξη”.

Τέλος, πραγματοποιήθηκαν σεμινάρια, διαλέξεις και ερευνητικά εργαστήρια με ομιλητές από την Ελλάδα και το εξωτερικό, με στόχο την ενημέρωση των οικονομολόγων της Τράπεζας και της ακαδημαϊκής κοινότητας σχετικά με τις τελευταίες εξελίξεις στην έρευνα.⁵

1 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <http://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher.en.html>.

2 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/Papers.aspx?Filter_By=13 και http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/EcoBulletin.aspx?Filter_By=1 αντίστοιχα.

3 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/mariecurie.aspx>.

4 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/Seminars/Workshops/DispItem.aspx?Item_ID=316.&List_ID=b37a7a48-dbf6-4046-82c5-90cdd6b4fe25&Filter_by=5

5 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/Seminars/default.aspx>.

Πύλη Ανοικτών Δεδομένων

Το Μάρτιο του 2017 η Τράπεζα υπέγραψε πλαίσιο συνεργασίας με τη μη κερδοσκοπική εταιρία Ελεύθερου Λογισμικού/Λογισμικού Ανοιχτού Κώδικα (ΕΕΛ/ΛΑΚ). Αντικείμενο του πλαισίου είναι η συνεργασία των μερών επί μιας σειράς δράσεων, εκ των οποίων ενδεικτικά αναφέρονται η διάθεση και αξιοποίηση ανοικτών δεδομένων, η διαλειτουργικότητα με ανοικτά πρότυπα, καθώς και η ανάλυση θεμάτων ασφάλειας πληροφοριακών συστημάτων.

Ως απόρροια της συνεργασίας αυτής, η Τράπεζα έχει αναπτύξει και θέσει σε δοκιμαστική λειτουργία μια πύλη ανοικτών δεδομένων (open data portal), στην οποία θα συγκεντρωθούν στατιστικά σύνολα δεδομένων σε μηχαναγνώσιμη μορφή. Η συλλογή, επεξεργασία και δημοσίευση των δεδομένων πραγματοποιείται βάσει διεθνών προτύπων για ανοικτά δεδομένα. Η πύλη αναμένεται να τεθεί σε παραγωγική λειτουργία εντός του πρώτου εξαμήνου του 2018.

Κέντρο Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης

Στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων του Κέντρου Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης, το Μάρτιο του 2017 παρουσιάστηκε σε σχετική εκδήλωση η βιογραφία του Διοικητή Κυριάκου Βαρβαρέσου, την οποία συνέγραψε ο Ανδρέας Κακριδής. Τον Απρίλιο του 2017 εγκαινιάστηκε στο Μουσείο της Τράπεζας της Ελλάδος έκθεση αφιερωμένη στο σημαντικό εκπρόσωπο της γενιάς του '30 (και υπάλληλο στο ΙΕΤΑ) ζωγράφο και χαράκτη Αλέξανδρο Κορογιαννάκη, ενώ η έκθεση για τον Ξενοφώντα Ζολώτα μεταφέρθηκε με επιτυχία στα Υποκαταστήματα της Τράπεζας στα Χανιά και την Πάτρα.

Συνεχίστηκε, τέλος, η σειρά διαλέξεων για το ευρύ κοινό με τίτλο “Καταθέσεις Πολιτισμού” και ομιλητές σημαντικές προσωπικότητες από το χώρο της ιστορίας (Ελένη Γλύκατζη-Αρβελέρ), της αρχαιολογίας (Νίκος Σταμπολίδης) και της αρχιτεκτονικής (Δημήτρης και Σουζάνα Αντωνανάκη).

Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ)

Οι δράσεις της Επιτροπής Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος εστιάστηκαν για μία ακόμη χρονιά στα θέματα της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή. Ειδικότερα, η ΕΜΕΚΑ εκπόνησε και συνεχίζει να εκπονεί ερευνητικό έργο που εξετάζει τη σχέση της οικονομίας με την κλιματική μεταβολή, με στόχο τη συνεισφορά στη μακροοικονομική έρευνα και στο σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής.

Το 2017 η ΕΜΕΚΑ έλαβε δύο σημαντικές διακρίσεις:

- Το Ευρωπαϊκό Κέντρο Περιβαλλοντικής Έρευνας και Κατάρτισης του Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών απένειμε στην ΕΜΕΚΑ τιμητικό βραβείο για τη λίαν επιτυχή συμμετοχή της στον τομέα της κατάρτισης του Εθνικού Σχεδιασμού και της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή.

- Το QualityNet Foundation, στο πλαίσιο του θεσμού Bravo Sustainability Awards, ο οποίος εντάσσεται στην Πρωτοβουλία Sustainable Greece 2020 και έχει ως στόχο να ενθαρρύνει το διάλογο για τα θέματα βιώσιμης ανάπτυξης και υπεύθυνης επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα, απένειμε την τιμητική διάκριση Βιώσιμης Ανάπτυξης στην Τράπεζα της Ελλάδος για τη σύσταση της ΕΜΕΚΑ.

Παράλληλα, η ΕΜΕΚΑ συνδιοργάνωσε τις συνεδρίες “Κλιματική Αλλαγή στην Ελλάδα: Επιπτώσεις και Πολιτικές” στο 23ο Ετήσιο Συνέδριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οικονομολόγων του Περιβάλλοντος και των Φυσικών Πόρων (EAERE) και “Κλιματική αλλαγή: πολιτικές περιορισμού και προσαρμογής στη Μεσόγειο” στο πλαίσιο της έναρξης των εργασιών του Ελληνικού Δικτύου Λύσεων για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη των Ηνωμένων Εθνών, το οποίο προωθεί τη σύμπραξη των πανεπιστημιακών και ερευνητικών ιδρυμάτων της χώρας

για την επίτευξη των 17 στόχων των Ηνωμένων Εθνών για τη βιώσιμη ανάπτυξη.

3 ΛΗΞΗ ΘΗΤΕΙΑΣ ΜΕΛΩΝ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

Στην παρούσα Τακτική Γενική Συνέλευση λήγει η θητεία του κ. Νικολάου Ι. Σκορίνη, ο

οποίος είχε εκλεγεί Σύμβουλος από την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 26.2.2015, σύμφωνα με το άρθρο 21 του Καταστατικού. Για το λόγο αυτό, η Γενική Συνέλευση θα κληθεί να εκλέξει στη θέση του ένα νέο Σύμβουλο για μία τριετία.

Ο απερχόμενος Σύμβουλος είναι επανεκλέξιμος.

II ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ: ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΔΩΣΗ ΤΗΣ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ

I ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΟΥ ΤΡΙΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΞΟΔΟ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η επιτυχής ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος τον Αύγουστο του 2018 θα σηματοδοτήσει το τέλος μιας μακράς περιόδου οικονομικής προσαρμογής, θα επιτρέψει την επάνοδο στην κανονικότητα και μπορεί, υπό προϋποθέσεις, να αποδειχθεί αφετηρία ταχείας και διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Για να συμβούν όμως αυτά, πρέπει πρώτα να αντιμετωπιστούν οι υφιστάμενες εκκρεμότητες, να εφαρμοστούν τα μέτρα που συμφωνήθηκαν στην τρίτη αξιολόγηση και να γίνει επαρκής προετοιμασία για την έγκαιρη ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης.

Πέρα από τα ζητήματα που αφορούν τη συνεπή εφαρμογή του προγράμματος, την ίδια περίοδο πρέπει να ληφθούν αποφάσεις για μια σειρά από κρίσιμα ζητήματα που θα επιδράσουν καθοριστικά στην πορεία και τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας μετά τη λήξη του προγράμματος.

Τα ζητήματα αυτά είναι:

Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους

Το μεγάλο ύψος του δημόσιου χρέους τροφοδοτεί την αβεβαιότητα, υποσκάπτει την εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας, επηρεάζει δυσμενώς την πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας και δυσχεραίνει την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα. Συνεπώς, η διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους όχι μόνο θα διευκολύνει την έξοδο στις αγορές, αλλά και θα ενισχύσει σημαντικά τις μεσομακροπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές.

Έχουν ήδη ληφθεί βραχυπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, ενώ έχει επίσης αποφασιστεί ότι έως το τέλος του προγράμματος θα συνταχθεί μια νέα μελέτη βιωσιμότητας και θα υπάρξει και μια μεσοπρόθεσμη δέσμη μέτρων, η τεχνική επεξεργασία των οποίων έχει ήδη ξεκινήσει. Το Eurogroup της 22ας

Ιανουαρίου 2018 κάλεσε τις ελληνικές αρχές να ολοκληρώσουν, σε συνεργασία με τους θεσμούς, μια συνολική αναπτυξιακή στρατηγική, την οποία οι θεσμοί θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους στη νέα ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταθέσει σχετικές προτάσεις που αποβλέπουν, μεταξύ άλλων, στην αύξηση της μεσοσταθμικής διάρκειας αποπληρωμής των τόκων των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Το περίγραμμα των μέτρων που μελετά το Eurogroup είναι συμβατό με τις προτάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν βάση συμφωνίας. Πρόσφατα συζητείται εξάλλου και ένας μηχανισμός που συνδέει το ρυθμό ανάπτυξης με την ελάφρυνση του χρέους. Η έκθεση βιωσιμότητας και η αποσαφήνιση των μεσοπρόθεσμων μέτρων πρέπει να γίνουν όσο το δυνατόν συντομότερα, ώστε να ενισχυθεί περαιτέρω η εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών και να δρομολογηθεί η ομαλή έξοδος από το πρόγραμμα.

Η εμπέδωση της εμπιστοσύνης

Για να επιτύχει η Ελλάδα την έξοδο στις αγορές με ευνοϊκούς όρους, πρέπει να εμπενδώσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών για τη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και να διαβεβαιώσει ότι η δημοσιονομική πολιτική δεν θα διολισθήσει εκ νέου σε λάθος κατεύθυνση. Είναι βέβαια γεγονός ότι οι δημοσιονομικές προβλέψεις του προγράμματος εκτείνονται χρονικά και πέραν του 2018, με τη ρητή δέσμευση για τη δημιουργία πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ για την πενταετία 2018-2022 και ίσου με ή λίγο μεγαλύτερου από 2% του ΑΕΠ στη συνέχεια. Οι δεσμεύσεις όμως αυτές πρέπει να τηρηθούν και να γίνουν αποφασιστικά βήματα για τη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και των αποκρατικοποιήσεων, με πρώτο βήμα την άρση των προσκομμάτων σε μεγάλες επενδύσεις που έχουν ήδη αποφασιστεί, αλλά καθυστερούν. Στον τομέα αυτό, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η νομοθεσία για τις χρήσεις γης.

Η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής επηρεάζεται καθοριστικά τόσο από τη συνεπή εφαρμογή του προγράμματος όσο και από το βαθμό οικειοποίησής του. Σύμφωνα με τις αξιολογήσεις των θεσμών, η Ελλάδα έχει τηρήσει τις δεσμεύσεις στο πλαίσιο του προγράμματος. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι στο παρελθόν δεν υπήρξε υψηλός βαθμός οικειοποίησης, γεγονός που συντηρούσε την αβεβαιότητα και απέτρεπε τις επενδύσεις. Για να υπάρξει ομαλή έξοδος από το πρόγραμμα και να διασφαλιστεί ταχεία επάνοδος σε διατηρήσιμη ανάπτυξη, η Ελλάδα πρέπει να αυτοδεσμευθεί σε μια **εθνική αναπτυξιακή πολιτική** που δεν θα θέτει σε κίνδυνο τα δημοσιονομικά επιτεύγματα, θα διασφαλίζει την απρόσκοπτη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και θα αξιοποιεί όλες τις δυνατότητες που της παρέχει η συμμετοχή στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και τη ζώνη του ευρώ.

Αυτή είναι άλλωστε και η προτροπή του Eurogroup της 22ας Ιανουαρίου 2018. Όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά στη δήλωση: “Το Eurogroup επαναβεβαιώνει τη σημασία μιας φιλόδοξης συνολικής στρατηγικής για την ανάπτυξη, την οποία θα πρέπει να οικειοποιηθούν αποφασιστικά οι ελληνικές αρχές και σε συνεργασία με τους εταίρους να καταλήξουν σε τελικές αποφάσεις πριν από το τέλος του προγράμματος”.

Η διαμόρφωση μιας εθνικής στρατηγικής, στην οποία θα εντάσσονται οι στόχοι, δημοσιονομικοί και διαρθρωτικοί, που έχουν ήδη αποφασιστεί για την περίοδο μετά τη λήξη του προγράμματος, θα δώσει ισχυρή ώθηση στην εμπιστοσύνη. Θα επηρεάσει θετικά τους όρους εξόδου στις αγορές, θα βελτιώσει το επενδυτικό κλίμα και θα ενισχύσει την προσέλκυση επενδύσεων. Επιπλέον, θα διευκολύνει την επιστροφή καταθέσεων στις τράπεζες και θα ενδυναμώσει την πιστοδοτική τους ικανότητα. Τα παραπάνω θα θέσουν σε κίνηση έναν ενάρετο κύκλο στην οικονομία και στο τραπεζικό σύστημα και θα διαμορφώσουν τις προϋποθέσεις που θα επιτρέψουν την πλήρη άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Ομαλή έξοδος στις αγορές

Μετά τη λήξη του προγράμματος, η οποία συνεπάγεται και το τέλος της χρηματοδοτικής στήριξης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), η Ελλάδα θα πρέπει να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την κάλυψη των χρηματοδοτικών της αναγκών, προσφεύγοντας στις διεθνείς χρηματαγορές, με διατηρήσιμους όρους. Όπως αναφέρθηκε ήδη, η εμπέδωση της εμπιστοσύνης είναι η κύρια και ουσιαστική προϋπόθεση για να συμβεί αυτό. Παράλληλα όμως, θα πρέπει να δημιουργηθεί ένα χρηματοδοτικό δίκτυο ασφαλείας που θα πείθει ότι η χώρα μπορεί να αντιμετωπίσει ενδεχόμενες συγκυριακές αντιξοότητες που καθιστούν το κόστος χρηματοδότησης μη ανεκτό.

Μία τέτοια δικλίδα ασφαλείας είναι το προβλεπόμενο “απόθεμα ρευστότητας”, που δίνει τη δυνατότητα να αποφεύγεται η προσφυγή στις αγορές σε περιόδους αστάθειας και αυξημένου κόστους αναχρηματοδότησης. Το απόθεμα ρευστότητας δημιουργείται με τις δοκιμαστικές εκδόσεις ομολόγων πριν από τη λήξη του προγράμματος και με τη συμβολή του ESM. Το Eurogroup έχει ήδη δεσμευθεί ότι θα παράσχει στήριξη στην Ελλάδα για την επιστροφή στις αγορές και ότι οι εκταμιεύσεις πριν από το τέλος του προγράμματος θα καλύπτουν όχι μόνο την ανάγκη αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων και των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, αλλά και τη δημιουργία αποθέματος ρευστότητας.

Στην παρούσα φάση, η πρώτη δοκιμαστική έξοδος στις αγορές πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο του 2017 με την έκδοση πενταετούς ομολόγου, ενώ το Νοέμβριο του ίδιου έτους πραγματοποιήθηκε ανταλλαγή ομολόγων ύψους 25,8 δισεκ. ευρώ. Στη συνέχεια, με την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, δρομολογήθηκε μία ακόμη έξοδος με την έκδοση επταετούς ομολόγου, εντασσόμενη στο σχεδιασμό της κυβέρνησης για επάνοδο της χώρας στις διεθνείς αγορές πριν από τη λήξη του προγράμματος. Η έκδοση αυτή, που

πραγματοποιήθηκε εν μέσω αναταράξεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, ήταν επιτυχής.

Οι αναταραχές, όπως οι πρόσφατες, φαίνεται ότι επηρεάζουν περισσότερο τις χώρες με αδύναμη πιστοληπτική διαβάθμιση και λιγότερο ισχυρή οικονομία, οι οποίες είδαν τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων τους να αυξάνονται. Κατά συνέπεια, υπό τις παρούσες αβέβαιες συνθήκες, η έξοδος του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές, αν και είναι επιβεβλημένη προκειμένου η χώρα να επανέλθει στην κανονικότητα, πρέπει να γίνεται με προσεκτικά βήματα.

Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η δοκιμαστική έξοδος στις αγορές για τη δημιουργία ενός ασφαλούς αποθέματος ρευστότητας πριν από τη λήξη του προγράμματος δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης και προετοιμάζει το έδαφος για την έξοδο της χώρας από το πρόγραμμα. Ωστόσο, συμπληρωματικά θα πρέπει να εξεταστεί και το ενδεχόμενο ενός προληπτικού προγράμματος στήριξης. Το ενδεχόμενο προσφυγής σε προληπτικό πρόγραμμα στήριξης, ιδιαίτερα μάλιστα εάν οι συνθήκες συνηγορούν, δεν θα πρέπει να δραματοποιείται, καθώς οι ευρωπαϊκοί μηχανισμοί δημιουργήθηκαν για να χρησιμοποιούνται όταν υπάρχει ανάγκη. Η ύπαρξη ενός τέτοιου προληπτικού πλαισίου στήριξης εκτιμάται ότι μπορεί να δράσει υποστηρικτικά για την ελληνική οικονομία, μειώνοντας το κόστος δανεισμού, καθώς θα παρέχει ασφάλεια σχετικά με την πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζών σε χρηματοδότηση μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018. Η προληπτική πιστοληπτική γραμμή του ESM θα καθιστούσε αυτούς τους πόρους διαθέσιμους, χωρίς να είναι απαραίτητη εκ προοιμίου η άντλησή τους. Αντίθετα, η συσσώρευση ταμειακών διαθεσίμων συνεπάγεται άμεσα πρόσθετο δανεισμό, ο οποίος επιβαρύνει το ετήσιο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους. Επιπλέον, αυτό το πλαίσιο προληπτικής στήριξης εξασφαλίζει τη διατήρηση της “παρέκκλισης” (waiver) για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα προκειμένου αυτά να χρησιμοποιούνται ως

εξασφαλίσεις στις πράξεις νομοσυντακτικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος μέχρις ότου η Ελλάδα αποκτήσει επενδυτική πιστοληπτική διαβάθμιση. Επιπρόσθετα, στην περίπτωση αυτή, το απόθεμα ασφαλείας για τις συστημικές τράπεζες εκτιμάται ότι θα είναι διαθέσιμο και πέραν του Αυγούστου του 2018.

Το πλαίσιο εποπτείας μετά το πρόγραμμα

Σύμφωνα με το ευρωπαϊκό πλαίσιο, προκύπτει ότι η λήξη του ελληνικού προγράμματος τον Αύγουστο του 2018 δεν συνεπάγεται αποδέσμευση της χώρας από υποχρεώσεις που έχει αναλάβει έναντι των δανειστών της. Αυτό που αλλάζει είναι η μορφή του πλαισίου εποπτείας της χώρας, το οποίο πρέπει να ανταποκρίνεται στους γενικούς όρους και κανονισμούς εποπτείας που ισχύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, όπως περιγράφεται από τον Κανονισμό 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, τις διατάξεις της Συνθήκης για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) και τις κατευθυντήριες γραμμές του ESM, θέτει τους όρους εισόδου χώρας-μέλους της ζώνης του ευρώ σε πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής, το οποίο συνοδεύεται από τη λήψη χρηματοδοτικής διευκόλυνσης, και ορίζει με σαφήνεια την εποπτεία της οικονομικής πολιτικής της χώρας σε πρόγραμμα καθώς και την εποπτεία μετά το τέλος του προγράμματος.

Ειδικότερα, ο Κανονισμός 472/2013 προβλέπει αυτόματη άσκηση εποπτείας μετά το πρόγραμμα μέχρις ότου η χώρα αποπληρώσει το 75% των δανείων που έχει λάβει από άλλα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διατηρεί το δικαίωμα να ασκήσει ενισχυμένη εποπτεία, αν κρίνει ότι συντρέχουν οι συνθήκες.

Πρόσθετη εποπτεία θα μπορούσε να υπάρξει εφόσον η Ελλάδα επιλέξει να ενταχθεί σε

πρόγραμμα προληπτικού πιστοληπτικού πλαισίου. Προβλέπονται δύο μορφές προληπτικής πιστωτικής συνδρομής: α) πιστωτική γραμμή υπό προϋποθέσεις, στην περίπτωση που η χρηματοπιστωτική κατάσταση της χώρας είναι σε γενικές γραμμές καλή, και β) πιστωτική γραμμή υπό ενισχυμένες προϋποθέσεις, στην περίπτωση που η χώρα αντιμετωπίζει σοβαρά οικονομικά προβλήματα. Και οι δύο μορφές προϋποθέτουν τη σύναψη συμφωνίας-προγράμματος. Εκ των πραγμάτων, εξάλλου, ενδεχόμενη ένταξη σε προληπτικό πρόγραμμα στήριξης δεν μπορεί να είναι παρά μια προσωρινή κατάσταση, καθώς η πιστωτική γραμμή στήριξης είναι ετήσιας διάρκειας και μπορεί να ανανεωθεί μόνο για δύο περαιτέρω εξάμηνα (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου III).

Πέραν των διατάξεων αυτών που είναι ήδη σε ισχύ, έχουν προταθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αλλαγές στην οικονομική διακυβέρνηση της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αφορούν ζητήματα που μπορούν να επηρεάσουν τη φύση της εποπτείας της ελληνικής οικονομίας μετά το πρόγραμμα και θα συζητηθούν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το πρώτο εξάμηνο του 2018. Τα ζητήματα αυτά αφορούν τον αυξημένο ρόλο του ESM και τη δυνατότητα χρηματοδότησης για την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Γίνεται επομένως φανερό ότι η ομαλή έξοδος της Ελλάδος από το πρόγραμμα και η επιτυχής πορεία της στη νέα, μετά την κρίση, ευρωπαϊκή κανονικότητα συνεπάγονται δεσμεύσεις για τη διασφάλιση των μέχρι σήμερα επιτευγμάτων, την άσκηση συνετής οικονομικής πολιτικής μετά το πρόγραμμα και τη συνέχιση της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων μέχρι την ολοκλήρωσή τους.

2 ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2009-2017

Οι θετικές ενδείξεις για βιώσιμη επιστροφή στην ανάπτυξη είναι το αποτέλεσμα της μακρόχρονης και εξαιρετικά επώδυνης προσπάθειας οικονομικής προσαρμογής. Στα χρό-

νια πριν από την κρίση, ο συνδυασμός υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων και πολύ χαμηλής ανταγωνιστικότητας διέυρυναν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και οδήγησαν το δημόσιο χρέος σε υψηλά επίπεδα. Για την αντιμετώπιση αυτών των ανισορροπιών, η Ελλάδα εφάρμοσε ένα τολμηρό πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η πρόδος που έχει συντελεστεί από την έναρξη της κρίσης δημόσιου χρέους το 2009 έως σήμερα είναι εντυπωσιακή και πρωτοφανής στα ιστορικά χρονικά διεθνώς. Συγκεκριμένα, η χώρα πέτυχε (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου V):

- Την πλήρη εξάλειψη των δίδυμων ελλειμμάτων, δηλαδή του υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος και του μεγάλου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.
- Την πλήρη αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας και τη σημαντική βελτίωση σε όρους τιμών. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτό επιτεύχθηκε μέσω μιας επώδυνης διαδικασίας εσωτερικής υποτίμησης που έλαβε χώρα μέσω της σημαντικής μείωσης των ονομαστικών μισθών κυρίως στον ιδιωτικό τομέα.
- Παράλληλα, εφαρμόζεται ένα τολμηρό πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων, ιδιωτικοποιήσεων και εκσυγχρονισμού της οικονομίας σε τομείς όπως οι αγορές εργασίας και προϊόντων, το σύστημα υγείας και κοινωνικής ασφάλισης, το δημοσιονομικό πλαίσιο, το φορολογικό σύστημα και η δημόσια διοίκηση.
- Ως αποτέλεσμα όλων αυτών των πολύ σημαντικών αλλαγών που συντελέστηκαν στην οκταετία της κρίσης, αυξήθηκε η εξωστρέφεια της οικονομίας και έχει ξεκινήσει η αναδιάρθρωση του παραγωγικού προτύπου υπέρ κλάδων με εξαγωγικό προσανατολισμό.
- Τέλος, η αναδιάρθρωση και η ανάταξη του τραπεζικού συστήματος, με κύριο χαρα-

κτηριστικό τη σημαντική ανακεφαλαιοποίηση μετά από αυστηρές ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και τον έλεγχο ποιότητας στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών, διασφαλίζουν υψηλό δείκτη κεφαλαίου κοινών μετοχών (CET1), υψηλότερο του ευρωπαϊκού μέσου όρου, ο οποίος, σε συνδυασμό με τον ικανοποιητικό δείκτη κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από προβλέψεις, επιτρέπει στις ελληνικές τράπεζες την αποτελεσματική διαχείριση του πολύ υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι, παρά την πρόοδο που συντελέστηκε, η κρίση επέφερε σημαντικό κόστος στην οικονομία σε όρους προϊόντος και απασχόλησης και σημαντική μείωση του πλούτου των νοικοκυριών. Μεταξύ 2008 και 2016, η χώρα απώλεσε περισσότερο από το 1/4 του ΑΕΠ σε σταθερές τιμές και η ανεργία αυξήθηκε σχεδόν κατά 16 ποσοστιαίες μονάδες. Επιπλέον, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε ισοδύναμα αγοραστικής δύναμης διαμορφώθηκε το 2016 σε μόλις 68% του κοινοτικού μέσου όρου, από 93% το 2008. Παράλληλα, έλαβε χώρα ένα μεγάλο κύμα μετανάστευσης Ελλήνων με υψηλά προσόντα, στερώντας την ελληνική κοινωνία και οικονομία από ένα παραγωγικό τμήμα της, με ανυπολόγιστες δημογραφικές, οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2018

Το 2017 ήταν έτος επιστροφής της ελληνικής οικονομίας στην ανάπτυξη μετά από πολυετή περίοδο ύφεσης, με εξαίρεση το 2014. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,6% το 2017 και προβλέπεται να ενισχυθεί σε 2,4% και 2,5% το 2018 και το 2019 αντίστοιχα. Υπάρχουν επομένως βάσιμες ενδείξεις ότι μετά από μια μακρόχρονη και εξαιρετικά επώδυνη οικονομική προσαρμογή, εμπεδώνεται μια αναπτυξιακή δυναμική, που προσδιορίστηκε τόσο από τις ευνοϊκές εγχώριες εξελίξεις όσο και από την καλή ευρω-

παϊκή συγκυρία. Στις εγχώριες εξελίξεις συγκαταλέγονται η ταχεία ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης και οι θετικές επιδράσεις που είχε στην εμπιστοσύνη και τη ρευστότητα, όπως αντικατοπτρίστηκαν στη θετική πορεία του ΑΕΠ και των άλλων δεικτών οικονομικής δραστηριότητας. Η ευνοϊκή ευρωπαϊκή συγκυρία περιγράφεται από το γεγονός ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ, μετά από μια πενταετία μέτριας ανάκαμψης, επέστρεψε δυναμικά σε εύρωστη ανάπτυξη, καταγράφοντας εφέτος τον ταχύτερο ρυθμό της τελευταίας δεκαετίας (2,5%).

Οι βελτιωμένες προοπτικές για την εγχώρια οικονομία ενίσχυσαν το οικονομικό κλίμα και οδήγησαν σε αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων, σε αναβάθμιση της διεθνούς πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου και σε διαδοχικές μειώσεις της εξάρτησης των ελληνικών τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA). Μείωσαν τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στα επίπεδα του Ιανουαρίου του 2006, γεγονός που επέτρεψε την επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου τον Ιούλιο του 2017 στις διεθνείς αγορές μετά από μία τριετία αποκλεισμού. Μείωσαν επίσης τις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων και οι ελληνικές τράπεζες επέστρεψαν στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εκδίδοντας καλυμμένα ομόλογα.

Με αυτά τα δεδομένα, είναι βάσιμο να προβλεφθεί ότι το 2018 η ανάπτυξη θα επιταχυνθεί και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε 2,4%. Παράγοντες ώθησης θα είναι: α) η ισχυρή ανοδική πορεία του τουρισμού, β) η μεγάλη ενίσχυση της μεταποιητικής παραγωγής, που αντανάκλα τη βελτίωση των συνθηκών λειτουργίας των επιχειρήσεων και προεξοφλεί την αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων, γ) η αύξηση των εξαγωγών και δ) η ευνοϊκή διεθνής οικονομική συγκυρία.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός επανήλθε το 2017 σε θετικό έδαφος, καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό 1,1%, έναντι μηδενικού ρυθμού το 2016. Η εξασθένηση των αποπληθωριστικών πιέσεων οφείλεται κυρίως στην έντονα

ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου ιδίως στο πρώτο πεντάμηνο του έτους, αλλά και στην πληθωριστική επίδραση των νέων έμμεσων φόρων που τέθηκαν σε ισχύ στις αρχές του 2017. Για το 2018, η εξέλιξη του εγχώριου πληθωρισμού αναμένεται να προσδιοριστεί σε μεγάλο βαθμό από τις επιδράσεις βάσης (base effects), οι οποίες θα συγκρατήσουν τον πληθωρισμό σε θετικό έδαφος, αλλά σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2017.

Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι οι ευνοϊκές προβλέψεις βασίζονται κυρίως στην υπόθεση ότι το τρέχον πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής θα ολοκληρωθεί ομαλά και βάσει του προβλεπόμενου χρονοδιαγράμματος, χωρίς καθυστερήσεις και παλινδρομήσεις, και ότι η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων θα συνεχιστεί με αμειώτη ένταση και στη μεταμνημονιακή εποχή.

4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Κατά το 2016 υπήρξε υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης (βάσει του ορισμού του προγράμματος), για δεύτερο συνεχές έτος, σε σχέση με το στόχο του προγράμματος. Συγκεκριμένα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2016, σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,8% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 0,5% του ΑΕΠ. Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσαν η καλύτερη πορεία των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους καθώς και η συγκράτηση τόσο των δαπανών κοινωνικής πρόνοιας όσο και του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων. Κατά τη διάρκεια του 2017 και στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος θεσμοθετήθηκαν μια σειρά από δημοσιονομικές ρυθμίσεις με σκοπό την αύξηση των φορολογικών εσόδων, τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και την αναδιάρθρωση μεσοπρόθεσμα του τρέχοντος μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής. Η νομοθέτηση δημοσιονομικών ρυθμίσεων συνεχίστηκε και το 2018 με την ψήφιση του ν. 4512/2018 τον Ιανουάριο στο πλαίσιο της

ολοκλήρωσης της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018, προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος για το 2017 ύψους 2,44% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 1,75%. Με βάση όμως τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία εκτιμάται ότι το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2017 θα υπερβεί την εν λόγω πρόβλεψη. Εντούτοις, όπως δείχνουν τα στοιχεία εκτέλεσης του προϋπολογισμού, η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου για το 2017 προέρχεται κυρίως από την αύξηση των εσόδων παρελθόντων οικονομικών ετών (κατασχέσεις, πρόσθετοι φόροι από οικειοθελή αποκάλυψη εισοδημάτων, ρυθμίσεις οφειλών) που συνδέεται πρωτίστως με συγκυριακούς λόγους, αλλά και από τη μείωση των δημόσιων δαπανών. Αντίθετα, η αύξηση των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους είναι οριακή, παρά την αύξηση των φορολογικών συντελεστών και την επιβολή νέων φόρων. Αυτό επιβεβαιώνει την άποψη για φορολογική κόπωση των παραγωγικών δυνάμεων της χώρας και υποδηλώνει την αναγκαιότητα αλλαγής του μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής.

5 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η ενιαία νομισματική πολιτική διατήρησε και το 2017 εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση και επέφερε αξιοσημείωτη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ, τροφοδοτώντας την οικονομική ανάπτυξη, η οποία θεωρείται πλέον ισχυρή και έχει διαδοθεί σε όλα τα κράτη-μέλη και σε όλους τους τομείς δραστηριότητας. Παρά ταύτα, ο πυρήνας του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ παραμένει υποτονικός (1,1% το 2017). Δεν έχει δηλαδή αποκατασταθεί η σταθερότητα των τιμών. Βασικός παράγοντας της καθοδικής πορείας του πληθωρισμού είναι οι χαμηλές μισθολογικές αυξήσεις, παρά τη μεγάλη αύξηση της απασχόλησης.

Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι η νομισματική πολιτική πρέ-

πει να παραμείνει διευκολυντική. Πραγματοποιήθηκαν όμως κάποιες προσαρμογές. Ειδικότερα, τα βασικά επιτόκια παρέμειναν αμετάβλητα το 2017, χωρίς το ενδεχόμενο περαιτέρω μείωσής τους, αφού δεν υφίσταται πλέον ο κίνδυνος αποπληθωρισμού. Αποφασίστηκε επίσης οι πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης να εξακολουθήσουν, τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2020, να διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της χορηγούμενης ρευστότητας. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα συνέχισε να εφαρμόζει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, με τις μηνιαίες καθαρές αγορές όμως μειωμένες σε 60 δισεκ. ευρώ από το α' τρίμηνο του 2017 και σε 30 δισεκ. ευρώ κατά το τρέχον έτος μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018, με πρόβλεψη ωστόσο για συνέχιση των αγορών μέχρις ότου επιτευχθεί σταθερότητα των τιμών.

Αποτέλεσμα της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων είναι η επικράτηση συνθηκών υπερβάλλουσας ρευστότητας στην ενιαία αγορά χρήματος και η αύξηση της νομισματικής βάσης με στόχο τη βελτίωση της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Τα οφέλη της πολιτικής αυτής έχουν γίνει ήδη ορατά, με την καταγραφή για το 2017 ισχυρού ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης της ζώνης του ευρώ, ενώ οι δυνητικές παρενέργειες της διατήρησης για μεγάλο χρονικό διάστημα αυτής της πολιτικής δεν έχουν εμφανιστεί.

6 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Κύρια χαρακτηριστικά της εξέλιξης του εγχώριου τραπεζικού τομέα το 2017 ήταν η σταδιακή ανάκαμψη της οργανικής κερδοφορίας, η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο, η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών και η μικρή υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σύμφωνα με τους τεθέντες στόχους, με το απόθεμα ωστόσο να παραμένει υψηλό (100,4 δισεκ. ευρώ το

Σεπτέμβριο του 2017). Το 2017 παρατηρήθηκε αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών, ως αποτέλεσμα της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και της σταδιακής ανάκτησης της εμπιστοσύνης του κοινού προς το τραπεζικό σύστημα. Περαιτέρω, η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης κατά τα χρόνια της κρίσης φαίνεται να μην είναι τόσο έντονη πλέον. Τα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων εξακολούθησαν να μειώνονται, με χαμηλότερο όμως ρυθμό, και τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνέχισαν να αποκλιμακώνονται.

Μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα

Η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων αποτελεί το κρισιμότερο πρόβλημα που η κρίση κληροδότησε στις τράπεζες και που αυτές καλούνται σήμερα να αντιμετωπίσουν, προκειμένου να εξυγιανθεί πλήρως το δανειακό χαρτοφυλάκιό τους και να καταστεί έτσι δυνατή η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης. Για το σκοπό αυτό, το θεσμικό πλαίσιο έχει εμπλουτιστεί και οι τράπεζες έχουν αναλάβει σημαντικές δράσεις. Συγκεκριμένα, τέθηκαν σε λειτουργία ηλεκτρονικές πλατφόρμες για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφελών και για πλειστηριασμούς ακινήτων, απλουστεύθηκε το θεσμικό πλαίσιο αδειοδότησης εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων και πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες πωλήσεις δανειακών χαρτοφυλακίων που αφορούσαν επιχειρηματικά και καταναλωτικά δάνεια χωρίς εξασφαλίσεις. Επίσης, διαμορφώθηκε το πλαίσιο προστασίας των τραπεζικών στελεχών από ποινικές διώξεις και ενισχύθηκαν τα δικαιώματα εκείνων των πιστωτών οι οποίοι κατέχουν εξασφαλίσεις. Οι τράπεζες ακολουθούν συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα για τον προοδευτικό περιορισμό του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, με στόχο τη μείωση του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων μεταξύ Ιουνίου 2017 και Δεκεμβρίου 2019 περίπου κατά 37%. Εξάλλου, η κάλυψη των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων με συσσωρευμέ-

νες προβλέψεις είναι ικανοποιητική και η τιμή του δείκτη κεφαλαίου κοινών μετοχών της κατηγορίας 1 (CET1) ήταν το Σεπτέμβριο του 2017 17,1%, υψηλότερη του μέσου όρου της ΕΕ (15%).

Στο αμέσως προσεχές διάστημα οι τράπεζες πρέπει να εντείνουν τις προσπάθειές τους για την επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων για τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, οι οποίοι για τα επόμενα δύο έτη είναι υψηλοί και φιλόδοξοι, αλλά εφικτοί, ιδίως τώρα που η οικονομία έχει επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Οι τράπεζες επιβάλλεται να διευρύνουν το ταχύτερο δυνατόν τις λύσεις που προτείνουν στους δανειολήπτες και να προχωρήσουν στη λήψη πιο δραστικών αποφάσεων, ιδίως όσον αφορά τις ενέργειες αναδιάρθρωσης βιώσιμων επιχειρήσεων, τη συντονισμένη αντιμετώπιση των οφειλετών με πολλαπλούς πιστωτές, τον εντοπισμό των στρατηγικών κακοπληρωτών και την εφαρμογή οριστικής λύσης για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις. Μετά τη δημοσίευση σχετικών κατευθύνσεων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, θα μπορούσε να εξεταστεί το ενδεχόμενο μεταβίβασης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σε έναν ή περισσότερους κεντρικούς φορείς που θα μπορούσαν να δημιουργηθούν για το σκοπό αυτό. Επίσης, οι τράπεζες θα πρέπει να αναθεωρήσουν το επιχειρησιακό τους σχέδιο δίνοντας έμφαση στην ανάπτυξη νέων εργασιών και στην περαιτέρω περιστολή του λειτουργικού τους κόστους.

Ωστόσο, δεν υπάρχουν περιθώρια εφησυχασμού. Το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα παραμένει ευάλωτο σε μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές. Το 2018 οι τράπεζες καλούνται να προσαρμοστούν σε νέες προκλήσεις, με κυριότερες την εφαρμογή του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (IFRS 9), την αυστηροποίηση του χειρισμού των προβλέψεων για τα νέα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, αλλά και τη διενέργεια της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από την ΕΚΤ. Υπό αυτές τις συνθήκες, είναι θετικό το ότι προβλέφθηκε και υπάρχει ένα

απόθεμα ασφαλείας, στο πλαίσιο της χρηματοδότησης του τρίτου προγράμματος, με σκοπό τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας για την ενδεχόμενη στήριξη του τραπεζικού τομέα, εάν αυτή καταστεί αναγκαία.

Ασφαλιστικές επιχειρήσεις

Σύμφωνα με το νέο εποπτικό πλαίσιο για την ενίσχυση της φερεγγυότητας του παρόχου ασφαλιστικών υπηρεσιών και τη διαφάνεια στην πληροφόρηση με σκοπό την προστασία του καταναλωτή, οι ελληνικές ασφαλιστικές επιχειρήσεις από το 2017 δημοσιεύουν ετήσια έκθεση αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση και την κατάσταση φερεγγυότητας. Τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη για το 2017 παρέμειναν σταθερά και οι δείκτες φερεγγυότητας αναμένεται να βελτιωθούν. Για το μετριασμό όμως των συνεπειών του κινδύνου που σχετίζεται με το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και την αναζήτηση υψηλών αποδόσεων, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις προχώρησαν σε αναπροσαρμογή της επενδυτικής τους στρατηγικής και τροποποίηση των προϊόντων που διαθέτουν με μείωση της απόδοσης που εγγυώνται και προώθηση ασφαλίσεων με επενδύσεις τον κίνδυνο των οποίων φέρουν οι ασφαλισμένοι.

7 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Παρά τη θετική πρόοδο που έχει συντελεστεί και καταγράφεται σε σημαντικά οικονομικά μεγέθη, οι κίνδυνοι, εγχώριοι και εξωτερικοί, που ενδέχεται να απειλήσουν την πορεία της ελληνικής οικονομίας παραμένουν.

Βραχυπρόθεσμα, οι σημαντικότεροι κίνδυνοι είναι η καθυστέρηση στην υλοποίηση των συμφωνηθέντων μέτρων στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης, που θα οδηγούσε σε καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης του τρέχοντος προγράμματος, και η τυχόν απόκλιση από την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων. Επιπλέον, η μη έγκαιρη αποσαφήνιση των μέτρων ελάφρυν-

σης του χρέους είναι αιτία που μπορεί να αναζωπυρώσει αβεβαιότητες.

Εξίσου σημαντικός είναι ο κίνδυνος από την αντιστροφή της μέχρι σήμερα θετικής πορείας των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Η πρόσφατη αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τη Standard and Poor's κατά μία βαθμίδα και η συμφωνία του Eurogroup που αντανάκλα το κλείσιμο της τρίτης αξιολόγησης αναμένεται να οδηγήσουν σε περαιτέρω αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού, η οποία θα επιτρέψει, μέσω της εκ νέου πρόσβασης στις αγορές, τη δημιουργία ενός "ταμειακού αποθέματος ασφαλείας" για την κάλυψη των υποχρεώσεων του κράτους μετά τον Αύγουστο του 2018. Το 2017 οι υψηλές αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σημείωσαν σημαντική πτώση. Ωστόσο, το γεγονός ότι η Ελλάδα διατηρεί τη χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση στην ευρωζώνη, απέχοντας 5 βαθμίδες από την επενδυτική βαθμίδα, σημαίνει ότι, με τη χώρα εκτός προγράμματος, τα ελληνικά ομόλογα θα παύσουν να γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις για την πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στη φθηνή χρηματοδότηση που προσφέρει η ΕΚΤ. Με δεδομένο ότι η απόδοση του δεκαετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου υπερβαίνει το 4%, έναντι περίπου 2% για την Πορτογαλία και την Ιταλία, γίνεται πιθανός ο κίνδυνος δυσμενών επιπτώσεων στη δυναμική του χρέους. Το πρόβλημα ενδέχεται να οξυνθεί, καθώς οι παράγοντες που διαμόρφωσαν ευνοϊκές συνθήκες κατά το περασμένο έτος φαίνεται ότι αντιστρέφονται.

Ελλοχεύουν ωστόσο και **εξωτερικοί κίνδυνοι**, που δημιουργούν ανησυχίες για τη διατήρηση της εξαιρετικά ευνοϊκής διεθνούς οικονομικής συγκυρίας και της παγκόσμιας σταθερότητας. Ειδικότερα, σε επίπεδο ΕΕ, εκκρεμότητες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν προβλήματα στην καλή οικονομική πορεία της ΕΕ είναι: η προετοιμασία του Brexit μετά τη συμφωνία της 15ης Δεκεμβρίου 2017 για συντεταγμένη έξοδο και η ανάγκη για εξεύρεση κοινά αποδεκτής συμφωνίας ως προς τον τρόπο αντιμετώπισης της προσφυγικής κρίσης στο πλαίσιο

της προσεχούς αναθεώρησης του κανονισμού του Δουβλίνου τον Ιούνιο του 2018. Επιπρόσθετα, σε επίπεδο ευρωζώνης, σημαντικές αλλαγές που αφορούν την αρχιτεκτονική της αναμένεται να δρομολογηθούν εφέτος, όπως η σύσταση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου και η ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης. Καθυστερήσεις των προσδοκώμενων αλλαγών ενδέχεται να ενισχύσουν τις αβεβαιότητες. Σε διεθνές επίπεδο, αναταράξεις προκαλούνται από την επιδείνωση των σχέσεων των ΗΠΑ με τη Β. Κορέα και το Ιράν. Τέλος, σε πολλές χώρες του κόσμου η έξαρση του λαϊκισμού μειώνει την εμπιστοσύνη των πολιτών στους δημοκρατικούς θεσμούς και στο κράτος δικαίου.

8 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΜΕΡΑ

Τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν την οκταετία 2010-2017 είχαν ως αποτέλεσμα την εξάλειψη των μεγάλων ανισορροπιών στην ελληνική οικονομία και δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για τη συντεταγμένη διαχείριση της κρίσης. Από την άλλη πλευρά όμως, αναδείχθηκαν μεγάλες αδυναμίες και προκλήσεις, οι οποίες θα πρέπει να αντιμετωπιστούν χωρίς να επαναληφθούν λάθη του παρελθόντος, προκειμένου να διασφαλιστεί μια νέα πορεία που θα οδηγήσει σε σταθερή τροχιά ανάπτυξης.

Απουσία συναίνεσης και συγκρουσιακή λογική.

Η έλλειψη συναινετικών προσεγγίσεων που θα επέτρεπαν την οικειοποίηση των προγραμμάτων υπήρξε ένας από τους σημαντικότερους λόγους που επιμήκυναν τη διάρκεια και επιβάρυναν το κόστος της προσαρμογής. Σε αντίθεση με ό,τι συνέβη σε άλλες χώρες (Πορτογαλία, Κύπρος, Ιρλανδία), τα προγράμματα, αντί να διαμορφωθούν συναινετικά και να εφαρμοστούν με συνέχεια και συνέπεια, αποτέλεσαν αντικείμενο οξύτατων συγκρούσεων και αντιπαράθεσεων, που προκάλεσαν καθυστερήσεις και αναβολές στην εφαρμογή των μέτρων προσαρμογής. Η εξέλιξη αυτή θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί αν δεν υπήρχε

έλλειμμα ουσιαστικής ενημέρωσης της κοινής γνώμης για τα πραγματικά αίτια της κρίσης ώστε στη συνέχεια να δημιουργηθεί κοινή βούληση για τη διόρθωση της πορείας. Ως εκ τούτου, τα προγράμματα εσφαλμένως θεωρήθηκαν και αντιμετωπίστηκαν ως τα αίτια της κρίσης, ενώ στην πραγματικότητα ήταν προσπάθειες – με λάθη ίσως και παραλείψεις – για να περιοριστούν οι επιπτώσεις της οξείας κρίσης χρέους, η οποία προέκυψε ως αποτέλεσμα των μακροχρόνιων ανισορροπιών.

Αναποτελεσματική λειτουργία της δημόσιας διοίκησης. Στη διάρκεια της κρίσης υπήρξαν μεταρρυθμίσεις που βελτίωσαν τη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές επικεντρώθηκαν κυρίως σε διαδικαστικές και οργανωτικές αλλαγές, οι οποίες όμως δεν ήταν αρκετές για να βελτιώσουν σημαντικά το τελικό αποτέλεσμα. Η διοικητική ανεπάρκεια, η πολυδιάσπαση αρμοδιοτήτων, η πολυνομία και κακονομία, καθώς και οι οικονομικές καθυστερήσεις, συνέχισαν να λειτουργούν ως προσκόμματα στην επίτευξη των στόχων της οικονομικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, επιβράδυναν τις αποκρατικοποιήσεις, την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και την πραγματοποίηση μεγάλων επενδύσεων που είχαν δρομολογηθεί, και δεν διευκόλυναν την αξιοποίηση των συστημάτων σύμπραξης ιδιωτικού-δημόσιου τομέα. Περιορίσαν επίσης τα αποτελέσματα της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής. Για ένα νέο ξεκίνημα, πρέπει να υπάρξουν ριζικές αλλαγές στη δομή και στη στελέχωση της δημόσιας διοίκησης, με έμφαση στη συγκρότηση αποτελεσματικών ελεγκτικών μηχανισμών για να καταπολεμηθούν η φοροδιαφυγή, η εισφοροδιαφυγή, το λαθρεμπόριο και η αυθαίρετη δόμηση και γενικότερα να προαχθεί ο σεβασμός προς τους θεσμούς ώστε να εκλείψουν φαινόμενα ανομίας και παραβατικότητας.

Επενδυτικό κενό. Αν και το 2017 η οικονομία επέστρεψε σε θετικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, δεν έχει ακόμη εμπεδωθεί μια δυναμική αυτόνομη ανάπτυξης που θα ανακόψει την τάση αποεπένδυσης. Παρά τη σημαντική άνοδο των δεικτών προσδοκιών, όπως του δεί-

κτη PMI στη μεταποίηση και του δείκτη οικονομικού κλίματος, η συμβολή της επενδυτικής δαπάνης στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ παραμένει πενιχρή, αποτυπώνοντας εύγλωττα τη δυσκολία μετασχηματισμού του παραγωγικού προτύπου προς την κατεύθυνση των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Η μείωση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου κατά 8,5% σε ετήσια βάση το γ' τρίμηνο του 2017 συνιστά αρνητική εξέλιξη, διότι έλαβε χώρα σε μια περίοδο που είχαν περιοριστεί οι αβεβαιότητες λόγω της επιτυχούς ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης. Ορισμένοι από τους παράγοντες που δρουν αποτρεπτικά στην αύξηση των επενδύσεων είναι η υψηλή φορολογία, το υψηλό κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης, το υψηλό κόστος της ενέργειας, το υψηλό μη μισθολογικό κόστος λόγω των αυξημένων ασφαλιστικών εισφορών, η αργοπορία στην απονομή της δικαιοσύνης και οι ανασφάλειες ως προς τη χρήση γης.

Έλλειμμα ανταγωνιστικότητας-επιχειρηματικότητας-καινοτομίας. Αν και διαχρονικά υπήρξε πλήρης αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας και σημαντική βελτίωση σε όρους τιμών, η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα παραμένει η χαμηλότερη μεταξύ όλων των χωρών της ΕΕ, παρά τη μεγάλη πρόοδο που συντελέστηκε τα τελευταία χρόνια. Η ανταγωνιστικότητα και η καινοτομία είναι έννοιες άρρηκτα συνδεδεμένες μεταξύ τους. Η ανάγκη να είναι ανταγωνιστικές παρακινεί τις επιχειρήσεις να καινοτομούν, δηλαδή να παρέχουν καλύτερα και φθηνότερα προϊόντα, ενώ όσες δεν καταφέρνουν να καινοτομήσουν παραμένουν ουραγοί. Το “τρίγωνο της γνώσης” συνδέει την εκπαίδευση, την έρευνα και την καινοτομία και αποτελεί το βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της ανταγωνιστικότητας. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας που εξακολουθεί να εμφανίζει η χώρα υποδηλώνει χαμηλή συνολική παραγωγικότητα, που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο έλλειμμα καινοτομίας. Σύμφωνα με τους διαθέσιμους διεθνείς βασικούς δείκτες μέτρησης της καινοτομίας του ΟΟΣΑ, η Ελλάδα δυστυχώς βρίσκεται σε εξαιρετικά

δυσμενή θέση, που αντανακλά τη χαμηλή επίδοση της χώρας στην ικανότητα να καινοτομεί, τη χαμηλή δαπάνη των επιχειρήσεων για έρευνα και ανάπτυξη και την ελλιπή συνεργασία πανεπιστημίων και επιχειρήσεων.

Ανεπάρκεια πιστοδοτήσεων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης. Αν και στην αρχική της μορφή τα βασικά αίτια της μεγάλης οικονομικής κρίσης ήταν τα υπερβολικά δίδυμα ελλείμματα και η χαμηλή ανταγωνιστικότητα, η βαθιά ύφεση που ακολούθησε είχε ως αποτέλεσμα τη μετάλλαξη της δημοσιονομικής κρίσης σε κρίση εμπιστοσύνης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, που έλαβε τη μορφή της αθρόας εκροής τραπεζικών καταθέσεων και ταχείας συσσώρευσης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, στερώντας από τις τράπεζες τον παραδοσιακό ρόλο του διαμεσολαβητή μεταξύ αποταμιεύσεων και επενδύσεων. Η οριστική εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών τόσο ως προς το σκέλος του παθητικού με την επιστροφή των καταθέσεων όσο και ως προς το σκέλος του ενεργητικού με την αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, ώστε να παρέχουν και πάλι επαρκείς πιστώσεις σε υγιείς επιχειρήσεις, είναι ένα από τα μεγαλύτερα στοιχεία που πρέπει να αντιμετωπίσει η ελληνική οικονομία. Στην κατεύθυνση αυτή έχουν ήδη δρομολογηθεί σημαντικές θεσμικές μεταρρυθμίσεις που παρέχουν τα αναγκαία εργαλεία στις τράπεζες για την αντιμετώπιση του προβλήματος.

Χαμηλή εμπιστοσύνη στους θεσμούς. Στη διάρκεια των τελευταίων ετών οξύνθηκε το πρόβλημα της εμπιστοσύνης στους θεσμούς, λόγω των απρόβλεπτων συνθηκών που επικράτησαν εξαιτίας της κρίσης. Ο σεβασμός στο κύρος των θεσμών δεν θεωρήθηκε αυτονόητος και δεδομένος, καθώς κυριάρχησε η λογική ότι οι θεσμοί λειτουργούν επιλεκτικά. Αυτή η προβληματική σχέση παρήγαγε συμπεριφορές με βαρύτερες κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις. Σήμερα, για να επιτύχει η επανεκκίνηση της οικονομίας, πρέπει να αποκατασταθεί το κύρος των θεσμών, που είναι συνώνυμο με την εμπιστοσύνη στο μέλλον. Αδύνα-

μοι και κλειστοί θεσμοί παράγουν αβεβαιότητα και απώλεια προσανατολισμού, ενώ αντίθετα ισχυροί, ανοικτοί και κοινωνικά αποδεκτοί θεσμοί είναι απαραίτητοι για την επιστροφή στην ομαλότητα.

9 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ: ΤΟ ΝΕΟ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟ ΠΡΟΤΥΠΟ

Η Ελλάδα βρίσκεται σήμερα μπροστά σε μια ιστορική πρόκληση: να επανέλθει στην κανονικότητα και να βρεθεί ξανά σε πορεία σύγκλισης με τους Ευρωπαίους εταίρους. Η επιστροφή σε ισχυρή οικονομική ανάπτυξη απαιτεί τη διατήρηση και εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που έχουν ήδη νομοθετηθεί, καθώς και ουσιαστικές αλλαγές σε τομείς που εξακολουθούν και σήμερα να υστερούν, όπως είναι το φορολογικό σύστημα, η δημόσια διοίκηση, το δικαστικό σύστημα και οι αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Για να συμβούν όμως τα παραπάνω και να καταστεί η Ελλάδα και πάλι φιλικός προορισμός του επιχειρείν και των παραγωγικών επενδύσεων, θα πρέπει το τέλος του τρέχοντος προγράμματος προσαρμογής να γίνει αφετηρία ενός ολοκληρωμένου εθνικού σχεδίου παραγωγικής ανασυγκρότησης, του οποίου την πατρότητα των ιδεών και την ευθύνη θα αναλάβει η ελληνική κυβέρνηση. Ο σχεδιασμός της οικονομικής πολιτικής για την επόμενη ημέρα της εξόδου της Ελλάδος από τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής θα πρέπει να επικεντρωθεί όχι μόνο στη λήψη μέτρων εξισορρόπησης των διαταραχών του οικονομικού κύκλου, αλλά πρωτίστως στην άσκηση μεσομακροπρόθεσμης αναπτυξιακής πολιτικής με διττό στόχο την πλήρη αξιοποίηση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας και ταυτόχρονα τη διασφάλιση δημοσιονομικής σταθερότητας.

Το σχέδιο πρέπει να στοχεύει σε υψηλούς και διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης μέσω της ενίσχυσης της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτοβουλίας, του εξωστρεφούς προσανατολισμού της παραγωγικής δομής και της ευρύτερης κοινωνικής συμμετοχής. Προϋπόθεση επι-

τυχίας είναι η υλοποίηση μεγάλων τομών στον ιστό της οικονομίας, η εφαρμογή των οποίων απαιτεί την ουσιαστική και ευρεία συναίνεση και συνεννόηση όλων των κοινωνικών ομάδων. Συγκεκριμένα, απαιτούνται:

Πρώτον, ριζική αναδιοργάνωση της δημόσιας διοίκησης με σαφή οριοθέτηση της κρατικής παρέμβασης στην ιδιωτική πρωτοβουλία. Το κράτος θα πρέπει να αναλάβει ρόλο ρυθμιστή του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της ιδιωτικής οικονομίας και να αναπτύξει ελεγκτικούς μηχανισμούς και όχι το ρόλο του παραγωγού-επιχειρηματία. Επιπλέον, με την αξιοποίηση των συστημάτων σύμπραξης ιδιωτικού-δημόσιου τομέα σε ένα μεγάλο φάσμα διοικητικών διαδικασιών και παρεχόμενων υπηρεσιών, μεταφέρεται το κόστος από τον φορολογούμενο στον χρήστη, με παράλληλη όμως μέριμνα για τη στήριξη των κοινωνικά αδύναμων.

Δεύτερον, επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και της αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας. Καθώς στο νέο παραγωγικό πρότυπο η παρέμβαση του κράτους περιορίζεται στο ρόλο του ελεγκτή-ρυθμιστή, οι αποκρατικοποιήσεις όχι μόνο θα αυξήσουν τα δημόσια έσοδα, αλλά κυρίως θα ενισχύσουν τον ανταγωνισμό προς όφελος του καταναλωτή.

Τρίτον, αλλαγές στο φορολογικό σύστημα με γνώμονα τη δημιουργία ενός απλού και σταθερού φορολογικού πλαισίου με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές για νοικοκυριά και επιχειρήσεις, καθώς και τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης.

Τέτατον, επέκταση των ηλεκτρονικών συναλλαγών σε όλες τις μορφές της οικονομικής

δραστηριότητας, ώστε να περιοριστεί αποτελεσματικά το μέγεθος της άτυπης οικονομίας και να αυξηθούν τα δημόσια έσοδα. Για την επιτυχία του εγχειρήματος απαιτείται όχι μόνο η εξοικείωση του πολίτη με τις εφαρμογές της ψηφιακής τεχνολογίας, αλλά και η καλλιέργεια της φορολογικής συνείδησης.

Πέμπτον, αξιολόγηση της πανεπιστημιακής εκπαίδευσης και σύνδεση της απόδοσης με τη χρηματοδότηση και την παραγωγική διαδικασία. Και τούτο διότι η σύνδεση της πανεπιστημιακής εκπαίδευσης με την παραγωγική διαδικασία αξιοποιεί οικονομικά την καινοτομία και την έρευνα.

Έκτον, ισχυροποίηση της ανεξάρτητης λειτουργίας των θεσμών. Για να καταστεί αυτό εφικτό, πρέπει η κοινωνία να αντιληφθεί ότι οι κοινωνικά αποδεκτοί και με κύρος θεσμοί που δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα συγκεκριμένων κοινωνικών ομάδων εις βάρος άλλων προάγουν την ευημερία της κοινωνίας ως συνόλου.

Σήμερα, η ελληνική οικονομία βρίσκεται κοντά στην έξοδο από την κρίση και την επιστροφή στην ομαλότητα. Οι αντικειμενικές συνθήκες, όπως καταγράφονται από τη μέχρι τώρα εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών, είναι ενθαρρυντικές. Για να αξιοποιηθούν όμως, απαιτείται ένα συνολικό σχέδιο για το μέλλον που θα πείθει τις παραγωγικές δυνάμεις και τις διεθνείς αγορές ότι η Ελλάδα έχει οριστικά απομακρυνθεί από πρακτικές του παρελθόντος και βρίσκεται πάλι σε τροχιά σύγκλισης με την Ευρώπη.

III ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

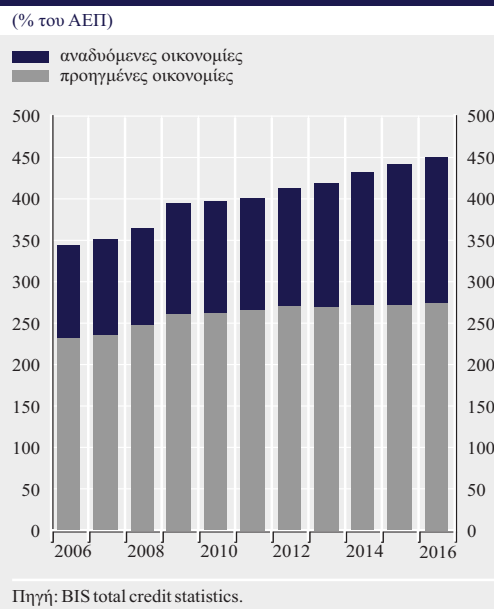
Το 2017 ο ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ** εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 3,7% και προβλέπεται να ανέλθει σε 3,9% το 2018, με κυριότερα χαρακτηριστικά της ανάκαμψης τον υψηλό βαθμό συγχρονισμού ανάμεσα στις μεγαλύτερες οικονομίες και οικονομικές περιοχές και τη σημαντική αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με τον πολύ χαμηλό ρυθμό που καταγράφηκε το 2016.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2017 εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 2,4% — ο υψηλότερος μετά την κρίση — ενώ αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρά, σε 2,3%, το 2018. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, ως αποτέλεσμα της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, και η βελτίωση της αγοράς εργασίας υπήρξαν οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι στήριξαν την εγχώρια ζήτηση στη ζώνη του ευρώ το τρέχον έτος και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν ευνοϊκή επίδραση και το 2018. Οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ, η σημαντική μακροοικονομική και δημοσιονομική προσαρμογή, καθώς και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις την περίοδο μετά την κρίση (βλ. Πλαίσιο III.1), φαίνεται ότι αποδίδουν καρπούς. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,5% το τρέχον έτος και να υποχωρήσει ελαφρά σε 1,4% το 2018, αντανακλώντας κυρίως εξελίξεις στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου.

Στις χώρες της **ΝΑ Ευρώπης** ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ανήλθε σε 3,8% το 2017, ενώ αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρώς το 2018. Ανάλυση της ανταγωνιστικότητας στις οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης περιλαμβάνεται στο Πλαίσιο III.3.

Οι **κίνδυνοι** που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία εμφανίζονται εξισορροπημένοι βραχυπρόθεσμα, υπό τη θετική επίδραση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες και της ανάκαμψης του διεθνούς εμπορίου, αλλά αυξημένοι μεσοπρόθεσμα, καθώς η αύξηση των επιτοκίων, ως αποτέλεσμα της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής η οποία είναι σε εξέλιξη, αναμένεται να επιβαρύνει την εξυπηρέτηση του

Διάγραμμα III.1 Συνολικός δανεισμός προς το μη χρηματοπιστωτικό τομέα (2006-2016)



υψηλού συνολικού χρέους, δημόσιου και ιδιωτικού (βλ. Διάγραμμα III.1), και να περιορίσει τη δυναμική της ανάπτυξης, ενώ ο χαμηλός ρυθμός αύξησης των επενδύσεων και της παραγωγικότητας σε προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες θα επηρεάσει αρνητικά το δυνητικό προϊόν. Είναι κατά συνέπεια αναγκαίες οι κατάλληλες **πολιτικές** ώστε να αναστραφούν οι δυσμενείς τάσεις στις επενδύσεις και την παραγωγικότητα και να ενισχυθεί το παραγωγικό δυναμικό των οικονομιών και η ανθεκτικότητά τους στην αντιμετώπιση οικονομικών και άλλων διαταραχών. Οι θετικές οικονομικές προοπτικές υπόκεινται επίσης σε σημαντικούς γεωπολιτικούς κινδύνους.

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

I.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομία διέρχεται ανοδική φάση στον οικονομικό κύκλο, βοηθούμενη από

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 9.2.2018.

την ανάκαμψη των επενδύσεων και του διεθνούς εμπορίου. Το διεθνές περιβάλλον εξακολουθεί να είναι θετικό, αντικατοπτρίζοντας τις επικρατούσες ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες, τη γενικά διευκολυντική νομισματική πολιτική, τη βελτίωση των δεικτών εμπιστοσύνης και προσδοκιών, καθώς και την προηγηθείσα περίοδο χαμηλών διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Κατά τη διάρκεια του 2017, οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για τις μεγάλες οικονομίες αναθεωρούνταν συνεχώς προς τα άνω, με εξαίρεση εκείνες για το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ινδία. Η ευνοϊκή συγκυρία εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το 2018, ενώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί στις ΗΠΑ και στις αναδυόμενες οικονομίες ως σύνολο. Το παραγωγικό κενό στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα εξαλειφθεί το 2018, συνεπώς η οικονομική πολιτική πρέπει να στραφεί περισσότερο στην αύξηση της συνολικής προσφοράς και στις διαρθρωτικές παρεμβάσεις για τη βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας και του δυνητικού προϊόντος.

Η επιτάχυνση του ΑΕΠ το 2017 υπήρξε αρκετά συγχρονισμένη μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Η επιτάχυνση αυτή βασίστηκε στη βελτίωση της εξωτερικής αλλά και της εγχώριας ζήτησης, καθώς παρατηρήθηκε τόνωση τόσο της εξαγωγικής όσο και της επενδυτικής δραστηριότητας. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι επιταχύνθηκε στο 3,7% το 2017 από 3,2% το 2016. Στις προηγμένες οικονομίες η επιτάχυνση το 2017 εκτιμάται ότι υπήρξε σημαντικότερη εκείνης των αναδυόμενων οικονομιών (βλ. Πίνακα III.1). Αξιολογούμενες είναι οι αναθεωρήσεις προς τα άνω των εκτιμήσεων και προβλέψεων του ΔΝΤ του Ιανουαρίου του 2018 για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε σχέση με τις φθινοπωρινές αντίστοιχες προβλέψεις σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες. Η αγορά εργασίας βελτιώθηκε σημαντικά το 2017, καθώς το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί, ενώ ο ρυθμός αύξησης των μισθών επιταχύνθηκε το 2017 σε ΗΠΑ, Ιαπωνία και ζώνη του ευρώ, στην οποία οι μισθολογικές αυξήσεις παρέμειναν χαμη-

Πίνακας III.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ ¹ (%)	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός ² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Παγκόσμιο σύνολο	192	100,0	3,2	3,7	3,9												
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	39	41,8	1,7	2,3	2,3	0,8	1,7	1,9	-2,8	-2,7	-2,3	106,3	105,2	104,2	0,8	0,8	0,7
ΗΠΑ		15,5	1,5	2,3	2,7	1,3	2,1	2,1	-4,4	-4,3	-3,7	107,1	108,1	107,8	-2,4	-2,4	-2,6
Ιαπωνία		4,4	0,9	1,8	1,2	-0,1	0,4	0,5	-4,2	-4,1	-3,3	239,3	240,3	240,0	3,8	3,6	3,8
Ην. Βασίλειο		2,3	1,8	1,5	1,3	0,7	2,7	2,6	-2,9	-2,1	-1,9	88,3	86,6	85,3	-6,0	-5,2	-4,7
Ζώνη του ευρώ	19	11,7	1,8	2,4	2,3	0,2	1,5	1,4	-1,5	-1,1	-0,9	88,9	87,0	85,1	3,3	3,1	2,9
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	154	58,2	4,4	4,7	4,9	4,3	4,1	4,5	-4,8	-4,4	-4,2	46,8	48,4	50,1	-0,3	-0,3	-0,4
Κίνα		17,7	6,7	6,8	6,6	2,0	1,8	2,4	-3,7	-3,7	-3,7	44,3	47,6	50,8	1,7	1,4	1,2
Ρωσία		3,2	-0,2	1,8	1,7	7,0	4,2	3,9	-3,7	-2,1	-1,5	15,6	17,4	17,7	2,0	2,8	3,2

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook Update*, Ιανουάριος 2018 και *World Economic Outlook και Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2017, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2017*, Νοέμβριος 2017, και *Winter 2018 (Interim)*, Φεβρουάριος 2018. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2017.

Σημείωση: Για τα 2017 εκτιμήσεις και για τα 2018 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2016, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

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

3 Γενικής κυβέρνησης.

λές, ιδίως μάλιστα αν ληφθεί υπόψη η επιτευχθείσα σημαντική αύξηση της απασχόλησης. Η υποχώρηση, κατά τη διάρκεια του έτους, της αβεβαιότητας σχετικά με κινδύνους προστατευτισμού, σε συνδυασμό με τις σχετικά χαμηλές ακόμη, παρά την αύξησή τους το δεύτερο εξάμηνο του έτους, διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και τη βραδεία και προσηκτική ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής από τις νομισματικές αρχές των προηγμένων οικονομιών, συνέβαλαν στις θετικές αυτές εξελίξεις.

Το ΑΕΠ των ΗΠΑ αυξήθηκε εντονότερα των προβλέψεων το 2017, καθώς υπήρξε βελτίωση του οικονομικού κλίματος, επιτάχυνση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας υπήρξαν θετικές. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι υποχώρησε περαιτέρω στο 4,5% το 2017. Η πρόσφατη απόφαση για μείωση των φορολογικών συντελεστών εκτιμάται ότι θα ενισχύσει βραχυπρόθεσμα το ΑΕΠ, ενώ ενδεχομένως θα επιβαρύνει την εξέλιξη των δημόσιων οικονομικών. Το ήμισυ της προς τα άνω αναθεώρησης των προβλέψεων του παγκόσμιου ΑΕΠ οφείλεται στην προβλεπόμενη επίδραση των πρόσφατων μεταβολών στη φορολογική πολιτική των ΗΠΑ. Στην Ιαπωνία η επιτάχυνση της οικονομίας το 2017 οφείλεται κυρίως στην εγχώρια ζήτηση και στην υποστηρικτική οικονομική πολιτική. Για το 2018 προβλέπεται μικρή επιβράδυνση. Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου επιβραδύνθηκε για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2017. Η μεγάλη άνοδος του πληθωρισμού (2,7% από 0,7% το 2016) και η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εξασθένησαν το διαθέσιμο εισόδημα επιβραδύνοντας την ιδιωτική κατανάλωση, ενώ η αβεβαιότητα γύρω από το καθεστώς εξόδου από την ΕΕ επιβάρυνε τις επιχειρηματικές επενδύσεις.

Στις **αναδυόμενες οικονομίες** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 4,7% το 2017 από 4,4% το προηγούμενο έτος, καθώς η οικονομία της Κίνας τελικά δεν επιβραδύνθηκε όπως αναμενόταν μέχρι λίγους μήνες πριν, ενώ η ανάκαμψη από την ύφεση της Βραζιλίας και

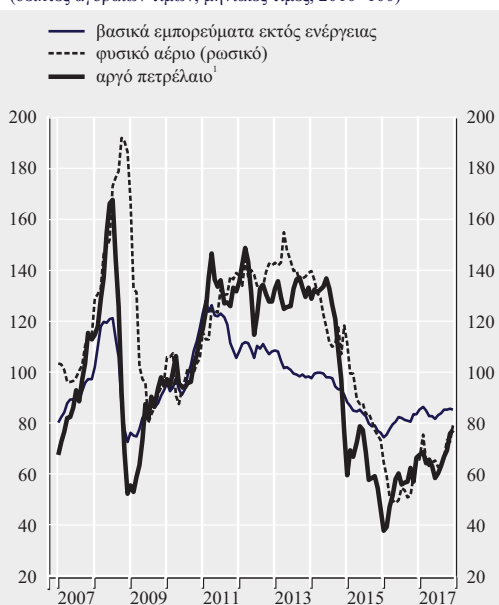
της Ρωσίας αποδείχθηκε ισχυρότερη των προβλέψεων. Στην Κίνα το ΑΕΠ τελικά επιταχύνθηκε το 2017. Ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών εκτιμάται ότι ήταν υψηλότερος εκείνου των εξαγωγών και το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω στο 1,4% του ΑΕΠ το 2017. Η υψηλή πιστωτική επέκταση και η υψηλή μόχλευση των επιχειρήσεων παραμένουν βασικές πηγές κινδύνων για την κινεζική οικονομία.

Το **παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών** ανακάμπτει σε όλες τις οικονομικές περιοχές και ο όγκος του εκτιμάται πλέον ότι αυξήθηκε κατά 4,7% το 2017, έναντι 2,5% το προηγούμενο έτος. Η προς τα άνω αναθεώρηση του ρυθμού ανόδου του διεθνούς εμπορίου δεν οφείλεται μόνο στην ταχύτερη ανάκαμψη του παγκόσμιου ΑΕΠ, αλλά και στην αύξηση της εισοδηματικής ελαστικότητας η οποία είχε υποχωρήσει τα τελευταία έτη λόγω της υποτονικότητας των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, οι οποίες σε σημαντικό βαθμό είναι “έντασης εμπορίου”, δηλαδή αποτελούν αντικείμενο διεθνών εμπορικών συναλλαγών. Σημαντική ώθηση στο διεθνές εμπόριο μπορούν να δώσουν και οι πρόσφατες εμπορικές συμφωνίες διμερούς ή πολυμερούς χαρακτήρα όπως η Συμφωνία Διευκόλυνσης του Εμπορίου (TFA) του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου και εκείνη της ΕΕ με τον Καναδά.

Οι **διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων**, αν και υποχώρησαν κάπως μεταξύ Φεβρουαρίου και Αυγούστου 2017 κυρίως λόγω της υψηλότερης του αναμενομένου αύξησης της σχιστολιθικής εξόρυξης κοιτασμάτων στις ΗΠΑ, σε μέσα επίπεδα έτους αυξήθηκαν (βλ. Διάγραμμα ΠΙ.2). Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου, αν και ανέκαμψαν από τα πολύ χαμηλά τους επίπεδα, κυρίως λόγω της συμφωνίας των κρατών-μελών του ΟΠΕΚ, της Ρωσίας και άλλων 10 κρατών το Νοέμβριο του 2016 να περιορίσουν την παραγωγή τους (η συμφωνία παρατάθηκε προσφάτως έως το τέλος του 2018), παραμένουν γενικά χαμηλές, ενισχύοντας την οικονομική δραστηριότητα κυρίως των προηγμένων οικονομιών. Οι διε-

Διάγραμμα III.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2007-Δεκέμβριος 2017)

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



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

θνείς τιμές του αργού πετρελαίου, αφού υποχωρούσαν επί τέσσερα συνεχόμενα έτη, εκτιμάται ότι το 2017 αυξήθηκαν κατά 23,1% σε όρους δολαρίου (σε μέσα επίπεδα έτους) στα 52,7 δολ. το βαρέλι. Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων, αφού υποχώρησαν κατά 1,6% το 2016, εκτιμάται ότι αυξήθηκαν κατά 6,5% το 2017. Η ανάκαμψη των τιμών αυτών, ιδιαίτερα των μετάλλων, οφείλεται κυρίως στη συνεχιζόμενη έντονη κατασκευαστική δραστηριότητα στην Κίνα.

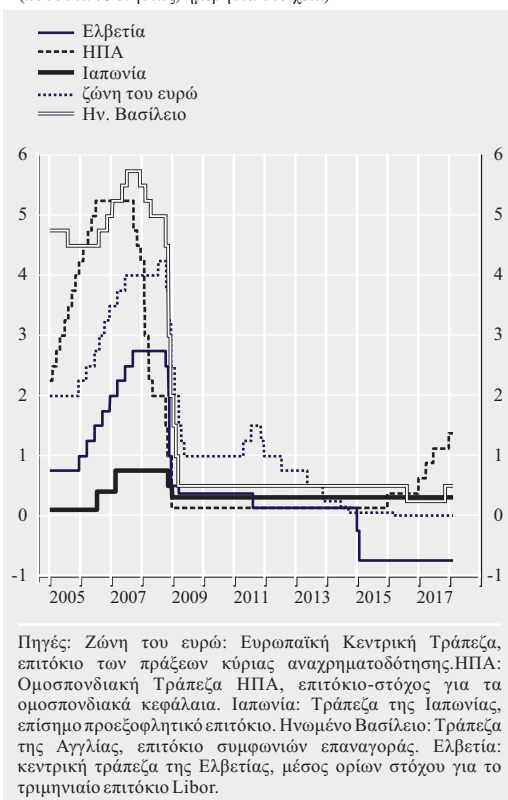
Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες, όπως μετρείται από τον ΔΤΚ, αν και επιταχύνθηκε το 2017 (1,7% από 0,8% το 2016), παραμένει σταθερά χαμηλός. Η αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, υπήρξε η βασικότερη αιτία, καθώς η υποχώρηση του παραγωγικού κενού στις μεγαλύτερες από τις προηγμένες οικονομίες (από -0,7% του δυνητικού ΑΕΠ το 2016 σε -0,1% το 2017) δεν συνοδεύθηκε από

επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι πληθωριστικές προσδοκίες και πιέσεις παραμένουν χαμηλές, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η υποχώρηση της στερελίνας έχει οδηγήσει σε ενίσχυση του γενικού δείκτη αλλά και του πυρήνα του πληθωρισμού κοντά στο 3,0% το Σεπτέμβριο.

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες εξακολουθεί να έχει επεκτατικό χαρακτήρα, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο και τον προαναγγελθέντα τον Οκτώβριο περιορισμό του μεγέθους του ισολογισμού από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και τη μείωση από την ΕΚΤ του μηνιαίου ύψους αγορών περιουσιακών στοιχείων από τον Ιανουάριο του 2018. Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** αύξησε ακόμη μία φορά (την πέμπτη συνολικά) κατά 25 μ.β. το βασικό της επιτόκιο στις 13 Δεκεμβρίου 2017, καθορίζοντας το εύρος-στόχο γι' αυτό σε 1,25%-1,50%. Οι προηγούμενες ανάλογες αυξήσεις είχαν πραγματοποιηθεί στις 17 Δεκεμβρίου 2015, στις 15 Δεκεμβρίου 2016, στις 16 Μαρτίου και 14 Ιουνίου 2017. Η **ΕΚΤ** αντιθέτως, αντιμετωπίζοντας ένα χαμηλό ρυθμό ανόδου του πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (τους τελευταίους τρεις μήνες του 2017 η ετήσια μεταβολή του γενικού ΕνΔΤΚ χωρίς τον υποδείκτη καυσίμων ήταν σταθερή στο 1,2%), διατήρησε μηδενικό το βασικό της επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Βάσει όμως των μακροοικονομικών εξελίξεων, εξήγγειλε περιορισμό του προγράμματος αγοράς τίτλων από τον Ιανουάριο του 2018, με μείωση του μηνιαίου ορίου αγορών από τα 60 στα 30 δισεκ. ευρώ. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** αύξησε στις 2 Νοεμβρίου, για πρώτη φορά τα τελευταία δέκα έτη, το εξαιρετικά χαμηλό βασικό της επιτόκιο, κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στο 0,50%, ενώ διατηρεί το ανώτατο ύψος των αγορών περιουσιακών στοιχείων στα 435 δισεκ. στερελίνες. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, στην

Διάγραμμα III.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2005 - 31 Ιανουαρίου 2018)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, σε μια προσπάθεια αποτροπής των ανατιμητικών πιέσεων επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα III.3).

Η δημοσιονομική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες προσέφερε ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα το 2016 και το 2017, μετά από πέντε έτη κατά τα οποία ακολουθούσε συσταλτική κατεύθυνση. Η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υπήρξε ελαφρώς επεκτατική το 2017 στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία, τον Καναδά και τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Ωστόσο, τα δημοσιονομικά ελλείμματα ως ποσοστά του ΑΕΠ στις περισσότερες οικονομίες εκτιμάται ότι υποχώρησαν.

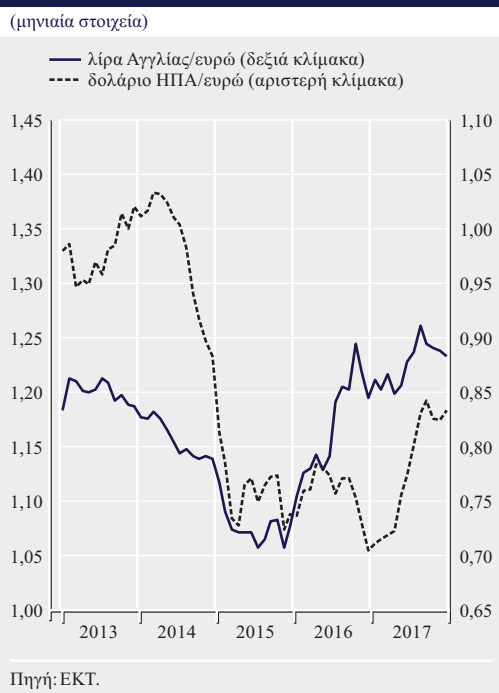
Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι παρέμεινε σταθερό στο 2,8% του ΑΕΠ το 2017. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρώς στο 4,3% του ΑΕΠ από 4,4%, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 108,1% του ΑΕΠ από 107,1% το 2016. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 4,1% του ΑΕΠ το 2017 από 4,2% το 2016, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι σταθεροποιήθηκε στο 240,3% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι περιορίστηκε σε 2,1% του ΑΕΠ το 2017, ενώ το δημόσιο χρέος περιορίστηκε ελαφρώς στο 86,6% του ΑΕΠ.

1.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το 2017 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι ανήλθε σε 2,4% — ο υψηλότερος ρυθμός μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση πριν από δέκα περίπου χρόνια — ενώ αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρά σε 2,3% το 2018. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η βελτίωση της αγοράς εργασίας, στην οποία συνέβαλε και η ωρίμανση των μεταρρυθμίσεων τα τελευταία έτη σε πολλές χώρες-μέλη, υπήρξαν οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι στήριξαν την εγχώρια ζήτηση το 2017 και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν ευνοϊκή επίδραση και το 2018. Η εξωτερική ζήτηση προβλέπεται επίσης να είναι ενισχυτικός παράγοντας της ανάπτυξης, παρά την ανατίμηση του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.4), υπό την επίδραση της ευνοϊκής διεθνούς οικονομικής συγκυρίας.

Η ιδιωτική κατανάλωση εξακολούθησε να είναι η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2017 και αναμένεται να παραμείνει και το 2018, καθώς η επίδραση από την προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης — από τα υψηλά επίπεδα των δύο τελευταίων ετών — θα αντισταθμιστεί από τη μέτρια επιτάχυνση των μισθών, μετά από μια σχετικά μακρά περίοδο συγκράτησης των

Διάγραμμα III.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ και λίρας Αγγλίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Δεκέμβριος 2017)



μισθολογικών αυξήσεων. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις παρουσίασαν κάποια δυναμική τα τελευταία έτη, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τους αρνητικούς ή υποτονικούς ρυθμούς μετά την κρίση, και αναμένεται να αυξηθούν με ρυθμό πλησίον του 5% το 2018, στηριζόμενες στις ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες και στη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται επίσης να ενισχυθούν από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, καθώς και από τις χαμηλές αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων.

Η βελτίωση της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε το 2017, παράλληλα με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 8,7% του εργατικού δυναμικού το Δεκέμβριο, το χαμηλότερο από τον Ιανουάριο του 2009, και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 9,1% σε μέσα ετήσια επίπεδα (έναντι 10,0% το 2016). Η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση του ποσοστού ανεργίας αναμένεται να συνεχιστούν και το 2018, αν και με χαμηλότερους

ρυθμούς, αντανakλώντας την εμφάνιση ελλείψεων σε εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό σε ορισμένες χώρες και τη μικρή επιτάχυνση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Έτσι, το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να υποχωρήσει στο 8,4%, σε μέσα επίπεδα, το 2018. Όσον αφορά τις εξελίξεις σε επιμέρους χώρες-μέλη, η μεγαλύτερη πτώση του ποσοστού ανεργίας το 2017 σημειώθηκε στην Ελλάδα, την Κύπρο και την Ισπανία, ενώ οι διαφορές στις επιδόσεις της αγοράς εργασίας παραμένουν σημαντικές στη ζώνη του ευρώ, καθώς τα ποσοστά ανεργίας (σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) κυμαίνονται μεταξύ 3,6% στη Γερμανία και 20,7% στην Ελλάδα.

Ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, κινήθηκε το 2017 σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα από ό,τι το προηγούμενο έτος, αντανakλώντας κυρίως την άνοδο των διεθνών τιμών των καυσίμων, και διαμορφώθηκε σε 1,5% σε μέσα επίπεδα, έναντι 0,2% το 2016. Το 2018 ο πληθωρισμός προβλέπεται² να υποχωρήσει ελαφρά σε 1,4%, καθώς η επίδραση της βάσης σύγκρισης της ενεργειακής συνιστώσας θα έχει αρνητική συμβολή στον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα. Ο πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί σταδιακά ανοδικά στη συνέχεια, ενισχυόμενος από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, την εύρωστη οικονομική δραστηριότητα και την προβλεπόμενη αύξηση του κόστους εργασίας, καθώς θα μειώνεται ο βαθμός υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού.

Οι τραπεζικές χορηγήσεις προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να ανακάμπτουν στη διάρκεια του 2017 υπό την επίδραση της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, η οποία διατηρεί χαμηλά τα επιτόκια, ενθαρρύνοντας τη ζήτηση δανείων. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 2,8% το Δεκέμβριο του 2017, έναντι 2,0% τον αντίστοιχο μήνα του 2016, και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις

² Βλ. Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, Δεκέμβριος 2017.

σε 2,9%, έναντι 2,3% το Δεκέμβριο του 2016. Προς την ίδια κατεύθυνση κινούνται και τα αποτελέσματα της έρευνας τραπεζικών χορηγήσεων της ΕΚΤ του Ιανουαρίου του 2018, η οποία δείχνει αύξηση της ζήτησης για όλες τις κατηγορίες δανείων, καθώς και χαλάρωση των συνθηκών χρηματοδότησης το δ' τρίμηνο του 2017.

Το 2017 οι **δημοσιονομικές εξελίξεις** στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίστηκαν από τη συνέχιση της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος, μολοντί με επιβραδυνόμενο ρυθμό, τάση η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018. Έτσι, το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο εκτιμάται σε 1,1% του ΑΕΠ το 2017 και σε 0,9% το 2018, έναντι 1,5% το 2016. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα είναι ελαφρώς επεκτατική και το 2018, καθώς το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 0,8% του δυνητικού ΑΕΠ, έναντι 1,1% το 2017 και 1,3% το 2016. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ακολούθησε επίσης καθοδική πορεία από το υψηλότερο επίπεδο στο οποίο είχε ανέλθει το 2014 (94,2%), υπό την ευνοϊκή επίδραση των πρωτογενών πλεονασμάτων, της ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ και της υποχώρησης των επιτοκίων, και προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 87,0% του ΑΕΠ το 2017 και σε 85,1% το 2018.

Η εύρωστη οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αλλά και της συνολικά συνετής

οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής την περίοδο μετά την κρίση, καθώς και των σημαντικών θεσμικών μεταρρυθμίσεων για την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης στην ΕΕ και ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πλαίσιο III.1). Η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη παρέχει ευνοϊκές συνθήκες για την εφαρμογή πολιτικών οι οποίες ενισχύουν το αναπτυξιακό δυναμικό της ευρωπαϊκής οικονομίας και την ανθεκτικότητά της ώστε να αντιμετωπίσει με επιτυχία οικονομικές διαταραχές και κρίσεις. Οι πολιτικές αυτές περιλαμβάνουν συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, βελτίωση του μίγματος της οικονομικής πολιτικής με έμφαση σε δημοσιονομικές πολιτικές φιλικές προς την ανάπτυξη, ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου με ταυτόχρονη επιδίωξη για δικαιότερη κατανομή των ωφελειών της παγκοσμιοποίησης, αλλά και συνέχιση των θεσμικών μεταρρυθμίσεων για την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (βλ. Πλαίσιο III.2).

Μέρος των θεσμικών μεταρρυθμίσεων, όπως διαμορφώθηκαν μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση, είναι και αυτές που αφορούν την εποπτεία από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ οι οποίες εξέρχονται από προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής. Στο Ειδικό θέμα του παρόντος κεφαλαίου αναλύονται οι στρατηγικές τις οποίες ακολούθησαν οι χώρες-μέλη που εξήλθαν επιτυχώς από τέτοια προγράμματα, καθώς και τα διδάγματα τα οποία θα μπορούσαν να εξαχθούν για την Ελλάδα εν όψει της επικείμενης εξόδου της από ανάλογο πρόγραμμα.

Πλαίσιο III.1

Η ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ 10 ΧΡΟΝΙΑ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΡΙΣΗ: ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ, ΑΛΛΑ ΚΑΙ ΝΕΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Δέκα χρόνια μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και τη χειρότερη ύφεση στην ιστορία της ΕΕ, η δημοσιονομική και μακροοικονομική προσαρμογή που συντελέστηκε στη ζώνη του ευρώ υπήρξε εντυπωσιακή, ιδιαίτερα στις χώρες-μέλη που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση. Οι πρόσφατες θετικές οικονομικές εξελίξεις στην ευρωζώνη είναι ενθαρρυντικές και επιβεβαιώνουν ότι η προσπάθεια έχει αποδώσει καρπούς και ότι η συνεχιζόμενη

οικονομική ανάκαμψη στηρίζεται σε πιο σταθερές βάσεις: η ανεργία μειώθηκε σε 8,7% το Δεκέμβριο του 2017, το χαμηλότερο ποσοστό από τον Ιανουάριο του 2009, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε σε 2,4% το 2017, τον υψηλότερο ρυθμό μετά την παγκόσμια κρίση.

Ωστόσο, δεν πρέπει να υπάρξει εφησυχασμός. Η παρούσα θετική οικονομική συγκυρία και αναπτυξιακή δυναμική πρέπει να αξιοποιηθούν πλήρως ώστε να ολοκληρωθούν οι μεταρρυθμίσεις που αφορούν: (α) τη βύθιση της ΟΝΕ, με τη δημιουργία τραπεζικής ένωσης και ένωσης κεφαλαιαγορών, (β) τη σύγκλιση και θωράκιση των οικονομιών, με αύξηση της παραγωγικότητάς τους και διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών που απομένουν, όπως του υψηλού ιδιωτικού και δημόσιου χρέους, (γ) την τόνωση της εμπιστοσύνης και την καταπολέμηση της κοινωνικής και εισοδηματικής ανισότητας, η οποία εντάθηκε λόγω της κρίσης, και τέλος (δ) την ενίσχυση της διαφάνειας, της δημοκρατικής λογοδοσίας και της αποτελεσματικότητας των εθνικών κυβερνήσεων και των θεσμικών οργάνων της ΕΕ.

Το διευρυμένο και ενισχυμένο θεσμικό πλαίσιο σε επίπεδο ΕΕ, απόρροια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης χρέους στην Ευρώπη, παρέχει τη δυνατότητα άσκησης ενός αποτελεσματικότερου μίγματος οικονομικής πολιτικής σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο,¹ προκειμένου να επιτευχθεί αύξηση της απασχόλησης και βιώσιμη, κοινωνικά δίκαιη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη. Όμως, η επίτευξη του στόχου αυτού απαιτεί μια ισορροπημένη προσέγγιση, η οποία συνίσταται αφενός σε μείωση των κινδύνων από τα κράτη-μέλη με υπεύθυνη άσκηση οικονομικής πολιτικής και αφετέρου σε επιμερισμό των κινδύνων μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης ώστε να αντιμετωπίζονται καλύτερα οι συστημικές προκλήσεις.

Το παρόν πλαίσιο αναλύει τις κυριότερες δράσεις που αναλήφθηκαν από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ και τις χώρες-μέλη της ευρωζώνης για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας κρίσης και της κρίσης χρέους στην Ευρώπη, αξιολογεί τα αποτελέσματά τους και συνοψίζει τις εναπομένουσες προκλήσεις. Οι εν λόγω δράσεις περιλάμβαναν μέτρα για την άμεση καταπολέμηση των επιπτώσεων της κρίσης στην πραγματική οικονομία και τις αγορές, καθώς και θεσμικές μεταρρυθμίσεις με στόχο την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης (economic governance), της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (financial stability) και γενικά της ικανότητας πρόληψης και επίλυσης κρίσεων (crisis prevention and resolution) στην ΕΕ και ειδικότερα στην ευρωζώνη.

I Δράσεις για την αντιμετώπιση των άμεσων προκλήσεων της κρίσης

Οι άμεσες προκλήσεις της κρίσης αντιμετωπίστηκαν με νομισματική (επιτοκιακή) και δημοσιονομική χαλάρωση, ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μέσω κρατικής ενίσχυσης και εισαγωγή μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ για την αποκατάσταση της λειτουργίας των αγορών και της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Θεσπίστηκαν νέοι κανόνες για την προστασία των τραπεζικών καταθέσεων και ενισχύθηκε η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών με την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου. Ταυτόχρονα δημιουργήθηκαν νέα εργαλεία διαχείρισης κρίσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο (το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας – EFSF – και ο μετέπειτα Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας – ESM), τα οποία επανειλημμένα απέδειξαν τη χρησιμότητά τους παρέχοντας στήριξη σε χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Κύπρος.

¹ Τράπεζα της Ελλάδος, Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Πλαίσιο III.2, “Προς ένα καλύτερο μίγμα οικονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ”, Φεβρουάριος 2017.

Οι άμεσες παρεμβάσεις πολιτικής πέτυχαν να αποτρέψουν την αποσταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και να μετριάσουν τις επιπτώσεις των δύο κρίσεων στην πραγματική οικονομία, μεταξύ άλλων ελέγχοντας τη διασυνοριακή συστημική μετάδοσή τους και περιορίζοντας σημαντικά τον ανατροφοδοτικό κύκλο μεταξύ πραγματικής οικονομίας, δημόσιων οικονομικών και χρηματοπιστωτικών αγορών. Ταυτόχρονα, με τη θέσπιση του ESM, η οικονομική βοήθεια μπορεί πλέον να δοθεί γρήγορα και αποτελεσματικά, υπό τον όρο της ισχυρής μακροοικονομικής προσαρμογής. Η ρύθμιση αυτή, ενώ διατηρεί τη βασική αρχή ότι κάθε κράτος-μέλος είναι υπεύθυνο για τις οικονομικές πολιτικές του, απομακρύνει τον κίνδυνο μιας αυτοεκπληρούμενης γενικότερης κρίσης ρευστότητας και φερεγγυότητας, λειτουργώντας άτυπα ως ένας “ομοσπονδιακός απορροφητής κραδασμών” (federal shock absorber).²

2 Δράσεις για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προκλήσεων

Παράλληλα, η πολυπλοκότητα και η διάρκεια της κρίσης ανέδειξαν τις χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες των χωρών-μελών της ευρωζώνης, καθώς και τις ελλείψεις στο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της ΕΕ, ωθώντας σε μια σειρά μεταρρυθμιστικών πρωτοβουλιών σε εθνικό αλλά και σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Ο πρώτος άξονας δράσεων αφορούσε τη διόρθωση των εσωτερικών και εξωτερικών ανισοροπιών που είχαν συσσωρευθεί σε επίπεδο κρατών-μελών της ΕΕ. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα μειώθηκαν δραστικά – είναι χαρακτηριστικό ότι στο τέλος του 2017 δύο μόνο χώρες της ευρωζώνης υπάγονταν σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, ενώ πέντε χρόνια πριν, το 2012, όλες εκτός από τρεις είχαν υπερβολικά ελλείμματα. Επίσης, τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκαν σημαντικά και σε ορισμένες περιπτώσεις εξαλείφθηκαν, η διεθνής ανταγωνιστικότητα αποκαταστάθηκε, ιδιαίτερα σε χώρες-μέλη στην περιφέρεια της ζώνης του ευρώ, και αρκετές από τις δυσκαμψίες στις αγορές εργασίας και προϊόντων αντιμετωπίστηκαν. Εντούτοις, το δημόσιο αλλά και το ιδιωτικό χρέος ως ποσοστά του ΑΕΠ παραμένουν πολύ υψηλά σε ορισμένα κράτη-μέλη και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις παρουσιάζουν σοβαρές καθυστερήσεις ή αδυναμίες.³

Ο δεύτερος άξονας δράσεων αφορούσε την ενίσχυση της αρχιτεκτονικής και της οικονομικής διακυβέρνησης της ζώνης του ευρώ ως συνόλου. Η κρίση κατέδειξε την αλληλεξάρτηση των ευρωπαϊκών οικονομιών και την ανάγκη για ισχυρό οικονομικό και δημοσιονομικό συντονισμό εντός της ΕΕ, και ιδιαίτερα εντός της ζώνης του ευρώ, ως μέσο πρόληψης των κρίσεων. Σημαντικά μέτρα προς αυτή την κατεύθυνση ήταν η βελτίωση της δημοσιονομικής διακυβέρνησης μέσω ενός ενισχυμένου και πιο ευέλικτου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η θέσπιση του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου για την καλύτερη εποπτεία και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών και η δημιουργία ενός μηχανισμού πρόληψης και διόρθωσης των μακροοικονομικών ανισοροπιών (MIP). Η πλήρης εφαρμογή και τήρηση των νέων κανόνων προσέδωσε αυξημένη αξιοπιστία στις δημοσιονομικές και μακροοικονομικές πολιτικές, μειώνοντας τις ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και την ανθεκτικότητα των ευρωπαϊκών οικονομιών σε διαταραχές. Παρ' όλα αυτά, το αναθεωρημένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης παραμένει σχετικά ανελαστικό και πολύπλοκο στην εφαρμογή του, ενώ οι δημοσιονομικοί κανόνες δεν εφαρμόζονται συμμετρικά μεταξύ των χωρών με δημοσιονομικό έλλειμμα και αυτών με δημοσιονομικό πλεόνασμα.

Ένα από τα βασικά προβλήματα που άφησε πίσω της η κρίση είναι η ασθενής ανάκαμψη των επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ (αλλά και στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες), γεγονός

2 Ομιλία του V. Constâncio, “The global financial crisis – 5 years on”, China-Europe Economists Symposium, Πεζίνο, 12.1.2013.

3 European Commission, *Annual Growth Survey 2018*, COM(2017) 690 final, 22.11.2017.

που υποδηλώνει αργή αύξηση του παραγωγικού κεφαλαίου και του δυνητικού προϊόντος.⁴ Είναι γεγονός ότι η υποτονική άνοδος της παγκόσμιας ζήτησης και η αυξημένη αβεβαιότητα μετά την κρίση έχουν οδηγήσει σε έλλειμμα επενδύσεων. Παράλληλα, η συρρίκνωση των πιστώσεων λόγω αδυναμιών του τραπεζικού τομέα σε ορισμένες οικονομίες, η παγίδευση πόρων σε μη παραγωγικές επιχειρήσεις, καθώς και η επιβράδυνση των μεταρρυθμιστικών προσπαθειών για ενίσχυση του ανταγωνισμού στην αγορά προϊόντων, έχουν αποδυναμώσει τα κίνητρα για επενδύσεις, καθιστώντας το πρόβλημα εκτός από κυκλικό και εν μέρει διαρθρωτικό. Για να τονώσει τις επενδύσεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισήγαγε το 2014 το “Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη”, συστήνοντας το 2015 το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων. Το επενδυτικό αυτό σχέδιο λειτουργήσε αποδοτικά και το Συμβούλιο ενέκρινε το 2016 την αύξηση του στόχου για επενδύσεις από 315 δισεκ. ευρώ σε τουλάχιστον 500 δισεκ. ευρώ και την παράταση της λειτουργίας του Ταμείου έως το 2020.

3 Μέτρα για την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Η μετάδοση της κρίσης μεταξύ των χωρών υπήρξε καταλύτης για την προώθηση μέτρων ενίσχυσης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με τη θέσπιση νέων κανόνων και ενιαίου εποπτικού πλαισίου για τις τράπεζες και με την εκκίνηση της διαδικασίας προς την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών. Η κρίση ανέδειξε την αλληλεπίδραση μεταξύ νομισματικής πολιτικής και πολιτικής για την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Έκανε επίσης αντιληπτό ότι ένας μηχανισμός συλλογικής χρηματοπιστωτικής εποπτείας και προστασίας που θα διαθέτει ισχυρά εργαλεία για την επίλυση τραπεζικών κρίσεων ήταν απαραίτητος για να αντιμετωπιστούν οι συστημικοί κίνδυνοι.

Το Μάιο του 2012, ως μέρος ενός μακροπρόθεσμου σχεδίου για την ολοκλήρωση της ΟΝΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε τη δημιουργία τραπεζικής ένωσης, προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη προς το τραπεζικό σύστημα και το ευρώ. Το Σεπτέμβριο του 2012 δημοσιοποίησε χάρτη πορείας προς την τραπεζική ένωση που προέβλεπε τρεις πυλώνες, τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (SSM), τον Ενιαίο Μηχανισμό Εξυγίανσης (SRM) των προβληματικών τραπεζών, καθώς και ένα σύστημα προστασίας των καταθέσεων (το οποίο εξειδίκευσε το 2015), με διαδοχική υλοποίηση του κάθε πυλώνα. Η απόφαση δημιουργίας του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού το 2012 υπήρξε ορόσημο στην ευρωπαϊκή ολοκλήρωση και το πρώτο βήμα προς μια τραπεζική ένωση. Προβλέπει μικροπροληπτική αλλά και μακροπροληπτική εποπτεία, η οποία, όπως έδειξε η κρίση, αποτελεί απαραίτητο συμπλήρωμα τόσο για την τραπεζική εποπτεία όσο και για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, η θέσπιση του Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης το 2014 (ο οποίος τέθηκε σε πλήρη ισχύ το 2016) συμπλήρωσε το εποπτικό σύστημα σε επίπεδο ΕΕ.⁵

Οι δύο μηχανισμοί εποπτείας και εξυγίανσης συνέβαλαν στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης στον τραπεζικό τομέα της ευρωζώνης, στην πρόληψη των μαζικών αναλήψεων καταθέσεων και των αλυσιδωτών επιπτώσεών τους, στην επανεκκίνηση μιας εύρυθμης διατραπεζικής αγοράς, στην εξάλειψη σε μεγάλο βαθμό του κατακερματισμού στην εσωτερική αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και στον περιορισμό του φαύλου κύκλου της αλληλεξάρτησης υπερχρεωμένων κρατών-αδύναμων τραπεζών (sovereign-bank nexus). Γενικότερα, οι μεταρρυθμίσεις του κανονιστικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού τομέα είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση της μόχλευσης των τραπεζών.

4 Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, οι ασθενείς επενδύσεις εγείρουν ανησυχίες ότι το αυξανόμενο εταιρικό χρέος δεν χρησιμοποιείται για την ενίσχυση της μακροπρόθεσμης παραγωγικής ικανότητας, αλλά για διανομή μερισμάτων και επαναγορά ιδίων μετοχών. Βλ. OECD *Economic Outlook*, Volume 2017, Issue 2, Chapter 2 “Resilience in a time of high debt”, November 2017.

5 Για μια επισκόπηση των συναφών αποφάσεων, βλ. “Τραπεζική ένωση: σχετικά συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου”, Συμβούλιο της ΕΕ (<http://www.consilium.europa.eu/media/21531/sn04481e14.pdf>).

πεζών και την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και έδωσαν το έναυσμα για σταδιακή αλλαγή του τρόπου λειτουργίας τους.

4 Η ανταπόκριση της νομισματικής πολιτικής

Η ανταπόκριση της νομισματικής πολιτικής στην κρίση ήταν άμεση, ευρεία και αποτελεσματική. Η κρίση διατάραξε σοβαρά το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, καθιστώντας αναγκαία τη διεύρυνση του φάσματος των εργαλείων που διαθέτει η κεντρική τράπεζα για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Επιπλέον, αυτό που διαπιστώθηκε ήταν ότι οι πηγές διαταράξεων στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής μεταβάλλονταν με την πάροδο του χρόνου. Ως εκ τούτου, καθώς η κρίση εξελισσόταν, ενεργοποιήθηκαν διαφορετικά είδη μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, όπως η χορήγηση ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο χωρίς ποσοτικό περιορισμό, οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης και τα προγράμματα αγοράς τίτλων (π.χ. καλυμμένων ομολογιών, τίτλων του δημόσιου τομέα, προϊόντων τιτλοποίησης και εταιρικών ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων). Αποφασιστικής σημασίας για την αποκλιμάκωση της κρίσης στην ευρωζώνη ήταν η δήλωση του Προέδρου της ΕΚΤ τον Ιούλιο του 2012 ότι “η ΕΚΤ είναι έτοιμη να κάνει ό,τι χρειαστεί για να διαφυλάξει το ευρώ” και η ανακοίνωση του προγράμματος του Ευρωσυστήματος για αγορά κρατικών ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά χωρίς εκ των προτέρων προσδιορισμένα ποσοτικά όρια (Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές) το Σεπτέμβριο του ίδιου έτους.

5 Οι μελλοντικές προκλήσεις

Συνοψίζοντας, η ζώνη του ευρώ σημείωσε πρόοδο σε όλους τους τομείς τους οποίους η κρίση ανέδειξε ως σημαντικούς: οι χώρες εφάρμοσαν επιτυχώς προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, η νομισματική πολιτική παρείχε ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα μέσω νέων εργαλείων, τέθηκαν σε λειτουργία κοινοί μηχανισμοί τραπεζικής εποπτείας και εξυγίανσης και ξεκίνησε ένα φιλόδοξο πρόγραμμα θεσμικών μεταρρυθμίσεων που οδηγούν σε βαθύτερη ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.

Παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί, δεν πρέπει να υπάρξει εφησυχασμός, καθώς απαιτούνται συνεχείς δράσεις πολιτικής για τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των πολιτών και την αναζωογόνηση της παραγωγικότητας και του αναπτυξιακού δυναμικού των χωρών της ευρωζώνης. Επίσης, υπάρχει ανάγκη να μειωθούν περαιτέρω οι δημοσιονομικές και διαρθρωτικές ανισοροπίες (κυρίως το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος) και οι δυσκαμψίες στις αγορές εργασίας και προϊόντων, καθώς και να ολοκληρωθεί η αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Όσον αφορά την πορεία προς την ευρωπαϊκή θεσμική ολοκλήρωση, αυτή θα πρέπει να ακολουθήσει μια “ενωσιακή” σε αντίθεση με μια “διακυβερνητική” προσέγγιση,⁶ με περισσότερη διαφάνεια και δημοκρατική λογοδοσία.

Πράγματι, το 2017 εντατικοποιήθηκαν οι προσπάθειες για βάθυνση της ONE, με επιστέγασμα τη δημοσίευση ενός χάρτη πορείας⁷ από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Δεκέμβριο με συγκεκριμένα μέτρα για τους επόμενους 18 μήνες (βλ. Πλαίσιο III.2). Όσον αφορά συγκεκριμένα τη χρηματοπιστωτική ένωση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει την έγκριση μέτρων εντός του 2018 για την αντιμετώπιση των εναπομενόντων κινδύνων στον τραπεζικό τομέα (όπως τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια), τη θέσπιση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Ασφάλισης Καταθέσεων και τη δημιουργία ενός κοινού μηχανισμού στήριξης (backstop) για το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης, ο οποίος

⁶ Papaspyrou, T. (2017), “A new approach to governance and integration in EMU: for an optimal use of economic policy framework – priority to financial union”, Bank of Greece Working Paper 229, June.

⁷ https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/further-steps-completing-emu_el.pdf.

θα είναι δημοσιονομικά ουδέτερος μεσοπρόθεσμα. Για το 2019 προβλέπεται η ολοκλήρωση όλων των εκκρεμών νομοθετικών πρωτοβουλιών για την ένωση κεφαλαιαγορών.

Σήμερα η νομισματική πολιτική βρίσκεται αντιμέτωπη με την πρόκληση της επιστροφής στην κανονικότητα. Ταυτόχρονα, καλείται να κατανοήσει τα αίτια του χαμηλού πληθωρισμού και της περιορισμένης αύξησης των μισθών, αλλά και να διαχειριστεί τις συνέπειες των πολύ χαμηλών επιτοκίων ισορροπίας.⁸ Παράλληλα, η δημοσιονομική πολιτική καλείται να βρει την κατάλληλη ισορροπία ανάμεσα αφενός στη σταθεροποίηση και τόνωση της οικονομίας και αφετέρου στη δημοσιονομική βιωσιμότητα σε ένα περιβάλλον μεγαλύτερης ετερογένειας μεταξύ χωρών, επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Η κρίση, έχοντας πλήξει ιδιαίτερα τη μεσαία τάξη και τους εργαζομένους μεσαίων προσόντων, όξυνε την εισοδηματική ανισότητα, δυσχέρανε την κοινωνική κινητικότητα και οδήγησε σε σοβαρό έλλειμμα εμπιστοσύνης στους θεσμούς. Ένα από τα βασικά διδάγματα της παγκόσμιας κρίσης είναι ότι η κοινωνική συνοχή θα πρέπει να συμπεριληφθεί στον πυρήνα των ασκούμενων πολιτικών, σηματοδοτώντας έτσι μια νέα διαδικασία “σύγκλισης προς τα άνω”.

8 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2016*, Ειδικό θέμα III.1 “Επιτόκιο ισορροπίας και νομισματική πολιτική”, Δεκέμβριος 2016.

Πλαίσιο III.2

ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1 Το μέλλον της ONE και η τραπεζική ένωση

Ένα από τα σημαντικότερα θέματα που απασχόλησε τους Ευρωπαίους ηγέτες το 2017 ήταν η περαιτέρω ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE). Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, βασιζόμενη στο όραμα που περιγράφεται στην Έκθεση των Πέντε Προέδρων του Ιουνίου του 2015, πρότεινε πιθανά σενάρια για το μέλλον της Ευρώπης στη Λευκή Βίβλο το Μάρτιο του 2017 και λίγους μήνες αργότερα εξέδωσε έγγραφα προβληματισμού για τη βάθυνση της ONE και τον προϋπολογισμό της ΕΕ. Τελικά, στις 6 Δεκεμβρίου 2017, δημοσιοποίησε ένα χάρτη πορείας για την ολοκλήρωση της ONE, ο οποίος περιλαμβάνει συγκεκριμένα μέτρα που πρέπει να ληφθούν κατά τους επόμενους 18 μήνες, καθώς και μια δέσμη συμπληρωματικών πρωτοβουλιών.¹ Ο γενικός στόχος είναι να ενισχυθεί η ενότητα, η αποτελεσματικότητα και η δημοκρατική λογοδοσία της ONE έως το 2025.

Στις 15 Δεκεμβρίου 2017 η σύνοδος κορυφής της ευρωζώνης συζήτησε για το μέλλον της ONE και της τραπεζικής ένωσης. Οι ηγέτες της ΕΕ αντάλλαξαν απόψεις σχετικά με το πώς μπορεί να διασφαλιστεί ότι η ΕΕ διαθέτει τα αναγκαία μέσα για την αντιμετώπιση πιθανών οικονομικών κλυδωνισμών. Η συζήτηση βασίστηκε σε σημείωμα του Προέδρου της ΕΕ, D. Tusk, το οποίο παρουσίαζε μια σειρά από ιδέες επί των οποίων υπάρχει ευρεία συναίνεση, όπως: (α) η ενεργοποίηση ενός κοινού μηχανισμού στήριξης (backstop) για το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης, ενδεχομένως με τη μορφή πιστωτικής γραμμής από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), (β) η περαιτέρω ανάπτυξη του ESM, ώστε ενδεχομένως να μετεξελιχθεί στο λεγόμενο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο, και (γ) η περαιτέρω ανάπτυξη του οδικού

1 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, “Περαιτέρω μέτρα για την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης της Ευρώπης – Χάρτης πορείας”, COM(2017) 821 final, 6.12.2017.

χάρτη του Συμβουλίου ECOFIN του Ιουνίου 2016 για την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης², συμπεριλαμβανομένης της σταδιακής θέσπισης ενός ευρωπαϊκού συστήματος ασφάλισης των καταθέσεων.

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

Μετά από εντατικές διαπραγματεύσεις κατά τη διάρκεια του έτους μεταξύ της ΕΕ και του Ηνωμένου Βασιλείου, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 15 Δεκεμβρίου 2017 αποφάσισε ότι είναι επαρκής η πρόοδος που επιτεύχθηκε στην πρώτη φάση των διαπραγματεύσεων ώστε να ξεκινήσουν οι συζητήσεις της δεύτερης φάσης που αφορούν τις μεταβατικές ρυθμίσεις και το πλαίσιο της μελλοντικής σχέσης της ΕΕ με το Ηνωμένο Βασίλειο. Κατά τη μεταβατική περίοδο, η οποία θα ενταχθεί στη συμφωνία αποχώρησης και θα είναι σαφώς καθορισμένη και περιορισμένη χρονικά (περίπου δύο έτη σύμφωνα με την πρόταση του Ηνωμένου Βασιλείου), αναμένεται ότι θα διατηρηθεί το σύνολο του κεκτημένου της ΕΕ και ότι θα εφαρμόζονται όλες οι υφιστάμενες κανονιστικές, δημοσιονομικές, εποπτικές και δικαστικές πράξεις και δομές της ΕΕ, συμπεριλαμβανομένης της αρμοδιότητας του Δικαστηρίου της ΕΕ. Το Ηνωμένο Βασίλειο, ως τρίτη χώρα, δεν θα συμμετέχει πλέον στα θεσμικά όργανα της ΕΕ, αλλά θα εξακολουθεί να συμμετέχει στην τελωνειακή ένωση και στην ενιαία αγορά (συμπεριλαμβανομένων και των τεσσάρων ελευθεριών) για όσο διάστημα διαρκέσει η μετάβαση. Παράλληλα, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε την επιθυμία του για τη δημιουργία στενής εταιρικής σχέσης μεταξύ της ΕΕ και του Ηνωμένου Βασιλείου μελλοντικά, η οποία θα διατυπωθεί οριστικά και θα συναφθεί μόνον αφότου το Ηνωμένο Βασίλειο καταστεί τρίτη χώρα. Ενθάρρυνε όμως τη συνέχιση των προκαταρκτικών και προπαρασκευαστικών συζητήσεων μεταξύ των δύο πλευρών με στόχο τη διαμόρφωση συνολικής συνατίληψης για το πλαίσιο της μελλοντικής σχέσης.

3 Εξελίξεις στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδος

Μετά από μεγάλη καθυστέρηση στην εφαρμογή του προγράμματος και στις διαπραγματεύσεις μεταξύ Ελλάδος και θεσμών, στις 15 Ιουνίου 2017 η Ευρωομάδα (Eurogroup) κατέληξε σε συμφωνία για τη δεύτερη αξιολόγηση. Η απόφαση αυτή άνοιξε το δρόμο για την εκταμίευση της τρίτης δόσης ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ από τον ESM, εκ των οποίων 6,9 δισεκ. ευρώ δόθηκαν για την εξυπηρέτηση του χρέους και 1,6 δισεκ. ευρώ για την εκκαθάριση ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου. Επίσης, το Eurogroup επαναβεβαίωσε την εκτίμησή του για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους που είχε συμφωνηθεί το Μάιο του 2016, παρέχοντας περαιτέρω λεπτομέρειες σχετικά με τα μεσοπρόθεσμα μέτρα για την ελάφρυνση του χρέους που θα μπορούσαν να προκύψουν για την Ελλάδα.

Σε συνέχεια της επιτυχούς εφαρμογής του προγράμματος από την Ελλάδα και της επίτευξης συμφωνίας σε επίπεδο τεχνικών κλιμακίων το Δεκέμβριο του 2017, το Eurogroup στη συνάντησή του στις 22 Ιανουαρίου 2018 εξέφρασε την ικανοποίησή του για την εφαρμογή σχεδόν όλων των προαπαιτούμενων δράσεων στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης, ενώ παράλληλα τόνισε τη σημασία της υιοθέτησης μιας φιλόδοξης συνολικής στρατηγικής ανάπτυξης με ισχυρή οικειοποίηση από τις ελληνικές αρχές. Το Eurogroup κάλεσε τις ελληνικές αρχές να ολοκληρώσουν επειγόντως τις εκκρεμείς προαπαιτούμενες δράσεις, οι οποίες αφορούν κυρίως τη συνεχή και απρόσκοπτη λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών και τις ιδιωτικοποιήσεις. Μετά την πλήρη εφαρμογή των προαπαιτούμενων δράσεων και με την επιφύλαξη της ολοκλήρωσης των σχετικών εθνικών διαδικασιών, ο ESM αναμένεται να εγκρίνει την εκταμίευση της τέταρτης δόσης του τρέχοντος προγράμματος ύψους 6,7 δισεκ. ευρώ, η οποία θα καταβληθεί σε δύο μέρη, 5,7 δισεκ. ευρώ

² Για περαιτέρω πληροφορίες σχετικά με την τραπεζική ένωση, βλ. <http://www.consilium.europa.eu/el/policies/banking-union/>.

το Φεβρουάριο και το υπόλοιπο ποσό αργότερα την άνοιξη (ανάλογα με την πορεία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου).

Το Eurogroup δήλωσε ότι θα εστιάσει εφεξής στα τελικά στάδια του τρέχοντος προγράμματος, το οποίο αναμένεται να λήξει τον Αύγουστο του 2018. Στο πλαίσιο αυτό, επιβεβαίωσε την έναρξη των τεχνικών συζητήσεων από την Ομάδα Εργασίας του Eurogroup (EWG), προκειμένου να εξειδικευθούν οι λεπτομέρειες που αφορούν το μηχανισμό σύνδεσης του ρυθμού αποπληρωμής του δημοσίου χρέους με την ανάπτυξη (“growth-adjustment mechanism”). Ο μηχανισμός αυτός είχε αποφασιστεί στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 15 Ιουνίου 2017, ως μέρος των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που θα εφαρμοστούν, εάν χρειαστεί, μετά την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος. Ο νέος πρόεδρος του Eurogroup, M. Centeno, επισήμανε ότι ένα σημαντικό πρωτογενές πλεόνασμα, καθώς και η μεταρρυθμιστική δυναμική θα πρέπει να διατηρηθούν και μετά τη λήξη του προγράμματος, προκειμένου να “ξεκλειδωθεί” το αναπτυξιακό δυναμικό της χώρας και να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών.

2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ³

Με πρωταγωνιστές τη Ρουμανία και την ανακάμπουσα τουρκική οικονομία, ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης των οικονομιών της περιοχής εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε το 2017. Με κύρια συνιστώσα της ανάκαμψης την ιδιωτική κατανάλωση, ακολουθούμενη από τις επενδύσεις, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,8% το 2017 και σε 3,6% το 2018.⁴

Η αναπτυξιακή πορεία όλων των χωρών των Δυτικών Βαλκανίων⁵ (μετά και την επάνοδο της οικονομίας της ΠΓΔΜ σε θετική τροχιά) συνεχίστηκε με ικανοποιητικούς ρυθμούς το γ' τρίμηνο του 2017 και ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 2,7%. Στην Αλβανία θετική ήταν η συμβολή όλων των τομέων της οικονομικής δραστηριότητας στην αύξηση του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο (3,5%), εκτός της συμβολής των κλάδων της βιομηχανίας, ηλεκτρικής ενέργειας, υδάτων και των ακινήτων που ήταν ελαφρώς αρνητική. Οι κλάδοι του τουρισμού-μεταφορών και των κατασκευών παρέμειναν οι κυριότεροι αναπτυξιακοί κλάδοι της αλβανικής οικονομίας, συμβάλλοντας κατά 0,9 και 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας αντίστοιχα στην αύξηση του ΑΕΠ. Στο Μαυροβούνιο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (4,7%), παρότι ελαφρά μειωμένος σε σχέση με

το προηγούμενο τρίμηνο (5,1%), παρέμεινε υψηλός, με κύρια κινητήρια δύναμη την ιδιωτική κατανάλωση. Στη Σερβία ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (2,1%) το γ' τρίμηνο του 2017 βελτιώθηκε έναντι του προηγούμενου τριμήνου (1,3%), κυρίως λόγω της αύξησης κατά 6,1% σε κάθε έναν από τους τομείς της μεταποίησης και των κατασκευών.⁶ Η οικονομία της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης επηρεάστηκε δυσμενώς από τις καιρικές συνθήκες, με τον πρωτογενή τομέα να καταγράφει μείωση προϊόντος κατά 3,8%. Παρ' όλα αυτά, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ενισχύθηκε το γ' τρίμηνο του 2017 (2,9%) λόγω της δυναμικής των τομέων του εμπορίου (9,9%) και των τεχνών, ψυχαγωγίας και διασκέδασης (9,2%). Η οικονομία της ΠΓΔΜ, μετά από δύο αδύναμα τρίμηνα το 2017, κατάφερε, έστω και οριακά, το γ' τρίμηνο να καταγράψει θετικό πρόσθετο (0,2%).⁷ Στο θετικό

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

4 Οι προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκτός της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, για την οποία προέρχονται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

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

6 Ο ρυθμός ανάπτυξης της Σερβίας δεν μπόρεσε να αποκτήσει τη μέγιστη δυναμική του, καθώς το αγροτικό προϊόν κατέγραψε για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο αρνητικό ρυθμό μεταβολής (-11,1%), δυσμενώς επηρεασμένο από τις καιρικές συνθήκες.

7 Η παρατεταμένη πολιτική κρίση είχε ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο στις επενδύσεις. Επίσης, οι κατασκευές, που αποτέλεσαν βασικό μοχλό της ανάπτυξης της οικονομίας της ΠΓΔΜ, μειώθηκαν σημαντικά και στα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2017, για πρώτη φορά μετά το 2013, διαμορφώθηκε αρνητικός (-1,3%), ενώ το α' τρίμηνο ήταν οριακά θετικός.

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές)				Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)				Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			
	2015	2016	2017	2018π	2015	2016	2017	2018π	2015	2016	2017π	2018π
Αλβανία	2,2	3,4	4,0	3,8	1,9	1,3	2,0	2,4	-8,6	-7,6	-7,9	-7,8
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	3,1	3,1	3,2	3,7	-1,0	-1,1	1,1	1,5	-5,7	-5,1	-5,9	-5,7
Βουλγαρία	3,6	3,8	3,8	3,7	-1,1	-1,3	1,2	1,4	0,0	5,3	3,0	2,4
Μαυροβούνιο	3,4	2,9	3,9	3,0	1,4	0,1	2,5	2,2	-13,2	-18,1	-18,0	-16,7
ΠΓΔΜ	3,8	2,9	1,7	2,7	-0,3	-0,2	1,4	2,0	-2,0	-3,1	-2,5	-2,4
Ρουμανία	4,0	4,8	6,7	4,5	-0,4	-1,1	1,1	4,1	-0,6	-2,3	-3,1	-3,2
Σερβία	0,8	2,8	2,0	3,3	1,4	1,1	3,2	3,3	-4,7	-3,1	-5,4	-5,7
Τουρκία	6,1	3,2	5,3	4,0	7,7	7,8	11,1	8,5	-3,8	-3,8	-3,9	-4,2

Χώρα	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)				Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) ²			Δείκτης κεφαλαιακής επάφκειας (%)			Δάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2015	2016	2017π	2018π	2015	2016	γ' τριμ. 2017	2015	2016	γ' τριμ. 2017	2015	2016	γ' τριμ. 2017
Αλβανία	-4,1	-1,8	-2,1	-2,0	0,3	-0,7	-0,1	15,7	15,7	16,4	18,2	18,3	14,8
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	0,7	1,2	-0,2	-0,2	1,8	2,1	6,4	14,9	15,8	-	13,9	12,3	10,8
Βουλγαρία	-1,6	0,0	0,0	0,0	-1,6	1,8	5,0	22,2	22,2	21,6	21,1	19,0	17,4
Μαυροβούνιο	-8,3	-3,6	-6,2	-5,6	0,8	1,3	7,7	16,0	-	-	13,4	10,3	7,4
ΠΓΔΜ	-3,5	-2,7	-2,9	-3,0	9,1	4,6	4,8	15,5	15,2	16,2	10,6	6,5	6,5
Ρουμανία	-0,8	-3,0	-3,0	-3,9	3,0	1,2	7,3	17,5	18,3	19,0	13,6	9,5	8,0
Σερβία	-3,7	-1,3	0,8	0,0	7,0	9,0	-2,1	21,2	21,8	22,5	22,0	17,0	12,2
Τουρκία	1,3	-0,9	-2,4	-1,8	20,4	16,2	23,5	13,0	13,0	14,4	3,1	3,2	3,0

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate & Potential Candidate Countries' Economic Quarterly (CCEO)*, Ιανουάριος 2018, και *European Economic Forecast, Autumn 2017*, Νοέμβριος 2017, και *Winter 2018 (Interim)*, Φεβρουάριος 2018, ΔΝΤ, Financial Soundness Indicators, εθνικές κεντρικές τράπεζες και Bloomberg.

π=πρόβλεψη.

1 Οι προβλέψεις της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης προέρχονται από το ΔΝΤ (Country Report No. 16/291).

2 Στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες το σύνολο.

αυτό αποτέλεσμα συνέβαλε κατά κύριο λόγο η ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης και δευτερευόντως των καθαρών εξαγωγών. Όσον αφορά το μεταποιητικό τομέα της οικονομίας, τα στοιχεία του γ' τριμήνου δείχνουν και πάλι οριακή μείωση του προϊόντος.

Οι οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων παραδοσιακά χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα διαρθρωτικής **ανεργίας**, ιδίως στους νέους. Η πορεία ανάκαμψης των οικονομιών αυτών τα τελευταία έτη έχει αποδώσει καρ-

πούς και σε όρους απασχόλησης. Ο δείκτης ανεργίας στο εννεάμηνο του 2017 μειώθηκε και κυμάνθηκε μεταξύ 12,9% στη Σερβία και 22,1% στην ΠΓΔΜ. Στο Μαυροβούνιο και στη Σερβία καταγράφηκε η σημαντικότερη μείωση του ποσοστού ανεργίας στο εννεάμηνο του έτους, κατά 2,9 και 2,4 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα.

Η **Βουλγαρία** και η **Ρουμανία** συνέχισαν να καταγράφουν ισχυρούς αναπτυξιακούς ρυθμούς και το γ' τρίμηνο του 2017. Μάλιστα, η

οικονομία της Ρουμανίας επέδειξε ιδιαίτερη δυναμική, επιτυγχάνοντας ρυθμό ανάπτυξης 8,8%. Ο ρυθμός ανάπτυξης για το σύνολο του 2017 εκτιμάται σε 6,7% στη Ρουμανία και σε 3,8% στη Βουλγαρία. Η ιδιαίτερη δυναμική που επιδεικνύει η ρουμανική οικονομία τα δύο τελευταία χρόνια έχει κατά βάση στηριχθεί στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, κυρίως της ιδιωτικής κατανάλωσης και δευτερευόντως των επενδύσεων. Η πορεία αυτή σε μεγάλο βαθμό καθορίστηκε από τις πολιτικές δημοσιονομικής και νομισματικής χαλάρωσης που εφαρμόστηκαν: αύξηση μισθών των δημοσίων υπάλληλων, μείωση των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ) και διατήρηση των επιτοκίων σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Στους παράγοντες αυτούς προστέθηκε και η επίδραση από την αυξημένη απορρόφηση των ευρωπαϊκών επενδυτικών κονδυλίων. Από την άλλη πλευρά, η βουλγαρική οικονομία στηρίχθηκε σε κάποιο βαθμό και στις καλές της εξαγωγικές επιδόσεις. Το 2018 ο ρυθμός ανάπτυξης στη Βουλγαρία προβλέπεται να παραμείνει περίπου ο ίδιος όπως και το 2017, ενώ στη Ρουμανία θα επιβραδυνθεί σε 4,5%.

Στην **Τουρκία** η κανονικότητα στους ρυθμούς ανάπτυξης φαίνεται να επανέρχεται δυναμικά. Το γ' τρίμηνο του 2017 η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 11,9%, οι επενδύσεις κατά 12,4% και οι εξαγωγές κατά 17,5%, λόγω και της υποτιμημένης τουρκικής λίρας.⁸ Με οδηγό τις υπηρεσίες (αύξηση 20,7%), τις κατασκευές (αύξηση 18,7%) και τη βιομηχανία (αύξηση 14,8%), ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους κατέγραψε το εντυπωσιακό 11,1%. Το ποσοστό ανεργίας επανήλθε ήδη στο εννεάμηνο του 2017 στα προ κρίσης επίπεδα, 10,8%. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για το σύνολο του 2017 εκτιμάται σε 5,3%.

Ο **πληθωρισμός**, σύμφωνα και με τα στοιχεία του Νοεμβρίου 2017, σε όλες τις χώρες της περιοχής πλην της Τουρκίας συνέχισε να κινείται γύρω στο 2%. Οι ισχυροί αναπτυξιακοί ρυθμοί, με βασικές συνιστώσες την κατανάλωση και δευτερευόντως τις επενδύσεις – με τη διαδικασία εξάλειψης του εκτιμώμε-

νου παραγωγικού κενού σχετικά αργή – σε συνδυασμό με την άνοδο των διεθνών τιμών ενέργειας, προκαλούν ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων. Ως αποτέλεσμα, ο πληθωρισμός σε όλες τις χώρες της περιοχής εμφανίζεται ανοδικός, με το μέσο όρο (εκτός Τουρκίας) να ανέρχεται το Νοέμβριο του 2017 σε 2,1% και για το σύνολο του έτους να εκτιμάται σε 1,7%. Στην Τουρκία οι υψηλοί ρυθμοί ανάκαμψης του ΑΕΠ, σε συνδυασμό με την αδύναμη τουρκική λίρα, οδήγησαν σε σημαντική αύξηση των τιμών (κατά 13% το Νοέμβριο), αυξάνοντας την απόκλιση από τον επίσημο στόχο του 5% ±2. Ο πληθωρισμός στην Τουρκία για το σύνολο του 2017 προβλέπεται ότι θα ξεπεράσει το 11%.

Η ευνοϊκή διεθνής συγκυρία (αυξημένη εξωτερική ζήτηση) σε συνδυασμό με τη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών ευνόησε την πορεία του **ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) των περισσότερων βαλκανικών χωρών κατά το β' τρίμηνο του 2017. Στις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων, ιδιαίτερα στην Αλβανία και το Μαυροβούνιο, δεδομένης της αδύναμης παραγωγικής βάσης αλλά και των ελλειμμάτων ανταγωνιστικότητας που αντιμετωπίζουν (βλ. Πλαίσιο ΙΙΙ.3), το ΙΤΣ παρέμεινε και το α' εξάμηνο του 2017 έντονα αρνητικό. Για το σύνολο του έτους, αλλά και για το 2018, προβλέπεται έλλειμμα της τάξεως του 8% του ΑΕΠ στην Αλβανία και άνω του 16% στο Μαυροβούνιο. Στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη και στην ΠΓΔΜ το έλλειμμα του ΙΤΣ φαίνεται να σταθεροποιείται στο επίπεδο του 6% και 2,5% αντίστοιχα. Στη Ρουμανία η έντονη αύξηση της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης αύξησε σημαντικά το εξωτερικό έλλειμμα της χώρας, το οποίο αναμένεται να ξεπεράσει το 3% το 2017 και το 2018, έναντι σχεδόν μηδενικών ελλειμμάτων τα έτη 2014-2015. Αντίθετα, στη Βουλγαρία οι ισχυρές εξαγωγικές της επιδόσεις, σε συνδυασμό με τη συγκρατημένη εγχώρια ζήτηση, αναμένεται να οδηγήσουν και τη διατία 2017-

⁸ Οι εξαγωγές της Τουρκίας ενισχύθηκαν ιδιαίτερα από τη μεγάλη υποτίμηση της τουρκικής λίρας. Από τον Ιούλιο του 2016 μέχρι και το Σεπτέμβριο του 2017 η τουρκική λίρα υποτιμήθηκε σχεδόν κατά 25% έναντι του ευρώ.

2018 σε πλεονάσματα μεταξύ 2,5% και 3%. Στην Τουρκία το έλλειμμα του ΙΤΣ κινήθηκε ανοδικά το γ' τρίμηνο (4,7% του ΑΕΠ) και αναμένεται να διαμορφωθεί σε περίπου 4% κατά τα έτη 2017-2018.

Το α' εξάμηνο του 2017 όλες οι χώρες των Δυτικών Βαλκανίων επέτυχαν αρκετά ικανοποιητικές επιδόσεις στη διαχείριση των **δημόσιων οικονομικών** τους. Οι ισχυροί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης, σε συνδυασμό με τη συστηματική προσπάθεια βελτίωσης της αποτελεσματικότητας των συστημάτων καταγραφής και συλλογής των φόρων, αύξησαν τα κρατικά έσοδα. Επίσης, η συγκράτηση στο σκέλος των δαπανών συνέβαλε στο αποτέλεσμα αυτό. Η Αλβανία και η Σερβία τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους κατέγραψαν δημοσιονομικά πλεονάσματα. Το Μαυροβούνιο το β' τρίμηνο του 2017 κατάφερε να συγκρατήσει το έλλειμμα στο επίπεδο του 0,7%, ενώ το γ' τρίμηνο του έτους κατέγραψε μικρό πλεόνασμα (0,2%) μετά από ένα ιδιαίτερα κακό α' τρίμηνο (-10%).⁹ Επίσης, η ΠΓΔΜ επέτυχε να συγκρατήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα στο επίπεδο του 1,7% του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο (2,4% το α' τρίμηνο και 3,1% το β' τρίμηνο του έτους).¹⁰ Η Βουλγαρία, μετά την επιτυχία της ισοσκελίσης του προϋπολογισμού της το περασμένο έτος (2016), επέτυχε στα πρώτα δύο τρίμηνα του 2017 δημοσιονομικά πλεονάσματα της τάξεως του 1% και 0,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η Ρουμανία αντίθετα, με την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόζει (αύξηση δημόσιων δαπανών και μείωση των φόρων), άγγιξε το έλλειμμα αναφοράς του 3% του ΑΕΠ το 2016, ενώ προβλέπεται ότι θα το ξεπεράσει το 2018. Στην Τουρκία τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους το δημοσιονομικό έλλειμμα ανήλθε σε 0,9%, 0,1% και 0,3% του ΑΕΠ αντίστοιχα, ενώ για το σύνολο του 2017 το έλλειμμα προβλέπεται ότι θα ανέλθει σε 2,4% του ΑΕΠ. Η πρόβλεψη για το 2018 είναι ότι το έλλειμμα θα κυμανθεί σε κατά τι λιγότερο του 2%. Για τις υπόλοιπες χώρες της περιοχής, η πρόβλεψη για το 2018 είναι ότι οι προϋπολογισμοί των χωρών θα κινηθούν στην ίδια κατεύθυνση με αυτήν του 2017.

Στις χώρες των Βαλκανίων εκτός της Σερβίας, το γ' τρίμηνο του 2017 ο ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης** εμφανίζεται ενισχυμένος. Με βασικό μοχλό τα χαμηλά επιτόκια, η ρευστότητα των οικονομιών συνέχισε να βελτιώνεται, ιδιαίτερα η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά. Ο υψηλότερος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης καταγράφηκε στο Μαυροβούνιο (7,7%) και στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη (6,4%). Στη Σερβία κατά το β' τρίμηνο του 2017 επιβραδύνθηκε σε 2,9% από 7,6% το α' τρίμηνο, ενώ το γ' τρίμηνο μεταστράφηκε σε αρνητικό (-2,1%). Στην ΠΓΔΜ το β' τρίμηνο του 2017, παρά την πολιτική αβεβαιότητα και την αρνητική εξέλιξη του ΑΕΠ, ο ρυθμός αύξησης της τραπεζικής πίστης αυξήθηκε σε 2,1%, ενώ το γ' τρίμηνο επανήλθε στα επίπεδα του 2016, 4,8%. Στην Αλβανία ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης υπήρξε αρνητικός το β' και το γ' τρίμηνο του 2017 (-1,1% και -0,1% αντίστοιχα). Αυτό οφείλεται στην υποτίμηση της αξίας των δανείων σε ξένο συνάλλαγμα λόγω της ανατίμησης του εθνικού νομίσματος. Μετά την αναγκαία προσαρμογή, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης καταγράφεται αυξητικός και στην Αλβανία. Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης ενισχύθηκε το γ' τρίμηνο του 2017 σε σχέση με το α' και το β' τρίμηνο, αν και οι ρυθμοί αυτοί συνεχίζουν να υπολείπονται των ρυθμών ανάπτυξης των εν λόγω οικονομιών, ιδιαίτερα της Ρουμανίας. Η σταδιακή αποκλιμάκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, σε συνδυασμό με τις πολιτικές ποσοτικής χαλάρωσης και μείωσης των επιτοκίων, έχει οδηγήσει (τουλάχιστον μετά το 2015) σε αυξητικούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης. Στην Τουρκία ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης παρέμεινε ιδιαίτερα υψηλός και επιταχυνόμενος (23,5% το γ' τρίμηνο του 2017).

Τέλος, τα ποσοστά των **μη εξυπηρετούμενων δανείων** το γ' τρίμηνο του 2017 μειώθηκαν σε

⁹ Τα περιθώρια εφηνασμού σε αυτές τις χώρες είναι περιορισμένα, καθώς το δημόσιο χρέος (ως ποσοστό του ΑΕΠ) υπερβαίνει το όριο του 60%.

¹⁰ Ο αναθεωρημένος στόχος του δημοσιονομικού ελλείμματος της ΠΓΔΜ για το έτος 2017 τοποθετήθηκε στο 2,9% του ΑΕΠ τον Ιούλιο από τη νέα κυβέρνηση της χώρας.

όλες τις χώρες της περιοχής. Το πρόβλημα συνεχίζει να είναι αρκετά σοβαρό στην Αλβανία και τη Βουλγαρία, στις οποίες οι σχετικοί δείκτες παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, 14,8% και 17,4% αντίστοιχα. Κατά το γ' τρίμηνο του 2017 όλα τα τραπεζικά συστήματα της περιο-

χής (εκτός της Βουλγαρίας) ισχυροποιήθηκαν σε όρους κεφαλαιακής επάρκειας. Ο σχετικός δείκτης κυμάνθηκε μεταξύ 14,4% στην Τουρκία και 22,5% στη Σερβία, αρκετά άνω του ελάχιστου αποδεκτού ορίου 8% ή και του υψηλότερου 12%.

Πλαίσιο III.3

Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΝΑ ΕΥΡΩΠΗ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΕΤΙΑ

Πλήθος παραγόντων διαμορφώνουν τη διαχρονική εξέλιξη της παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας. Ποιοτικοί παράγοντες διαρθρωτικού/θεσμικού χαρακτήρα, όπως η εφαρμογή των νόμων, το επίπεδο της γραφειοκρατίας, η διαφθορά, η προστασία των δικαιωμάτων υλικής και πνευματικής ιδιοκτησίας και η αποτελεσματική λειτουργία των αγορών, έχουν αναδειχθεί σε βασικές παραμέτρους της “οικονομικής επιτυχίας”. Το θεσμικό πλαίσιο ανάπτυξης του επιχειρείν, το επίπεδο τεχνολογίας, έρευνας και καινοτομίας, η ποιότητα της εργασίας, η οργάνωση των θεσμών και η λειτουργία των αγορών επηρεάζουν καθοριστικά την αποδοτικότητα “φαινομενικά ίσων” ποσοτήτων συντελεστών παραγωγής. Το World Economic Forum (WEF) τα τελευταία 25 χρόνια δημοσιεύει ετήσια έκθεση για την παγκόσμια ανταγωνιστικότητα, καθώς και τα αποτελέσματα ερευνών, με βάση την παρακολούθηση ενός μεγάλου συνόλου 117 δεικτών που εμπεριέχουν την επίδραση των παραγόντων μεταβολής της ανταγωνιστικότητας και παραγωγικότητας κάθε χώρας. Επίσης, η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank) δημοσιεύει σε περιοδικές εκθέσεις της τα αποτελέσματα ερευνών με αντικείμενο ένα ευρύ φάσμα θεσμικών παραγόντων που διαμορφώνουν το επιχειρηματικό περιβάλλον κάθε χώρας.

Αντλώντας στοιχεία από τις βάσεις δεδομένων των εν λόγω διεθνών οργανισμών,¹ αναλύεται η εξέλιξη της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (NAE) την τελευταία δεκαετία (μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/08). Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης, επιλέχθηκε ένα σύνολο 10 χωρών της ευρύτερης γεωγραφικής περιοχής που περιλαμβάνει τις χώρες: Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Κροατία, Ουκρανία, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Ρωσία, Σερβία και Τουρκία. Εκτός της θέσης που καταλαμβάνουν οι παραπάνω χώρες στην παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας, παρουσιάζονται επίσης οι στατιστικές του αριθμητικού μέσου όρου (μ.ο.) και της τυπικής απόκλισης (τ.α.) των 10 χωρών της περιοχής της NAE μαζί με τα αντίστοιχα στατιστικά μεγέθη των 19 χωρών της ευρωζώνης (EZ), των 28 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EE) και των 35 μελών του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) (βλ. Πίνακα Α).

Όλες οι χώρες της περιοχής (εκτός της Κροατίας και της Ουκρανίας) **επέτυχαν σημαντική βελτίωση της κατάταξής τους μέσα στην τελευταία δεκαετία, με την Αλβανία (-33) και τη Βουλγαρία (-27) να σημειώνουν τη μεγαλύτερη βελτίωση.**² Οι δύο αυτές χώρες επέδειξαν αλματώδη

¹ WEF, *Global Competitiveness Reports* 2008/09-2017/18, και World Bank *Doing Business* 2010/11-2017/18.

² Η μετακίνηση (κάθοδος ή άνοδος) της κάθε χώρας στην κατάταξη από έτος σε έτος είναι αποτέλεσμα της σχετικής της βελτίωσης ή χειροτέρευσης σε κάποιους από τους επιμέρους δείκτες. Παρά το γεγονός ότι το δείγμα χωρών που συμμετέχουν κάθε χρόνο στη σχετική έρευνα πεδίου δεν είναι ακριβώς το ίδιο, η σύγκριση από έτος σε έτος γίνεται αποδεκτή, καθώς δεν εμπεριέχει συστηματικό λάθος.

Πίνακας Α Κατάταξη των χωρών της ΝΑ Ευρώπης με βάση το Δείκτη Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (ΔΠΑ)

Χώρες	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	Διαφορά 2008/09-2017/18**
	(134)*	(133)*	(139)*	(142)*	(144)*	(148)*	(144)*	(140)*	(138)*	(137)*	
Ρωσία	51	63	63	66	67	64	53	45	43	38	-13
Βουλγαρία	76	76	71	74	62	57	54	54	50	49	-27
Τουρκία	63	61	61	59	43	44	45	51	55	53	-10
Ρουμανία	68	64	67	77	78	76	59	53	62	68	0
Κροατία	61	72	77	76	81	75	77	77	74	74	+13
Αλβανία	108	96	88	78	89	95	97	93	80	75	-33
Σερβία	85	93	96	95	95	101	94	94	90	78	-7
Ουκρανία	72	82	89	82	73	84	76	79	85	81	+9
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	107	109	102	100	88	87	-	111	107	103	-4
ΠΓΔΜ ²	89	84	79	79	80	73	63	60	68	-	-21
ΝΑ Ευρώπη (μ.ο.)	78	80	79	79	76	76	69	72	71	69	-9
ΝΑ Ευρώπη (τ.α.)	19	16	14	12	15	17	18	22	20	20	+1
Ευρωζώνη (μ.ο.)	29	29	32	34	35	36	35	35	35	35	+6
Ευρωζώνη (τ.α.)	24	26	23	14	18	21	25	24	25	22	-2
Ευρωπαϊκή Ένωση (μ.ο.)	35	36	38	35	39	40	37	36	37	36	+1
Ευρωπαϊκή Ένωση (τ.α.)	22	23	24	27	26	25	23	22	24	23	+1
ΟΟΣΑ (μ.ο.)	27	27	29	27	29	30	29	28	27	27	0
ΟΟΣΑ (τ.α.)	20	20	22	22	22	22	21	20	20	20	0

Πηγή: World Economic Forum, *Global Competitiveness Index Reports* 2008-2017, υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

μ.ο. = αριθμητικός μέσος όρος, τ.α. = τυπική απόκλιση.

* Σε παρένθεση ο αριθμός των χωρών που συμμετείχαν στην έρευνα κάθε έτους.

** Το αρνητικό πρόσημο υποδηλώνει βελτίωση θέσης στην παγκόσμια κατάταξη, ενώ το θετικό πρόσημο επιδείνωση.

¹ Δεν υπάρχει τιμή για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη το 2014.

² Η ΠΓΔΜ εξαιρείται από την παγκόσμια κατάταξη του 2017 λόγω μη επαρκών δεδομένων. Η διαφορά υπολογίστηκε για τα έτη 2008/09-2016/17.

πρόοδο και στις τρεις κατηγορίες (υποσύνολα δεικτών) μέτρησης της διαρθρωτικής/θεσμικής ανταγωνιστικότητας.³

Οι μέσοι όροι της παγκόσμιας κατάταξης της ανταγωνιστικότητας των χωρών της ΕΖ, της ΕΕ και του ΟΟΣΑ ελαφρώς αυξήθηκαν (χειροτέρευσαν). Αυτό, σε συνδυασμό με τη βελτίωση κατά 9 θέσεις του μέσου όρου των χωρών της ΝΑΕ, οδήγησε σε συρρίκνωση της διαφοράς ή αλλιώς

³ Οι 117 επιμέρους δείκτες συνθέτουν τρεις βασικές κατηγορίες (υποσύνολα δεικτών), οι οποίες υποδιαιρούνται σε δώδεκα πυλώνες. Οι πυλώνες των δεικτών αποτελούν επίσης σύνθεση άλλων επιμέρους δεικτών. Η πρώτη κατηγορία "βασικές προϋποθέσεις/υποδομές" (basic requirements subindex) περιλαμβάνει δείκτες που αφορούν α) τη λειτουργία των θεσμικών οργάνων, την αποτελεσματικότητα και διαφάνεια της δημόσιας διοίκησης, το επίπεδο γραφειοκρατίας, την ανεξαρτησία της δικαιοσύνης, την ασφάλεια, την επιχειρηματική ηθική και την εταιρική διακυβέρνηση, β) ζητήματα υποδομών (μεταφορές, ηλεκτρισμός και τηλεπικοινωνίες), γ) δείκτες μακροοικονομικού περιβάλλοντος (δημοσιονομικοί και νομισματικοί δείκτες, ποσοστό εθνικής αποταμίευσης, δημόσιο χρέος) και δ) δείκτες μέτρησης των επιπέδων βασικής (πρωτοβάθμιας) υγείας/περίθαλψης και εκπαίδευσης. Στη δεύτερη κατηγορία καταγράφονται οι "παράγοντες ενίσχυσης της αποδοτικότητας" (efficiency enhancers subindex) και αφορούν θέματα της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης και κατάρτισης, της αποτελεσματικότητας της αγοράς προϊόντων και της αγοράς εργασίας, της ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών αγορών, του βαθμού απορρόφησης/υιοθέτησης των νέων τεχνολογιών από ιδιώτες και επιχειρήσεις και του μεγέθους της εγχώριας και εξωτερικής αγοράς. Η τρίτη κατηγορία αναφέρεται σε "παράγοντες καινοτομίας και επιχειρηματικής πολυπλοκότητας/ικανότητας" (innovation and sophistication factors subindex) και περιλαμβάνει μια σειρά από δείκτες μέτρησης του επιπέδου έρευνας και τεχνολογίας και επιχειρηματικής ικανότητας σε κάθε χώρα.

Πίνακας Β Κατάταξη των χωρών της ΝΑ Ευρώπης με βάση το συνολικό Δείκτη Ευχέρειας του Επιχειρείν¹

Χώρες	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	Διαφορά 2010/11- 2017/18**
	(183)*	(183)*	(185)*	(189)*	(189)*	(189)*	(190)*	(190)*	
ΠΓΔΜ	34	22	23	25	30	12	10	11	-23
Ρωσία	124	120	112	92	62	51	40	35	-89
Σερβία	88	92	86	93	91	59	47	43	-45
Ρουμανία	65	72	72	73	48	37	36	45	-20
Βουλγαρία	57	59	66	58	38	38	39	50	-7
Κροατία	79	80	84	89	65	40	43	51	-28
Τουρκία	73	71	71	69	55	55	69	60	-13
Αλβανία	77	82	85	90	68	97	58	65	-12
Ουκρανία	149	152	137	112	96	83	80	76	-73
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	127	125	126	131	107	79	81	86	-41
ΝΑ Ευρώπη (μ.ο.)	87	88	86	83	66	55	50	52	-35
ΝΑ Ευρώπη (τ.α.)	36	37	33	29	25	25	22	21	-15
Ευρωζώνη (μ.ο.)	38	37	41	37	37	33	33	36	-2
Ευρωζώνη (τ.α.)	24	21	25	22	22	19	18	20	-4
Ευρωπαϊκή Ένωση (μ.ο.)	39	41	42	42	36	31	30	34	-5
Ευρωπαϊκή Ένωση (τ.α.)	26	26	25	25	22	18	17	20	-6
ΟΟΣΑ (μ.ο.)	31	33	32	33	27	26	27	29	-2
ΟΟΣΑ (τ.α.)	24	25	21	26	18	17	18	19	-5

Πηγή: World Bank, Εκθέσεις *Doing Business* 2011-2018, υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

μ.ο. = αριθμητικός μέσος όρος, τ.α. = τυπική απόκλιση.

* Σε παρένθεση ο αριθμός των χωρών που συμμετείχαν στην έρευνα κάθε έτους.

** Το αρνητικό πρόσημο υποδηλώνει βελτίωση θέσης στην παγκόσμια κατάταξη, ενώ το θετικό πρόσημο επιδεινώση.

1 Η σύγκριση μεταξύ διαφορετικών ετών πρέπει να γίνεται με επιφύλαξη λόγω πιθανών αλλαγών στον αριθμό των χωρών ή των δεικτών και στη μεθοδολογία της έρευνας κάθε έτους.

σε “κλείσιμο της ψαλίδας” μεταξύ της ΝΑΕ και των περιοχών σύγκρισης (σημείων αναφοράς) ΕΖ, ΕΕ και ΟΟΣΑ. Όσον αφορά το μέτρο διασποράς, τα μεγέθη των τυπικών αποκλίσεων (τ.α.) υποδηλώνουν ότι στη μεν περιοχή της ΝΑΕ το επίπεδο ανομοιογένειας παρέμεινε ουσιαστικά το ίδιο, ενώ στις περιοχές των ΕΖ και ΕΕ αυξήθηκε, ως αποτέλεσμα της σημαντικής απόκλισης ορισμένων χωρών-μελών από το μέσο όρο.

Η επίδοση (θέση) κάθε οικονομίας στην παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας συμπληρώνεται από ένα σύνολο διαρθρωτικών δεικτών που καταγράφονται και δημοσιεύονται από την Παγκόσμια Τράπεζα (*Doing Business* 2010/11-2017/18). Οι δείκτες αυτοί μετρούν την αποδοτικότητα του πλαισίου υποδοχής, διευκόλυνσης και ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας, με άλλα λόγια την “ευχέρεια του επιχειρείν”, σε κάθε χώρα.⁴ Τα στοιχεία του Πίνακα Β δείχνουν ότι όλες οι χώρες της περιοχής έχουν καταβάλει συστηματική προσπάθεια προκειμένου να μεταρ-

4 Ο συνολικός δείκτης της “ευχέρειας του επιχειρείν” αποτελεί σύνθεση δέκα υποδεικτών: ίδρυση επιχείρησης, έκδοση οικοδομικής άδειας, ηλεκτροδότηση, διατυπώσεις μεταβίβασης ακινήτων, λήψη πίστωσης, προστασία μετόχων της μειοψηφίας, πληρωμή φόρων, διασυνοριακό εμπόριο, δικαστική επίλυση συμβατικών διαφορών και ολοκλήρωση της πτωχευτικής διαδικασίας. Οι ίδιοι οι υποδείκτες αποτελούν επίσης σύνθεση άλλων επιμέρους υποδεικτών. Η άνοδος (κάθοδος) κάθε χώρας στην κατάταξη από έτος σε έτος είναι αποτέλεσμα της σχετικής της βελτίωσης (χειροτέρευσης) του δείκτη.

ρυθμίσουν, να απλουστεύσουν και να καταστήσουν πιο φιλικό το θεσμικό πλαίσιο προσέλκυσης, διευκόλυνσης και ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας στην επικράτειά τους. Σε αυτόν τον έντονα ανταγωνιστικό και απαιτητικό αγώνα δρόμου δεν επιτυγχάνουν όλοι το ίδιο αποτέλεσμα και βηματισμό. Επικεφαλής στην κατάταξη στην περιοχή της ΝΑΕ το διάστημα 2017-2018 αναδείχθηκαν η ΠΓΔΜ και η Ρωσία, οι οποίες καταλαμβάνουν την 11η και την 35η θέση αντίστοιχα στην παγκόσμια κατάταξη του συνολικού Δείκτη Ευχέρειας του Επιχειρείν. Κατά την περίοδο 2010-2017 η Ρωσία βελτιώθηκε κατά 89 θέσεις και η ΠΓΔΜ κατά 23. Ο μέσος όρος της κατάταξης των χωρών της περιοχής ΝΑΕ σε θέματα προσέλκυσης, διευκόλυνσης και ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας την περίοδο 2010/11-2017/18 κατέγραψε θεαματική βελτίωση κατά 35 θέσεις. Το επιχειρηματικό περιβάλλον στις χώρες της ΕΖ, της ΕΕ και του ΟΟΣΑ το 2017 βελτιώθηκε ελαφρώς έναντι του 2011, κατά 2, 5 και 2 θέσεις αντίστοιχα. Συνδυαστικά, τα παραπάνω οδήγησαν **σε σημαντική μείωση της διαφοράς μεταξύ της περιοχής ΝΑΕ και των περιοχών ΕΖ, ΕΕ και ΟΟΣΑ σε θέματα θεσμικής στήριξης της επιχειρηματικότητας**. Όσον αφορά το μέτρο διασποράς, η προσπάθεια όλων των χωρών προς την ίδια κατεύθυνση μείωσε σημαντικά το επίπεδο ανομοιογένειας (-15) (βλ. Πίνακα Β).

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΙΙΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ – ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ, Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΑΛΛΩΝ ΧΩΡΩΝ ΚΑΙ Η ΕΛΛΑΔΑ

Στο παρόν Ειδικό θέμα εξετάζεται το θεσμικό πλαίσιο το οποίο διέπει τα προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της εποπτείας μετά το πρόγραμμα και της δυνατότητας παροχής “προληπτικής πιστωτικής γραμμής”, επιχειρείται μια συγκριτική ανάλυση της εμπειρίας των χωρών-μελών οι οποίες εξήλθαν επιτυχώς από προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής και διατυπώνονται χρήσιμα διδάγματα για τη διαμόρφωση στρατηγικής εξόδου της Ελλάδος από το τρέχον πρόγραμμα βάσει της εμπειρίας των άλλων χωρών-μελών, των δεδομένων της ελληνικής οικονομίας και των δεσμεύσεων των ευρωπαϊκών θεσμών για την περαιτέρω ελάφρυνση του ελληνικού δημόσιου χρέους, αλλά και των πρόσφατων προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ολοκλήρωση της ONE.

Ι ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο όσον αφορά τους όρους για την υπαγωγή χώρας-μέλους της ζώνης του ευρώ σε πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής – το οποίο συνοδεύει τη λήψη χρηματοδοτικής συνδρομής – και την εποπτεία της οικονομικής της πολιτικής κατά τη διάρκεια του προγράμματος, καθώς και την εποπτεία μετά το πρόγραμμα, καθορίζεται από τον Κανονισμό 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου,¹ από διατάξεις της Συνθήκης για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) και από τις κατευθυντήριες γραμμές του ESM. Από τα παραπάνω κείμενα προκύπτουν τα ακόλουθα:

– Το τέλος του προγράμματος προσαρμογής δεν συνεπάγεται αποδέσμευση από υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει οι ελληνικές αρχές, ειδικά όσο η πιστοληπτική διαβάθμιση της χώρας παραμένει ακόμη ιδιαίτερα χαμηλή. Εκείνο που θα αλλάξει είναι το εποπτικό πλαίσιο, το οποίο θα ανταποκρίνεται στους γενικούς όρους και κανονισμούς εποπτείας που ισχύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

– Ο Κανονισμός 472/2013 προβλέπει κατ’ αρχάς αυτόματη άσκηση “εποπτείας μετά το πρόγραμμα” επί του κράτους-μέλους, μέχρι να αποπληρώσει το 75% των δανείων τα οποία έχει λάβει από άλλα κράτη-μέλη της ευρωζώνης, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM).² Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διατηρεί το δικαίωμα να ασκήσει “ενισχυμένη εποπτεία”, αν κρίνει ότι συντρέχουν οι συνθήκες.

– Ο ίδιος κανονισμός αναφέρει επίσης και το ενδεχόμενο παροχής “προληπτικής στήριξης” με τη μορφή προσωρινής πιστωτικής συνδρομής, η οποία έχει ως στόχο να διασφαλιστεί η ρευστότητα του κράτους-μέλους στο χρονικό διάστημα κατά το οποίο αποκαθίσταται η σχέση του με τις αγορές. Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές του ESM, προβλέπονται δύο μορφές προληπτικής συνδρομής: α) Πιστωτική Γραμμή υπό Προϋποθέσεις και β) Πιστωτική Γραμμή υπό Ενισχυμένες Προϋποθέσεις. Και οι δύο πιστωτικές γραμμές έχουν αρχική διάρκεια ενός έτους και μπορούν να ανανεωθούν για δύο περαιτέρω εξάμηνα. Επίσης, και οι δύο μορφές προβλέπουν “Μνημόνιο Συνεργασίας” με τους θεσμούς. Ωστόσο, έχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους, καθώς η Πιστωτική Γραμμή υπό Προϋποθέσεις μπορεί να χορηγείται όταν η οικονομική και χρηματοπιστωτική κατάσταση στο κράτος-μέλος είναι κατά βάση υγιής και δεν προβλέπει ενισχυμένη εποπτεία και νέα μέτρα πολιτικής εάν η πιστωτική γραμμή δεν χρησιμοποιηθεί. Αντίθετα, η Πιστωτική Γραμμή υπό Ενισχυμένες Προϋποθέσεις προορίζεται για κράτη-μέλη που αντιμετωπίζουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα και συνοδεύεται πάντοτε από ενισχυμένη εποπτεία, η οποία συνεπάγεται τη λήψη διορθωτικών μέτρων για την αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων.

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

² Σημειώνεται ότι ο ESM διαθέτει επίσης το δικό του σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης, στο οποίο υπόκειται η χώρα-μέλος μέχρι την πλήρη αποπληρωμή των δανείων της προς αυτόν.

2 Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΑΛΛΩΝ ΧΩΡΩΝ-ΜΕΛΩΝ: ΚΟΙΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Από το 2010 έως σήμερα, πέντε χώρες της ζώνης του ευρώ αντιμετώπισαν σοβαρές οικονομικές και χρηματοδοτικές δυσκολίες και αναγκάστηκαν να προσφύγουν σε εξωτερική χρηματοδοτική στήριξη ακολουθώντας προγράμματα οικονομικής προσαρμογής σε συμφωνία με την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ): η **Ελλάδα** (Μάιος 2010), η **Ιρλανδία** (Δεκέμβριος 2010), η **Πορτογαλία** (Μάιος 2011), η **Ισπανία** (Ιούλιος 2012) και η **Κύπρος** (Απρίλιος 2013). Από αυτές τις χώρες, μόνο η Ελλάδα δεν έχει ακόμη ολοκληρώσει το πρόγραμμα, ενώ οι υπόλοιπες το ολοκλήρωσαν με επιτυχία εντός τριετίας.

Παλαιότερα, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης των 28, η **Ουγγαρία** (Οκτώβριος 2008) και η **Λεττονία** (Δεκέμβριος 2008) χρειάστηκε να προσφύγουν σε εξωτερική χρηματοδότηση και προγράμματα προσαρμογής για τη στήριξη του ισοζυγίου πληρωμών τους, τα οποία επίσης περατώθηκαν με επιτυχία εντός τριετίας. Η **Ρουμανία** επίσης τελούσε υπό πολυμερές πρόγραμμα στήριξης του ισοζυγίου πληρωμών την περίοδο 2009-2011, ενώ ακολούθησαν δύο ακόμη προγράμματα προσαρμογής του ισοζυγίου πληρωμών της, προληπτικού χαρακτήρα, χωρίς περαιτέρω εκταμιεύσεις. Από τον Οκτώβριο του 2015 η Ρουμανία βρίσκεται σε “εποπτεία μετά το πρόγραμμα” (post-programme surveillance – PPS).

Συνεπώς, κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής κρίσης 2008-2013, της σοβαρότερης κρίσης μετά από εκείνη του 1929, οκτώ από τα 28 κράτη-μέλη της ΕΕ βρέθηκαν σε αδυναμία να αντεπεξέλθουν με ίδια μέσα στην κρίση και στη γενικευμένη τάση επανεκτίμησης των κινδύνων από τις αγορές. Και οι οκτώ αυτές χώρες αναγκάστηκαν, δανειζόμενες εκτάκτως κεφάλαια και κυρίως “εμπιστοσύνη” από άλλες κυβερνήσεις και διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς, να εφαρμόσουν, ανάλογα με το διαφορετικό μίγμα προβλημάτων που αντιμετώπιζε η καθεμία, ένα σοβαρό και δύσκολο πρό-

γραμμα σταθεροποίησης και αποκατάστασης τόσο των εξωτερικών και εσωτερικών τους **ανισορροπιών** όσο και της **αξιοπιστίας** τους, προσαρμοσμένο στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας τους. Κοινά γνωρίσματα των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής που εφάρμοσαν με επιτυχία οι τέσσερις χώρες της ζώνης του ευρώ (Κύπρος, Πορτογαλία, Ιρλανδία και Ισπανία) ήταν ο υψηλός βαθμός οικειοποίησης των προγραμμάτων, ο υψηλός βαθμός πολιτικής συναίνεσης και η ταχύτητα υλοποίησης (βλ. Πίνακα Α). Σημειώνεται επίσης ότι καμία από τις παραπάνω χώρες δεν έκανε χρήση κάποιου είδους προγράμματος (π.χ. προληπτική πιστωτική γραμμή) μετά τη λήξη του προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής.

Το πρόγραμμα της **Ιρλανδίας**, της οποίας η κρίση ήταν κυρίως τραπεζική και συνδεόταν με την κατάρρευση της αγοράς ακινήτων, ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 2010 και υλοποιήθηκε με ταχύ ρυθμό, αφού η μέση διάρκεια μεταξύ των αξιολογήσεων ήταν 3 μήνες. Η έξοδος από το πρόγραμμα έγινε το Δεκέμβριο του 2013 και η χώρα βρίσκεται στη διαδικασία “εποπτείας μετά το πρόγραμμα” χωρίς προληπτική γραμμή στήριξης. Από το 2014 έως και το 2017 συμπλήρωσε ήδη με επιτυχία 7 αξιολογήσεις στο πλαίσιο αυτής της μεταπρογραμματικής εποπτείας, η οποία θα διαρκέσει έως το 2031, οπότε η χώρα αναμένεται να έχει αποπληρώσει το 75% του χρέους της προς τον ΕSM. Η Ιρλανδία εξήλθε από το πρόγραμμα με θετικό ρυθμό οικονομικής ανόδου, αλλά με δημοσιονομικό έλλειμμα, πρωτογενές και συνολικό, εντούτοις η ταχεία αποκατάσταση της αξιοπιστίας της οικονομικής της πολιτικής επέτρεψε την επάνοδο στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (βλ. Πίνακα Β).

Το πρόγραμμα της **Ισπανίας** συμφωνήθηκε τον Ιούλιο του 2012 και ήταν 18μηνιαίας διάρκειας. Ήταν ύψους 100 δισεκ. ευρώ – από τα οποία εκταμιεύθηκαν μόνο τα 41 δισεκ. ευρώ – και αφορούσε την κεφαλαιακή ενίσχυση του τραπεζικού τομέα, ο οποίος υπέστη ζημιές από την κατάρρευση της υπερτιμημένης αγοράς ακινήτων και έλαβε χρηματοδοτική βοήθεια

Πίνακας Α Βασικά χαρακτηριστικά των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν στις χώρες της ζώνης του ευρώ

	Είδος κρίσης (βασική αιτία)	Έναρξη προγράμματος	Λήξη προγράμματος	Ύψος εξωτερικής χρηματοδότησης (όφως εκταμιεύσεων) σε δισεκ. ευρώ ¹	Μεσοαθροισική διάρκεια δανείου από EFSF/ESM (έτη από 1η εκταμίευση)	Μέση διάρκεια αξιολογήσεων (μήνες) ²	Αριθμός κυβερνήσεων	Κεφάλαιαζοι περιορισμοί	Τύπος εξόδου ³	Έτη αποπληρωμών δανείων EFSF/ESM	Προσδοκώμενη αποπληρωμή του 75%
Ελλάδα	Δημοσιονομική, Ανταγωνιστικότητα	Μάιος 2010	Αύγουστος 2018 ⁴	110 (52,9+20,7) +172,6 (141,8+11,6) +86 (40,2)	30,2	6,7	5	από Ιούν. 2015		2034-2059	
Ιρλανδία	Αγοράς ακινήτων, Τραπεζική	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2013	67,5	20,8	3,0	2	Όχι	“Καθόση” (PPS χωρίς προληπτική γρεμμί)	2029-2042	2031
Ισπανία	Αγοράς ακινήτων, Τραπεζική	Ιούλιος 2012	Ιανουάριος 2014	100 (41+0)	12,5	3,6	1	Όχι	“Καθόση” (PPS χωρίς προληπτική γρεμμί)	2022-2027	
Κύπρος	Τραπεζική	Απρίλιος 2013	Μάρτιος 2016	10 (6,3+1)	14,9	4,9	1	Απρ. 2013-Απρ. 2015	“Καθόση” (PPS χωρίς προληπτική γρεμμί)	2025-2031	2029
Πορτογαλία	Ανταγωνιστικότητα, Δημοσιονομική	Μάιος 2011	Ιούνιος 2014	78 (50,3+26,0)	20,8	3,4	2	Όχι	“Καθόση” (PPS χωρίς προληπτική γρεμμί)	2025-2040	2026

Πηγές: European Commission, Post-Programme Surveillance Reports και EU financial assistance https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance_en, ESM: <https://www.esm.europa.eu/financial-assistance> και ESM (2016), “Accessing sovereign markets – The recent experiences of Ireland, Portugal, Spain and Cyprus”, <https://www.esm.europa.eu/publications/accessing-sovereign-markets-recent-experiences-ireland-portugal-spain-and-cyprus>.

1 Εγκεκλιμένο ύψος δανειοδότησης από Ευρωπαϊκή Ένωση και ΔΝΤ. Σε παρένθεση, όπου υπάρχει, το συνολικό ύψος εκταμιεύσεων μέχρι το τέλος του 2017 ως χωριστό άθροισμα μετξύ ευρωπαϊκού σκέλους και ΔΝΤ.

2 Προκύπτει από τη διάρκεια της διάρκειας σε μήνες έκτασης προγράμματος με τον αριθμό των αξιολογήσεων του ενφωτιστικού σκέλους. Στην περίπτωση της Ελλάδας, οι μήνες που προσημασμένοι είναι από το Μάιο του 2010 έως και το Φεβρουάριο του 2018, ενώ ως αξιολογήσεις συνυπολογίζονται και οι συμφωνίες για το δεύτερο και το τρίτο πρόγραμμα.

3 PPS: Post-programme surveillance (Επιπλέον μετά το πρόγραμμα).

4 Προβλεπόμενη λήξη προγράμματος με βάση τον έτος σήμαρα σχεδιασμό και τις σχετικές αποφάσεις.

μόνο από ευρωπαϊκούς μηχανισμούς. Η Ισπανία εξήλθε από το πρόγραμμα με θετικό ρυθμό οικονομικής ανόδου, αλλά με δημοσιονομικό έλλειμμα, πρωτογενές και συνολικό, λόγω της στήριξης που προσέφερε στο τραπεζικό της σύστημα. Μέχρι τα τέλη του 2017 η Ισπανία είχε πραγματοποιήσει έξι εθελοντικές πρώιμες αποπληρωμές του χρέους, μειώνοντας την υπολειπόμενη οφειλή της προς τον ESM στα 31,7 δισεκ. ευρώ.

Η κρίση της **Πορτογαλίας** υπήρξε εκείνη με τα περισσότερα κοινά χαρακτηριστικά με την ελληνική κρίση, καθώς η εν λόγω χώρα είχε επίσης πρόβλημα ανταγωνιστικότητας και ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής. Το πρόγραμμα της Πορτογαλίας, ύψους 78 δισεκ. ευρώ, με συμμετοχή ευρωπαϊκών κεφαλαίων από ΕΕ/ΕFSM και ΕFSF/ΕSM (52 δισεκ. ευρώ) και κεφαλαίων του ΔΝΤ (26 δισεκ. ευρώ), συμφωνήθηκε το Μάιο του 2011 και υλοποιήθηκε με ταχύ ρυθμό, αφού ολοκληρώθηκαν με επιτυχία 11 αξιολογήσεις σε λιγότερο από τρία έτη. Το πρόγραμμα περιείχε μέτρα για την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς και μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση της ανάπτυξης και της απασχόλησης, αλλά και μέτρα μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και συγκράτησης του δημόσιου χρέους. Το πρόγραμμα ολοκληρώθηκε πριν από τη συμβατική λήξη του και η 12η αξιολόγηση δεν ολοκληρώθηκε ποτέ, καθώς η χώρα εξήλθε από το πρόγραμμα χωρίς να εκταμιεύσει την τελευταία δόση. Η Πορτογαλία εξήλθε από το πρόγραμμα με μικρή αύξηση του ΑΕΠ (0,9% το 2014), αλλά με δημοσιονομικό έλλειμμα, πρωτογενές και συνολικό, καθώς και σημαντικό δημόσιο χρέος, 131% του ΑΕΠ. Η Πορτογαλία υπόκειται πλέον και αυτή στην “εποπτεία μετά το πρόγραμμα” από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ, χωρίς προληπτική γραμμή στήριξης. Από το 2014 έως και το 2017 συμπλήρωσε ήδη με επιτυχία 5 αξιολογήσεις στο πλαίσιο αυτής της μεταπρογραμματικής εποπτείας, η οποία θα διαρκέσει έως το 2026, οπότε η Πορτογαλία αναμένεται να έχει αποπληρώσει το 75% του χρέους της προς τον ESM.

Η εμπειρία της **Κύπρου** — η οποία βρίσκεται σε μεταπρογραμματική εποπτεία όπως και η Πορτογαλία — έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την Ελλάδα, καθώς κατά το χρόνο εξόδου από το πρόγραμμά της είχε υψηλό δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων (παρόμοιο με αυτόν της Ελλάδος) και αρνητικό ρυθμό πιστωτικής επέκτασης. Επίσης, η πιστοληπτική διαβάθμιση της Κύπρου, παρότι υψηλότερη από εκείνη της Ελλάδος, ήταν, και παραμένει, κάτω από την επενδυτική βαθμίδα. Ωστόσο, το δημόσιο χρέος της Κύπρου είναι σαφώς χαμηλότερο, ως ποσοστό του ΑΕΠ, από αυτό της Ελλάδος. Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Κύπρου, συνολικής χρηματοδοτικής βοήθειας 10 δισεκ. ευρώ (9 δισεκ. ευρώ από τον ESM και 1 δισεκ. ευρώ από το ΔΝΤ), το οποίο αντιστοιχούσε σε 55% περίπου του κυπριακού ΑΕΠ, συμφωνήθηκε μετά από μακρές διαπραγματεύσεις τον Απρίλιο του 2013. Οι στόχοι του προγράμματος αφορούσαν: α) την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο κυπριακό τραπεζικό σύστημα μέσω της αναδιάρθρωσης και αναδιοργάνωσής του, καθώς και του εκσυγχρονισμού του πλαισίου πτώχευσης και κατασχέσεων, β) τη δημοσιονομική εξυγίανση και τη διόρθωση του υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος,³ γ) τη βελτίωση της λειτουργίας του δημόσιου τομέα και δ) την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, όπως οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας και στην αγορά υπηρεσιών.

Το πρόγραμμα της Κύπρου τερατίστηκε στις αρχές Μαρτίου του 2016, χωρίς να υπάρξει διάδοχο πρόγραμμα. Ωστόσο, η Ευρωομάδα (Eurogroup)⁴ και το ΔΝΤ⁵ κάλεσαν την Κύπρο να συνεχίσει τη μεταρρυθμιστική της προσπάθεια για τη μείωση του ύψους των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs), τη μεταρρύθμιση της δημόσιας διοίκησης, την εφαρ-

3 Η Κύπρος εξήλθε από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος τον Ιούνιο του 2016.

4 Eurogroup Statement on Cyprus, 7.3.2016 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/03/07/eurogroup-statement-cyprus/pdf>).

5 Press Release No.16/94: Statement by IMF Managing Director Christine Lagarde on Cyprus, 7.3.2016 (<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr1694>).

Πίνακας Β Μακροοικονομικά και χρηματοπιστωτικά μεγέθη κατά την περίοδο εξόδου

	Κατά το έτος εξόδου από το πρόγραμμα:							
	Πραγματικό ΑΕΠ (% μεταβολή)	Πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	Δημόσιο χρέος γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	Ύψος NPLs ως % του συνόλου των δανείων	Απόδοση και διαφορά 10ετούς κρατικού ομολόγου*	Πιστοληπτικές διαβαθμίσεις 6 μήνες πριν την έξοδο από το πρόγραμμα
Ελλάδα	2,5	3,9	0,9	178,0	0,4	44,6% ¹ γ' τριμ. 2017	Φεβ. '18 4,11% 336 μ.β.	Moody's Caa2, S&P B, Fitch B-
Ιρλανδία	1,6	-1,8	-6,1	119,4	2,1	25,7% δ' τριμ. 2013	Ιούν. '13 4,13% 240 μ.β.	Moody's Ba1, S&P BBB+, Fitch BBB+
Ισπανία	1,4	-2,5	-6,0	100,4	1,0	9,4% δ' τριμ. 2013	Ιουλ. '13 4,66% 299 μ.β.	Moody's Baa3, S&P BBB-, Fitch BBB
Κύπρος	3,0	3,0	0,5	107,1	-4,9	48,5% α' τριμ. 2016	Νοέμ. '15 4,02% 345 μ.β.	Moody's B3, S&P BB-, Fitch B-
Πορτογαλία	0,9	-2,3	-7,2	130,6	-0,3	11,6% β' τριμ. 2014	Δεκ. '13 6,04% 410 μ.β.	Moody's Ba3, S&P BB, Fitch BB+

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2017*, Νοέμβριος 2017, και Economic Adjustment Programme Reviews των κρατών, IMF, Financial Soundness Indicators, European Banking Authority, Risk Dashboard, και Τράπεζα της Ελλάδος.

* Διαφορά αποδόσεων σε μονάδες βάσης (μ.β.) έναντι γερμανικού ομολόγου περίπου έξι μήνες πριν την έξοδο από το πρόγραμμα.

¹ Τα στοιχεία για την Ελλάδα αφορούν τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα.

μογή του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Σημαντικό ρόλο στην ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα και την επιτυχή πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές έπαιξαν αφενός η καλή προετοιμασία και η υλοποίηση στρατηγικής σταδιακής και δοκιμαστικής εξόδου στις αγορές και αφετέρου η δημιουργία αποθέματος ρευστών διαθεσίμων σε ικανό ύψος για την αποφυγή πιέσεων σε πιθανές περιόδους μεταβλητότητας στις κεφαλαιαγορές, ιδίως σε μια χώρα όπως η Κύπρος με αξιολόγηση κάτω του επενδυτικού ορίου.

Η Κύπρος είχε αποκλειστεί από τις αγορές ήδη από τον Ιούλιο του 2011 και η πρώτη απόπειρα για πρόσβαση στις αγορές έγινε μόλις ένα χρόνο μετά την έναρξη του προγράμματος

μέσω μίας μικρής έκδοσης εξαετών ομολόγων με ιδιωτική τοποθέτηση. Με βάση τη θετική πορεία των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών, σε συνδυασμό με την πιστή εφαρμογή των δεσμεύσεων του προγράμματος και την έγκαιρη ολοκλήρωση των αξιολογήσεων, η Κύπρος πραγματοποίησε, το 2014 και το 2015, κοινοπρακτικές εκδόσεις πενταετούς, επταετούς και δεκαετούς διάρκειας, ενώ τον Ιούλιο του 2016, λίγους μόνο μήνες αφότου εξήλθε από το πρόγραμμα, προσέβη σε μία περαιτέρω έκδοση επταετούς ομολόγου. Αξίζει να σημειωθεί ότι μετά την έξοδο από το πρόγραμμα, δεδομένου ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση της Κύπρου ήταν κάτω του αποδεκτού ορίου της ΕΚΤ, τα κυπριακά ομόλογα δεν ήταν επιλέξιμα για το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα της ΕΚΤ ούτε ως

εξασφαλίσεις για τις τακτικές πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.⁶ Τέλος, τον Απρίλιο του 2015 (δηλ. ένα περίπου χρόνο πριν από τη λήξη του προγράμματος) υπήρξε πλήρης άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

3 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΓΙΑ ΟΜΑΛΗ ΕΞΟΔΟ ΑΠΟ ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΚΑΙ ΕΙΣΟΔΟ ΣΤΗ ΝΕΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΑΝΟΝΙΚΟΤΗΤΑ

Η ομαλή έξοδος από το πρόγραμμα και η επιτυχής πορεία της Ελλάδος στη νέα ευρωπαϊκή κανονικότητα απαιτούν τη διασφάλιση των επιτευγμάτων της δημοσιονομικής προσαρμογής και τη διαφύλαξη και συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, αλλά και την οικονομική στήριξη από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα και τις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ εφόσον αυτό καταστεί αναγκαίο. Το επίθετο “νέα” υποδηλώνει ότι το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και ιδιαίτερα της ζώνης του ευρώ, έχει ενισχυθεί μετά την κρίση, ενώ είναι υπό εξέταση προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με “Περαιτέρω μέτρα για την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης της Ευρώπης – Χάρτης πορείας”. Αυτές οι προτάσεις προβλέπουν αυξημένες αρμοδιότητες για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας και ευρωπαϊκή χρηματοδότηση για την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, προοπτική η οποία ενδιαφέρει άμεσα την Ελλάδα.

Η πλήρης εφαρμογή του προγράμματος είναι απαραίτητη σε κάθε περίπτωση

Στην προηγούμενη ενότητα διαπιστώθηκε ότι το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος είναι η κύρια διαφορά, όσον αφορά πιθανές επιπτώσεις στην ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα,⁷ μεταξύ της ελληνικής οικονομίας και των οικονομιών της Πορτογαλίας και της Κύπρου. Το στοιχείο αυτό είναι σημαντικό, αλλά δεν αλλάζει ουσιαδώς τη στρατηγική της Ελλάδος για έξοδο από το πρόγραμμα. Σε επίπεδο τακτικής όμως, απαιτεί ετοιμότητα προσαρμογών ανάλογα με τις εξελίξεις.

Το σημαντικότερο δίδαγμα από την εμπειρία των άλλων χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ, αλλά και την εμπειρία από ανάλογα προγράμματα σε χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, όπως π.χ. στη Λεττονία (η οποία δεν ήταν ακόμη μέλος της ζώνης του ευρώ), είναι ότι η πλήρης εφαρμογή και ο υψηλός βαθμός οικειοποίησης του προγράμματος – η ταχεία υλοποίηση είναι ένας ασφαλής δείκτης οικειοποίησης – προσδίδουν αξιοπιστία στην οικονομική πολιτική, η οποία είναι κρίσιμη σημασίας παράγοντας τόσο για την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα, ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδος όπου υπάρχει η πρόσθετη δυσκολία του πολύ υψηλού δημόσιου χρέους, όσο και για την επιτυχή πορεία μετά την έξοδο από αυτό. Η ευνοϊκή επίδραση της αξιοπιστίας καταδεικνύεται από την πορεία της Πορτογαλίας και της Κύπρου, αλλά και άλλων χωρών-μελών εντός και εκτός της ζώνης του ευρώ.

Σύμφωνα με τις αξιολογήσεις των θεσμών και τις πολιτικές αποφάσεις του Eurogroup, με πλέον πρόσφατη αυτή της 22.1.2018, η Ελλάδα έχει τηρήσει τις δεσμεύσεις της στο πλαίσιο του προγράμματος. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι ουδέποτε υπήρξε υψηλός ο βαθμός οικειοποίησης των προγραμμάτων από τις ελληνικές αρχές. Είναι προφανές ότι αυτό θα πρέπει να αλλάξει, διότι καθορίζει, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα και την πορεία μετά από αυτό. Ο καλύτερος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό είναι να ενταχθούν οι στόχοι του προγράμματος – οι δημοσιονομικοί αλλά και αυτοί που αφορούν τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις – σε ένα ευρύτερο εθνικό πρόγραμμα διατηρησιμής ανάπτυξης. Σημειώνεται ότι το Eurogroup, στις 22.1.2018, κάλεσε τις ελληνικές αρχές να ολοκληρώσουν, σε συνεργασία με τους θεσμούς, μια φιλόδοξη και συνολική

⁶ Κατά την έξοδο της από το πρόγραμμα, η Κυπριακή Δημοκρατία απείχε 3 ή 4 βαθμίδες (ανάλογα με τον οίκο αξιολόγησης) από το επενδυτικό όριο (investment grade), ενώ στο τέλος του 2017 απείχε 1 ή 3 βαθμίδες αντίστοιχα.

⁷ Φυσικά υπάρχουν και άλλες διαφορές, όπως το πολύ υψηλό ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα (21,8% το 2017) σε σχέση με εκείνο της Κύπρου (11,0%) ή της Πορτογαλίας (9,2%). Ωστόσο, εδώ εξετάζονται οι σημαντικές διαφορές με πιθανές επιπτώσεις στην ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα.

αναπτυξιακή στρατηγική αρκετά πριν από το τέλος του προγράμματος.

Η δοκιμαστική πρόσβαση στις αγορές και η δημιουργία ικανού αποθέματος ρευστότητας έχουν αποδείξει τη χρησιμότητά τους

Η δοκιμαστική πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές πριν από τη λήξη του προγράμματος, σε χρονικό σημείο όπου η θετική πορεία του προγράμματος και η ανάπτυξη της οικονομίας έχουν αποκτήσει αρκετά ισχυρές βάσεις, έχει αποδειχθεί χρήσιμη τόσο στην Πορτογαλία όσο και στην Κύπρο (βλ. ενότητα 2), καθώς δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης στις προοπτικές της οικονομίας και προετοιμάζει το έδαφος για την έξοδο από το πρόγραμμα.

Η πρώτη δοκιμαστική έξοδος στις αγορές μετά την επιτυχημένη του Απριλίου του 2014 πραγματοποιήθηκε επιτυχώς από την Ελλάδα τον Ιούλιο του 2017 με την έκδοση 5ετούς ομολόγου, ευθύς μετά την κατάληξη της δεύτερης αξιολόγησης, ενώ το Νοέμβριο του ίδιου έτους πραγματοποιήθηκε ανταλλαγή ομολόγων ύψους 25,8 δισεκ. ευρώ προκειμένου να βελτιωθεί η ρευστότητα της αγοράς τίτλων του Δημοσίου. Στη συνέχεια, με την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, πραγματοποιήθηκε μία ακόμη επιτυχής έξοδος με την έκδοση 7ετούς ομολόγου, που είχε ως στόχο τη δημιουργία ρευστών διαθεσίμων για την εξυπηρέτηση των δανειακών αναγκών. Οι επιτυχείς εξοδοί στις αγορές συνέβαλαν και στην αναβάθμιση των οικονομικών προοπτικών και της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Ελλάδος από τους οίκους αξιολόγησης, η οποία όμως παραμένει κάτω από την επενδυτική βαθμίδα.

Η μέθοδος της δημιουργίας ικανού αποθέματος ρευστότητας ώστε να αποφευχθεί η προσφυγή στις αγορές σε περιόδους αστάθειας και αυξημένου κόστους αναχρηματοδότησης χρησιμοποιήθηκε με επιτυχία από την Πορτογαλία, την Ιρλανδία και την Κύπρο εν όψει της εξόδου από τα προγράμματά τους και έχει ήδη δρομολογηθεί από την Ελλάδα σε συμφωνία με τους θεσμούς με τις επιτυχείς εξόδους στις αγορές.

Στην από 15.6.2017 απόφαση του Eurogroup για την Ελλάδα αναφέρεται ότι, εν όψει του τερματισμού του τρέχοντος προγράμματος τον Αύγουστο του 2018, το Eurogroup δεσμεύεται να παράσχει στήριξη στην Ελλάδα για την επιστροφή της στις αγορές και ότι οι μελλοντικές εκταμιεύσεις θα πρέπει να καλύπτουν όχι μόνο την ανάγκη αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων και των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, αλλά και την περαιτέρω δημιουργία αποθεμάτων ρευστότητας για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και τη διευκόλυνση της πρόσβασης στις αγορές. Σημειώνεται ότι στην Έκθεση Συμμόρφωσης που αφορά την τρίτη αξιολόγηση προβλέπεται, μέσω των εκταμιεύσεων στο πλαίσιο του προγράμματος, η δημιουργία ενός ταμειακού αποθέματος ύψους 10,2 δισεκ. ευρώ που θα διευκολύνει την πρόσβαση της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων μετά το τέλος του προγράμματος. Το ποσό αυτό εκτιμάται ότι καλύπτει τις χρηματοδοτικές ανάγκες για λιγότερο από 10 μήνες μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018, ενώ αναμένεται να αυξηθεί μέσω των πρόσφατων και μελλοντικών εκδόσεων ομολόγων ή των εισπράξεων από ιδιωτικοποιήσεις κατόπιν της επιτάχυνσης του σχετικού προγράμματος.

Η δέσμευση για την ελάφρυνση του ελληνικού δημόσιου χρέους είναι σημαντική

Σύμφωνα με την εκτίμηση διεθνών οργανισμών και άλλων αναλυτών, το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αποτελεί σημαντικό παράγοντα αβεβαιότητας για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, επηρεάζει δυσμενώς την αξιολόγηση της χώρας από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης και δυσχεραίνει την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα. Είναι κατά συνέπεια εύλογο ότι η διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους αποτελεί επιδίωξη υψηλής προτεραιότητας για την Ελλάδα, την οποία συμμαρρίζονται τόσο οι Ευρωπαίοι εταίροι όσο και το ΔΝΤ.

Ορισμένα μέτρα ελάφρυνσης του ελληνικού δημόσιου χρέους έχουν ήδη ληφθεί. Το Euro-

group ενέκρινε, ήδη από το Μάιο του 2016, σειρά βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, τα οποία σχεδιάστηκαν και άρχισαν να εφαρμόζονται από τον ESM από την αρχή του 2017 και ολοκληρώθηκαν προς το τέλος του έτους. Ο ESM υπολογίζει ότι το σύνολο των βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του ελληνικού δημόσιου χρέους θα μειώσει το λόγο χρέους προς ΑΕΠ κατά περίπου 25 ποσοστιαίες μονάδες έως το 2060 και τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες κατά περίπου 6 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.⁸

Είναι όμως κρίσιμης σημασίας η έγκαιρη αποσαφήνιση των μεσοπρόθεσμων μέτρων

Η υλοποίηση των βραχυπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του χρέους θεωρείται, ιδιαίτερα από το ΔΝΤ αλλά και από ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα,⁹ αναγκαία – αν και όχι ικανή – συνθήκη για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους. Ωστόσο, ως προς τα αναγκαία μεσοπρόθεσμα μέτρα ώστε να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους έχουν διατυπωθεί διαφορετικές εκτιμήσεις μεταξύ του ΔΝΤ και των Ευρωπαϊκών εταιρών στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, τις οποίες πρέπει να γεφυρώσουν πριν από τη λήξη του προγράμματος.

Το Eurogroup ανακοίνωσε, τον Ιούνιο του 2017, ότι μία μεσοπρόθεσμη δέσμη μέτρων για το χρέος θα εφαρμοστεί στο τέλος του προγράμματος, στο βαθμό που αυτό είναι αναγκαίο και μετά από τη σύνταξη μιας νέας μελέτης βιωσιμότητας του χρέους. Με πρόσφατη απόφασή του, ξεκίνησε ήδη σε τεχνικό επίπεδο η συζήτηση για την εξειδίκευση των μεσοπρόθεσμων μέτρων.

Είναι κρίσιμης σημασίας για την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα να ανακοινωθούν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα το συντομότερο δυνατόν και πριν από τη λήξη του και εκτιμάται ότι αυτό είναι εφικτό: τα δημοσιονομικά μεγέθη για το 2017 θα είναι γνωστά εντός του Απριλίου του 2018, με την επίσημη ανακοίνωση της Eurostat, ενώ ενδείξεις για την πορεία της οικονομίας θα είναι διαθέσιμες στο διάστημα

Απριλίου-Ιουνίου. Είναι κατά συνέπεια ευκαίριο να επιδιωχθεί η δημοσιοποίηση της έκθεσης βιωσιμότητας του χρέους και των πιθανών μεσοπρόθεσμων μέτρων στο διάστημα Απριλίου-Ιουνίου του 2018, ώστε να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών και να δρομολογηθεί η ομαλή έξοδος από το πρόγραμμα. Το Eurogroup, στις 22.1.2018, κάλεσε τους θεσμούς να λάβουν υπόψη, στην ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους, την αναπτυξιακή στρατηγική η οποία διαμορφώνεται από τις ελληνικές αρχές με τη συνεργασία των θεσμών.

Εποπτεία μετά το πρόγραμμα

Όπως αναφέρεται στην πρώτη ενότητα, οι ευρωπαϊκοί κανόνες προβλέπουν εποπτεία της οικονομικής πολιτικής των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ τα οποία εξέρχονται από πρόγραμμα. Προβλέπεται επίσης η δυνατότητα προληπτικής πιστωτικής γραμμής, η οποία συνοδεύεται από οικονομικό πρόγραμμα, εάν οι συνθήκες το απαιτούν και εάν ζητηθεί από χώρα-μέλος. Πέραν των διατάξεων αυτών που είναι ήδη σε ισχύ, έχουν προταθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αλλαγές στην οικονομική διακυβέρνηση της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αφορούν ζητήματα που μπορούν να επηρεάσουν τη φύση της εποπτείας της ελληνικής οικονομίας μετά το πρόγραμμα και θα συζητηθούν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το πρώτο εξάμηνο του 2018. Τα ζητήματα αυτά αφορούν τον αυξημένο ρόλο του ESM και τη δυνατότητα χρηματοδότησης για την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Προληπτικό πρόγραμμα στήριξης

Ένα ενδεχόμενο “προληπτικό πρόγραμμα στήριξης”, συμπληρωματικά με τη δοκιμαστική έξοδο στις αγορές και τη δημιουργία ενός ασφαλούς αποθέματος ρευστότητας, θα

⁸ “Explainer on ESM short-term debt relief measures for Greece”, ESM press release, 4.12.2017.

⁹ Βλ. IMF, Greece – Request for stand-by arrangement, 7 July 2017, και European Commission, Compliance Report – The third economic adjustment programme for Greece, second review, June 2017.

έχει ως αποτέλεσμα να διασφαλιστεί ότι η οικονομική πολιτική θα παραμείνει συνετή και θα είναι υποστηρικτικό για την ελληνική οικονομία μειώνοντας το κόστος δανεισμού, ενώ επιπλέον θα βοηθήσει ώστε να μην απολεσθεί η δυνατότητα των ελληνικών ομολόγων να χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και ενδεχομένως να συμμετέχουν στις αγορές ομολόγων της ΕΚΤ στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης είτε στην κανονική του διάρκεια είτε στη διάρκεια της επανεπένδυσης σε νέους τίτλους. Σημειώνεται ότι τα ελληνικά ομόλογα γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις για την πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, παρότι δεν έχουν την απαιτούμενη πιστοληπτική διαβάθμιση, επειδή η Ελλάδα υλοποιεί πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής και για το λόγο αυτό η ΕΚΤ έχει δεχθεί παρέκκλιση (waiver) από τις ελάχιστες απαιτήσεις πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Το ενδεχόμενο χρήσης της προληπτικής πιστωτικής γραμμής η οποία συνοδεύεται από πρόγραμμα θα πρέπει να εξεταστεί ως μία δυνατότητα που παρέχεται από τους μηχανισμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της ευρωζώνης ώστε να διευκολυνθεί η σταδιακή μετάβαση στη μετά το πρόγραμμα κανονικότητα, στην περίπτωση που υφίσταται υψηλός βαθμός αβεβαιότητας συνδεδεμένος είτε με ενδογενείς παράγοντες (π.χ. κίνδυνοι που σχετίζονται με την εφαρμογή του προγράμματος ή την κατάσταση στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα) είτε με εξωγενείς παράγοντες εκτός του ελέγχου των ελληνικών αρχών.

Εκ των πραγμάτων, ενδεχόμενη ένταξη σε προληπτικό πρόγραμμα στήριξης δεν μπορεί παρά να είναι μια προσωρινή κατάσταση, καθώς η πιστωτική γραμμή στήριξης είναι ετήσιας διάρκειας και μπορεί να ανανεωθεί μόνο για δύο περαιτέρω εξάμηνα. Αυτό το διάστημα θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την ουσιαστική βελτίωση των επιδόσεων της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Αυξημένος ρόλος για τον ESM και προοπτική ευρωπαϊκής χρηματοδότησης για την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων

Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας υπήρξε μία από τις πλέον επιτυχείς μεταρρυθμίσεις της νέας αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ μετά την κρίση. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε πρόσφατα¹⁰ έναν αυξημένο ρόλο του ESM στη διαχείριση των κρίσεων – τη μετατροπή του σε ένα είδος Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου – ο οποίος θα επεκταθεί και στη λειτουργία του ως μηχανισμού ασφαλείας (backstop) σε περίπτωση τραπεζικών κρίσεων σε χώρες-μέλη της ευρωζώνης. Προτείνεται επίσης η ενσωμάτωσή του στο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, καθώς ο ESM έχει τώρα τη νομική μορφή διεθνούς συνθήκης (διακυβερνητικής συμφωνίας μεταξύ των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ).

Ανεξάρτητα από τις αποφάσεις για το μελλοντικό του ρόλο, ο ESM έχει ήδη σημαντικό ρόλο σε προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής, ο οποίος θα μπορούσε να επεκταθεί εντός του υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου ή, εάν απαιτηθεί, εντός ενός τροποποιημένου πλαισίου. Σημειώνεται ότι ο ESM συνέβαλε σημαντικά ώστε η ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους να εστιαστεί στις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες και όχι τόσο στο ύψος του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Θα ήταν επομένως εύλογο να αναλάβει ο ESM την ευθύνη για τη σύνταξη της μελέτης βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους,¹¹ καθώς είναι ο οργανισμός ο οποίος χορηγεί τα δανειακά κεφάλαια. Μια τέτοια εξέλιξη θα διευκόλυνε την επίλυση του προβλήματος των διαφορετικών προσεγγίσεων των θεσμών όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους.

Ο ρόλος του ESM θα μπορούσε επίσης να είναι χρήσιμος και όσον αφορά τους όρους

¹⁰ “Completing Europe’s Economic and Monetary Union – A European Monetary Fund”, European Commission, 6.12.2017.

¹¹ Ενδεχομένως σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία έχει τώρα αυτή την ευθύνη (σε συνεργασία με την ΕΚΤ) σύμφωνα με τον Κανονισμό 472/2013.

στήριξης της ελληνικής οικονομίας μετά την έξοδο από το πρόγραμμα, με βάση τα εξής δεδομένα: α) ένα σημαντικό ύψος κεφαλαίων θα παραμείνει αδιάθετο από το συνολικό ποσό των 86 δισεκ. ευρώ τα οποία είχαν προβλεφθεί αρχικά (μεταξύ άλλων και λόγω της μικρότερης ανάγκης κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών) και θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως ένα είδος αποθέματος ρευστότητας, β) τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ήδη συμφωνηθεί και ψηφιστεί για το 2019 και το 2020 θα μπορούσαν να αποτελέσουν τη βάση των δεσμεύσεων της χώρας για την προσεχή διετία, ώστε να διασφαλιστεί, χωρίς νέα μέτρα, η οικονομική στήριξη των θεσμικών οργάνων της ΕΕ προς την ελληνική οικονομία για την κρίσιμη πρώτη περίοδο μετά την έξοδο από το πρόγραμμα, εάν για τη στήριξη αυτή προβλέπονται νέα μέτρα πολιτικής, και γ) οι κατευθυντήριες γραμμές για τους όρους εφαρμογής της προληπτικής πιστωτικής γραμμής αποτελούν απόφαση του ESM και μπορούν να τροποποιηθούν, εάν οι συνθήκες το απαιτούν, από τον ίδιο τον ESM (χωρίς μεταβολή της νομοθεσίας).¹²

Οι πρόσφατες προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής – ως μέρος της κατάρτισης του πολυετούς χρηματοδοτικού πλαισίου μετά το 2020 – για τη δυνατότητα χρηματοδότησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των κρατών-μελών μέσω των ευρωπαϊκών ταμείων¹³ αποτελούν ακόμη ένα στοιχείο το οποίο μπορεί να αξιοποιηθεί όσον αφορά τη μετά το πρόγραμμα στήριξη της ελληνικής οικονομίας. Αυτό γίνεται περισσότερο πιθανό καθώς η Επιτροπή προτείνει να διπλασιαστούν οι πόροι του υπάρχοντος μηχανισμού χρηματοδότησης και τεχνικής στήριξης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την περίοδο 2018-2020 και να γίνει στο διάστημα αυτό πιλοτική εφαρμογή του σχεδίου που αφορά τη μετά το 2020 περίοδο.

Τα παραπάνω στοιχεία δείχνουν ότι η Ελλάδα διαθέτει ορισμένα πλεονεκτήματα τα οποία μπορούν να αξιοποιηθούν, σε πνεύμα συνεργασίας με τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα αλλά και με το ΔΝΤ,¹⁴ στην προσπάθεια εξεύ-

ρευσης της άριστης λύσης για έξοδο από το πρόγραμμα και για τη στήριξη της ελληνικής οικονομίας στη μετά το πρόγραμμα εποχή.

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με βάση και την εμπειρία άλλων χωρών-μελών, συμπεραίνεται ότι η πιστή τήρηση του προγράμματος και η επακόλουθη ενίσχυση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής είναι η καλύτερη εγγύηση για την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα και την επιτυχή πορεία μετά από αυτό. Ωστόσο, η υλοποίηση του προγράμματος θα πρέπει να συμπληρωθεί από μια εθνική οικονομική πολιτική για βιώσιμη ανάπτυξη και στήριξη της απασχόλησης μεσοπρόθεσμα με την κινητοποίηση όλων των ευρωπαϊκών και άλλων μηχανισμών και κεφαλαίων.

Η αναφορά του Eurogroup, στις 22.1.2018, στην ιδιαίτερη σημασία μιας φιλόδοξης και συνολικής αναπτυξιακής στρατηγικής με ισχυρή οικειοποίηση από τις ελληνικές αρχές και η διπλή πρόσκληση, αφενός προς τις ελληνικές αρχές να ολοκληρώσουν μια τέτοια στρατηγική, σε συνεργασία με τους θεσμούς, αρκετά πριν το τέλος του προγράμματος του ESM και αφετέρου προς τους θεσμούς να λάβουν υπόψη τους μια τέτοια αναπτυξιακή στρατηγική στην ανάλυσή τους για τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους, παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα, τα οποία θα πρέπει να αξιοποιηθούν σε συνδυασμό με άλλα μέσα πολιτικής. Αποτελεί η πρόσκληση αυτή του Eurogroup μια ισχυρή βάση για την κατάρτιση ενός ελληνικού αναπτυξιακού προγράμματος με μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, το οποίο θα μπορούσε να ενσωματώσει τόσο τις δεσμεύσεις των Ευρωπαϊκών εταίρων για την περαιτέρω ελά-

¹² Ο ESM θα μπορούσε να δημιουργήσει και τρίτη μορφή προληπτικής στήριξης, αν αυτό χρειαστεί.

¹³ “Completing Europe’s Economic and Monetary Union – Supporting Structural Reforms”, European Commission, 6.12.2017.

¹⁴ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, παρότι οι θέσεις του ΔΝΤ δεν συμπίπτουν πάντοτε με αυτές των ευρωπαϊκών θεσμών ή και των ελληνικών αρχών, η συμβολή του ΔΝΤ στη σύγκλιση των απόψεων όσον αφορά το ύψος του πρωτογενούς πλεονάσματος μετά το 2022 σε επίπεδα πλησιέστερα προς το 2% υπήρξε σημαντική (το ΔΝΤ υποστηρίζει ότι το ύψος αυτό πρέπει να μην υπερβαίνει το 1,5% του ΑΕΠ).

φρυνση του ελληνικού δημόσιου χρέους όσο και τις δεσμεύσεις της Ελλάδος όσον αφορά τη συνέχιση συνετής δημοσιονομικής πολιτικής και των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επιπλέον, ένα τέτοιο αναπτυξιακό πρόγραμμα θα μπορούσε να περιλάβει τα στοιχεία εκείνα τα οποία θεωρεί απαραίτητα η ΕΚΤ για τη διατήρηση του *waliver* για τα ελληνικά ομόλογα μέχρι να ανακτήσει η Ελλάδα επενδυτική πιστοληπτική διαβάθμιση.

Σε πιο τεχνικό επίπεδο, η δοκιμαστική πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές πριν από τη λήξη του προγράμματος και η δημιουργία ικανού αποθέματος ρευστότητας, βάσει και της απόφασης του Eurogroup (15.6.2017), ώστε να αποφευχθεί η προσφυγή στις αγορές σε περιόδους αστάθειας έχουν αποδείξει τη χρησιμότητά τους σε άλλα κράτη-μέλη τα οποία εξήλθαν επιτυχώς από πρόγραμμα. Σημειώνεται ότι, στην Έκθεση Συμμόρφωσης της τρίτης αξιολόγησης, ποσό ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ – από το συνολικό ποσό των 6,7 δισεκ. ευρώ που συνδέεται με την τρίτη αξιολόγηση – θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για τη δημιουργία του προαναφερθέντος αποθέματος ρευστότητας.

Η ανακοίνωση και υλοποίηση των βραχυπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του ελληνικού δημόσιου χρέους εκτιμάται ως αναγκαίο και αρκετά σημαντικό πρώτο βήμα, αλλά όχι επαρκές για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους. Είναι απαραίτητη, κατά συνέπεια, η συμπλήρωσή τους με μεσοπρόθεσμα μέτρα, το περίγραμμα των οποίων έχει ήδη ανακοινωθεί από το Eurogroup και τα οποία θα πρέπει να αποσαφηνιστούν εγκαίρως ώστε να δημιουργήσουν ένα πλαίσιο σταθερότητας για την ελληνική οικονομία σε έναν ευρύ χρονικό ορίζοντα. Οι προτάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για ελάφρυνση του χρέους και διασφάλιση της βιωσιμότητάς του χωρίς υπέρμετρη επιβάρυνση των εταίρων της χώρας είναι συμβατές με το περίγραμμα των μεσοπρόθεσμων μέτρων του Eurogroup και θα μπορούσαν να αποτελέσουν τη βάση μιας συμφωνίας για το ζήτημα αυτό.

Το ενδεχόμενο προσφυγής σε προληπτικό πρόγραμμα στήριξης, εάν οι συνθήκες συνεχιστούν, δεν θα πρέπει να δραματοποιείται, καθώς οι ευρωπαϊκοί μηχανισμοί δημιουργήθηκαν για να χρησιμοποιούνται όταν υπάρχει ανάγκη. Η ύπαρξη ενός τέτοιου προληπτικού πλαισίου στήριξης εκτιμάται ότι μπορεί να δράσει υποστηρικτικά για την ελληνική οικονομία μειώνοντας το κόστος δανεισμού, καθώς θα παρέχει ασφάλεια σχετικά με την πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζών σε χρηματοδότηση μετά τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018. Θα πρέπει ωστόσο να είναι σαφές ότι ενδεχόμενη ένταξη σε προληπτικό πρόγραμμα στήριξης δεν μπορεί παρά να είναι μια προσωρινή λύση και ο χρόνος διάρκειάς του θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την ουσιαστική βελτίωση των επιδόσεων της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την εξάλειψη των παραγόντων που επέβαλαν την ένταξη σε αυτό.

Η Ελλάδα έχει σημειώσει μεγάλη πρόοδο όσον αφορά τη μακροοικονομική και δημοσιονομική προσαρμογή και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου V), έχει εισέλθει σε φάση ανάπτυξης της οικονομίας της και έχει τη στήριξη των εταίρων της, αλλά και την εμπιστοσύνη των αγορών, όπως αυτή αντανακλάται στις ήδη επιτυχημένες εξόδους στις αγορές και στη σημαντική υποχώρηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Κατά συνέπεια, διαθέτει μια ισχυρή βάση για να διαχειριστεί την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα και μια επιτυχή πορεία στη νέα ευρωπαϊκή κανονικότητα. Επιπλέον, οι πρόσφατες προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ενίσχυση των μηχανισμών χρηματοδότησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων διευκολύνουν το σχεδιασμό της ομαλής εξόδου από το πρόγραμμα και τη στήριξη της ελληνικής οικονομίας στη συνέχεια. Σε κάθε περίπτωση, η επίτευξη των στόχων αυτών θα πρέπει να επιδιωχθεί σε πνεύμα συνεργασίας με τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα, τα οποία διαθέτουν τους μηχανισμούς και την εμπειρία για την εξεύρεση της άριστης λύσης.

IV ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η ενιαία νομισματική πολιτική επέφερε αξιοσημείωτη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ, τροφοδοτώντας έτσι την οικονομική ανάκαμψη, η οποία συνεχίζεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς. Όμως, ο ρυθμός πληθωρισμού, στον επηρεασμό του οποίου στοχεύουν οι ενέργειες του Ευρωσυστήματος, δεν έχει πλησιάσει ακόμη επίπεδα λίγο κάτω του 2%, κυρίως επειδή οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν πολύ χαμηλές, ιδίως μάλιστα αν ληφθεί υπόψη η επιτενχθείσα σημαντική αύξηση της απασχόλησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι, προκειμένου ο πληθωρισμός να κατευθυνθεί προς τα επιθυμητά επίπεδα, επιβάλλεται η νομισματική πολιτική να παραμείνει εξαιρετικά διευκολυντική. Μάλιστα, σύμφωνα με τις ενδείξεις που παρέχει το Ευρωσύστημα σχετικά με την πιθανή μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, δεν αποκλείονται περαιτέρω προσαρμογές στις παραμέτρους του προγράμματος αγοράς τίτλων στην περίπτωση που θα χειροτερεύσουν οι προοπτικές για προσέγγιση των στοχευόμενων ρυθμών πληθωρισμού.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η ενιαία νομισματική πολιτική διατηρεί από καιρό πολύ διευκολυντική κατεύθυνση. Εντούτοις, ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ δεν κινείται ακόμη στα επιθυμητά επίπεδα λίγο κάτω του 2%, δεν έχει δηλαδή αποκατασταθεί η σταθερότητα των τιμών, η εδραίωση της οποίας αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος. Από τα τέλη του α' εξαμήνου του 2014 η ενιαία νομισματική πολιτική βασίστηκε σε νέα μέσα, τα οποία επέφεραν σημαντική περιστολή του κόστους χρηματοδότησης και βελτίωση των λοιπών μη επιτοκιακών όρων δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα και γενικότερα διεύρυνση της διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων (βλ. Πλαίσιο IV.1). Η ενιαία νομισματική πολιτική συνέβαλε επίσης σε περιορισμό του κόστους άντλησης κεφαλαίων εκ μέρους των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στήριξε την οικονομική ανάκαμψη, η οποία θεωρείται πλέον ισχυρή και έχει διαδοθεί σε όλα τα κράτη-μέλη και στην πλειονότητα των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Παρά ταύτα, ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε υποτονικός. Μάλιστα, ειδικοί παράγοντες συνέβαλαν πρόσφατα σε μερική αντιστροφή της επιτάχυνσης που είχε καταγραφεί κατά τους προηγούμενους μήνες.

Η ανωτέρω εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στο ότι οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν πολύ χαμηλές, παρά τη σημαντική άνοδο της απασχόλησης στη Νομισματική Ένωση, για διάφορους λόγους που αναλύονται στην ενότητα 2. Πάντως, η ΕΚΤ εκτιμά ότι η επίδραση των παραγόντων οι οποίοι συνδέονται με τη λειτουργία της αγοράς εργασίας και ασκούν καθοδική πίεση στον πληθωρισμό θα μετριαστεί με το πέρασμα του χρόνου και μάλιστα καθώς η ανάκαμψη θα διευρύνεται περαιτέρω – π.χ. η επιτάχυνση του καταγραφόμενου ρυθμού πληθωρισμού το 2017 θα μεταφραστεί μηχανικά λόγω της τιμαριθμοποίησης σε μεγαλύτερες μισθολογικές αυξήσεις, οι οποίες με τη σειρά τους θα συμβάλουν σε περαιτέρω ενίσχυση του πληθωρισμού κ.ο.κ.

Ενδεικτικό της αξιοπιστίας του Ευρωσυστήματος είναι το γεγονός ότι οι κυριότεροι οργανισμοί που καταρτίζουν προβλέψεις για οικονομικά μεγέθη, όπως επίσης και οι χρηματοπιστωτικές αγορές, αναμένουν μεσομακροπρόθεσμα ότι ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί εγγύτερα, από ό,τι επί του παρόντος, στα επίπεδα προς τα οποία στοχεύει η ενιαία νομισματική πολιτική. Πάντως, ο τεκμαιρόμενος, με βάση τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μεσομακροπρόθεσμα αναμενόμενος πληθωρισμός (1,7% κατά μέσο όρο το 2017) παραμένει κατά τι χαμηλότερος από τον καταρτιζόμενο με βάση τα στοιχεία ερευνών, και βεβαίως επί πολλούς μήνες ήταν αισθητά

¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 9.2.2018.

χαμηλότερος από τα επίπεδα που θεωρούνται συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών (κάτω αλλά πλησίον του 2%).

Προκειμένου συν τω χρόνω να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανόδου των μισθών, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι ήταν αναγκαίο να μη μετριάσει το βαθμό νομισματικής διευκόλυνσης στη ζώνη του ευρώ, αν και πραγματοποιήθηκαν κάποιες προσαρμογές υπό το φως των οικονομικών εξελίξεων. Ειδικότερα, τα βασικά επιτόκια παρέμειναν αμετάβλητα. Αποφασίστηκε οι πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (μέσω των οποίων οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος, δηλ. κυρίως οι εμπορικές τράπεζες, αντλούν ρευστά διαθέσιμα από τις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες) να εξακολουθήσουν (τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2020) να διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της χορηγούμενης ρευστότητας.

Το Ευρωσύστημα συνέχισε να εφαρμόζει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων (βλ. Πλαίσια IV.2 και IV.3), ωστόσο με μηνιαίες καθαρές αγορές (νέες αγορές τίτλων μείον λήξεις τίτλων κτηθέντων κατά το παρελθόν στο πλαίσιο του προγράμματος) μειωμένες κατά 25% σε 60 δισεκ. ευρώ μετά το α' τρίμηνο. Επιπλέον, τον Οκτώβριο του 2017 αποφασίστηκε οι κατά μήνα αγορές να μειωθούν περαιτέρω σε 30 δισεκ. ευρώ κατά το τρέχον έτος, έως το Σεπτέμβριο του 2018. Εάν μέχρι εκείνη τη στιγμή οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό δεν είναι συνεπείς με το στόχο για σταθερότητα των τιμών, οι καθαρές αγορές θα συνεχιστούν. Ακόμη και αν το Σεπτέμβριο του 2018 κριθεί ότι δεν υπάρχει ανάγκη να συνεχιστούν οι καθαρές αγορές, θα εξακολουθήσει, για όσο χρόνο χρειαστεί, η επανεπένδυση των αποπληρωμών κεφαλαίου επί του χαρτοφυλακίου τίτλων το οποίο θα έχει μέχρι τότε συγκεντρώσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος. Δηλαδή το προϊόν της λήξης των τίτλων θα επανεπενδύεται σε νέους τίτλους (οπότε οι αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος κατά προσέγγιση θα μηδενιστούν σε καθαρή βάση, αλλά θα παραμεί-

νουν θετικές σε ακαθάριστη βάση). Η πολιτική αυτή στοχεύει στη διασφάλιση άφθονης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ.

Πέρα από τα προαναφερθέντα, άλλες ενδείξεις για τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής περιλαμβάνουν τη δήλωση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ ότι τα βασικά επιτόκια δεν θα μεταβληθούν από τα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα για ικανή χρονική περίοδο και πάντως επί πολύ μετά τον τερματισμό των καθαρών αγορών τίτλων. Από το β' εξάμηνο του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο σταμάτησε να περιλαμβάνει στις εν λόγω ενδείξεις το ενδεχόμενο περαιτέρω μειώσεων των βασικών επιτοκίων, καθώς κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υφίσταται πλέον κίνδυνος αποπληθωρισμού (deflation) στη ζώνη του ευρώ. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο συνέχισε να αναλαμβάνει τη δέσμευση να αυξήσει το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων ή και να παρατείνει το χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα συνεχίσει να διεξάγεται το πρόγραμμα, εάν οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα ή οι συνθήκες χρηματοδότησης επιδεινωθούν στη ζώνη του ευρώ.

Αποτέλεσμα της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων είναι η επικράτηση συνθηκών υπερβάλλουσας ρευστότητας στην ενιαία αγορά χρήματος και αξιοσημείωτη αύξηση της νομισματικής βάσης. Η εν λόγω άνοδος του υπολοίπου των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα υπήρξε δυσανάλογα μεγαλύτερη από την αύξηση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία. Εξαιτίας της πλεονάζουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας (EONIA) διαμορφώθηκαν πολύ πλησίον του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

Οι δυνητικές παρενέργειες της διατήρησης, για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, εξαιρετικώς διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους

της νομισματικής πολιτικής δεν έχουν παρουσιαστεί στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, κρίνεται ότι οι αποτιμήσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων παραμένουν εν γένει συνεπείς με τα υποκείμενα οικονομικά μεγέθη. Όσον αφορά την αγορά κατοικιών, δεν έχει γενικευθεί στο επίπεδο της Νομισματικής Ένωσης η τάση ανόδου των τιμών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε επανειλημμένως ότι τα οφέλη για την οικονομία τα οποία απορρέουν από την άσκηση, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, νομισματικής πολιτικής με τόσο διευκολυντική κατεύθυνση μπορεί να μεγιστοποιηθούν μόνον υπό την προϋπόθεση ότι οι λοιπές οικονομικές πολιτικές συμβάλλουν σε ενίσχυση του δυνητικού μακροχρόνιου ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και γενικότερα καθιστούν τη Νομισματική Ένωση λιγότερο ευάλωτη σε οικονομικές διαταράξεις. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, η προαγωγή της ανθεκτικότητας της οικονομίας της ζώνης του ευρώ προϋποθέτει πιστή τήρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνιστά στην παρούσα συγκυρία στροφή προς δημοσιονομικά μέτρα τα οποία υποστηρίζουν τη μεγέθυνση του ΑΕΠ. Γενικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, αναγνωρίζοντας ως προτεραιότητα την περαιτέρω θωράκιση του θεσμικού οικοδομήματος της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), χαιρετίζει τη δημόσια συζήτηση σχετικά με την αρχιτεκτονική της ΟΝΕ, όπως επίσης και την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και της ένωσης των κεφαλαιαγορών.

2 ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η πρόκληση για τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ έγκειται στο ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού (core inflation) παραμένει πολύ χαμηλός. Το μέγεθος αυτό, όπως προσεγγίζεται λ.χ. από το ρυθμό αύξησης των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής, παρουσίασε οριακή και μόνον επιτάχυνση

ορισμένους μήνες του 2017 (μέσος ρυθμός 2017: 1,1%, 2016: 0,8%) – μάλιστα πρόσφατα επηρεάστηκε σε σημαντικό βαθμό αρνητικά από την εξέλιξη των τιμών των υπηρεσιών μεταφορών, οι οποίες συνήθως παρουσιάζουν έντονη μεταβλητότητα – και δεν φαίνεται να έχει τεθεί σε ανοδική τροχιά ακόμη.

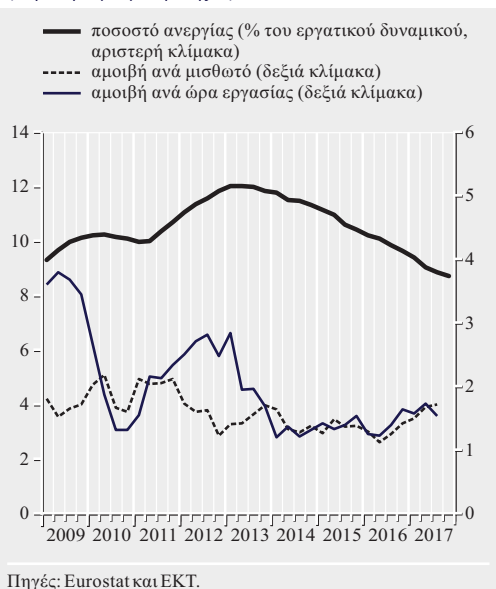
Ο συνδυασμός, κατά τα τελευταία έτη από το Ευρωσύστημα, μειώσεων των βασικών επιτοκίων με ποικιλία μη συμβατικών μέτρων, συμπεριλαμβανομένης της καθοδήγησης των αγορών όσον αφορά πιθανές μελλοντικές μεταβολές της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής (forward guidance), επέτυχε αποκλιμάκωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Αυτό άσκησε άμεση θετική επιρροή στη συνολική ζήτηση στη Νομισματική Ένωση και έμμεσες θετικές επιδράσεις, όπως λ.χ. μέσω της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, η οποία συνέβαλε σε ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να αναθερμανθεί η οικονομική δραστηριότητα, να διαμορφωθεί σε ιστορικός υψηλά επίπεδα ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού και να καταγραφεί σημαντική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας (βλ. Διάγραμμα IV.1).

Ωστόσο, η συνακόλουθη επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ, όπως και η ενδυνάμωση του πυρήνα του πληθωρισμού την οποία προκάλεσε η άνοδος της αμοιβής της εργασίας, ήταν περιορισμένες, ιδίως αν συγκριθούν με τις αυξήσεις μισθών, ημερομισθίων και τιμών τελικών προϊόντων που θα επέφεραν η συρρίκνωση της διαφοράς μεταξύ του καταγραφόμενου ποσοστού ανεργίας και του υποκείμενου μη πληθωριστικού ποσοστού ανεργίας (NAIRU), η αύξηση της απασχόλησης και η υποχώρηση του παραγωγικού κενού που παρατηρούνται επί του παρόντος, αν ίσχυαν οι κανονικότητες του παρελθόντος.

Η απόκλιση από τις κανονικότητες του παρελθόντος αποδίδεται στην επίδραση των εξής παραγόντων: Κατά πρώτον, ο ετήσιος

Διάγραμμα IV.1 Ποσοστό ανεργίας και αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμ. 2009-δ' τρίμ. 2017)

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας, ο οποίος καθορίζει, τουλάχιστον σε μεσομακροπρόθεσμη βάση, τον εφικτό ρυθμό αύξησης των πραγματικών μισθών, έχει επιβραδυνθεί. Κατά δεύτερον, σημαντικό μέρος της επιτευχθείσας, στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης, επέκτασης της απασχόλησης αφορά θέσεις εργασίας με συμβάσεις ορισμένου χρόνου και μερική απασχόληση. Όσοι έχουν ευέλικτες μορφές απασχόλησης παρουσιάζουν μικρότερη ροπή προς μισθολογικές διεκδικήσεις από ό,τι οι μονίμως απασχολούμενοι. Αυτό οφείλεται, μεταξύ άλλων, στο γεγονός ότι οι εργαζόμενοι υπ' αυτούς τους όρους κατά κανόνα δεν εκπροσωπούνται από συνδικαλιστικά όργανα. Κατά τρίτον, πολλές συμβάσεις εργασίας προβλέπουν τιμαριθμοποίηση, δηλ. σύνδεση των αποδοχών με τον πληθωρισμό. Δεδομένου ότι οι ρυθμοί πληθωρισμού κατά τα τελευταία έτη ήταν εξαιρετικώς χαμηλοί, μέσω της τιμαριθμοποίησης οι μισθολογικές αυξήσεις συγκρατήθηκαν μηχανικά. Κατά τέταρτον, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης έχουν βελτιώσει την ελα-

στικότητα της αγοράς εργασίας. Έτσι, οι εκάστοτε αυξήσεις της συνολικής ζήτησης συνδέονται σε μικρότερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν με άνοδο του εργατικού κόστους και, αντίθετα, σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν με αύξηση της προσφοράς εργασίας. Στη ζώνη του ευρώ έχει καταγραφεί αξιόλογη άνοδος του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό (participation rate), η οποία συμβαδίζει σε κάποιο βαθμό με την παρατηρηθείσα επέκταση του τομέα των υπηρεσιών και έχει προέλθει κυρίως από αύξηση της συμμετοχής των γυναικών και των εργαζομένων σχετικά μεγαλύτερης ηλικίας.² Εξάλλου, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις περιόρισαν τη σχετική σημασία των συλλογικών διαπραγματεύσεων σε κλαδικό επίπεδο υπέρ της διαπραγμάτευσης μεταξύ εργαζομένων και εργοδοτών σε επίπεδο μεμονωμένων επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να υποβοηθηθεί η ευκαμψία των μισθών και ημερομισθίων. Επιπλέον, οι διαρθρωτικές πολιτικές στις αγορές προϊόντων συνέβαλαν σε συμπίεση των περιθωρίων κέρδους, συνεπώς οι μεταβολές του εργατικού κόστους ενδέχεται να μην επηρεάζουν πλέον τις τιμές των τελικών προϊόντων τόσο έντονα όσο στο παρελθόν. Κατά πέμπτον, αν και για την κατάρτιση του πυρήνα του πληθωρισμού δεν λαμβάνονται υπόψη οι τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, ο δείκτης εξακολούθησε επί μακρόν να επηρεάζεται δευτερογενώς από τις μειώσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων κατά τη διετία 2014-2015. Αυτό συνέβη διότι η πτώση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων άσκησε επίδραση λ.χ. στις διεθνείς τιμές παραγωγού και ως εκ τούτου στις τιμές των τελικών προϊόντων της εγχώριας βιομηχανίας, ιδίως όπου η παραγωγή είναι εντάσεως εργασίας δεδομένης της υποτονικής εξέλιξης του κόστους εργασίας, όπως επίσης στις τιμές των εισαγομένων στη ζώνη του ευρώ καταναλωτικών αγαθών και τις τιμές των υπηρεσιών οι οποίες βεβαίως περιλαμβάνονται στο δείκτη για τον πυρήνα του πληθωρισμού. Πάντως, η ΕΚΤ εκτιμά ότι

² Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3/2017, Box 3: "Assessing labour market slack", σελ. 31-35.

η επίδραση των προαναφερθέντων παραγόντων που κρατούν τον πληθωρισμό πολύ χαμηλό θα αμβλυνθεί με το πέρασμα του χρόνου και μάλιστα καθώς η ανάκαμψη θα διευρύνεται περαιτέρω, ενώ σημειώνει την καταγραφή αυξανόμενων ελλείψεων προσωπικού σε ορισμένες χώρες της Νομισματικής Ένωσης.

Γενικότερα, όσον αφορά τις αγορές εργασίας στη ζώνη του ευρώ, είναι σημαντικό το γεγονός ότι το Ευρωσύστημα απέτρεψε, μέσω της άσκησης της κατάλληλης νομισματικής πολιτικής, τη μακροχρόνια διατήρηση της ανεργίας σε υψηλά επίπεδα. Μια τέτοια εξέλιξη θα παρουσίαζε τον κίνδυνο εκδήλωσης του φαινομένου που αποκαλείται “υστέρηση” (hysteresis), δηλ. συρρίκνωσης του παραγωγικού δυναμικού στη ζώνη του ευρώ, τόσο του κεφαλαιακού αποθέματος όσο και του εργατικού δυναμικού. Για παράδειγμα, το εργατικό δυναμικό θα ήταν δυνατόν να μειωθεί επειδή οι μακροχρόνια άνεργοι χάνουν τις δεξιότητές τους και συνεπώς τη δυνατότητα να είναι ξανά παραγωγικοί εάν επαναπροσληφθούν όταν η συνολική ζήτηση ανακάμψει. Η εκδήλωση φαινομένων υστέρησης συντελεί σε περιορισμό του επιπέδου του ΑΕΠ, ίσως ακόμη και του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης, όχι μόνο προσωρινά στο πλαίσιο του οικονομικού κύκλου, αλλά στο διηνεκές. Η μείωση του δυναμικού ΑΕΠ (potential output) με τη σειρά της συνεπάγεται εντονότερη ροπή να εκτινάσσεται ο πληθωρισμός σε περιόδους οικονομικής επέκτασης. Δεν λείπουν, ωστόσο, και κάποιες ενδείξεις αύξησης της διαρθρωτικής ανεργίας στη ζώνη του ευρώ – το ποσοστό των μακροχρονίως ανέργων έχει διαμορφωθεί σε 49% του συνόλου των ανέργων κατά μέσο όρο το 2017 από 42% το 2010. Επίσης φαίνεται ότι έχουν περιοριστεί οι δυνατότητες του οικονομικού συστήματος να κατευθύνει όσους έχουν χάσει τη δουλειά τους (στο πλαίσιο συρρίκνωσης ολόκληρου του κλάδου οικονομικής δραστηριότητας στον οποίο απασχολούνταν) προς τις διαθέσιμες νέες κενές θέσεις εργασίας (σε δυναμικούς κλάδους),

εξέλιξη που αναπαριστάται με δυσμενή μετατόπιση της καμπύλης Beveridge.

Η αξιολογή αύξηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) το 2017 έναντι του προηγούμενου έτους (μέσος όρος 2016: 0,2%, 2017: 1,5%, Ιανουάριος 2018: 1,3%) είναι αποτέλεσμα της ανόδου (μετά τις αρχές του 2016) των τιμών του αργού πετρελαίου. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες (Δεκέμβριος 2017) μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,4% το 2018, 1,5% το 2019 και 1,7% το 2020. Ειδικότερα, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός αναμένεται να κυμανθεί γύρω στο 1,4% στις αρχές του 2018. Από την άλλη πλευρά, ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα σε 1,5% το 2019 και 1,8% το 2020 (μετά από ρυθμό 1,1% κατά το 2018). Εκτιμάται ότι στην επιτάχυνση αυτή θα συμβάλουν η αναμενόμενη αύξηση του κόστους εργασίας καθώς επίσης και των έμμεσων φόρων, οι πρόσφατες αυξήσεις των τιμών του αργού πετρελαίου, οι προσδοκώμενες αυξήσεις των τιμών των λοιπών βασικών εμπορευμάτων και γενικότερα η αναμενόμενη ισχυροποίηση των παγκόσμιων πληθωριστικών πιέσεων (και άρα γενικά των τιμών των εισαγομένων στη ζώνη του ευρώ).

Η εξαιρετικώς διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής είχε ως αποτέλεσμα σημαντική ενίσχυση των ετήσιων ρυθμών μεταβολής πολλών νομισματικών μεγεθών (βλ. Πλαίσιο IV.1).³ Οι εξελίξεις αυτές είναι ενδεικτικές διαμόρφωσης συνθηκών πρόσφορων για την περαιτέρω ενίσχυση του πληθωρισμού.

³ Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με βάση τη διασταύρωση (cross-checking) των συμπερασμάτων από την οικονομική ανάλυση την οποία διεξάγει με τις ενδείξεις που παρέχει η νομισματική ανάλυση, δηλ. κατά βάση η ανάλυση των νομισματοπιστωτικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ την οποία επίσης διενεργεί, χρησιμοποιώντας πλούτο πληροφοριών και τεχνικών.

ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟ 2017

Τα κριτήρια και οι όροι χορήγησης δανείων

Από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ, τα πιστοδοτικά κριτήρια¹ που εφαρμόζουν οι τράπεζες προς τις επιχειρήσεις παραμένουν σχετικά αμετάβλητα από τα μέσα του 2016, μετά τη σημαντική χαλάρωση που κατέγραψαν από το 2014, ως αποτέλεσμα της εφαρμογής των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος αλλά και εν όψει της αναμενόμενης ενίσχυσης της οικονομικής ανάκαμψης (βλ. Διάγραμμα Α). Το 2017, όπως και το προηγούμενο έτος, τα πιστοδοτικά κριτήρια έγιναν χαλαρότερα για τις επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους, ενώ παρέμειναν κατά μέσο όρο αμετάβλητα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (καθαρό ποσοστό τραπεζών το 2017 για τις μεγάλες επιχειρήσεις: -5% και για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις: -2%).²

Εντονότερη χαλάρωση κατέγραψαν τα πιστοδοτικά κριτήρια των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά (καθαρό ποσοστό τραπεζών 2017: -7%, 2016: 0%), η οποία ήταν υψηλότερη σε σύγκριση με τα αμέσως προηγούμενα έτη και αφορούσε τις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επίσης, τα πιστοδοτικά κριτήρια για καταναλωτικά δάνεια εξακολούθησαν επί τέταρτο συνεχές έτος να καθίστανται ελαφρώς χαλαρότερα (καθαρό ποσοστό τραπεζών 2017: -3%, 2016: -4%).

Οι βασικότεροι παράγοντες που σύμφωνα με τις τράπεζες συνέβαλαν προς την κατεύθυνση της χαλάρωσης των πιστοδοτικών κριτηρίων ήταν: α) ο εντονότερος ανταγωνισμός που αντιμετώπισαν οι τράπεζες τόσο εντός όσο και εκτός του τραπεζικού συστήματος (δηλ. χρηματοδότηση επιχειρήσεων από τις αγορές και από μη τραπεζικές οντότητες) και β) όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, η υποχώρηση των εκτιμήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο λόγω της γενικότερης βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας που επιδρά θετικά στη φερεγγυότητα των δανειοληπτών. Σχετικά ουδέτερη συμβολή είχαν η διάθεση των τραπεζών να αναλάβουν κινδύνους, καθώς και το κόστος άντλησης πόρων και η χρηματοοικονομική κατάσταση των τραπεζών.

1 Δηλ. οι εσωτερικές κατευθυντήριες γραμμές και τα γενικότερα κριτήρια που οριοθετούν την πιστοδοτική πολιτική κάθε τράπεζας, όπως π.χ. τα νέα δάνεια που είναι επιθυμητά για την τράπεζα, οι γεωγραφικές περιοχές στις οποίες θα δραστηριοποιηθεί η τράπεζα, το είδος των αποδεκτών εξασφαλίσεων κ.λπ.
2 Για κάθε έτος αναφέρεται το μέσο καθαρό ποσοστό τραπεζών ανά τρίμηνο.

Διάγραμμα Α Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για δάνεια προς επιχειρήσεις και για στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ και ρυθμός μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ (α' τρίμ. 2012-δ' τρίμ. 2017)

(καθαρό ποσοστό τραπεζών,¹ ρυθμός μεταβολής έναντι του προηγούμενου τριμήνου)



Πηγές: ΕΚΤ, Έρευνα για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις (Bank Lending Survey) και Eurostat.

¹ Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια "αυστηροποιήθηκαν σημαντικά" ή "αυστηροποιήθηκαν σε κάποιο βαθμό" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "χαλάρωσαν σε κάποιο βαθμό" ή "χαλάρωσαν σημαντικά".

Οι όροι και οι προϋποθέσεις³ χορήγησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησαν το 2017 να βελτιώνονται (καθαρό ποσοστό τραπεζών – επιχειρηματικά δάνεια 2017: -9%, 2016: -13%, στεγαστικά 2017: -5%, 2016: -6%, καταναλωτικά 2017: -3%, 2016: -8%), με κυριότερη τη συμβολή, όπως και τα αμέσως προηγούμενα έτη, της συρρίκνωσης του επιτοκιακού περιθωρίου για δάνεια με μέσο επίπεδο κινδύνου (καθαρό ποσοστό τραπεζών – επιχειρηματικά δάνεια 2017: -25%, 2016: -29%). Όσον αφορά τα επιχειρηματικά δάνεια, βελτιώθηκαν και οι λοιποί όροι των δανείων (δηλ. η διάρκεια, το ύψος και οι ρήτρες των δανειακών συμβάσεων), ενώ για πρώτη φορά συρρικνώθηκε το περιθώριο για δάνεια υψηλότερου κινδύνου.

Η εξέλιξη της ζήτησης δανείων

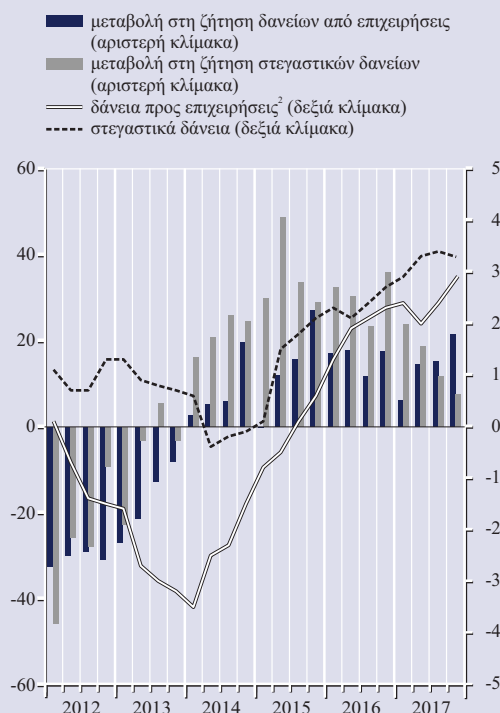
Η ζήτηση δανείων στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να αυξάνεται το 2017, ελαφρώς πιο συγκρατημένα από ό,τι το προηγούμενο έτος. Η επέκταση της ζήτησης επιχειρηματικών δανείων, η οποία έχει αρχίσει από το 2014, ήταν ευρείας κλίμακας, προερχόμενη τόσο από τις μεγάλες όσο και από τις μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις, αλλά και από όλες σχεδόν τις χώρες της ζώνης του ευρώ (καθαρό ποσοστό τραπεζών 2017: 14%, 2016: 16% – βλ. Διάγραμμα Β).

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε πρωτίστως, όπως και τα προηγούμενα έτη, το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων. Το 2017 όμως αξιοσημείωτη ήταν η διεύρυνση της συμβολής των πάγιων επενδύσεων στη ζήτηση χρηματοδότησης, γεγονός που συνδέεται με την εδραίωση της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ και επιβεβαιώνεται και από το ότι η ενίσχυση της ζήτησης αφορούσε κυρίως δάνεια μακροπρόθεσμης διάρκειας και όχι τόσο βραχυπρόθεσμα δάνεια. Ελαφρώς χαμηλότερη ήταν σε σύγκριση με πέρυσι, αλλά παρέμεινε θετική, η συμβολή που είχαν στη ζήτηση δανείων οι χρηματοδοτικές ανάγκες για αποθέματα και κεφάλαια κίνησης, για συγχωνεύσεις και εξαγορές και για αναδιάρθρωση χρέους.

Η ζήτηση δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών αυξήθηκε το 2017, αλλά ήταν επίσης πιο συγκρατημένη σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (καθαρό ποσοστό τραπεζών – στεγαστικά δάνεια 2017: 15%, 2016: 30%, καταναλωτικά δάνεια 2017: 13%, 2016: 21%) (βλ. Διάγραμμα

Διάγραμμα Β Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμ. 2012-δ' τρίμ. 2017)

(καθαρό ποσοστό τραπεζών,¹ ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: EKT, Έρευνα για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις (Bank Lending Survey).

1 Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι η ζήτηση δανείων "αυξήθηκε σημαντικά" ή "αυξήθηκε σε κάποιο βαθμό" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "μειώθηκε σε κάποιο βαθμό" ή "μειώθηκε σημαντικά".

2 Τα στοιχεία των δανείων έχουν προσαρμοστεί για τα δάνεια που έχουν τιλοποιηθεί ή άλλως μεταβιβαστεί, καθώς και για τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθέσιμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων που παρέχουν τα NXI.

3 Δηλ. οι όροι που συμφωνούνται στις συμβάσεις των δανείων, όπως π.χ. το περιθώριο κατά το οποίο τα επιτόκια δανεισμού υπερβαίνουν το κόστος άντλησης χρηματοδοτικών πόρων από τις τράπεζες, το ύψος των προμηθειών ή άλλων επιβαρύνσεων εκτός τόκων, η συνήθης διάρκεια και το ύψος των τραπεζικών πιστώσεων, άλλες ρήτρες των δανειακών συμβάσεων κ.λπ.

Β). Πέραν του περιβάλλοντος πολύ χαμηλών επιτοκίων, στην ενισχυμένη ζήτηση δανείων από τα νοικοκυριά συνετέλεσαν σημαντικά η βελτίωση των προοπτικών της αγοράς ακινήτων, η ενίσχυση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και οι αυξημένες δαπάνες των νοικοκυριών για διαρκή αγαθά.

Η επίδραση του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων

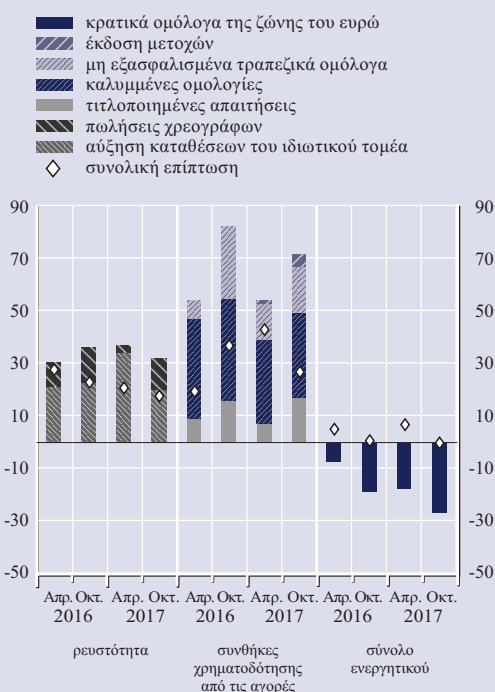
Ειδικά ερωτήματα της έρευνας επικεντρώνονται στη διεξαγωγή του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP), το οποίο ασκεί πολλαπλές επιδράσεις στη χρηματοοικονομική κατάσταση των τραπεζών. Σύμφωνα με τις απαντήσεις των τραπεζών, η σημαντικότερη ευεργετική επίδραση του προγράμματος APP συνέχισε το 2017 να είναι εκείνη στις συνθήκες χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από τις αγορές (καθαρό ποσοστό 2017: 35%, 2016: 28%) ιδίως μέσω καλυμμένων ομολογίων, τιτλοποιημένων απαιτήσεων και μη εξασφαλισμένων τραπεζικών ομολόγων (βλ. Διάγραμμα Γ). Σημαντική θετική επίδραση καταγράφεται και στη ρευστότητα των τραπεζών (καθαρό ποσοστό 2017: 19%, 2016: 26%), κυρίως λόγω της αύξησης των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα και δευτερευόντως λόγω των πωλήσεων εμπορεύσιμων χρεογράφων από το χαρτοφυλάκιο των ίδιων των τραπεζών στην ΕΚΤ. Επιπρόσθετα, παρά το σημαντικό περιορισμό των κρατικών ομολόγων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών ως αποτέλεσμα των πωλήσεων στο πλαίσιο του προγράμματος, το συνολικό ενεργητικό τους παρέμεινε κατά μέσο όρο αμετάβλητο το 2017. Μέσω του προγράμματος και της επακόλουθης συμπίεσης των επιπλέον αποδόσεων που συνδέονται με τη διάρκεια των τίτλων (term premium), οι τράπεζες ενθαρρύνονται να ανακατανεύμουν το ενεργητικό τους υπέρ άλλων περιουσιακών στοιχείων με υψηλότερες αποδόσεις, όπως π.χ. τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ.

Από την άλλη πλευρά, αρνητική παρέμεινε η συμβολή του προγράμματος στην κερδοφορία των τραπεζών (καθαρό ποσοστό 2017: -30%, 2016: -23%). Οι τράπεζες θεωρούν ότι τα κεφαλαιακά κέρδη που κατέγραψαν από την ενίσχυση των τιμών των τίτλων αντιστάθμισαν μόνο εν μέρει τις αρνητικές επιπτώσεις από τον περιορισμό των επιτοκιακών περιθωρίων που επιφέρουν τα πολύ χαμηλά επιτόκια και ο προηγούμενος περιορισμός της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων.

Την πρόσθετη ρευστότητα που απέκτησαν λόγω του διευρυμένου προγράμματος τη χρησιμοποίησαν οι τράπεζες κυρίως για τη χορήγηση πιστώσεων (καθαρό ποσοστό 2017: 23%, 2016: 20%) και σε μικρότερο βαθμό για υποκατάσταση χρηματοδότησης από άλλες πηγές (2017: 9%, 2016:

Διάγραμμα Γ Επίδραση του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων στη ρευστότητα και το ενεργητικό των τραπεζών

(καθαρό ποσοστό τραπεζών¹)



Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις (Bank Lending Survey).

¹ Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού/παθητικού "αυξήθηκαν" ή "αυξήθηκαν σε κάποιο βαθμό" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "μειώθηκαν" ή "μειώθηκαν σε κάποιο βαθμό".

10%) και την αγορά άλλων στοιχείων ενεργητικού (2017: 6%, 2016: 3%). Οι τράπεζες θεωρούν ότι το πρόγραμμα είχε επίδραση ελαφρά ευνοϊκή (δηλ. προς την κατεύθυνση της χαλάρωσης) στα πιστοδοτικά κριτήρια για τα επιχειρηματικά δάνεια (καθαρό ποσοστό τραπεζών 2017: -4%, 2016: -2%), αλλά σχετικά ουδέτερη για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, ενώ εντονότερη εκτιμάται ότι ήταν η ευνοϊκή επίδρασή του στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης των δανείων.

Συνολικά, τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις το 2017 επιβεβαιώνουν τη σταδιακή βελτίωση των συνθηκών τραπεζικού δανεισμού: η βελτίωση προήλθε, από την πλευρά της προσφοράς, από τον αυξημένο ανταγωνισμό που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και την υποχώρηση των εκτιμήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και, όσον αφορά τη ζήτηση, από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων.

Στις συνεδριάσεις του κατά το 2017 (όπως και τον Ιανουάριο του 2018) το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι είναι απαραίτητο να επιμείνει στη διατήρηση της εξαιρετικώς διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, μέχρι να εξασφαλιστεί ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού έχει ενδυναμωθεί επαρκώς, ώστε ο καταγραφόμενος πληθωρισμός να τεθεί σε πορεία προσέγγισης επιπέδων λίγο κάτω του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υπογραμμίσει ότι η προσέγγιση αυτή πρέπει να είναι διατηρήσιμη αυτοδυνάμως. Δηλαδή πρέπει να είναι δυνατόν να καταδειχθεί ότι η προσέγγιση θα συνεχιστεί ακόμη και απουσία εξαιρετικώς ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης στην οικονομία.

Κατά τις δύο τελευταίες συνεδριάσεις του το 2017 (Οκτώβριος και Δεκέμβριος) και στη συνέχεια τον Ιανουάριο του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε πως διαφαίνεται ολοένα καθαρότερα ότι η οικονομία έχει τεθεί σε σταδιακή πορεία προς την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, δεδομένου: (α) του σημαντικού εύρους, (β) της αυξανόμενης ευρωστόιας και (γ) της παρατεταμένης διάρκειας που ήδη έχει εμφανίσει η ανάκαμψη του ΑΕΠ, παράλληλα με βελτίωση των προοπτικών για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας κατά τα αμέσως επόμενα έτη, (δ) του συνακόλουθου περιορισμού του πλεονάζοντος παραγωγικού δυναμικού, (ε) της μικρής επιτάχυνσης του πυρήνα του πληθωρισμού – η μερική αναστροφή της

οποίας κατά τους τελευταίους μήνες του 2017 στην πραγματικότητα δεν πρέπει να προκαλεί υπερβολική ανησυχία καθώς, όπως ήδη προαναφέρθηκε, οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην επίδραση ειδικών παραγόντων – και τέλος (στ) της ικανοποιητικής έκτασης στην οποία έχουν επηρεαστεί οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες από τη νομισματική χαλάρωση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Συνεπώς, κρίθηκε σκόπιμο να περιοριστεί το 2018 το ύψος των καθαρών κατά μήνα οριστικών (outright) αγορών χρεογράφων (δηλ. της διαφοράς μεταξύ των νέων αγορών χρεογράφων και των λήξεων χρεογράφων που έχουν αποκτηθεί στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε επανειλημμένως στη διάρκεια του 2017 όπως και τον Ιανουάριο του 2018 ότι τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα πολύ χαμηλά επίπεδα. Η ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων στο μέλλον, και ενδιάμεσως τυχόν περιορισμός της έκτασής του (ανάλογος με αυτόν που τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2018), δεν πρόκειται να συνδυαστεί αυτομάτως με αύξηση των βασικών επιτοκίων. Τα επιτόκια αυτά θα παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα και μετά την ημερομηνία που έχει ανακοινωθεί ως ενωρίτερη δυνατή για την ολοκλήρωση του προγράμματος αγορών (Σεπτέμβριος του 2018). Από καιρό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει αναλάβει τη δέσμευση να αυξήσει εκ νέου το ύψος των μηνιαίων αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προ-

γράφματος ή και να παρατείνει το χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα συνεχίσει να διεξάγεται το πρόγραμμα, σε περίπτωση που οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη Νομισματική Ένωση χειροτερεύσουν ή σε περίπτωση που οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες μεταβληθούν κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μη συμβάλλουν στην αναγκαία ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων. Πράγματι, τον Ιανουάριο του 2018 (όπως και προηγουμένως το Σεπτέμβριο του 2017), το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι η ανοδική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ είναι δυνατόν να δυσκολέψει τη σταδιακή αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών. Από την άλλη πλευρά, επειδή ο κίνδυνος του αποπληθωρισμού κρίθηκε ότι είχε παρέλθει πλέον, από τα μέσα του 2017 και μετά, το Διοικητικό Συμβούλιο σταμάτησε να προδιαγράφει ως ενδεχόμενη περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων, στο πλαίσιο των ενδείξεων τις οποίες παρέχει για την πιθανή εξέλιξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον προς καθοδήγηση των φορέων λήψης οικονομικών αποφάσεων και συνεπώς περιορισμό της αβεβαιότητας. Το ενδεχόμενο αυτό περιλαμβανόταν στις εν λόγω ενδείξεις ως δικλίδα ασφαλείας σε περίπτωση εκδήλωσης ακραίων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατά τις τελευταίες του συνεδριάσεις συνόψισε τα στοιχεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής που συμβάλλουν επί του παρόντος στη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας και στη συνακόλουθη διατήρηση των πληθωριστικών πιέσεων σε μια πορεία προς ικανά επίπεδα ώστε μεσοπρόθεσμα ο ρυθμός πληθωρισμού να μην υπολειφθεί σημαντικά του 2%: (α) καθαρές αγορές τίτλων, (β) πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της λήξης των εν λόγω τίτλων, η οποία θα λάβει αναπόφευκτα σημαντική έκταση δεδομένου του μεγέθους του χαρτοφυλακίου του Ευρωσυστήματος, (γ) παροχή ενδείξεων όσον αφορά την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον.

Τα μέτρα που λαμβάνει το Ευρωσύστημα, αλλά και οι ανακοινώσεις του σχετικά με πιθανά μελλοντικά πρόσθετα μέτρα νομισματικής

πολιτικής, επηρεάζουν τις πληθωριστικές προσδοκίες. Οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες συνάγονται, κατά πρώτον, με βάση τις απαντήσεις σε σχετικό ερώτημα της έρευνας Survey of Professional Forecasters (η οποία διεξάγεται ανά τρίμηνο από το Ευρωσύστημα).⁴ Ο μέσος όρος της κατανομής των απαντήσεων, σχετικά με τον αναμενόμενο πληθωρισμό σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, ήταν 1,8% σε κάθε ένα από τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2017 και 1,9% το δ' τρίμηνο του 2017 και το α' τρίμηνο του 2018.

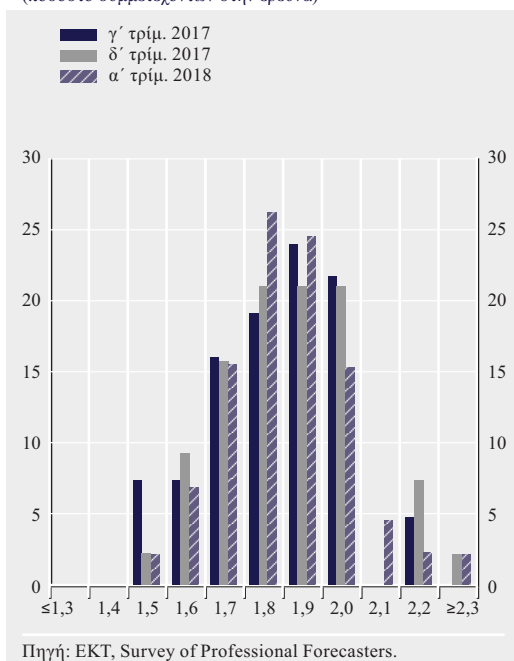
Επίσης, στην ίδια έρευνα διατυπώθηκε η εξής προσδοκία: Σε περίπτωση απόκλισης από την αναμενόμενη, κατά μέσο όρο μεταξύ των αποκρινόμενων, τιμή του μεσομακροπρόθεσμου πληθωρισμού, είναι πιθανότερο ο πληθωρισμός να διαμορφωθεί σε επίπεδα χαμηλότερα, παρά υψηλότερα, του μέσου αναμενόμενου ρυθμού, δηλ. όπως προαναφέρθηκε, του 1,8%-1,9%. Πρέπει, ωστόσο, να επισημανθεί ότι ο βαθμός στον οποίο υπερέχουν οι πιθανότητες πραγματοποίησης χαμηλότερης από τον, κατά μέσο όρο στο δείγμα, αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού έχει μετριαστεί σε σχέση με το 2016. Αυτό αποτελεί δείγμα σχετικής βελτίωσης, δηλ. περιορισμού της ανησυχίας ότι δεν θα αποκατασταθεί η σταθερότητα των τιμών ούτε σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα (βλ. Διάγραμμα IV.2).

Κατά δεύτερον, ο πληθωρισμός τον οποίο ανέμεναν οι φορείς των χρηματοπιστωτικών αγορών να επικρατήσει, κατά μέσο όρο στη διάρκεια της πενταετούς περιόδου η οποία θα ξεκινήσει πέντε έτη μετά την παρούσα στιγμή, όπως τεκμαίρεται από τις συναλλαγές τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ειδικότερα στην αγορά συμφωνιών ανταλλαγής πληθωρισμού (inflation-linked swaps), διαμορφώθηκε σε 1,7% κατά μέσο όρο στη διάρκεια του 2017 (Ιανουάριος 2018: 1,7%), δηλ. ενισχυμένος έναντι του 2016 (μέσος μεσομα-

⁴ Οι αποκρινόμενοι στην έρευνα οργανισμοί (περίπου 35 τον αριθμό) δηλώνουν, μεταξύ άλλων, το ρυθμό πληθωρισμού που αναμένουν να επικρατήσει κατά μέσο όρο το πέμπτο έτος μετά την ημερομηνία διεξαγωγής της έρευνας, δηλ. κατά το έτος 2021 ή 2022 όσον αφορά τις έρευνες που διενεργήθηκαν εντός του 2017.

Διάγραμμα IV.2 Κατανομή εκτιμήσεων για τις μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστό συμμετεχόντων στην έρευνα)



Διάγραμμα IV.3 Μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2015 - 31 Ιανουαρίου 2018)

(ποσοστά % ετησίως)



κροπρόθεσμα αναμενόμενος πληθωρισμός το 2016: 1,5%) (βλ. Διάγραμμα IV.3).

Συμπερασματικά, παρά την καταγραφή πολύ χαμηλών ρυθμών πληθωρισμού κατά τα τελευταία έτη, το Ευρωσύστημα διαθέτει αξιοπιστία ώστε οι κυριότεροι οργανισμοί που καταρτίζουν προβλέψεις για οικονομικά μεγέθη, όπως επίσης και οι χρηματοπιστωτικές αγορές, να αναμένουν μεσοπρόθεσμα ότι ο πληθωρισμός θα επιστρέψει εγγύτερα στα επίπεδα προς τα οποία στοχεύει η ενιαία νομισματική πολιτική. Πάντως, επί πολλούς μήνες ο τεκμαιρόμενος, με βάση τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μεσομακροπρόθεσμα αναμενόμενος πληθωρισμός παρέμεινε χαμηλότερος από τον καταρτιζόμενο με βάση τα στοιχεία ερευνών, και βεβαίως συχνά αισθητά χαμηλότερος από τα επίπεδα που θεωρούνται συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών (κάτω αλλά πλησίον του 2%).

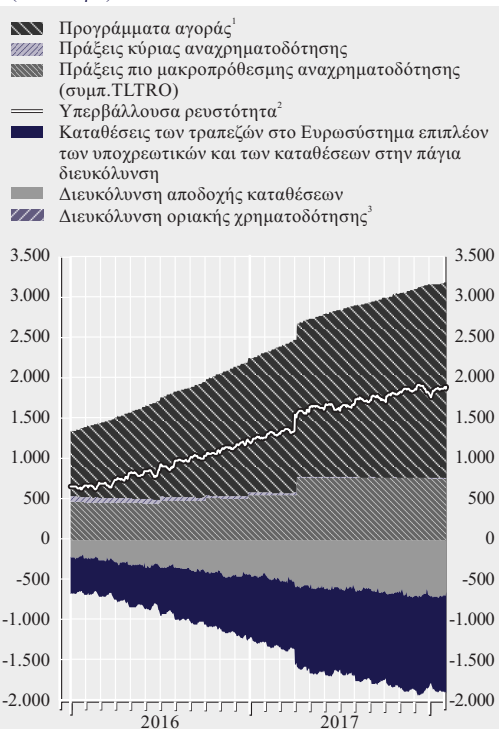
Τα βασικά επιτόκια διατηρήθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια του 2017 και στις αρχές του 2018 στα

επίπεδα στα οποία είχαν καθοριστεί από το Μάρτιο του 2016. Ειδικότερα, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων παρέμεινε σε επίπεδο 40 μονάδων βάσης κάτω από το μηδέν. Συνεχίστηκε η τακτική διεξαγωγή των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης ανά εβδομάδα και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ανά μήνα. Το Μάρτιο του 2017 διενεργήθηκε η τελευταία από τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (TLTRO) οι οποίες είχαν δρομολογηθεί κατά τα προηγούμενα έτη.

Σημειώνεται ότι στις εθνικές οικονομίες της ζώνης του ευρώ οι οποίες είναι ευάλωτες έχει παρατηρηθεί ότι οι τράπεζες οι οποίες συμμετείχαν στις στοχευμένες πράξεις κατόρθωσαν να συγκρατήσουν τη συρρίκνωση των πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, σε αντίθεση με τα πιστωτικά ιδρύματα που δεν συμμετείχαν στις πράξεις, η πιστωτική επέκταση των οποίων συνέχισε να περιορίζεται με σχεδόν αμετάβλητο ρυθμό. Έχει παρατη-

Διάγραμμα IV.4 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα (1 Ιανουαρίου 2016-31 Ιανουαρίου 2018)

(δισεκ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
 1 Περιλαμβάνονται τα προγράμματα αγορών τίτλων (SMP), καλυμμένων ομολογιών (CBPP1,2,3), προϊόντων τιτλοποίησης (ABSPP), τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) και εταιρικών χρεογράφων (CSPP).
 2 Καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς μείον τα ελάχιστα υποχρεωτικά διαθέσιμα πλέον της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.
 3 Λόγω του πολύ μικρού μεγέθους, η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης δεν διακρίνεται στο διάγραμμα.

ρηθεί επίσης ότι οι τράπεζες οι οποίες άντλησαν κεφάλαια μέσω των στοχευμένων πράξεων προέβησαν σε μεγαλύτερες μειώσεις των δανειακών τους επιτοκίων σε σύγκριση με τις τράπεζες που δεν έλαβαν μέρος στις πράξεις.

Όσον αφορά το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, το ύψος των μηνιαίων νέων αγορών τίτλων κυμάνθηκε, όπως είχε καθοριστεί το Δεκέμβριο του 2016, γύρω στα 60 δισεκ. ευρώ από το β' τρίμηνο του 2017 (μέχρι τότε οι μηνιαίες αγορές ήταν 80 δισεκ. ευρώ) (βλ. Διάγραμμα IV.4 και Πλαίσια IV.2 και IV.3). Τον Οκτώβριο του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε οι αγορές τίτλων να μειωθούν, από τον

Ιανουάριο του 2018, σε 30 δισεκ. ευρώ μηνιαίως. Παράλληλα, το Ευρωσύστημα εξακολούθησε να επανεπενδύει, μέσω νέων αγορών τίτλων, το προϊόν της εξόφλησης χρεογράφων τα οποία είχε αποκτήσει παλαιότερα μέσω του προγράμματος. Υπενθυμίζεται ότι επανεπενδύεται σε τίτλους το εξοφλούμενο κεφάλαιο και όχι τα τοκομερίδια τα οποία αποδίδουν τα εν λόγω χρεογράφα.

Τον Οκτώβριο του 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι θα ακολουθήσει την πολιτική επανεπένδυσης και αφού σταματήσει να αυξάνει (προβαίνοντας σε θετικές καθαρές αγορές τίτλων) το μέγεθος του χαρτοφυλακίου του στο πλαίσιο του προγράμματος. Η πολιτική επανεπένδυσης θα εφαρμοστεί για όσο χρειαστεί προκειμένου να αποκατασταθεί η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ, δηλαδή για χρονική περίοδο η οποία εκ προοιμίου αναμένεται να είναι παρατεταμένη. Η πολιτική αυτή θα εξασφαλίσει τη διατήρηση άφθονης ρευστότητας και εν γένει της κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Ανακοινώθηκε επίσης ότι το προϊόν της εξόφλησης χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από το δημόσιο τομέα ενός κράτους-μέλους θα επανεπενδύεται σε τίτλους του ίδιου κράτους-μέλους. Επίσης διευκρινίστηκε ότι η επανεπένδυση δεν θα καθυστερεί, αλλά θα υλοποιείται αμέσως μετά τη λήξη των τίτλων. Επιτρέπεται αναβολή της επανεπένδυσης, κατ' ανώτατο επί δίμηνο μετά τη λήξη των τίτλων, σε περίπτωση που αυτό είναι απαραίτητο για τη διατήρηση ομαλών συνθηκών στις αγορές ομολόγων.

Άμεσο αποτέλεσμα της διεξαγωγής του προγράμματος αγοράς τίτλων είναι η επικράτηση συνθηκών υπερβάλλουσας ρευστότητας στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ, όπως παρατηρήθηκε κατά το 2017 και στις αρχές του 2018 (και τα προηγούμενα έτη – βλ. Διάγραμμα IV.4). Αναλυτικότερα, κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου 2017-Ιανουαρίου 2018, το 73% της συνολικής παροχής ρευστότητας από το Ευρωσύστημα υλοποιήθηκε μέσω του προγράμματος αγοράς και το 26% μέσω των στοχευμένων πράξεων. Μόλις 0,7%

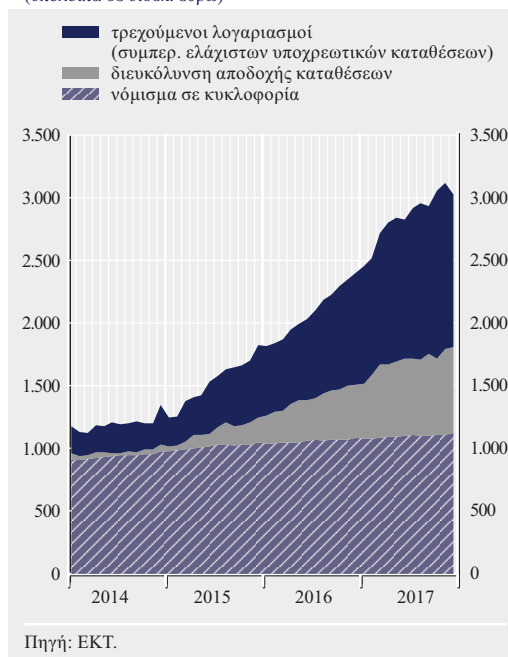
της συνολικής ρευστότητας διοχετεύθηκε μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και 0,01% μέσω των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης (δηλ. τρίμηνης) χρηματοδότησης. Την υπό εξέταση περίοδο, το 82% της αξίας των κτηθέντων από το Ευρωσύστημα τίτλων (σε εφαρμογή του προγράμματος αγοράς) αφορούσε χρεόγραφα του δημόσιου τομέα (συμπεριλαμβανομένων υπερεθνικών οργανισμών), το 12% καλυμμένες ομολογίες, το 5% ομολογιακούς τίτλους μη τραπεζικών επιχειρήσεων και το 1% τιτλοποιημένες απαιτήσεις (ABS) των τραπεζών (εκτός καλυμμένων ομολογιών).

Οι καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών με τη μορφή τρεχούμενων λογαριασμών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες πλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων (excess reserves) αντιστοιχούσαν σε περίπου 64% της υπερβάλλουσας ρευστότητας, ενώ το υπόλοιπο 36% της υπερβάλλουσας ρευστότητας αντιπροσώπευε καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα IV.5).

Η άνοδος του υπολοίπου των καταθέσεων⁵ (επιπλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων) των εμπορικών τραπεζών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες οδήγησε σε αξιοσημείωτη αύξηση της νομισματικής βάσης στη ζώνη του ευρώ.⁶ Το Ευρωσύστημα πίστωνε τους λογαριασμούς αυτούς με το αντίτιμο των τίτλων που αποκτούσε στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς. Ανάλογη αλλά μικρότερη επίδραση άσκησε η παροχή ρευστότητας μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (και ακόμη μικρότερη, όπως σημειώθηκε παραπάνω, μέσω των λοιπών πράξεων ανοικτής αγοράς). Η ενιαία νομισματική πολιτική συνετέλεσε σε αναθέρμανση της πιστωτικής επέκτασης από το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά. Παρά ταύτα, η άνοδος του υπολοίπου των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα ή – ισοδύναμα – του “χρήματος της κεντρικής τράπεζας” (base money, που εκτός από τις εν

Διάγραμμα IV.5 Νομισματική βάση στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2014-Δεκέμβριος 2017)

(υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ)



λόγω καταθέσεις, προαιρετικές και μη, περιλαμβάνει τη νομισματική κυκλοφορία) υπήρξε δυσανάλογα μεγαλύτερη από την αύξηση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία. Έτσι, ο λόγος του υπολοίπου των συνολικών καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στο Ευρωσύστημα τόσο προς το υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά όσο και προς το ύψος του παθητικού του τραπεζικού συστήματος, δηλ. κατά προσέγγιση προς το χρήμα με την ευρεία έννοια, έχει αυξηθεί, το οποίο ισοδυναμεί με περιορισμό της ταχύτητας κυκλοφορίας και του πολλαπλασιαστή του χρήματος της κεντρικής τράπεζας. Παρόμοιες εξελίξεις είχαν παρατηρηθεί και την περίοδο 2008-2012.

⁵ Οι καταθέσεις αυτές στις εθνικές κεντρικές τράπεζες είναι προαιρετικές και περιλαμβάνουν (α) τοποθετήσεις στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος και (β) υπερβάλλοντα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών (excess reserves) τα οποία είναι διακριτά αφενός από τις υποχρεωτικές καταθέσεις και αφετέρου από τις καταθέσεις στην προαναφερθείσα διευκόλυνση.

⁶ Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, Issue 6/2017, Box 7: “Base money, broad money and the APP”, σελ. 62-65.

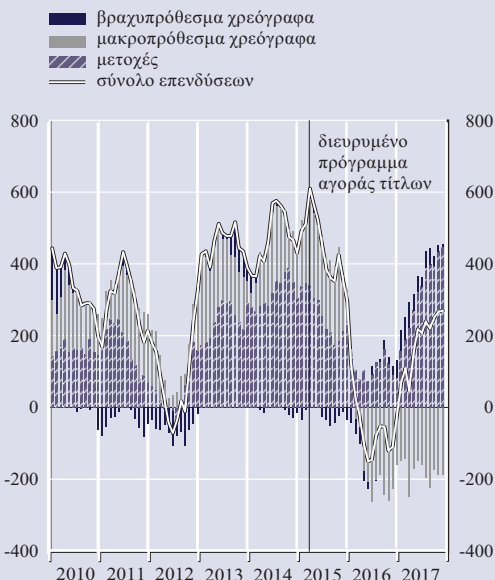
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΓΟΡΑΣ ΤΙΤΛΩΝ ΚΑΙ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Σημαντικό μέρος των χρεογράφων τα οποία απέκτησε το Ευρωσύστημα από τα μέσα του 2014 και εξής στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς (περίπου το ήμισυ της αξίας των αποκτηθέντων κρατικών τίτλων) προήλθαν από χαρτοφυλάκια επενδυτών (λ.χ. διεθνών τραπεζών) εκτός της ζώνης του ευρώ. Αυτό είναι επακόλουθο του γεγονότος ότι, σε συνέπεια με τον υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών παγκοσμίως, ικανό μέρος των χρεογράφων έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ διακρατείται από επενδυτές εκτός της Νομισματικής Ένωσης. Έτσι, η διεξαγωγή του προγράμματος συνετέλεσε σε μείωση των διακρατούμενων από μη κατοίκους τίτλων οι οποίοι έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ και, κατ' αντιστοιχία, στην καταγραφή διασυνοριακών εκροών κεφαλαίων από τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Α). Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε αύξηση των αγορών, εκ μέρους κατοίκων της ζώνης του ευρώ, κρατικών χρεογράφων (με σχετικά μακρές διάρκειες – βλ. Διάγραμμα Β) τα οποία έχουν εκδώσει τρίτες χώρες εκτός αναδυόμενων οικονομιών όπως οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, άλλα ευρωπαϊκά κράτη, καθώς και ο Καναδάς. Η εν λόγω αύξηση επίσης συνέβαλε στη σημειωθείσα ενίσχυση των εκροών κεφαλαίων από τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Γ).

Επισημαίνεται ότι η στροφή των κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί εκτός της Νομισματικής Ένωσης υλοποιήθηκε κυρίως μέσω της απόκτησης μεριδίων αμοι-

Διάγραμμα Α Επενδύσεις χαρτοφυλακίου από μη κατοίκους στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2010-Νοέμβριος 2017)

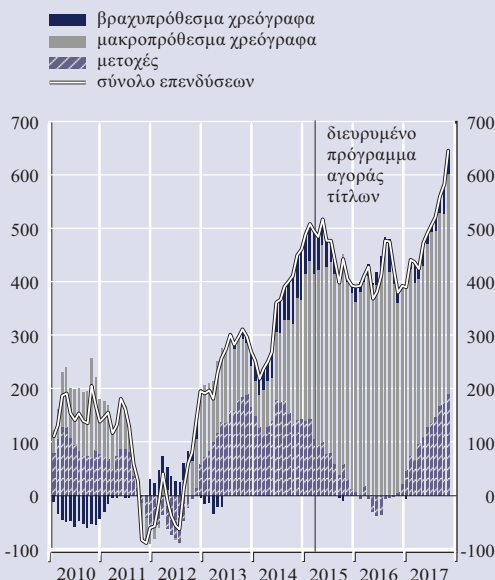
(δισεκ. ευρώ, κυλιόμενο σωρευτικό άθροισμα δώδεκα μηνιαίων ροών)



Πηγή: ΕΚΤ.
Σημείωση: Θετική (αρνητική) τιμή υποδηλώνει καθαρές αγορές (πωλήσεις) χρεογράφων εκδοθέντων στη ζώνη του ευρώ από επενδυτές του εξωτερικού. Οι μετοχές περιλαμβάνουν και τα μερίδια σε επενδυτικά κεφάλαια. Η κάθετη γραμμή αντιστοιχεί στην έναρξη διεξαγωγής του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων το Μάρτιο του 2015.

Διάγραμμα Β Επενδύσεις χαρτοφυλακίου κατοίκων της ζώνης του ευρώ στο εξωτερικό (Ιανουάριος 2010-Νοέμβριος 2017)

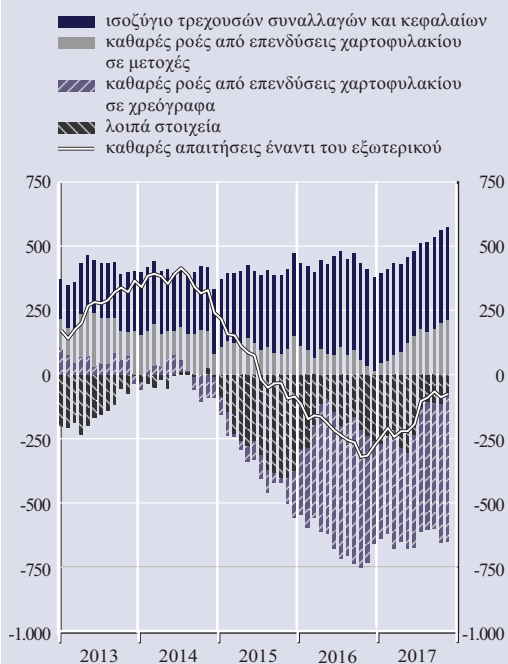
(δισεκ. ευρώ, κυλιόμενο σωρευτικό άθροισμα δώδεκα μηνιαίων ροών)



Πηγή: ΕΚΤ.
Σημείωση: Θετική (αρνητική) τιμή υποδηλώνει καθαρές αγορές (πωλήσεις) χρεογράφων εκδοθέντων εκτός της ζώνης του ευρώ από επενδυτές κατοίκους της ζώνης του ευρώ. Οι μετοχές περιλαμβάνουν και τα μερίδια σε επενδυτικά κεφάλαια. Η κάθετη γραμμή αντιστοιχεί στην έναρξη διεξαγωγής του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων το Μάρτιο του 2015.

Διάγραμμα Γ Νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2017)

(δίσεκ. ευρώ, κυλιόμενο 3ωρο σφαιρικό άθροισμα δώδεκα μηνιαίων ροών)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Θετική (αρνητική) τιμή υποδηλώνει καθαρή εισροή (εκροή)/αύξηση (μείωση) των καθαρών απαιτήσεων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (NXI) έναντι του εξωτερικού. Όλες οι συναλλαγές του ισοζυγίου πληρωμών αναφέρονται στο σύνολο της οικονομίας πλην των NXI. Τα λοιπά στοιχεία περιλαμβάνουν τις καθαρές ροές ξένων άμεσων επενδύσεων, λοιπών επενδύσεων και χρηματοοικονομικών παραγώγων και αποκλίσεις μεταξύ των στοιχείων του ισοζυγίου πληρωμών και της νομισματικής στατιστικής, καθώς και λοιπά λάθη και παραλείψεις.

χωρών εκτός της Νομισματικής Ένωσης συνέβαλε το γεγονός ότι ο κύκλος της νομισματικής πολιτικής σε άλλες, εκτός ζώνης του ευρώ, νομισματικές περιοχές (π.χ. στις ΗΠΑ) προπορεύεται σε σύγκριση με τον κύκλο που ακολουθεί επί του παρόντος η ενιαία νομισματική πολιτική. Επιπλέον, την τάση για στροφή σε τίτλους που έχουν εκδοθεί σε τρίτα νομίσματα τροφοδότησε η αύξηση της αβεβαιότητας στη ζώνη του ευρώ που επέφεραν γεωπολιτικές εξελίξεις, όπως το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο στα μέσα του 2016.

Σημειώνεται πάντως ότι οι τοποθετήσεις των μη κατοίκων σε μετοχικούς τίτλους που έχουν εκδώσει επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα από τα μέσα του 2012 και εξής – χρονικό σημείο κατά το οποίο δημοσιοποιήθηκε από το Ευρωσύστημα ο σχεδιασμός για τη διεξαγωγή οριστικών νομισματικών συναλλαγών (Outright Monetary Transactions) σε μεγάλη κλίμακα. Η τάση αυτή υποδηλώνει ενίσχυση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών στις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ και στο οικοδόμημα της Νομισματικής Ένωσης, εξέλιξη στην οποία είχε αποφασιστική συμβολή η ενιαία νομισματική πολιτική.

βαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε ομολογιακούς τίτλους τρίτων χωρών και της αντίστοιχης αναδιανομής των χαρτοφυλακίων ασφαλιστικών επιχειρήσεων και ταμείων συντάξεων. Δεν σημειώθηκε ανάλογη αύξηση των τοποθετήσεων των κατοίκων σε μετοχικούς τίτλους που έχουν εκδοθεί εκτός της ζώνης του ευρώ.¹ Συνολικά, τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2017, περί το 30% της αξίας των τίτλων οι οποίοι αποκτήθηκαν από κατοίκους της ζώνης του ευρώ και έχουν εκδοθεί εκτός των χωρών της Νομισματικής Ένωσης αντιπροσώπευε κρατικούς τίτλους, ενώ το 20% αντιπροσώπευε τίτλους τραπεζών (εκτός της ζώνης του ευρώ).

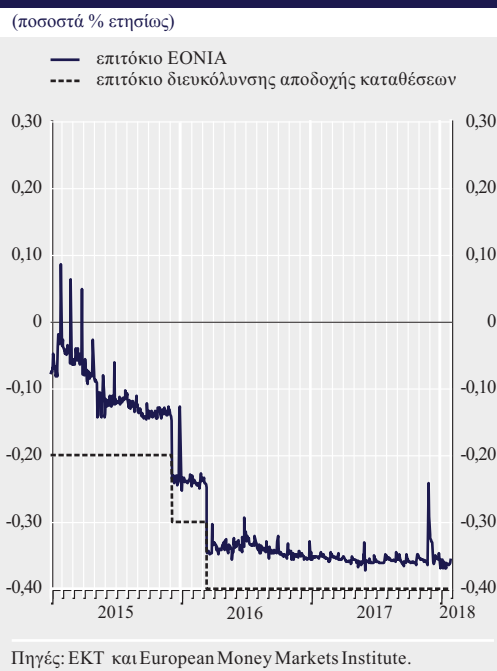
Η εξέλιξη αυτή, και αντιστοίχως η αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των ξένων επενδυτών εις βάρος των τίτλων που έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ, ήταν αποτέλεσμα κυρίως της υποχώρησης των αποδόσεων των τίτλων που είναι εκφρασμένοι σε ευρώ σε σύγκριση με τις αποδόσεις των τίτλων σε ξένα νομίσματα (όπως το δολάριο ΗΠΑ). Στην υποχώρηση αυτή συνέβαλαν οι αγορές σε μεγάλη κλίμακα, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, χρεογράφων που έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ, καθώς επίσης και καθαυτό το γεγονός ότι βραχυπρόθεσμα αλλά και μεσοπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ διατηρήθηκαν επί μακρόν σε αρνητικά επίπεδα. Γενικότερα, στη διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων υπέρ των τοποθετήσεων σε τίτλους

¹ Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, 2/2017, Box 2: “Analysing euro area net portfolio investment outflows”.

Εξαιτίας της πλεονάζουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας (EONIA) παρέμειναν μόλις κατά τι λιγότερο αρνητικά από το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα IV.6). Τα επιτόκια για τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά έναντι πολλών κατηγοριών εξασφαλίσεων (λ.χ. κρατικά ομόλογα), στο πλαίσιο συναλλαγών *repos*, διαμορφώθηκαν ακόμη χαμηλότερα από το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων – το πρόγραμμα δανεισμού τίτλων από το χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος περιόρισε την έκταση του φαινομένου αυτού. Τα επιτόκια Euribor επίσης παρέμειναν σε αρνητικές τιμές, ενώ οι τιμές στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης προβλέπουν διαμόρφωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε θετικά επίπεδα από το 2020 και εξής.

Ο πρόεδρος της ΕΚΤ έχει επανειλημμένως σημειώσει ότι οι κίνδυνοι, οι οποίοι ενδέχεται κατ' αρχήν να δημιουργηθούν λόγω της διατήρησης για παρατεταμένο χρονικό διάστημα της εξαιρετικώς διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, δεν έχουν παρουσιαστεί στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, κρίνεται ότι οι αποτιμήσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων παραμένουν εν γένει συνεπείς με τα υποκείμενα οικονομικά μεγέθη. Όσον αφορά την αγορά κατοικιών, η ΕΚΤ έχει υπογραμμίσει⁷ ότι, αν και παρατηρούνται έντονες αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων σε ορισμένες πόλεις, η τάση αυτή δεν γενικεύεται στο επίπεδο μεμονωμένων κρατών-μελών, πόσο μάλλον στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ. Εξάλλου, όπως είναι γνωστό, δεν καταγράφεται σημαντική επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ, η οποία θα σηματοδοτούσε κινδύνους για υπερθέρμανση στις αγορές περιουσιακών στοιχείων, με πιθανότητα να επακολουθήσει διόρθωση των τιμών και κλονισμός της φερεγγυότητας των κατόχων των περιουσιακών στοιχείων, η αξία των οποίων θα υποτιμάτο. Πάντως, οι αποτιμήσεις σε ορισμένες αγορές επαγγελματικών ακινήτων υψηλών προδιαγραφών (*prime*

Διάγραμμα IV.6 Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2015-31 Ιανουαρίου 2018)



commercial real estate) θα ήταν δυνατόν να ερμηνευθούν ως μη συνεπείς με τα θεμελιώδη μεγέθη. Η αντιμετώπιση τέτοιων προβλημάτων απόκλισης μεταξύ των τιμών και της οικονομικής πραγματικότητας πρέπει να μεθοδεύεται μέσω της λήψης στοχευμένων μέτρων μακροπροληπτικού χαρακτήρα από τα κράτη-μέλη, και ασφαλώς όχι μέσω αναθεώρησης της ακολουθούμενης ενιαίας νομισματικής πολιτικής, η οποία σχεδιάζεται με στόχο την προαγωγή της οικονομικής ευημερίας στη Νομισματική Ένωση συνολικά και όχι σε μεμονωμένα κράτη-μέλη.

Παρομοίως με τα προηγούμενα χρόνια, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε επανειλημμένως στη διάρκεια του 2017 και συνέχισε να τονίζει στις αρχές του 2018 ότι τα οφέλη για την οικονομία τα οποία απορρέουν από την άσκηση, εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, νομισματικής πολιτικής με τόσο διευκολυντική κατεύθυνση μπορεί να

7 Βλ. *Financial Stability Review*, Νοέμβριος 2017.

μεγιστοποιηθούν μόνον υπό την προϋπόθεση ότι οι λοιπές οικονομικές πολιτικές συμβάλουν σε ενίσχυση του δυναμικού μακροχρόνιου ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και η Νομισματική Ένωση καθίσταται λιγότερο ευάλωτη σε οικονομικές διαταράξεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναδεικνύει τη σκοπιμότητα να εντατικοποιηθεί η εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προς ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας. Οι κατάλληλες διαρθρωτικές πολιτικές είναι δυνατόν να συντελέσουν σε υποχώρηση της διαρθρωτικής ανεργίας, σε ενίσχυση της παραγωγικότητας και γενικότερα σε διεύρυνση των δυνατοτήτων για οικονομική ανάπτυξη. Η αναγκαιότητα κατάλληλων διαρθρωτικών παρεμβάσεων έχει υπογραμμιστεί ειδικότερα προκειμένου να διευκολυνθεί η επίλυση των μη εξυπηρετούμενων οφειλών του ιδιωτικού τομέα, ώστε να επιταχυνθεί περαιτέρω, και μόνιμα, η διαδικασία της απομόχλευσης στη ζώνη του ευρώ. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, η στροφή προς μέτρα τα οποία υποστηρίζουν τη μεγέθυνση του ΑΕΠ είναι δυνατόν να αποβεί πλεονεκτική για όλα τα κράτη-μέλη. Χωρίς αμφιβολία, η προαγωγή της ανθεκτικότητας της οικονομίας της ζώνης του ευρώ προϋποθέτει την πλήρη τήρηση του

Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η εφαρμογή του Συμφώνου πρέπει να χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και να είναι συνεχώς διαχρονικά και ομοιόμορφη μεταξύ των κρατών-μελών. Παρομοίως, η προαγωγή της ανθεκτικότητας απαιτεί συνεπή και διαφανή εφαρμογή της διαδικασίας των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο πρόσφατα υπογράμμισε ότι η παρατηρούμενη ισχυρή οικονομική ανάκαμψη επιτρέπει τη δημιουργία περιθωρίων (fiscal buffers) για μεταβολές της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής, οι οποίες ενδέχεται να καταστούν αναγκαίες στο μέλλον, χωρίς παραβίαση των τιθέμενων μεσοπρόθεσμων στόχων (π.χ. για το δημοσιονομικό έλλειμμα), στρατηγική η οποία έχει βαρύνουσα σημασία για κράτη-μέλη με μεγάλο δημόσιο χρέος. Γενικότερα πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναγνωρίζει ως προτεραιότητα την περαιτέρω θωράκιση του θεσμικού οικοδομήματος της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) στην Ευρώπη. Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο χαιρετίζει τη δημόσια συζήτηση σχετικά με τη θεσμική αρχιτεκτονική της ΟΝΕ, όπως επίσης και την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και της ένωσης των κεφαλαιαγορών.

Πλαίσιο IV.3

ΧΡΕΩΣΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ TARGET2 ΚΑΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΓΟΡΑΣ ΤΙΤΛΩΝ

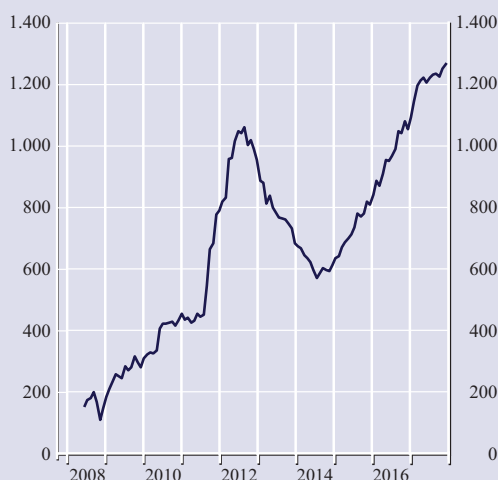
Επιπτώσεις των διασυνοριακών πληρωμών

Σημαντικός αριθμός από τις πληρωμές που διοχετεύονται στο σύστημα μεγάλων πληρωμών (σε πραγματικό χρόνο και ακαθάριστη βάση) TARGET2 είναι διασυνοριακές. Όταν μια εμπορική τράπεζα που συμμετέχει στο σύστημα TARGET2 και άρα τηρεί συναφή τρεχούμενο λογαριασμό στην οικεία της κεντρική τράπεζα, έστω στη χώρα Α, προβαίνει σε πληρωμές¹ μέσω του συστήματος TARGET2 προς άλλη εμπορική τράπεζα, σε άλλο κράτος-μέλος της Νομισματικής Ένωσης, η οποία και αυτή τηρεί αντίστοιχο λογαριασμό στην εθνική κεντρική τράπεζα της επικράτειάς της, έστω Β, τότε η χρεωστική θέση της εθνικής κεντρικής τράπεζας του κράτους-μέλους Α στο σύστημα TARGET2, δηλ. η καθαρή υποχρέωσή της έναντι της ΕΚΤ,

¹ Κατά κανόνα, οι πληρωμές αυτές εκτελούνται για λογαριασμό των πελατών των τραπεζών. Για παράδειγμα, μια εμπορική τράπεζα στη χώρα Α πραγματοποιεί την πληρωμή για λογαριασμό εισαγωγικής επιχείρησης η οποία δραστηριοποιείται στη χώρα Α, ενώ η εμπορική τράπεζα στη χώρα Β είναι πιθανόν να ενεργεί για λογαριασμό επιχείρησης η οποία παράγει προϊόντα στη χώρα Β και τα εξάγει στη χώρα Α.

Άθροισμα πιστωτικών (θετικών) θέσεων TARGET2 (Μάιος 2008-Δεκέμβριος 2017)

(δισεκ. ευρώ, στοιχεία τέλους μηνός)



Πηγή: ΕΚΤ.

μνείας ότι οι εγχώριες πληρωμές μέσω του TARGET2, από μία εμπορική τράπεζα προς άλλη εμπορική τράπεζα εντός της επικράτειας ενός κράτους-μέλους, δεν προκαλούν μεταβολές στην κατά τα ανωτέρω θέση της εθνικής κεντρικής τράπεζας έναντι της ΕΚΤ.

Οι μεταβολές της χρεωστικής/πιστωτικής θέσης έναντι της ΕΚΤ απεικονίζονται στους δημοσιευμένους ισολογισμούς των δύο εθνικών κεντρικών τραπεζών οι οποίες προαναφέρθηκαν.

Το άθροισμα των χρεωστικών θέσεων στο TARGET2 όλων των εθνικών κεντρικών τραπεζών που έχουν υποχρέωση σε καθαρή βάση προς την ΕΚΤ, ως απόρροια του διακανονισμού διασυνοριακών πληρωμών μέσω του συστήματος TARGET2, ισούται κατ' αρχήν προς το άθροισμα των θέσεων όλων των εθνικών κεντρικών τραπεζών οι οποίες έχουν καθαρή απαίτηση έναντι της ΕΚΤ (βλ. το διάγραμμα).³

Οι προαναφερθείσες πληρωμές, οι οποίες κατευθύνονται προς δικαιούχους σε άλλα κράτη-μέλη, εκτελούνται από εμπορικές τράπεζες στην επικράτεια των πληρωτών (έστω Α) και διοχετεύονται μέσω του συστήματος TARGET2 προς τις εμπορικές τράπεζες των δικαιούχων των πληρωμών σε άλλο κράτος-μέλος της ζώνης του ευρώ (έστω Β), είναι δυνατόν να προκύπτουν, μεταξύ άλλων, από αγορές, εκ μέρους εισαγωγέα στο κράτος-μέλος Α, προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχονται από εξαγωγέα στο κράτος-μέλος Β. Όταν οι εξαγωγές του κρά-

αυξάνεται.² Ταυτόχρονα αυξάνεται η πιστωτική θέση (δηλ. η καθαρή απαίτηση) της εθνικής κεντρικής τράπεζας στη χώρα Β έναντι της ΕΚΤ. Η εθνική κεντρική τράπεζα, στο παθητικό της οποίας αυξάνονται τα υπόλοιπα στους τρεχούμενους λογαριασμούς των εμπορικών τραπεζών οι οποίοι τηρούνται για τους σκοπούς του συστήματος TARGET2 (όπως προαναφέρθηκε λόγω είσπραξης κάποιων διασυνοριακής πληρωμής), καταγράφει, ως αντισταθμιστική εγγραφή, αύξηση των απαιτήσεων της έναντι της ΕΚΤ. Η εθνική κεντρική τράπεζα στην οποία οι τρεχούμενοι λογαριασμοί των εμπορικών τραπεζών για τους σκοπούς του συστήματος TARGET2 μειώνονται, κατόπιν της πραγματοποίησης διασυνοριακών πληρωμών από αυτούς τους λογαριασμούς, καταγράφει, ως αντισταθμιστική εγγραφή, αύξηση των υποχρεώσεων της έναντι της ΕΚΤ. Είναι άξιο

² Οι εγγραφές μεταβολών στις απαιτήσεις/υποχρεώσεις των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ πραγματοποιούνται στο τέλος της ημέρας μετά το πέρας της λειτουργίας του συστήματος TARGET2. Ενδιαμέσως, στη διάρκεια της ημέρας, οι εισπράττουσες εθνικές κεντρικές τράπεζες (δηλ. οι κεντρικές τράπεζες στα κράτη-μέλη όπου εισρέουν διεθνείς πληρωμές) εγγράφουν αντίστοιχες απαιτήσεις έναντι των πληρωτριών εθνικών κεντρικών τραπεζών, στο τέλος της ημέρας ωστόσο πραγματοποιείται συμψηφισμός, ώστε η συνολική καθαρή απαίτηση/υποχρέωση την οποία έχει σχηματίσει κάθε μεμονωμένη εθνική κεντρική τράπεζα έναντι όλων των υπόλοιπων εθνικών κεντρικών τραπεζών μεταφέρεται ως απαίτηση/υποχρέωση έναντι της ΕΚΤ.

³ Στην πραγματικότητα, στο σύστημα TARGET2 συμμετέχουν και κεντρικές τράπεζες ευρωπαϊκών χωρών εκτός Νομισματικής Ένωσης, οι οποίες, ωστόσο, υποχρεούνται να διατηρούν πιστωτική θέση έναντι της ΕΚΤ. Οι θέσεις αυτών των τραπεζών στο σύστημα TARGET2 πρέπει να προστεθούν στις πιστωτικές θέσεις των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών. Τέλος, προκειμένου το άθροισμα των πιστωτικών θέσεων των κεντρικών τραπεζών να εξισωθεί προς το άθροισμα των χρεωστικών θέσεων, πρέπει να ληφθεί υπόψη και η θέση της ίδιας της ΕΚΤ στο σύστημα TARGET2, η οποία είναι χρεωστική. Αυτό σημαίνει ότι στην πράξη το (αλγεβρικό) άθροισμα των θέσεων όλων των επιμέρους εθνικών κεντρικών τραπεζών είναι θετικό (που αντιστοιχεί σε συγκεντρωτικά πιστωτικό υπόλοιπο).

τους-μέλους Α είναι ανεπαρκείς σε σύγκριση με τις εισαγωγές του και οι πληρωμές εκ μέρους του εν λόγω κράτους-μέλους προς το εξωτερικό, οι οποίες καταγράφονται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, υπερβαίνουν τις αντίστοιχες πληρωμές προς το εν λόγω κράτος-μέλος λόγω διεθνών εμπορικών συναλλαγών, η κεντρική τράπεζα του εν λόγω κράτους-μέλους σχηματίζει χρεωστική θέση έναντι της ΕΚΤ.

Οι εν λόγω διασυννοριακές πληρωμές είναι επίσης δυνατόν να αντιπροσωπεύουν επενδύσεις χαρτοφυλακίου, δηλ. το αντίτιμο για τη διάθεση κατά την έκδοση ή τη μεταβίβαση στη δευτερογενή αγορά χρεογράφων από επιχειρήσεις ή άλλους επενδυτές στη χώρα Β προς επενδυτές οι οποίοι έχουν την έδρα τους στο κράτος-μέλος Α. Τέλος, μείωση της χρεωστικής θέσης έναντι της ΕΚΤ, στο πλαίσιο του συστήματος TARGET2, της εθνικής κεντρικής τράπεζας στο κράτος-μέλος Α, η οποία αντικρίζεται από αντίρροπη μείωση της πιστωτικής θέσης της εθνικής κεντρικής τράπεζας στο κράτος-μέλος Β έναντι της ΕΚΤ, προκύπτει όταν, με χρήση του συστήματος TARGET2, μία εμπορική τράπεζα στο κράτος-μέλος Β χορηγεί διατραπεζική πίστωση προς εμπορική τράπεζα στο κράτος-μέλος Α.⁴

Προηγούμενο επεισόδιο διόγκωσης των χρεωστικών θέσεων των κεντρικών τραπεζών

Υπενθυμίζεται ότι στη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης από το 2007 και εξής, όποτε εντεινόταν η αβεβαιότητα, οι διατραπεζικές τοποθετήσεις από πιστωτικά ιδρύματα σε κράτη-μέλη του πυρήνα της ζώνης του ευρώ προς τα ευάλωτα κράτη-μέλη περιοριζόταν δραματικά. Έτσι, οι διασυννοριακές ροές κεφαλαίων δεν επαρκούσαν ούτε για να χρηματοδοτήσουν την εξόφληση του χρέους που είχαν συνάψει διατραπεζικά κατά το παρελθόν οι εμπορικές τράπεζες στα ευάλωτα κράτη-μέλη.⁵

Όσον αφορά τις κινήσεις των λογαριασμών στο σύστημα TARGET2, ο περιορισμός των διασυννοριακών διατραπεζικών τοποθετήσεων που προαναφέρθηκε προκάλεσε απότομη διεύρυνση των χρεωστικών θέσεων, έναντι της ΕΚΤ, των εθνικών κεντρικών τραπεζών στα ευάλωτα κράτη-μέλη, ταυτόχρονα με αντίστοιχη διεύρυνση των πιστωτικών θέσεων, έναντι της ΕΚΤ, των εθνικών κεντρικών τραπεζών στα κράτη-μέλη του πυρήνα. Η διεύρυνση αυτή θα είχε αντισταθμιστεί εάν περιοριζόταν οι εισαγωγές προϊόντων στα ευάλωτα κράτη-μέλη και οι συναφείς διεθνείς πληρωμές από τα ευάλωτα κράτη-μέλη. Αυτό συνέβη μόνον μερικώς, καθώς τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που χαρακτήριζαν τις περισσότερες ευάλωτες χώρες υποχώρησαν. Εξάλλου, η τάση για αύξηση του αθροίσματος των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ στο πλαίσιο του TARGET2, λόγω του προαναφερθέντος περιορισμού των διασυννοριακών ροών διατραπεζικών δανείων, θα ήταν δυνατόν να

⁴ Η προηγηθείσα περιγραφή των διασυννοριακών πληρωμών από ένα κράτος-μέλος της ζώνης του ευρώ και της λογιστικής τους απεικόνισης είναι απλουστευμένη. Δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι πολλές από τις διασυννοριακές πράξεις που διακανονίζονται μέσω του συστήματος TARGET2 δεν αντανακλούν υποκείμενες εμπορικές συναλλαγές, αλλά την ανακατανομή ρευστότητας μεταξύ τραπεζικών οντοτήτων που ανήκουν στον ίδιο όμιλο. Για παράδειγμα, δεν είναι ασήμητες ένας τραπεζικός όμιλος, ο οποίος διαθέτει διεθνή παρουσία σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, να εκτελεί σχεδόν όλες τις πληρωμές για λογαριασμό των πελατών του μέσω υποκαταστήματος ή θυγατρικής του εγκατεστημένου σε κράτος-μέλος της ζώνης του ευρώ που αποτελεί σημαντικό χρηματοπιστωτικό κέντρο. Εξασκοιούθει επίσης να χρησιμοποιείται για τις διεθνείς πληρωμές, αντί του συστήματος TARGET2, το δίκτυο ανταποκριτών εμπορικών τραπεζών (correspondent banking). Οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές οι οποίες διακανονίζονται μέσω δικτύου ανταποκριτών δεν αντικατοπτρίζονται, τουλάχιστον άμεσα, σε μεταφορές κεφαλαίων μέσω του συστήματος TARGET2. Και άλλες διασυννοριακές συναλλαγές (π.χ. αυτές οι οποίες διακανονίζονται με τη χρήση ορισμένων πιστωτικών καρτών) δεν διοχετεύονται μέσω του συστήματος TARGET2 (αλλά αντίθετα τακτοποιούνται μέσω άλλων συστημάτων πληρωμών) και συνεπώς δεν έχουν επίπτωση, τουλάχιστον άμεσα, στις χρεωστικές/πιστωτικές θέσεις των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ στο πλαίσιο της λειτουργίας του TARGET2, βλ. ECB, *Monthly Bulletin*, 10/2011, Box 4: “TARGET2 balances of national central banks in the euro area”.

⁵ Αναφέρεται επίσης τάση, κατά τα έτη 2011-2012, οι τραπεζικοί όμιλοι με κεντρικά καταστήματα στις χώρες του πυρήνα να περιορίζουν την, μέσω ενδοομιλικών μεταφορών κεφαλαίων, χρηματοδότηση των θυγατρικών και υποκαταστημάτων τους στα ευάλωτα κράτη-μέλη. Αντιθέτως, ενθάρρυναν την προσφυγή στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες εκ μέρους των μονάδων τους οι οποίες δραστηριοποιούνταν σε ευάλωτα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. Βλ. ECB, *Monthly Bulletin*, 5/2013, Article: “Target balances and monetary policy operations”.

αποσοβηθεί εάν σημειωνόταν ανάσχεση των εκροών κεφαλαίων από τα ευάλωτα κράτη-μέλη για τοποθετήσεις σε καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα στα κράτη-μέλη του πυρήνα της ζώνης του ευρώ ή για επενδύσεις χαρτοφυλακίου στις χώρες αυτές. Αυτό δεν συνέβη, αλλά συνέβη μάλλον το αντίθετο, ώστε, εκτός από τον περιορισμό των διασυνοριακών συναλλαγών στην ενιαία αγορά χρήματος, τη διεύρυνση των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ τροφοδότησε επιπρόσθετα η παρατηρηθείσα αύξηση των τοποθετήσεων των κατοίκων των ευάλωτων χωρών σε περιουσιακά στοιχεία σε κράτη-μέλη του πυρήνα της Νομισματικής Ένωσης.

Τέλος, πρέπει να επισημανθεί ότι η παροχή άφθονης ρευστότητας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, στο πλαίσιο της άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, έδρασε ως καταλύτης για τη διόγκωση κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ, υπό την εξής έννοια: απουσία επαρκών διατραπεζικών πιστώσεων, εκ μέρους ιδιωτικών φορέων από χώρες του πυρήνα, και ελλείπει επαρκών εισπράξεων εκ μέρους των ευάλωτων κρατών-μελών από το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, οι εισαγωγές σε αυτά τα κράτη-μέλη και η αύξηση των διασυνοριακών τοποθετήσεων από τους κατοίκους αυτών των κρατών-μελών σε περιουσιακά στοιχεία σε κράτη-μέλη του πυρήνα δεν θα ήταν δυνατόν να χρηματοδοτηθούν αν δεν χορηγείτο ρευστότητα σημαντικού ύψους από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στα ευάλωτα κράτη-μέλη προς τις εγχώριες εμπορικές τράπεζες. Οι κεντρικές τράπεζες των ευάλωτων κρατών-μελών χορήγησαν πολύ περισσότερη ρευστότητα (σε σύγκριση με το μέγεθος των εγχώριων τραπεζικών τους συστημάτων) από ό,τι οι εθνικές κεντρικές τράπεζες στις χώρες του πυρήνα. Παρόμοιος ήταν και ο ρόλος της διεθνούς χρηματοδοτικής στήριξης που χορηγήθηκε προς τα ευάλωτα κράτη-μέλη κυρίως μέσω του EFSF και του ESM, καθώς αυτή, μεταξύ άλλων αποτελεσμάτων, είχε επίσης θετική επίδραση στη ρευστότητα των εγχώριων εμπορικών τραπεζών.

Η αιτία της πρόσφατης διόγκωσης των χρεωστικών θέσεων

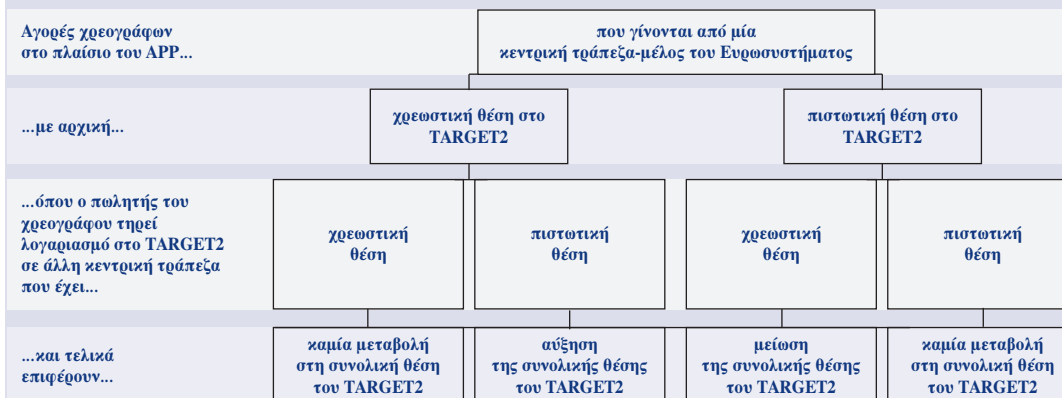
Η διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων είναι επίσης συνυφασμένη με την παρατηρηθείσα από τα τέλη του 2014 διόγκωση του αθροίσματος των χρεωστικών (και αντιστοίχως των πιστωτικών) θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ, όπως αυτές διαμορφώνονται στο πλαίσιο της λειτουργίας του TARGET2. Κατ' αρχάς τονίζεται ότι, σε αντίθεση με ό,τι συνέβαινε κατά την περίοδο από το θέρους του 2007 μέχρι και το θέρους του 2012, η εξέλιξη αυτή δεν αντανάκλα την εκδήλωση εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ.

Μάλλον, η εν λόγω εξέλιξη θεωρείται απότοκος του γεγονότος ότι η εκτέλεση του προγράμματος αγοράς λαμβάνει χώρα σε αποκεντρωμένη βάση. Τούτο σημαίνει ότι σε αγορές τίτλων από τους αποδεκτούς αντισυμβαλλομένους προβαίνει, ως γνωστόν, η ΕΚΤ, καθώς επίσης και καθεμία από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Σημειώνεται ότι οι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι είναι συνήθως πιστωτικά ιδρύματα που πωλούν στο Ευρωσύστημα χρεόγραφα διαμεσολαβώντας για λογαριασμό πελατών τους⁶ ή και χρεόγραφα που τα ίδια τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν στην κυριότητά τους.

Όταν μια εθνική κεντρική τράπεζα, η οποία έχει χρεωστική θέση, όπως για παράδειγμα προαναφέρθηκε ότι έχει παρατηρηθεί σε χρόνια βάση για τις κεντρικές τράπεζες της Ιταλίας, της Ισπα-

⁶ Έχει παρατηρηθεί ότι οι πωλητές προς το Ευρωσύστημα τίτλων εκδοθέντων από το δημόσιο τομέα είναι κυρίως μη κάτοικοι, καθώς επίσης και τράπεζες της ζώνης του ευρώ οι οποίες ενεργούν για ίδιο λογαριασμό. Οι πωλήσεις τίτλων του δημόσιου τομέα από χαρτοφυλάκια κατοίκων της ζώνης του ευρώ οι οποίοι δεν είναι εμπορικές τράπεζες (ούτε αμοιβαία κεφάλαια χρηματοαγοράς) είναι σχετικά πιο περιορισμένες. Υπενθυμίζεται επίσης ότι η πλειονότητα των συναλλαγών στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος αφορά χρεόγραφα από εκδότες οι οποίοι ανήκουν στο δημόσιο τομέα.

Ποιες είναι οι προϋποθέσεις ώστε το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP) να οδηγήσει σε αύξηση του αθροίσματος των χρεωστικών θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών στο σύστημα TARGET2



Πηγή: Deutsche Bundesbank.

νίας, της Πορτογαλίας και της χώρας μας, προβαίνει σε αγορές τίτλων από αντισυμβαλλόμενο ο οποίος εδρεύει εκτός της επικράτειας της εν λόγω εθνικής κεντρικής τράπεζας, τότε υπό ορισμένες προϋποθέσεις καταγράφεται αύξηση της χρεωστικής θέσης της αγοράστριας κεντρικής τράπεζας στο σύστημα TARGET2 και, κατ' επέκταση, διόγκωση του αθροίσματος των χρεωστικών, και αντιστοίχως των πιστωτικών, θέσεων των συμμετεχουσών στο σύστημα TARGET2 κεντρικών τραπεζών. Προϋπόθεση για την εν λόγω καταγραφή αύξησης είναι ο αντισυμβαλλόμενος που πώλησε τους τίτλους όχι μόνο να τηρεί λογαριασμό στο TARGET2 σε άλλο κράτος-μέλος (από αυτό της κεντρικής τράπεζας η οποία αγόρασε τους τίτλους), αλλά και η κεντρική τράπεζα του κράτους-μέλους όπου τηρείται ο λογαριασμός του αντισυμβαλλομένου να έχει πιστωτική θέση, όπως λ.χ. παρατηρείται σε χρόνια βάση όσον αφορά την κεντρική τράπεζα της Γερμανίας, της Ολλανδίας ή του Λουξεμβούργου (βλ. τον πίνακα).

Επισημαίνεται ότι, ιδίως σε σχέση με τους κρατικούς τίτλους και άλλα χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί από τους δημόσιους τομείς των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, η εμπειρία των προηγούμενων ετών με το πρόγραμμα αγοράς τίτλων έχει καταδείξει ότι δεν είναι καθόλου ασυνήθιστο η εθνική κεντρική τράπεζα η οποία αγοράζει τους τίτλους να βρίσκεται σε διαφορετική χώρα από το αντισυμβαλλόμενο πιστωτικό ίδρυμα το οποίο της πωλεί τους τίτλους. Κατά προσέγγιση, το 80% της αξίας των αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος αφορά συναλλαγές αυτής της μορφής, δηλ. σε διασυνοριακή βάση, ενώ ειδικότερα περίπου το 50% της συνολικής αξίας των πωλήσεων τίτλων στο Ευρωσύστημα, στο πλαίσιο του προγράμματος, πραγματοποιούνται από τράπεζες οι οποίες εδρεύουν εκτός της ζώνης του ευρώ.⁷

Αυτοί οι διεθνείς τραπεζικοί οργανισμοί, και μάλιστα όσοι έχουν την έδρα τους εκτός Ευρώπης (όπως τα κινεζικά και τα αμερικανικά ιδρύματα), πραγματοποιούν τραπεζικές εργασίες στην Ευρώπη ορμώμενοι κυρίως από το Λονδίνο. Οι εν λόγω τράπεζες διατηρούν, διαμέσου θυγατρικών ή υποκαταστημάτων τους δραστηριοποιούμενων στη Γερμανία, λογαριασμούς για το σύστημα TARGET2 κυρίως στη γερμανική κεντρική τράπεζα. Εναλλακτικά, οι εν λόγω τράπε-

⁷ Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, 7/2016, Box 2: "Target balances and the asset purchase programme".

ζες είναι δυνατόν να αποκτήσουν έμμεσα πρόσβαση στο σύστημα TARGET2, μέσω ανταποκριτών τους στα κυριότερα χρηματοπιστωτικά κέντρα της ζώνης του ευρώ. Με τη σειρά τους, οι ανταποκριτές τηρούν λογαριασμούς για το σύστημα TARGET2 στην οικεία κεντρική τράπεζα, η οποία είναι κατά κανόνα η γερμανική κεντρική τράπεζα (λιγότερο συχνά η κεντρική τράπεζα της Ολλανδίας). Συνεπώς, όποτε οι διεθνείς αυτές τράπεζες, συμμετέχοντας στο πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος, πωλούν τίτλους προς εθνικές κεντρικές τράπεζες κρατών-μελών διαφορετικών από τα κράτη-μέλη όπου βρίσκονται τα προαναφερθέντα χρηματοπιστωτικά κέντρα, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για αύξηση της συνολικής χρεωστικής/πιστωτικής θέσης των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ.⁸

Τέλος, υπογραμμίζεται ότι η ανακατανομή εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων της χορηγούμενης από το Ευρωσύστημα ρευστότητας (δηλ. του προϊόντος της πώλησης τίτλων) έχει περιορισμένη επίδραση στο άθροισμα των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι της ΕΚΤ στο πλαίσιο του συστήματος TARGET2. Έχει παρατηρηθεί ότι η ανακατανομή λαμβάνει κυρίως τη μορφή εκροών κεφαλαίων από κράτη-μέλη όπου η κεντρική τράπεζα έχει πιστωτική θέση προς κράτη-μέλη των οποίων οι αντίστοιχες εθνικές κεντρικές τράπεζες έχουν χρεωστικές θέσεις, με συνέπεια μερική αντιστροφή της αύξησης του αθροίσματος των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων. Από την άλλη πλευρά, η ανακατανομή χαρτοφυλακίων υπέρ κρατικών τίτλων που έχουν εκδοθεί σε ξένα νομίσματα από χώρες εκτός Νομισματικής Ένωσης, την οποία, όπως προαναφέρθηκε, έθεσε σε κίνηση η διεξαγωγή από το Ευρωσύστημα του προγράμματος αγοράς, είναι πιθανόν ότι καθαυτή τροφοδότησε περαιτέρω την αύξηση του αθροίσματος των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων στο σύστημα TARGET2. Αυτό συνέβη επειδή η εν λόγω ανακατανομή οδήγησε σε εισροές κεφαλαίων στα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά κέντρα της ζώνης του ευρώ, δεδομένου ότι κατά μεγάλο μέρος, μέσω αυτών των χρηματοπιστωτικών κέντρων, πραγματοποιήθηκε, όπως προαναφέρθηκε (βλ. Πλαίσιο IV.2), η επένδυση των διαθεσίμων των κατοίκων των διαφόρων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ σε τίτλους τρίτων χωρών (λ.χ. μέσω συμμετοχών σε σχετικά αμοιβαία κεφάλαια). Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αυτών των χρηματοπιστωτικών κέντρων έχουν πιστωτική θέση στο σύστημα TARGET2.⁹ Συνεπώς, όταν προς αυτά τα χρηματοπιστωτικά κέντρα διοχετεύονται κεφάλαια από τα κράτη-μέλη των οποίων οι κεντρικές τράπεζες έχουν χρεωστικές θέσεις, επέρχεται αύξηση του αθροίσματος των χρεωστικών/πιστωτικών θέσεων έναντι της ΕΚΤ στο σύστημα TARGET2.

⁸ Όπως επισημάνθηκε παραπάνω, δεδομένου ότι οι διεθνείς (εμπορικές/επενδυτικές) τράπεζες εκτός ζώνης του ευρώ κάνουν χρήση λογαριασμών TARGET2 οι οποίοι κατά κανόνα τηρούνται στη γερμανική κεντρική τράπεζα (που έχει χρονίως πιστωτική θέση έναντι της ΕΚΤ στο πλαίσιο του εν λόγω συστήματος πληρωμών), για να επέλθει αύξηση του συνόλου των χρεωστικών θέσεων πρέπει η εθνική κεντρική τράπεζα η οποία αγοράζει τους τίτλους από τη διεθνή (εμπορική/επενδυτική) τράπεζα να μην έχει πιστωτική, αλλά μάλλον χρεωστική θέση έναντι της ΕΚΤ.

⁹ Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, 3/2017, Box 1: “The ECB’s asset purchase programme and TARGET balances: monetary policy implementation and beyond”.

Υ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το 2017 σηματοδοτεί την επάνοδο της οικονομικής δραστηριότητας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης για πρώτη φορά μετά το 2014. Κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης αποτέλεσε η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και κυρίως των υπηρεσιών, που αντανάκλα τη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης και την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η αγορά εργασίας συνέχισε να δείχνει σημάδια βελτίωσης, με την απασχόληση να αυξάνεται και την ανεργία να μειώνεται – αν και παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Η θετική αυτή εξέλιξη ήταν το αποτέλεσμα της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και της επίδρασης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας. Ο βιομηχανικός τομέας παρουσίασε ενδείξεις δυναμισμού, ιδίως στους κλάδους της μεταποίησης με εξαγωγικό προσανατολισμό. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε βελτίωση. Στον αντίποδα αυτών των θετικών εξελίξεων, η παρατηρούμενη ανάκαμψη των επενδυτικών δαπανών δεν φαίνεται ακόμη να έχει αποκτήσει τη δυναμική που απαιτείται για την ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος και τη στήριξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια, ενώ η εκτιμώμενη υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος έναντι του στόχου είχε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Επιπλέον, το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί τροχοπέδη για την επαρκή χρηματοδότηση της οικονομίας.

Οι προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας για το 2018 παραμένουν θετικές. Βασικές προϋποθέσεις για υψηλούς και διατηρήσιμους ρυθμούς ανάπτυξης αποτελούν η ανάκαμψη των παραγωγικών επενδύσεων, η διαφύλαξη και συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η ταχεία αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Στους κινδύνους που ενδέχεται να επηρεάσουν την εξέλιξη της οικονομίας περιλαμβάνονται τυχόν καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, δυσμενέστερες επιπτώσεις από το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς και γεωπολιτικές εξελίξεις.

Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία (ΕΛΣΤΑΤ, Δεκέμβριος 2017), το 2017 η ελληνική οικονομία εισήλθε σε πορεία ανάκαμψης. Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές συνέβαλαν στην αύξηση του ΑΕΠ (+1,1%) κατά 0,4, 0,3 και 2,3 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα V.1), ενώ αρνητικά συνέβαλαν η δημόσια κατανάλωση και οι εισαγωγές αγαθών κατά 0,6 και 2,1 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα.

Με την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης ξεκίνησε η άμεση αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου και βελτιώθηκαν οι συνθήκες ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας. Ωστόσο, η εκτιμώμενη υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος του 2017² έναντι του στόχου είχε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία, καθώς επιτεύχθηκε μέσω της άντλησης σημαντικών πόρων από την παραγωγική διαδικασία με τη μορφή της αύξησης της φορολογίας, καθώς και μέσω μειωμένων δαπανών.

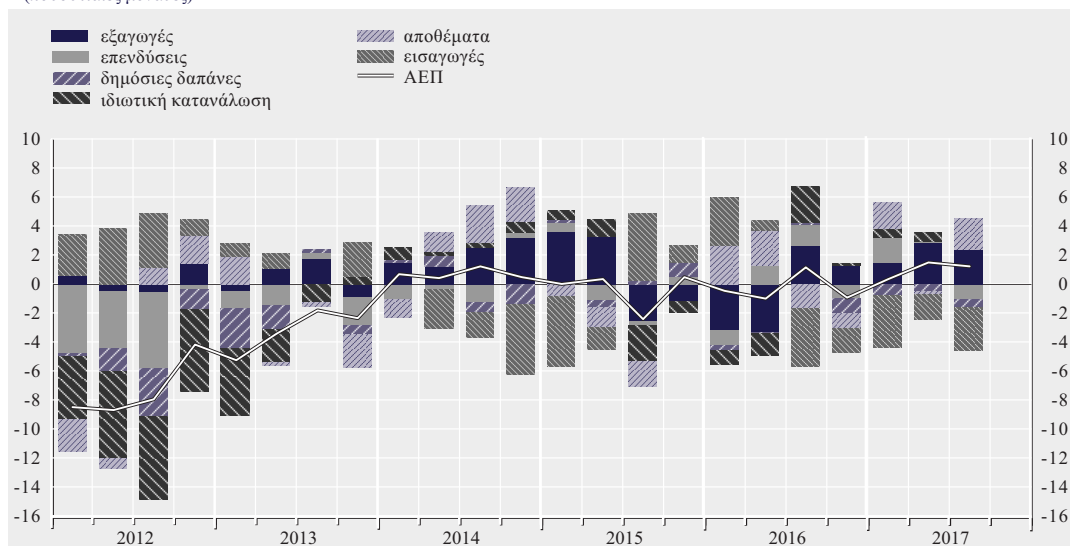
Συνεπώς, σε βασικό πυλώνα της ανάπτυξης αναδεικνύεται η ταχεία αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν σημαντικά, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ανοδική τάση που έχει παρατηρηθεί από το 2014 ως αποτέλεσμα της ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας αλλά και της αποκατάστασης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας. Οι εξαγωγές υπηρεσιών ανέκαμψαν δυναμικά (+13,0%), χάρη τόσο στην άνοδο των τουριστικών εισπράξεων όσο και στην αύξηση των εσόδων από τη ναυτιλία. Η εξαγωγική δυναμική της οικονομίας αντανάκλαται στη σημαντική άνοδο του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ (33,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, από 23,0% τη διετία 2007-2008) και εκτιμά-

1 Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 14.2.2018.

2 Βάσει της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού του 2018 προβλέπεται υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος έναντι του στόχου. Σε αυτό συνηγορούν και τα εθνικολογιστικά στοιχεία εννεαμήνου της γενικής κυβέρνησης (βλ. Κεφάλαιο VI).

Διάγραμμα V.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2017.

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

ται ότι συνδέεται στενά με την ανάπτυξη των κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες,³ ως αποτέλεσμα και της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από το 2009 και μετά.

Από την πλευρά της προσφοράς, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αντανάκλαται στην αυξημένη βιομηχανική παραγωγή κατά τη διάρκεια του περασμένου έτους, όπως καταγράφεται από την αύξηση της προστιθέμενης αξίας της βιομηχανίας κατά 7,4% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (που συνέβαλε κατά 0,9 της ποσοστιαίας μονάδας στην αύξηση του ΑΕΠ), από το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής της ΕΛΣΤΑΤ για το 2017 (4,1%) και από το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση.

Το 2017 συνεχίστηκαν οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας. Το εννεάμηνο του 2017 η απασχόληση αυξήθηκε κατά 2,1%, ενώ το μέσο ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 21,5% από 23,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Η αύξηση της απασχόλησης οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην εφαρμογή των μεταρ-

ρυθμίσεων στην αγορά εργασίας τα προηγούμενα έτη, στην αύξηση της κινητικότητας των εργαζομένων και στην καλή πορεία ορισμένων κλάδων, όπως το εμπόριο, ο τουρισμός και η μεταποίηση. Σημαντική είναι επομένως η συμβολή των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, που αποτελούν την πλειοψηφία των νέων προσλήψεων στον ιδιωτικό τομέα. Παρ' όλα αυτά, το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα παραμένει το υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Αν και οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τη μείωση της ανεργίας παραμένουν θετικές σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και τη βελτίωση των προσδοκιών για την πορεία της οικονομίας γενικότερα, το πρόβλημα της μακροχρόνιας ανεργίας καθώς και της ανεργίας των νέων και των γυναικών και της συνακόλουθης απξίωσης των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού πρέπει να αντιμετωπιστεί άμεσα.

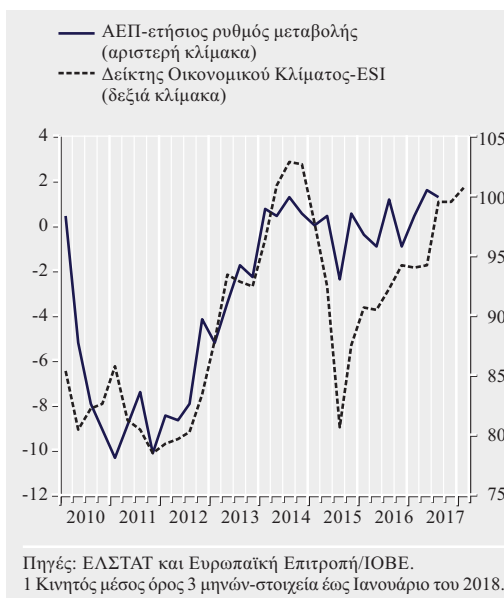
3 Το σχετικό μέγεθος του τομέα των εμπορεύσιμων, δηλ. ο λόγος των εμπορεύσιμων προς τα μη εμπορεύσιμα, σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας αυξήθηκε την περίοδο 2010-2016 περίπου κατά 11% σε σταθερές τιμές και κατά 21% σε τρέχουσες τιμές, ενώ σε όρους απασχόλησης αυξήθηκε κατά περίπου 7%.

Αναφορικά με τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε έλλειμμα, μειωμένο σε σύγκριση με το 2016. Ειδικότερα, η θετική επίδραση από την ανάκαμψη των καθαρών εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία υπεραντιστάθμισε τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Παρά τη συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών εκτός καυσίμων διευρύνθηκε, αφού οι εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο. Όσον αφορά τον τουρισμό, η αύξηση των αφίξεων συνδυάστηκε με αύξηση των εισπράξεων. Η άνοδος των εισπράξεων από τη ναυτιλία αντανάκλα αφενός τη βελτίωση των ναύλων και αφετέρου την άμβλυνση των δυσχερειών στις συναλλαγές λόγω της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων είχαν θετική επίδραση στη διαμόρφωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τέλος, ιδιαίτερα ευνοϊκή εξέλιξη για την προοπτική ανάκαμψης της οικονομίας αποτελεί η συνεχιζόμενη θετική πορεία των εισροών για ξένες άμεσες επενδύσεις και το 2017.

Στη διάρκεια του 2017 καταγράφηκε επιστροφή του πληθωρισμού σε θετικό έδαφος, λόγω κυρίως της έντονα ανοδικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου αλλά και των αυξήσεων των έμμεσων φόρων από την αρχή του έτους. Για το 2018 εκτιμάται ότι οι επιδράσεις βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία θα συγκρατήσουν το μέσο πληθωρισμό, ο οποίος αναμένεται να κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2017.

Παρά τις θετικές μακροοικονομικές εξελίξεις και τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος στη διάρκεια του 2017 (βλ. Διάγραμμα V.2), η παραμονή της ελληνικής οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά συναρτάται άμεσα με σημαντικές προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν. Ειδικότερα: (α) Η υστέρηση των ιδιωτικών και δημόσιων παραγωγικών επενδύσεων δεν επιτρέπει την ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος και του

Διάγραμμα V.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹ (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2017)



δυναμικού προϊόντος της οικονομίας. Η βελτίωση του οικονομικού κλίματος δεν αρκεί από μόνη της για την αντιμετώπιση των χρόνιων εγγενών αδυναμιών της εγχώριας οικονομίας.⁴ Η υψηλή φορολογία, η γραφειοκρατία, το ασταθές και μη προβλέψιμο φορολογικό σύστημα, η καθυστέρηση στην απονομή δικαιοσύνης, η δυσκολία πρόσβασης σε φθηνή χρηματοδότηση και η διαφθορά είναι παράγοντες που δρουν αποτρεπτικά στην ανάληψη επιχειρηματικής δραστηριότητας. Εξάλλου, το γεγονός ότι η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας προχωρεί με αργούς ρυθμούς έχει ως αποτέλεσμα να αναβάλλεται ή και να ματαιώνεται το όφελος που μπορεί να προκύψει για την οικονομία από εκείνες τις επενδύσεις που συνδέονται με τις ιδιωτικοποιήσεις. (β) Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αν και μειούμενο, παραμένει υψηλό και εμποδίζει την επαρκή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Η αξιοποίηση του ήδη υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου για την επίλυση αυτού του προβλήματος συνιστά βασική

⁴ Βλ. μεταξύ άλλων την έκθεση *Global Competitiveness Report* για τη διετία 2017-2018, που δημοσιεύεται από το World Economic Forum.

προϋπόθεση για την άμεση απελευθέρωση αναπτυξιακών πόρων που μπορούν να στηρίξουν την υγιή επιχειρηματικότητα.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αναμένονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,6%, 2,4% και 2,5% αντίστοιχα. Σ' αυτή την εξέλιξη εκτιμάται ότι θα συμβάλουν τόσο ο εξωτερικός τομέας της οικονομίας όσο και η εγχώρια ζήτηση.

Η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα έτη συνδέεται με την αλλαγή του παραγωγικού προτύπου της οικονομίας. Για να γίνει αυτό, θα πρέπει να διατηρηθούν τα έως σήμερα επιτεύγματα όσον αφορά τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, να προχωρήσει η άμεση εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, ιδίως στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου V), και κυρίως να επιταχυνθεί η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας με την ταχεία υλοποίηση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων. Επίσης, προκειμένου να αντιμετωπιστούν μακροχρόνια εμπόδια στην επιχειρηματική δραστηριότητα και να προσελκυστούν ξένες άμεσες επενδύσεις σε κρίσιμους τομείς της οικονομίας, είναι αναγκαίο να δοθεί έμφαση στην ποιότητα και την απρόσκοπτη λειτουργία των θεσμών που προσδιορίζουν τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και την εξωστρέφεια της οικονομίας.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας εμπεριέχουν και σημαντικές αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, ενδεχόμενες αστοχίες ή καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων θα οδηγήσουν σε περαιτέρω φορολογική επιβάρυνση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και σε επιβράδυνση της ανάκαμψης της οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το διεθνές περιβάλλον, ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά ορισμένους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Το 2017 η οικονομική δραστηριότητα επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές έτους 2010 (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) κατέγραψε άνοδο 1,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 έναντι της ίδιας περιόδου του 2016. Βασικός μοχλός ανάπτυξης ήταν η ταχεία άνοδος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, με την αύξηση των εξαγωγών υπηρεσιών να έχει την υψηλότερη θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ (1,4 ποσοστιαία μονάδα) εξαιτίας της σημαντικής αύξησης των τουριστικών εσόδων, αλλά και των εσόδων από τη ναυτιλία. Οι εξαγωγές αγαθών συνέχισαν την ισχυρή ανοδική τάση τους, λόγω της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας, και αυξήθηκαν περισσότερο από ό,τι η εξωτερική ζήτηση, συμβάλλοντας θετικά (0,8 της ποσοστιαίας μονάδας) στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Την ίδια περίοδο οριακά θετική ήταν η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης, που υποστηρίχθηκε κυρίως από την αύξηση της απασχόλησης. Οριακά θετικά συνέβαλαν επίσης οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, κυρίως λόγω της επίδοσης που καταγράφηκε το α' τρίμηνο του 2017. Στον αντίποδα, αρνητική ήταν η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης, αλλά και των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα V.1 και Διάγραμμα V.1).

Η **ιδιωτική κατανάλωση** αυξήθηκε ελαφρώς το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 κατά 0,6%, έναντι στασιμότητας την ίδια περίοδο του 2016, συμβάλλοντας θετικά στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πίνακα V.1). Η θετική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέεται με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, λόγω της σημαντικής προόδου στην εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, και αποτυπώθηκε στην ανάκαμψη των δεικτών καταναλωτικής εμπιστοσύνης και λιανικών πωλήσεων (βλ. Διαγράμματα V.3 και V.4).

Πίνακας V.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2011-εννεάμηνο 2017)

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 εννεάμηνο
Ιδιωτική κατανάλωση	-9,9 (-6,8)	-7,9 (-5,5)	-2,7 (-1,8)	0,8 (0,5)	-0,5 (-0,4)	0,1 (0,0)	0,6 (0,4)
Δημόσια κατανάλωση	-7,0 (-1,6)	-7,2 (-1,6)	-5,5 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	1,1 (0,2)	-1,4 (-0,3)	-2,6 (-0,6)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-20,7 (-3,6)	-23,4 (-3,5)	-8,3 (-1,0)	-4,4 (-0,5)	-0,2 (0,0)	1,5 (0,2)	2,6 (0,3)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-14,4 (-0,7)	-38,0 (-1,8)	-31,3 (-1,0)	-53,2 (-1,2)	-25,8 (-0,3)	-12,4 (-0,1)	-7,9 (-0,5)
Εγχώρια τελική ζήτηση¹	-11,0 (-12,0)	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,2)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,6%	-0,6%	-0,8%	0,5%	-0,5%	0,2%	1,7%
Εγχώρια ζήτηση	-10,8 (-11,7)	-9,8 (-10,4)	-4,4 (-4,6)	0,9 (0,9)	-1,0 (-1,1)	0,7 (0,7)	1,5 (1,6)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,1 (0,0)	1,2 (0,3)	1,6 (0,4)	7,7 (2,2)	2,9 (0,9)	-1,9 (-0,6)	7,6 (2,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-8,3 (2,5)	-9,4 (2,9)	-3,4 (1,0)	7,7 (-2,3)	0,4 (-0,1)	1,3 (-0,4)	8,5 (-2,7)
Εξωτερική ζήτηση	... (2,5)	... (3,2)	... (1,5)	... (-0,2)	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,5)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-9,2	-7,3	-3,2	0,8	-0,3	-0,3	1,1

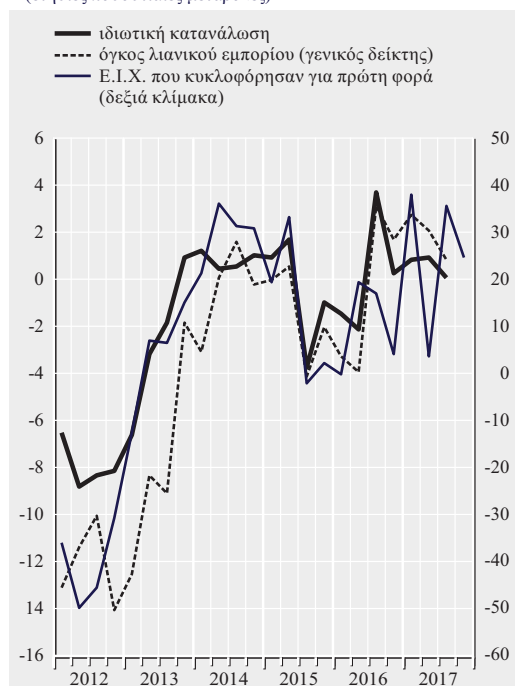
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4.12.2017, εποχίως διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

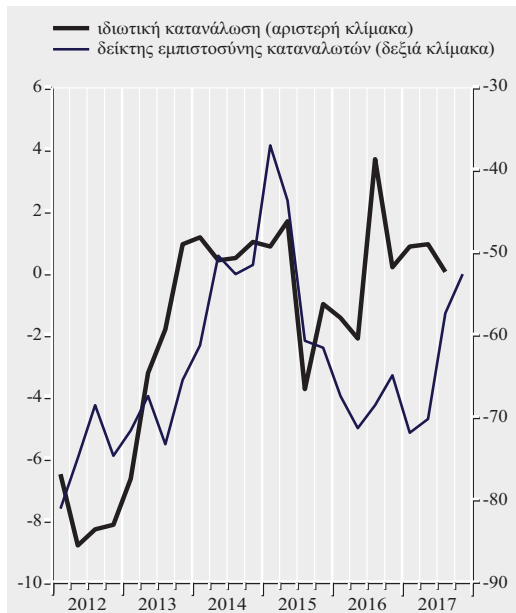
Διάγραμμα V.3 Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2012 - δ' τρίμ. 2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

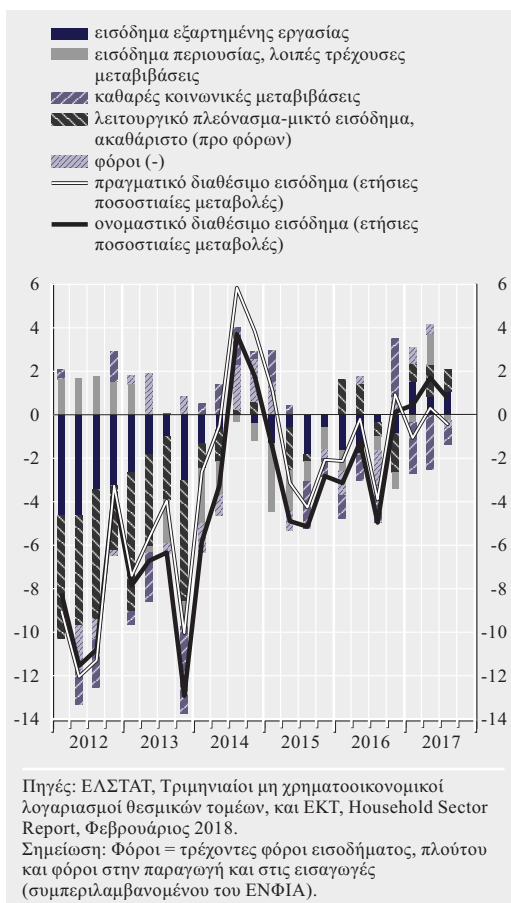
Διάγραμμα V.4 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμ. 2012-δ' τρίμ. 2017)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών).

Σημείωση: Για την ιδιωτική κατανάλωση, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές. Για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.

Διάγραμμα V.5 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμ. 2012 - γ' τρίμ. 2017)



Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από την αύξηση της μισθωτής απασχόλησης, η οποία συνέβαλε στην άνοδο του εισοδήματος από μισθωτή εργασία. Σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία των εθνικών λογαριασμών (σε τρέχουσες τιμές και μη εποχικώς διορθωμένα), το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε κατά 2,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 σε σχέση με το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2016, καταγράφοντας την υψηλότερη αύξηση από την αντίστοιχη περίοδο του 2008, πρωτίστως λόγω της αύξησης της μισθωτής απασχόλησης (1,8%) και δευτερευόντως λόγω της αύξησης των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά απασχολούμενο (0,5%). Η ανάκαμψη της αγοράς εργασίας που παρατηρείται από τα μέσα του

2014 εν μέρει αποδίδεται στην ευελιξία που παρέχει το θεσμικό πλαίσιο στις μορφές απασχόλησης (βλ. ενότητα 4 του παρόντος κεφαλαίου), αλλά και στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας σε πολλούς κλάδους (ιδιαίτερα το 2017), που συνέβαλε στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Η αύξηση της απασχόλησης έχει πιο σημαντική επίδραση στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών από ό,τι μια ανάλογη αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, καθώς εκλαμβάνεται ως αύξηση του “μόνιμου” εισοδήματός τους, ενισχύοντας την καταναλωτική τους δαπάνη.

Η σημαντική συμβολή του εισοδήματος εργασίας στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών επιβεβαιώνεται από την ανάλυση των επιμέρους συνιστωσών του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (MKIEN).⁵ Η ανάλυση αυτή για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 (βλ. Διάγραμμα V.5) καταδεικνύει τη σημαντική συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας, καθώς και του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων, τα οποία στηρίζαν το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, αντισταθμίζοντας την αύξηση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης.

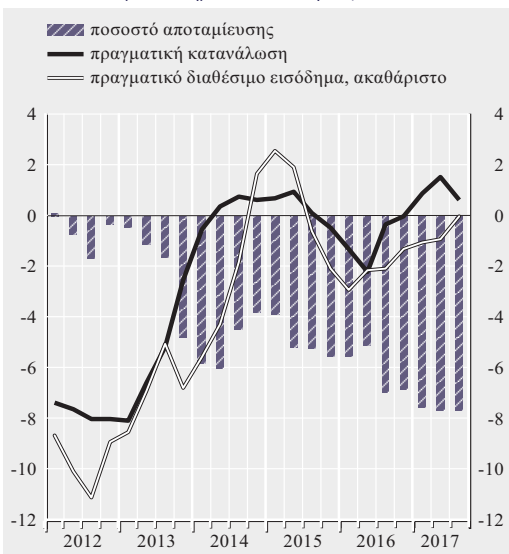
Επιπλέον, η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από την ανάλωση των αποταμιευτικών τους πόρων. Συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι η σημαντική μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των MKIEN κατά τη διάρκεια της κρίσης⁶ είχε ως αποτέλεσμα την ανάλωση των ιδιωτικών αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών για τη στήριξη των καταναλωτικών τους δαπανών. Πράγματι, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, το οποίο βρίσκεται σε πτωτική

⁵ Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και MKIEN αυξήθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 κατά 1,0%, ενώ σε πραγματικούς όρους μειώθηκε οριακά (-0,3%).

⁶ Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και MKIEN μειώθηκε κατά 27,1% μεταξύ εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2010 και της αντίστοιχης περιόδου του 2017.

Διάγραμμα V.6 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμ. 2012 - γ' τρίμ. 2017)

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



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίο μη χρηματοοικονομικό λογαριασμός θεσμικών τομέων.

¹ Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

πορεία από το 2010 και σε αρνητικό έδαφος από το 2012, κατέγραψε ιστορικά χαμηλές τιμές το 2017 και τις χαμηλότερες στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα V.6).

Η σημαντική βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης το δ' τρίμηνο του 2017,⁷ η θετική εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων⁸ και του αριθμού των νεοεισερχόμενων στην κυκλοφορία επιβατικών αυτοκινήτων, η επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης (βλ. Πίνακα V.2) και κυρίως η θετική δυναμική της απασχόλησης, όπως αποτυπώνεται από τα διαθέσιμα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις ροές εξαρτημένης εργασίας το 2017 (βλ. ενότητα 4 του παρόντος κεφαλαίου), συνηγορούν στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2017.

⁷ Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης κατέγραψε το δ' τρίμηνο του 2017 την καλύτερη επίδοση από το β' τρίμηνο του 2015.

⁸ Σημειώνεται ότι οι λιανικές πωλήσεις το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017 κατέγραψαν αύξηση 1,2% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2016 για πρώτη φορά από την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

Πίνακας V.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2012-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

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

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

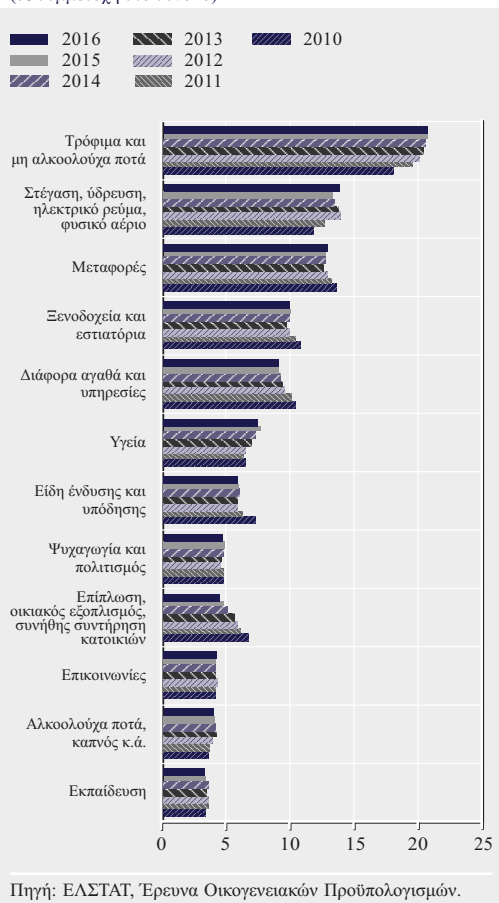
¹ Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων).

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

³ Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες για τις διαγραφές δανείων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησης.

Διάγραμμα V.7 Διαχρονική εξέλιξη της καταναλωτικής δαπάνης (2010-2016)

(% συμμετοχή στο σύνολο)



Πάντως, αξιοσημείωτη είναι η μεγάλη κάμψη της δαπάνης των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της κρίσης.⁹ Σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2010, η ιδιωτική κατανάλωση το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 υπολείπεται κατά 20% (σε σταθερές τιμές, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), αντανακλώντας μεταξύ άλλων την επιδείνωση του βιοτικού επιπέδου των καταναλωτών.

Η μείωση της καταναλωτικής δαπάνης, αλλά και η μεταβολή της διάρθρωσης των δαπανών των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της κρίσης αποτυπώνονται στα αποτελέσματα της δειγματοληπτικής Έρευνας Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) της ΕΛΣΤΑΤ. Συγκεκριμένα, τα στοιχεία των ΕΟΠ 2010 και 2016

καταδεικνύουν μείωση της μέσης μηνιαίας δαπάνης των νοικοκυριών κατά 564,4 ευρώ ή κατά 28,8%, που συνδέεται με τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών την εν λόγω περίοδο. Επίσης, σύμφωνα με τα στοιχεία της ποσοστιαίας κατανομής των δαπανών για αγαθά και υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα V.7), παρατηρείται αλλαγή του καταναλωτικού προτύπου των νοικοκυριών μεταξύ των ετών 2010 και 2016. Ειδικότερα, σημειώθηκε μετατόπιση της δαπάνης από διαρκή αγαθά (επίπλωση, είδη ένδυσης) προς αγαθά και υπηρεσίες που καλύπτουν βασικές ανάγκες (διατροφή, στέγαση, υγεία).

Όσον αφορά την επενδυτική δαπάνη (βλ. Πίνακα V.3), εκτιμάται ότι ανέκαμψε στη διάρκεια του 2017, χωρίς ωστόσο να έχει ακόμη αποκτήσει τη δυναμική που απαιτείται για την ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος και τη στήριξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια (βλ. και Πλαίσιο V.1). Παρά το γεγονός ότι παρατηρήθηκε σαφής βελτίωση του οικονομικού κλίματος, ιδιαίτερα το β' εξάμηνο του 2017, αλλά και εξωστρεφής ανάκαμψη της βιομηχανικής δραστηριότητας για δεύτερη συνεχή χρονιά, η άνοδος των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 αποδίδεται κυρίως στην επίδοση του α' τριμήνου και στη μεγάλη αύξηση που καταγράφηκε στην κατηγορία μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων. Οι καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης επηρέασαν τις ιδιωτικές επενδύσεις και ταυτόχρονα επιβράδυναν τις ροές δημόσιων επενδυτικών πόρων προς τις υποδομές,¹⁰ με αποτέλεσμα τη μείωση των συνολικών επενδύσεων το γ' τρίμηνο του έτους.

Η κατανομή της δαπάνης ανά επενδυτικό αγαθό δείχνει ότι, το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, μόνο η κατηγορία μεταφορικού

⁹ Βλ. Μάνου, Κ. και Ε. Παπαπέτρου (2016), "Η οικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, No. 44, σελ. 7-38.

¹⁰ Οι εκταμιεύσεις του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων στη διάρκεια του 2017 δεν ξεπέρασαν τα 6 δισεκ. ευρώ, έναντι στόχου 6,75 δισεκ. ευρώ, σύμφωνα με το οριστικό Μηνιαίο Δελτίο Εκτέλεσης του Προϋπολογισμού, Δεκέμβριος 2017.

Πίνακας V.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2012-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	2,9	2,3 (Ιαν.-Δεκ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	58,2	61,4	64,7	62,1	65,5	64,1 (Ιαν.-Δεκ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	-4,3 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ³	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4 (Ιαν.-Δεκ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,4	-8,2	15,5	3,1	22,9	-12,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-30,6	-25,6	-5,8	-0,2	-7,0	23,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Παραγωγή τοιμέντου	-12,8	3,4	-3,4	3,6	23,6	-4,5 (Ιαν.-Δεκ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,7	-29,9	-1,1	-9,6 (Ιαν.-Δεκ.)
Στεγαστική πίστη ⁴	-3,3 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)

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

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

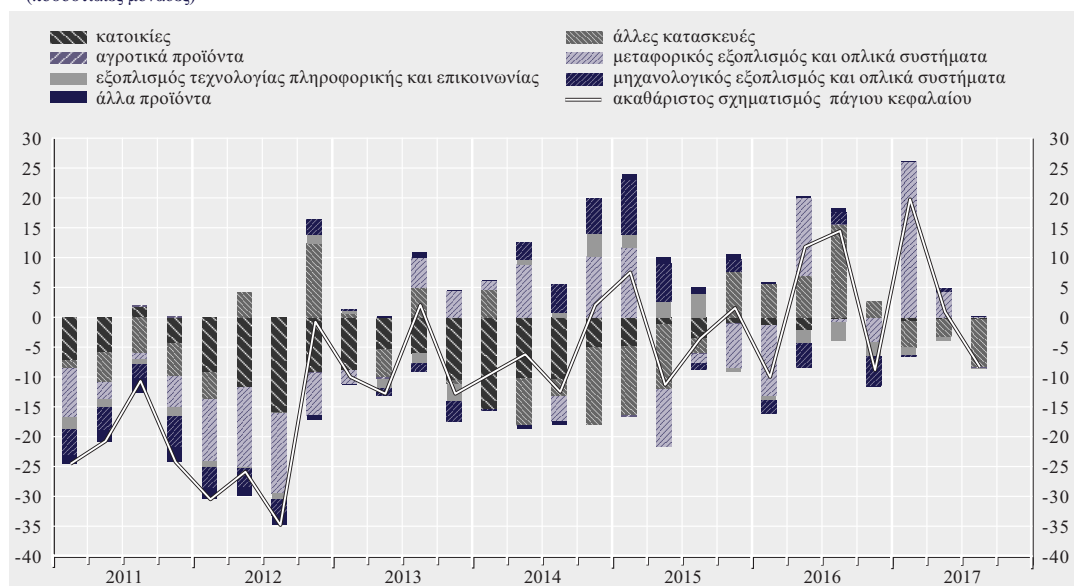
2 Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινόμησεις/μεταβιβάσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και τα εταιρικά ομόλογα και δάνεια που μεταβίβασαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε θνηταρικές τους τράπεζες εκτός Ελλάδος και σε εγχώρια θνηταρική εταιρία παροχής πιστώσεων το 2009.

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

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

Διάγραμμα V.8 Συμβολές των συνιστωσών στον ακαθάριστο σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου (α' τρίμ. 2011-γ' τρίμ. 2017)

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2017.

Σημείωση: Τρέχουσες τιμές, χωρίς εποχική διόρθωση.

εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων είχε θετική εξέλιξη και μάλιστα θεαματική, αντανακλώντας προμήθεια πλοίων του ναυτιλιακού τομέα της οικονομίας. Αντίθετα, οι δαπάνες τόσο για εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνίας όσο και για μηχανολο-

γικό εξοπλισμό και οπλικά συστήματα υποχώρησαν κατά 9,3% και 0,4% αντίστοιχα. Στο ίδιο διάστημα αρνητικά κινήθηκαν οι επενδύσεις που κατευθύνθηκαν στην ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα, καθώς και στις λοιπές κατασκευές (βλ. Διάγραμμα V.8).

Πλαίσιο V.1

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις¹ αποτελούν σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα του οικονομικού κύκλου και του μακροχρόνιου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας. Ειδικότερα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις επιδρούν στην οικονομική δραστηριότητα από την πλευρά τόσο της συνολικής ζήτησης όσο και της συνολικής προσφοράς. Βραχυχρόνια, μια αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων οδηγεί σε άνοδο του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ). Επιπρόσθετα, η αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του πάγιου κεφαλαίου και τη βελτίωση της παραγωγικότητας και της παραγωγικής δυνατότητας της οικονομίας (production capacity). Ως εκ τούτου, η συσσώρευση του κεφαλαίου συνεπάγεται αύξηση του δυναμικού προϊόντος και του μακροχρόνιου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης.²

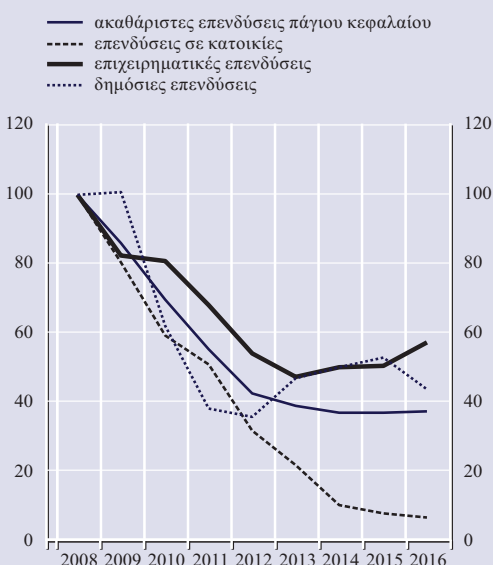
Η περίπτωση της Ελλάδος

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση χρέους που επακολούθησε το 2010 είχαν ισχυρό αντίκτυπο στην ελληνική οικονομία. Ειδικότερα, το διάστημα 2008-2016 όλες οι κύριες συνιστώσες των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου σημείωσαν σημαντική πτώση (βλ. Διάγραμμα Α). Ιδιαίτερα έντονη πτώση κατέγραψαν οι επενδύσεις σε κατοικίες, που μειώθηκαν κατά περίπου 90% σε σχέση με το 2008. Σημαντική πτώση παρατηρήθηκε όμως το εν λόγω διάστημα και στις άλλες δύο βασικές συνιστώσες των επενδύσεων, τις επιχειρηματικές επενδύσεις (σωρευτική μείωση κατά 42,8%) και τις δημόσιες επενδύσεις, η συνολική μείωση των οποίων υπερέβη το 50%.

Σκοπός της παρούσας ανάλυσης είναι να εξετάσει τους προσδιοριστικούς παράγοντες των επιχειρηματικών επενδύσεων την περίοδο 2008-2016 για την ελληνική οικονομία. Η σχετική βιβλιογραφία έχει αναδείξει ένα μεγάλο

Διάγραμμα Α Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και κύριες συνιστώσες τους

(2008=100)



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

1 Ορίζονται ως επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα εξαιρουμένων των επενδύσεων σε κατοικίες.

2 Για την επίδραση των επιχειρηματικών επενδύσεων στην οικονομική δραστηριότητα, βλ. μεταξύ άλλων Anderton, R., T. Aranki, A. Dieppe, C. Elding, S. Haroutunian, P. Jacquinet, V. Jarvis, V. Labhard, D. Rusinova and B. Szórfi (2014), "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, No. 156, European Central Bank.

αριθμό παραγόντων που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων και οι οποίοι ποικίλλουν συχνά στις διάφορες μελέτες ανάλογα με την υπό εξέταση χώρα και χρονική περίοδο. Τέτοιοι παράγοντες, μεταξύ άλλων, είναι οι μεταβολές της ζήτησης, τόσο της εξωτερικής όσο και της εγχώριας (δημόσιας και ιδιωτικής), θεσμικοί παράγοντες, η οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα, το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων και οι συνθήκες χρηματοδότησης της οικονομίας.³

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, τα τελευταία δέκα χρόνια οι επενδυτικές πρωτοβουλίες εκτιμάται ότι έχουν επηρεαστεί ιδιαίτερα από την παρατεταμένη ύφεση και την οικονομική αβεβαιότητα. Παράλληλα, τροχοπέδη στην ανάληψη νέων επενδύσεων εκτιμάται ότι αποτέλεσε η περιορισμένη χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα. Οι επιπτώσεις της περιορισμένης χρηματοδότησης ενδέχεται να είναι σημαντικές, καθώς ο ελληνικός επιχειρηματικός τομέας αποτελείται κυρίως από μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες παραδοσιακά εξαρτώνται από τον τραπεζικό δανεισμό.⁴ Παράλληλα, η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε συνδυασμό με τη μείωση των κερδών των επιχειρήσεων και των δημόσιων επενδυτικών δαπανών⁵ ενδέχεται να συνέβαλαν αρνητικά στην εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων.

Για την ανάλυση των παραγόντων που επηρέασαν τις επιχειρηματικές επενδύσεις στην Ελλάδα γίνεται εκτίμηση ενός οικονομετρικού υποδείγματος. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκαν μεταβλητές οι οποίες ενδέχεται να έχουν επηρεάσει τις επενδυτικές πρωτοβουλίες στην Ελλάδα από το 2008 και έπειτα.⁶ Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει τη συμβολή κάθε επιμέρους μεταβλητής στην ιστορική εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων από το α' τρίμηνο του 2008 έως το δ' τρίμηνο του 2016. Η πτώση των επιχειρηματικών επενδύσεων την περίοδο 2008-2009 εξηγείται κατά κύριο λόγο από τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης ως αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Την περίοδο 2010-2013, καθοριστικό ρόλο στη δυσμενή εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων φαίνεται να διαδραμάτισε η εγχώρια ζήτηση ως αποτέλεσμα της πτώσης της ιδιωτικής κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων. Αρνητικά συνέβαλαν επίσης την ίδια περίοδο τα μειωμένα κέρδη των επιχειρήσεων και η περιορισμένη ρευστότητα. Οι αρνητικές προσδοκίες για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας, όπως αποτυπώνονται στο δείκτη οικονομικού κλίματος, επέδρασαν ανασταλτικά στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων κατά την περίοδο 2009-2012. Επιπλέον, στο σύνολο της υπό εξέταση περιόδου διαφαίνεται μία σημαντικά θετική συσχέτιση μεταξύ των επιχειρηματικών σχεδίων και της πολιτικής σταθερότητας. Η αρνητική επίπτωση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων φαίνεται να εξασθενεί από το 2014 και έπειτα και σταδιακά μετατρέπεται σε θετική συμβολή στην εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων. Θετική επίδραση επίσης έχει και η αποκλιμάκωση της πιστωτικής συρρίκνωσης που σημειώθηκε την πρόσφατη περίοδο.

3 Για μια επισκόπηση των προσδιοριστικών παραγόντων των επενδύσεων, βλ. Barkbu, B., S.P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs and H. Schoelermann (2015), "Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?", IMF Working Paper 15/32, ECB (2016), "Business investment developments in the euro area since the crisis", *Economic Bulletin*, Issue 7, και European Commission (2017), "Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers", Institutional Paper 62.

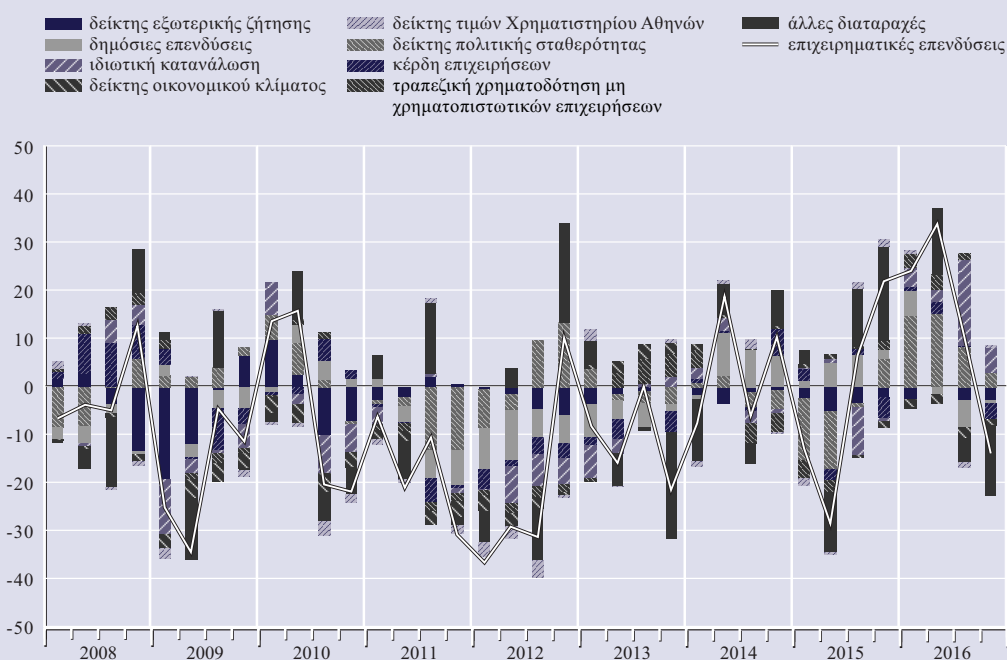
4 Για τη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ειδικό θέμα IV.3, σελ. 93-98.

5 Για την επίδραση των δημόσιων επενδύσεων στην ελληνική οικονομία, βλ. de Jong, J., M. Ferdinandusse, J. Funda and I. Vetlov (2017), "The effect of public investment in Europe: a model-based assessment", European Central Bank Working Paper 2021, και Papageorgiou, D. (2014), "BoGGEM: A dynamic stochastic general equilibrium model for policy simulations", Bank of Greece Working Paper No. 182.

6 Οι μεταβλητές που τελικά επελέγησαν είναι: ένας δείκτης εξωτερικής ζήτησης, οι δημόσιες επενδύσεις, ένας δείκτης πολιτικής σταθερότητας, τα κέρδη των επιχειρήσεων (ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα), η ιδιωτική κατανάλωση, ένας δείκτης τραπεζικών πιστώσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ο δείκτης οικονομικού κλίματος και ο δείκτης τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Διάγραμμα Β Συμβολή των μεταβλητών στην ιστορική εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων

(ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα και η τόνωσή τους αποτελεί μια μεγάλη πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι σημαντική για την ενίσχυση των επιχειρηματικών επενδύσεων είναι η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων. Η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων αναμένεται να επηρεάσει ευνοϊκά τη συνολική ζήτηση και την παραγωγικότητα του ιδιωτικού τομέα και να δημιουργήσει κίνητρα για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών.⁷ Παράλληλα, μια αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, με τραπεζικά κεφάλαια που μπορούν να προέλθουν μεταξύ άλλων από την αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα συμβάλει θετικά στην ανάληψη επενδυτικών σχεδίων. Τέλος, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οι προσδοκίες για την πορεία της οικονομίας επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις για νέες επενδύσεις. Είναι επομένως αναγκαίες η περαιτέρω βελτίωση του οικονομικού κλίματος και η δημιουργία ενός πιο ελκυστικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος, που μπορούν να επιτευχθούν με τη συνέχιση και τη χωρίς παρεκκλίσεις εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

⁷ Μια αύξηση των δημόσιων δαπανών θα μπορούσε να χρηματοδοτηθεί μέσω της εξοικονόμησης πόρων από την περιστολή μη παραγωγικών δημόσιων δαπανών (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015*, Δεκέμβριος 2015).

Με τη βαθμιαία ανάκτηση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αναμένεται ότι η ανάκαμψη των επενδύσεων θα επιταχυνθεί. Μια σειρά από παράγοντες εκτιμάται ότι θα συμβάλουν σε αυτή την προοπτική:

(α) Οι όροι τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αναμένεται να βελτιωθούν ως αποτέλεσμα της εφαρμογής του θεσμικού πλαισίου για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την ενίσχυση της σχετικής

δευτερογενούς αγοράς. Στην κατεύθυνση αυτή εκτιμάται ότι θα συμβάλει και η αξιοποίηση του εξωδικαστικού μηχανισμού ρύθμισης οφειλών επιχειρήσεων (ν. 4469/2017).

(β) Το πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων αναμένεται να επιταχυνθεί, σηματοδοτώντας αποφασιστικότερα τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε έργα ευρύτερης οικονομικής εμβέλειας, όπως αυτά που αφορούν την περιοχή του Ελληνικού ή τις υποδομές ενέργειας. Για το 2018 αναμένονται έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ύψους 2,7 δισεκ. ευρώ, ενώ εκτιμάται ότι η βελτίωση της λειτουργίας των δύο βασικών θεσμών, του Ταμείου Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) και της Ελληνικής Εταιρείας Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΥΠ), θα συμβάλει στην αποτελεσματικότερη διαχείριση της δημόσιας περιουσίας.

(γ) Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των καθεστώτων αναπτυξιακών κινήτρων που προβλέπει ο ν. 4399/2016 εκτιμάται ότι θα αποδώσει ορατά οφέλη. Η ενεργοποίηση του συνόλου των προγραμμάτων και η προκήρυξη νέων κύκλων αιτήσεων¹¹ αναμένεται να διευρύνουν τις επιλογές χρηματοδότησης των επενδύσεων, ιδιαίτερα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ).

(δ) Η χρηματοδότηση της επιχειρηματικότητας και των έργων υποδομής από θεσμούς όπως το νέο Ταμείο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (EquiFund) και το Ταμείο Υποδομών εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί. Ήδη, η έως τώρα συνολική χρηματοδότηση της Ελλάδας από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων ανέρχεται στο 1,7 δισεκ. ευρώ, ενώ αναμένεται να ενεργοποιηθεί πρόσθετες επενδύσεις ύψους 5,7 δισεκ. ευρώ. Από αυτά, τα 3,5 δισεκ. ευρώ συνδέονται με προγράμματα υποδομών και καινοτομίας (για το ρόλο της έρευνας και της καινοτομίας στις επενδύσεις, βλ. Πλαίσιο V.2), ενώ τα υπόλοιπα εκτιμάται ότι αφορούν επενδύσεις κυρίως στο χώρο των ΜΜΕ.

(ε) Η ταχεία ολοκλήρωση της τελευταίας αξιολόγησης και ο προσδιορισμός των μεσοπρόθεσμων μέτρων για την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους.

(στ) Η ενδεχόμενη ένταξη των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

¹¹ Ήδη έχουν ενταχθεί 70 επενδυτικά σχέδια, συνολικού προϋπολογισμού άνω των 500 εκατ. ευρώ.

Πλαίσιο V.2

ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ: ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΚΑΙ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Στο σημερινό διεθνές οικονομικό περιβάλλον η συμβολή της καινοτομίας στην οικονομική ανάπτυξη είναι καθοριστική. Μια τεχνολογικά ανεπτυγμένη χώρα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των χωρών που δεν αξιοποιούν τις νέες τεχνολογίες. Καταλυτικός παράγοντας για την αποτελεσματικότητα της καινοτομίας είναι ο τρόπος οργάνωσης και διοίκησης καθώς και ο προσανατολισμός της καινοτομικής δραστηριότητας. Η Ελλάδα, προκειμένου να ενισχύσει την καινοτομική δραστηριότητά της, θα πρέπει κατ' ελάχιστον να επιτύχει τους στόχους της Στρατηγικής "Ευρώπη 2020"¹ προωθώντας το "τρίγωνο της γνώσης", δηλαδή την παραγωγή της γνώσης, τη διάχυσή της μέσω της εκπαίδευσης και την εφαρμογή της μέσω της καινοτομίας. Απαραίτητο στοιχείο όμως για την ενίσχυση της καινοτομικότητας είναι η επένδυση σε έρευνα και ανάπτυξη (Ε&Α), καθώς οι δαπάνες για Ε&Α εκφράζουν την προσπάθεια μιας χώρας να παραγάγει γνώση, να τη μεταδώσει και τελικά να την εκμεταλλευθεί μετατρέποντάς την σε αναπτυξιακό προϊόν.²

¹ Η έρευνα και η καινοτομία αποτελούν προτεραιότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Ο στόχος της Στρατηγικής "Ευρώπη 2020" για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη (Ε&Α) είναι 3% και 1,2% του ΑΕΠ για την ΕΕ-28 (μέσος όρος) και την Ελλάδα αντίστοιχα.

² Βλ. Rodríguez-Pose, A. and R. Crescenzi (2008), "Research and development, spillovers, innovation systems, and the genesis of regional growth in Europe", *Regional Studies*, 42(1), 51-67.

Έρευνα και καινοτομία

Οι προσπάθειες της Ελλάδος να ενισχύσει τις υποδομές έρευνας και καινοτομίας και η αξιοποίηση της χρηματοδοτικής στήριξης των προγραμμάτων ΕΣΠΑ οδήγησαν σε μερική βελτίωση των επιδόσεων της χώρας. Σύμφωνα με στοιχεία για τους βασικούς δείκτες δαπανών E&A, το 2016 οι συνολικές δαπάνες στην Ελλάδα ήταν 1.733,1 εκατ. ευρώ, με αποτέλεσμα ο λόγος των δαπανών E&A προς το ΑΕΠ (δείκτης “έντασης E&A”) να αυξηθεί σε 0,99% το 2016 (2015: 0,96%). Παρ’ όλα αυτά, η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (2016: 2,03%) μειώθηκε ελάχιστα. Αυτό κατατάσσει την Ελλάδα στη 19η θέση μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28.³ Όσον αφορά τη δομή του συστήματος έρευνας και καινοτομίας, ο ρόλος του κράτους είναι κυρίαρχος τόσο σε όρους διεξαγωγής E&A όσο και σε όρους χρηματοδότησης.⁴ Αντίθετα, ο τομέας των επιχειρήσεων στις συνολικές εθνικές δαπάνες για E&A υστερεί σημαντικά σε σύγκριση με άλλες χώρες, ενώ ένας μικρός αριθμός μεγάλων επιχειρήσεων συγκεντρώνει το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρηματικών δαπανών για E&A.⁵

Τα ανώτατα εκπαιδευτικά ιδρύματα (ΑΕΙ) είναι ο κύριος παραγωγός έρευνας στην Ελλάδα: η ερευνητική δραστηριότητα των φορέων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης διεξάγεται κυρίως με κρατική χρηματοδότηση (πάνω από το 70% για το 2015), κύρια πηγή της οποίας είναι ο τακτικός προϋπολογισμός και τα προγράμματα ΕΣΠΑ. Η χρηματοδότηση από τις επιχειρήσεις το 2015 ήταν περίπου 7%, καταδεικνύοντας την ελλιπή σύνδεση μεταξύ του επιχειρηματικού τομέα και της ακαδημαϊκής κοινότητας.

Όσον αφορά την καινοτομία, η θέση της Ελλάδος σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Δείκτη Καινοτομίας (Global Innovation Index 2017)⁶ έχει βελτιωθεί αρκετά από την αρχή της κρίσης (44η από 63η το 2011). Όμως, παρά τα ενθαρρυντικά αυτά στοιχεία, η Ελλάδα, σύμφωνα με τον ευρωπαϊκό πίνακα αποτελεσμάτων για την καινοτομία (European Innovation Scoreboard 2017⁷), εξακολουθεί να συγκαταλέγεται στις χώρες με μέτριες επιδόσεις στην καινοτομία (“moderate innovator”). Σύμφωνα με έρευνα του Εθνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης για την περίοδο 2012-2014,⁸ αν και το ποσοστό των ελληνικών επιχειρήσεων που καινοτομούν (51%) είναι υψηλότερο από το μέσο όρο της ΕΕ (48,9%), αυτό αφορά κυρίως τις λεγόμενες “μη τεχνολογικές” καινοτομίες, δηλαδή την οργανωσιακή καινοτομία και την καινοτομία μάρκετινγκ.⁹ Επιπλέον, οι εδραιωμένες επιχειρήσεις επενδύουν στην τεχνολογική καινοτομία καταφεύγοντας σε έτοιμες λύσεις από τη διεθνή αγορά, περιορίζοντας το χρόνο εισαγωγής τους στην παραγωγή αλλά και τον επιχειρηματικό κίνδυνο που ενέχει η ανάπτυξή τους. Είναι προφανές ότι οι δυνατότητες του ελληνικού συστήματος έρευνας και καινοτομίας δεν έχουν αξιοποιηθεί σε τέτοιο βαθμό ώστε να ξεπεραστούν οι διαρθρωτικές αδυναμίες που εμποδίζουν την ενσωμάτωση της ερευνητικής δραστηριότητας στις παραγωγικές διαδικασίες, βελτιώνοντας τη συνολική του επίδοση σε σύγκριση με άλλες χώρες της ΕΕ. Η επιχειρηματική-παραγωγική διάθροιση της οικονομίας εξακολουθεί να επικεντρώνεται σε δραστηριότητες χαμηλής και μεσαίας τεχνολογίας.¹⁰

3 Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης (2017), “Βασικοί Δείκτες Έρευνας και Ανάπτυξης για δαπάνες και προσωπικό το 2016 στην Ελλάδα – Προκαταρκτικά στοιχεία”.

4 Σχετικά με τις δαπάνες για E&A καθώς και τις πηγές χρηματοδότησης των δαπανών για E&A, βλ. Αλπιάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2018), “Έρευνα και Καινοτομία στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, No. 46.

5 Με βάση τον πίνακα αποτελεσμάτων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις βιομηχανικές επενδύσεις σε E&A για το 2016 (Industrial R&D Investment Scoreboard, European Commission 2016), μόνο τρεις ελληνικές εταιρίες ήταν μεταξύ των κορυφαίων 2.500 εταιριών παγκοσμίως και πέντε μεταξύ των 1.000 εταιριών της ΕΕ με κορυφαίο τις δαπάνες για E&A.

6 Cornell University, INSEAD and WIPO (2017), “The Global Innovation Index 2017: Innovation Feeding the World”, Ithaca, Fontainebleau and Geneva.

7 European Commission (2017), *European Innovation Scoreboard, Country profile: Greece*.

8 Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης (2017), “Καινοτομία στις ελληνικές επιχειρήσεις 2012-2014”.

9 Οργανωσιακή καινοτομία: νέες επιχειρησιακές πρακτικές, νέες μέθοδοι οργάνωσης εργασίας και λήψης αποφάσεων, νέες μέθοδοι οργάνωσης εξωτερικών σχέσεων. Καινοτομία μάρκετινγκ: νέος σχεδιασμός ή συσκευασία, νέα μέσα ή τεχνικές προώθησης, τοποθέτησης ή πώλησης προϊόντος, τιμολόγησης (OECD/Eurostat 2005, *Oslo Manual*).

10 Σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat, το 2014 στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας στη μεταποίηση και υψηλής τεχνολογίας έντασης γνώσης στις υπηρεσίες μειώθηκαν σε 12.401 (από 14.200 το 2008) με προστιθέμενη αξία 3.572 εκατ. ευρώ (από 6.959 εκατ. ευρώ το 2008).

Διαρθρωτικές αλλαγές και επενδύσεις έντασης γνώσης

Ο ρόλος των μεταρρυθμίσεων είναι θεμελιώδης για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων. Οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων, εργασίας και κεφαλαίων έχουν σημαντική επίδραση στην ένταση της γνώσης, δεδομένου ότι μπορούν να επηρεάσουν κάθε στάδιο της διαδικασίας καινοτομίας. Πράγματι, οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών – όπως ο περιορισμός του διοικητικού φόρτου για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις καθώς και ο περιορισμός ευρύτερων φραγμών στον ανταγωνισμό – μπορούν να αυξήσουν τις επενδύσεις στη γνώση. Συγκεκριμένα: α) οι νεοφυείς επιχειρήσεις αυξάνουν την πίεση στις εδραιωμένες επιχειρήσεις να επενδύσουν σε E&A και να ενσωματώσουν νέες τεχνολογίες, β) η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς διευκολύνει τις επιχειρήσεις να εμπορευματοποιήσουν νέες ιδέες και, με τη μείωση του κόστους αποτυχίας, να δοκιμάσουν νέες, αυξημένου κινδύνου επενδυτικές ευκαιρίες και γ) η μείωση των εμποδίων στο διεθνές εμπόριο και τις επενδύσεις αυξάνει την πρόσβαση στη διεθνή τεχνολογική διάχυση και τις αποδόσεις της καινοτομίας, διευρύνοντας το μέγεθος της αγοράς και διευκολύνοντας την ανάπτυξη των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων.¹¹

Δεδομένης της στρατηγικής σημασίας της γνώσης, απαιτούνται αυξημένες επενδύσεις όχι μόνο σε έρευνα και καινοτομία, αλλά και στην εκπαίδευση και την κατάρτιση καθώς και σε άλλα άυλα αγαθά (εμπορικά σήματα, διπλώματα ευρεσιτεχνίας κ.λπ.). Η εκπαίδευση αποτελεί τον πρωτεύοντα μηχανισμό παραγωγής, συσώρευσης και διάχυσης του κεφαλαίου έντασης γνώσης και συνακόλουθα καθοριστικό παράγοντα της οικονομικής μεγέθυνσης. Οι βασικές προτεραιότητες πολιτικής στον τομέα της εκπαίδευσης θα πρέπει να εστιάζουν στη βελτίωση της απόδοσης του εκπαιδευτικού συστήματος, στην πιο αποτελεσματική χρήση των περιορισμένων πόρων και στην αξιοποίηση των διεθνών βέλτιστων πρακτικών. Η ύπαρξη υψηλής ποιότητας ανθρώπινου δυναμικού είναι κρίσιμη για την παραγωγή και διάχυση της γνώσης. Επομένως, οι σχεδιαζόμενες παρεμβάσεις στην εκπαίδευση θα πρέπει να στοχεύουν στην εισαγωγή διδακτικών καινοτομιών, στην εμπέδωση σύγχρονων παιδαγωγικών προσεγγίσεων, στην αξιοποίηση των ψηφιακών τεχνολογιών σε όλες τις πτυχές του εκπαιδευτικού έργου και στον καλύτερο προσανατολισμό της ερευνητικής δραστηριότητας προς την καινοτομία.

Συμπεράσματα

Για την αξιοποίηση των ερευνητικών αποτελεσμάτων και τη δημιουργία καινοτόμων προϊόντων απαιτείται ένα σύνολο δράσεων: α) προώθηση της ποιοτικής έρευνας με την ευρεία και συνεχή χρηματοδότηση των ερευνητών, β) ενίσχυση της κρατικής χρηματοδότησης για E&A μέσω φορολογικών κινήτρων για δραστηριότητες σε E&A¹² (βλ. Πλαίσιο VI.1) και γ) αξιοποίηση των νέων μορφών χρηματοδότησης, όπως είναι τα χρηματοδοτικά εργαλεία που προσφέρονται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (European Investment Fund) καθώς και από άλλες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης (π.χ. μικροχρηματοδότηση, crowdfunding κ.λπ.).

Ορισμένες καλές πρακτικές για τη συστηματική αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αδυναμιών είναι: ο αποτελεσματικός συντονισμός, η ενθάρρυνση πρωτοβουλιών της ερευνητικής κοινότητας σύμφωνα με μια προσέγγιση από κάτω προς τα πάνω (bottom-up approach), η ποιοτικότερη επικοινωνία μεταξύ των εμπλεκομένων στο οικοσύστημα καινοτομίας, η δημιουργία ενός αξιόπιστου, απλού και ευέλικτου θεσμικού πλαισίου για την ανάπτυξη τεχνοβλαστών και νεοφυών επιχειρήσεων (spin-offs και start-ups), η δημιουργία μιας υποστηρικτικής δομής που

¹¹ Για πιο λεπτομερή ανάλυση, βλ. Στουρνάρας, Γ. (2017), “Διαρθρωτικές αλλαγές και ανάπτυξη”, ομιλία στο συνέδριο της Ελληνοαμερικανικής Ένωσης με θέμα *Αναζητώντας την Μεταρρύθμιση στην Νεότερη και Σύγχρονη Ελλάδα*, 20 Οκτωβρίου.

¹² Για τα φορολογικά κίνητρα που έχουν εντάξει στην πολιτική τους οι διάφορες ανεπτυγμένες χώρες με στόχο την ενίσχυση της καινοτομίας, βλ. Deloitte (2017), *Survey of Global Investment and Innovation Incentives*, καθώς και OECD (2017), *R&D Tax Incentives: Greece*, OECD Publishing, Paris.

θα περιλαμβάνει τεχνολογικά πάρκα, “θερμοκοιτίδες” καινοτομίας, κέντρα μεταφοράς τεχνολογίας κ.ά.

Στην οικονομία και στην κοινωνία της γνώσης η επένδυση στην Ε&Α αποτελεί βασική προτεραιότητα. Για τη βελτίωση όμως των καινοτομικών επιδόσεων της χώρας απαιτούνται πρωτίστως μεταρρυθμίσεις και προσαρμογές που θα θέσουν τις βάσεις για ισχυρότερη εξωστρέφεια. Μέχρι σήμερα οι προσπάθειες για την ενίσχυση της ερευνητικής και καινοτομικής δραστηριότητας στις επιχειρήσεις ήταν αποσπασματικές, είχαν κυρίως οριζόντιο χαρακτήρα και κατακερμάτιζαν τη χρηματοδότηση σε μικρές παρεμβάσεις.¹³ Οι επιχειρήσεις επομένως θα πρέπει να δώσουν βαρύτητα στη δημιουργία καινοτομίας και όχι μόνο στην εισαγωγή τεχνολογίας από άλλες χώρες.

Η επένδυση στην έρευνα και στην καινοτομία έχει πολλαπλασιαστικά οφέλη. Η προώθηση όμως της καινοτομίας και των επενδύσεων σε Ε&Α δεν αρκεί από μόνη της. Χρειάζονται οι κατάλληλες διαρθρωτικές παρεμβάσεις, καθώς και μία ολοκληρωμένη στρατηγική για την έρευνα και την καινοτομία. Απαραίτητη προϋπόθεση συνεπώς είναι η δημιουργία του κατάλληλου πλαισίου επιχειρηματικότητας, εντός του οποίου η επιχειρηματική πρωτοβουλία θα λειτουργήσει αποτελεσματικά και, εκμεταλλευόμενη τα δυναμικά συγκριτικά πλεονεκτήματα της χώρας και τη σύγχρονη τεχνολογία, θα συμβάλει σε μια βιώσιμη ανάπτυξη.

¹³ Βλ. Στουρνάρας, Γ. (2017), “Σύνδεση ΑΕΙ, Ερευνητικών Κέντρων και Επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Παρόν και Μέλλον”, ομιλία στην Εσπερίδα της ΠΡΩ.ΠΑΙΔΕΙΑ με θέμα *ΑΕΙ, Έρευνα, Καινοτομία, Επιχειρηματικότητα και Ανάπτυξη*, 23 Μαΐου.

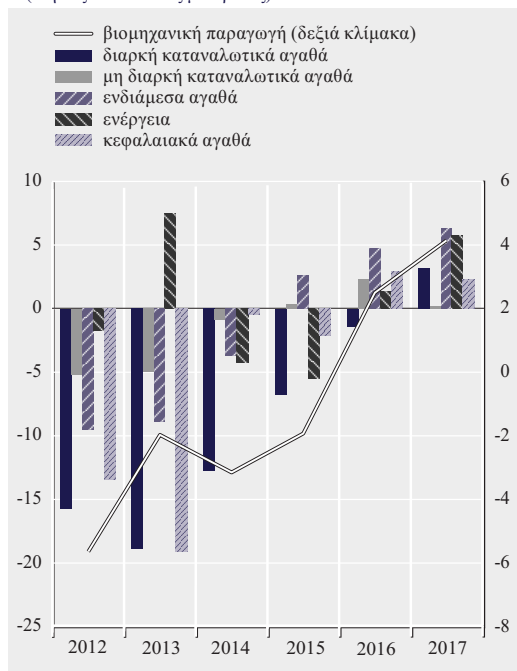
ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας αυξήθηκε κατά 1,2% σε σταθερές τιμές, κυρίως λόγω της επίδοσης της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας (βλ. Διάγραμμα V.9), καθώς και των υπηρεσιών εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης (βλ. Πίνακα V.4).

Η προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) σημείωσε σημαντική άνοδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 (+7,4%). Η ανοδική πορεία της βιομηχανικής δραστηριότητας που παρατηρείται από το 2015 συνεχίστηκε και το 2017. Η βιομηχανική παραγωγή το 2017 παρουσίασε αύξηση, σε όρους όγκου, κατά 4,1%, κυρίως λόγω της ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής κατά 3,3% και της παραγωγής ηλεκτρισμού κατά 7,7%, ενώ θετική ήταν και η επίδοση της παραγωγής των ορυχείων-λατομείων κατά το ίδιο διάστημα (βλ.

Διάγραμμα V.9 Βιομηχανική παραγωγή (2012-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας V.4 Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές (2011-εννεάμηνο 2017)

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

	Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 εννεάμηνο
1. Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-1,5 (0,0)	9,0 (0,3)	-6,1 (-0,3)	7,9 (0,3)	-2,1 (-0,1)	-8,3 (-0,3)	-1,2 (0,0)
2. Δευτερογενής τομέας	-10,8 (-1,7)	-6,8 (-1,0)	-4,9 (-0,8)	-5,8 (-0,9)	-1,2 (-0,2)	8,8 (1,2)	3,5 (0,5)
2.1 Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-4,7 (-0,5)	-6,3 (-0,7)	-1,3 (-0,1)	-4,1 (-0,5)	0,8 (0,1)	5,5 (0,6)	7,4 (0,9)
2.2 Κατασκευές	-26,1 (-1,2)	-8,5 (-0,3)	-16,9 (-0,6)	-12,6 (-0,4)	-10,1 (-0,3)	25,0 (0,6)	-12,6 (-0,4)
3. Τριτογενής τομέας	-9,3 (-7,5)	-7,2 (-5,8)	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,2)	-0,2 (-0,2)	-2,4 (-2,0)	0,3 (0,3)
3.1 Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-12,2 (-3,0)	-15,6 (-3,8)	-4,1 (-0,9)	4,8 (1,0)	-2,4 (-0,5)	-6,1 (-1,3)	2,0 (0,4)
3.2 Ενημέρωση και επικοινωνία	-18,9 (-0,7)	-11,6 (-0,4)	5,6 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-5,7 (-0,2)	-3,1 (-0,1)	-1,0 (0,0)
3.3 Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-14,1 (-0,7)	-5,0 (-0,2)	0,9 (0,0)	-6,4 (-0,3)	-0,4 (-0,0)	-1,6 (-0,1)	-6,7 (-0,3)
3.4 Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-7,1 (-1,2)	5,4 (0,9)	1,0 (0,2)	3,4 (0,7)	1,3 (0,3)	-0,1 (0,0)	0,2 (0,0)
3.5 Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-10,8 (-0,6)	-8,4 (-0,4)	-12,7 (-0,7)	-3,0 (-0,1)	4,2 (0,2)	-2,1 (-0,1)	1,9 (0,1)
3.6 Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-3,5 (-0,8)	-9,1 (-2,1)	-3,3 (-0,7)	0,9 (0,2)	-0,2 (-0,1)	-1,3 (-0,3)	-1,1 (-0,2)
3.7 Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-14,1 (-0,5)	3,4 (0,1)	1,3 (0,1)	-2,2 (-0,1)	3,7 (0,2)	-1,6 (-0,1)	7,0 (0,3)
4. Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές	-9,1	-6,5	-2,7	0,5	-0,4	-1,2	1,2

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4.12.2017, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Πίνακα V.4 και Διάγραμμα V.10). Οι πιο δυναμικοί κλάδοι που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή ήταν οι κλάδοι παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα, των τροφίμων, των βασικών μετάλλων και των φαρμακευτικών και χημικών προϊόντων. Η αυξημένη παραγωγή των περισσότερων μεταποιητικών κλάδων συνδέεται με την ενίσχυση της εξωστρέφειάς τους από το 2010 και μετά, όπως καταγράφεται στη σημαντική άνοδο της εξαγωγικής τους επίδοσης.¹² Ιδιαίτερα αυξημένες εμφανίζονται και οι βιομηχανικές πωλήσεις το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017 στην εγχώρια και κυρίως στην εξωτερική αγορά, επιβεβαιώνοντας την ενίσχυση της εξωστρέφειας πολλών μεταποιητικών κλάδων. Συνακόλουθα, στον κλάδο της βιομηχανίας ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, όπως καταγράφεται από τις έρευνες του IOBE, αυξήθηκε κατά 2,2 ποσοστιαίες

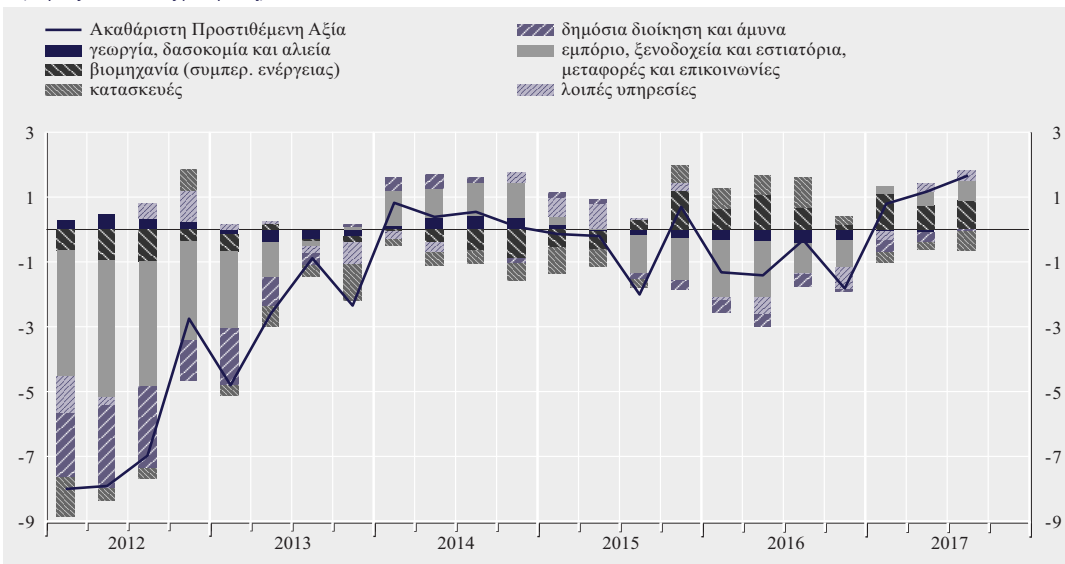
μονάδες το 2017 έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ αισθητή βελτίωση κατέγραψε ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία, ιδίως κατά τη διάρκεια του β' εξαμήνου. Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται σε θετικό έδαφος για οκτώ συνεχείς μήνες, που αποτελεί τη μεγαλύτερη χρονική περίοδο από το 2008, ενώ τον Ιανουάριο του 2018 κατέγραψε υψηλό δεκαετίας, αντανακλώντας τη θετική δυναμική του κλάδου της μεταποίησης (βλ. Διάγραμμα V.11).

Η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 ήταν αρνητική (-12,6%) (βλ. Πίνακα V.4). Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνεται

¹² Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Πλαίσιο V.3.

Διάγραμμα V.10 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2017.

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

Διάγραμμα V.11 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2012-Ιανουάριος 2018)



Πηγές: Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών και ΕΛΣΤΑΤ για το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής.

¹ Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση.

από την πορεία του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, που κατέγραψε μείωση στο ίδιο διάστημα (-12,2%), προερχόμενη τόσο από τη μεγάλη υστέρηση που καταγράφεται από το δείκτη έργων πολιτικού μηχανικού όσο και από την πτώση στα οικοδομικά έργα. Παράλληλα, παρατηρήθηκε επιδείνωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου το 2017 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Εντούτοις, ο όγκος των οικοδομικών αδειών διατηρήθηκε σε θετικό έδαφος την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017 (23,6%, βλ. Πίνακα V.3).

Το ίδιο διάστημα, η ελαφρά αύξηση στους κλάδους του τριτογενούς τομέα (+0,3%) οφείλεται κυρίως στην άνοδο του κλάδου εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης (+2,0%), καθώς και του κλάδου τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας (+7,0%), που υπεραντιστάθμισε την αρνητική επίδοση άλλων κλάδων του τριτογενούς τομέα – κυρίως των κλάδων χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (-6,7%) και δημόσιας διοίκησης και άμυνας (-1,1%).

Πίνακας V.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2011-2017)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες							
1. Εμπόριο							
Χονδρικό εμπόριο	-13,5	-12,1	-12,1	0,2	-4,4	-1,6	4,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	-7,2	-11,0	-8,6	-1,1	-2,9	-2,0	1,6 (Ιαν.-Νοεμ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	-26,5	-29,3	-3,1	18,6	7,8	7,2	4,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
2. Μεταφορές							
Χερσαίες μεταφορές	-1,7	-3,2	-4,1	-4,4	-5,9	-2,1	8,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-2,6	-15,4	-7,4	-8,1	-5,4	-4,6	-11,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-0,9	-1,1	3,9	7,1	7,8	3,9	9,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-7,9	-4,8	-7,0	5,5	2,5	7,7	7,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια							
Υπηρεσίες παροχής κατ'αλύματος και εστίασης	-7,4	-17,2	4,8	11,8	3,1	0,2	10,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία							
Τηλεπικοινωνίες	-8,9	-5,1	-11,7	-4,3	-1,3	0,5	1,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-28,4	-4,9	-5,0	-0,8	-24,3	0,1	-4,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	-27,1	-16,4	-7,9	12,6	-22,3	-13,7	-7,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες							
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-0,9	2,7	0,4	2,3	-12,7	-13,5	2,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-19,7	-12,3	-13,9	-15,0	4,7	-9,1	-13,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-21,2	-16,7	-21,0	-7,0	1,0	-5,9	0,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-35,2	-27,0	11,3	6,4	-4,2	-4,0	8,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
B. Επιβατική κίνηση							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-6,3	-10,4	-3,2	21,2	19,0	10,7	8,6 (Ιαν.-Δεκ.)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	4,2	-5,8	44,6	14,4	15,2	7,0	6,0 (Ιαν.-Δεκ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-0,8	-17,5	1,0	12,7	-9,7	-3,0	3,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες							
	-2,9	-11,2	28,4	23,9	-19,0	8,1	13,5 (Ιαν.-Δεκ.)

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

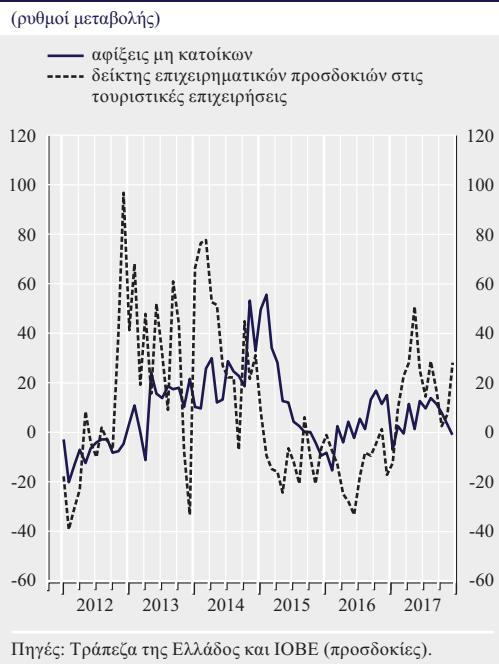
¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

Θετική είναι επίσης η πορεία του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες (βλ. Πίνακα V.5).

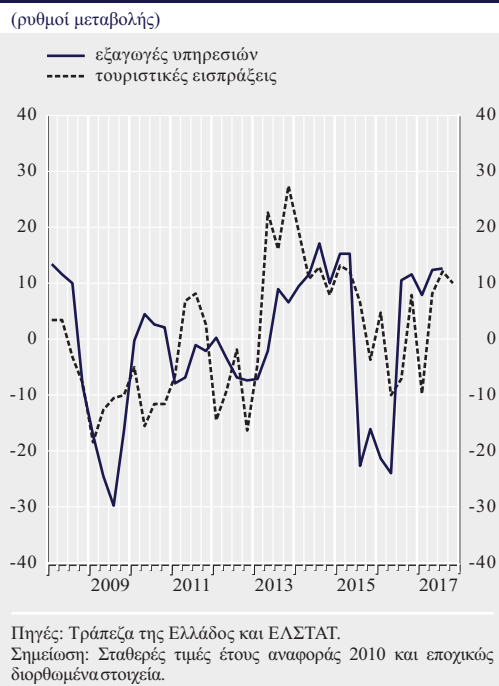
Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες

σε τρέχουσες τιμές για το εννέαμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 (βλ. Πίνακα V.5), τα οποία καταγράφουν αύξηση στις υπηρεσίες που συναρτώνται με τον κλάδο του εμπορίου –όπως χονδρικό και λιανικό εμπόριο και εμπορία αυτοκινήτων– και στις υπηρεσίες

Διάγραμμα V.12 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2012-Δεκέμβριος 2017)



Διάγραμμα V.13 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρίμ. 2008-δ' τρίμ. 2017)



τηλεπικοινωνιών.¹³ Στις υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, αύξηση καταγράφουν οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης, τα ταξιδιωτικά πρακτορεία και οι μεταφορές (εξαιρουμένων όμως των θαλάσσιων μεταφορών, ενδεχομένως λόγω μεταβολών στον τρόπο πραγματοποίησης ταξιδιών).

Η παρατηρούμενη τα τελευταία χρόνια αύξηση του μεριδίου των υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης στην προστιθέμενη αξία (από 4,9% το 2012 σε 6,4% το 2016) και του μεριδίου των εμπορεύσιμων υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό (από 10,5% το 2012 σε 11,5% το 2016) ενδέχεται να αντανάκλα τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν συντελεστεί στον κλάδο κατά την πρόσφατη περίοδο.¹⁴ Επιπλέον, την περίοδο 2012-2016 παρατηρείται αύξηση των διαθέσιμων κλινών στο σύνολο της χώρας κατά 3% και των κλινών πολυτελών ξενοδοχείων (5 αστέρων) κατά 22%, ενώ στην Αττική τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν της τάξεως του -1% και 8%. Η βελτίωση είναι αισθητή τόσο σε όρους όγκου όσο και σε όρους ποιότητας, καθώς οι αυξημένες ροές τουριστών φαίνεται ότι οδήγησαν σε επενδύσεις για αύξηση των διαθέσιμων κλινών και αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος.

Το 2017 η εικόνα του τουρισμού στην Ελλάδα βελτιώθηκε περαιτέρω. Ενώ το 2016 αλλά και το α' τρίμηνο του 2017 η πτώση των εισπράξεων συμβάδιζε με πτώση των διανυκτερεύσεων,¹⁵ η εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση αυξήθηκε στο σύνολο του έτους κατά 9,7% σε σχέση με το 2016 και ταυτόχρονα οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (χωρίς την κρουαζιέρα) εμφάνισαν αύξηση σε τρέχουσες τιμές κατά

¹³ Μελέτη του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών με τίτλο "Οι κινητές επικοινωνίες και η κινητή ευρυζωνικότητα ως μοχλοί οικονομικής και κοινωνικής ανάπτυξης" (2017) αναφέρει ότι η συνεισφορά των κινητών επικοινωνιών στο ΑΕΠ της Ελλάδος είναι αναλογικά μεγαλύτερη από ό,τι διεθνώς και εκπνέεται σε 5,9% του ΑΕΠ το 2016 ή 10,29 δισεκ. ευρώ.

¹⁴ Βλ. Κασμάτη, Ε. και Δ. Σιδέρης (2015), "Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό: Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης (2008-2014)", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, Νο. 42, ενότητα 3.

¹⁵ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ειδικό θέμα IV.1.

11,1% και σε σταθερές τιμές κατά 10% (βλ. Διαγράμματα V.12 και V.13). Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι ανέκαμψε στο σύνολο του έτους (+1,4% το 2017 από -11,3% το 2016). Στις θετικές αυτές εξελίξεις συνέβαλαν επίσης η πιο ανταγωνιστική τιμολογιακή πολιτική των τουριστικών επιχειρήσεων στις αρχές του έτους (στο α' τετράμηνο του 2017 οι τιμές στις υπηρεσίες παροχής καταλυμάτων ήταν μειωμένες κατά 1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016), η επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου και τα προβλήματα ασφαλείας πολλών ανταγωνιστικών μεσογειακών προορισμών.

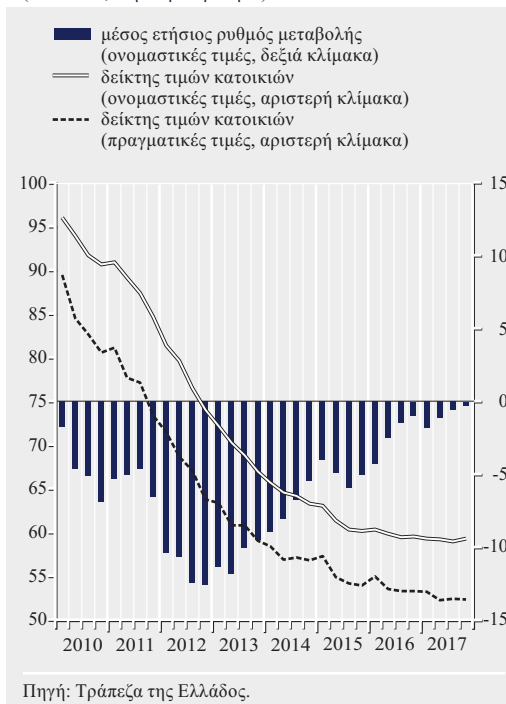
Ο θετικός απολογισμός του τουρισμού για το 2017 αναμένεται να συνεχιστεί και το 2018. Η ανακατασκευή και επέκταση των περιφερειακών αεροδρομίων από τη Fraport κατά τους χειμερινούς μήνες του 2017-2018, η διεύρυνση του δικτύου της Aegean Airlines με 18 νέα δρομολόγια εξωτερικού, 11 νέους προορισμούς από την Αθήνα και παράλληλα 7 νέα δρομολόγια από την περιφέρεια, η είσοδος νέων αεροπορικών εταιριών χαμηλού κόστους, αλλά και η προσθήκη νέων δρομολογίων στην Ελλάδα από τις προϋπάρχουσες αεροπορικές εταιρίες χαμηλού κόστους ενισχύουν τις προοπτικές του τουρισμού. Θα πρέπει όμως να ληφθεί υπόψη ότι η επιβολή του τέλους διαμονής ανά διανυκτέρευση, η εφαρμογή του οποίου έχει αρχίσει από 1.1.2018 βάσει του άρθρου 53 του ν. 4389/2016, ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά τον κύκλο εργασιών των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η βελτίωση του οικονομικού κλίματος και των προσδοκιών, η επάνοδος της οικονομίας σε θετικούς, αν και χαμηλούς, ρυθμούς ανάπτυξης το 2017, καθώς και η ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης δημιουργούν προσδοκίες σταδιακής σταθεροποίησης της αγοράς ακινήτων. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται από τις πρόσφατα καταγεγραμμένες εξελίξεις των

Διάγραμμα V.14 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμ. 2010-δ' τρίμ. 2017)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)

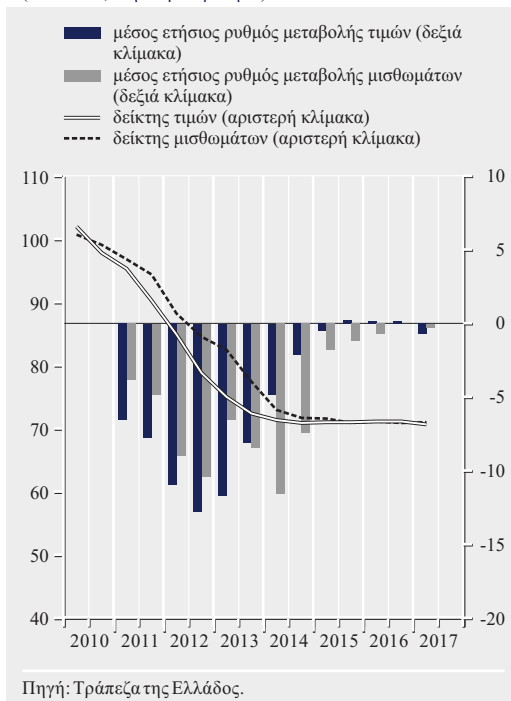


αξιών των ακινήτων. Ωστόσο, παράγοντες όπως το υψηλό ποσοστό ανεργίας, η επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών, η έλλειψη ρευστότητας, η μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο δυσχεραίνουν την ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων.

Η αγορά των **κατοικιών** συνέχισε το 2017 να χαρακτηρίζεται από πτωτική τάση των τιμών, αν και με πιο συγκρατημένους ρυθμούς, καθώς οι υψηλοί ρυθμοί μείωσης των τιμών που είχαν καταγραφεί το 2012 και το 2013 μετριάστηκαν από το 2014 και έπειτα, ενώ στη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2017 παρατηρήθηκε τάση σταδιακής σταθεροποίησης των τιμών (βλ. Διάγραμμα V.14). Ειδικότερα, βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν το 2017 με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,0%, αισθητά μικρότερο από τον αντίστοιχο ρυθμό μείωσης 2,4% το 2016 και 5,1% το 2015 (με σημαντική

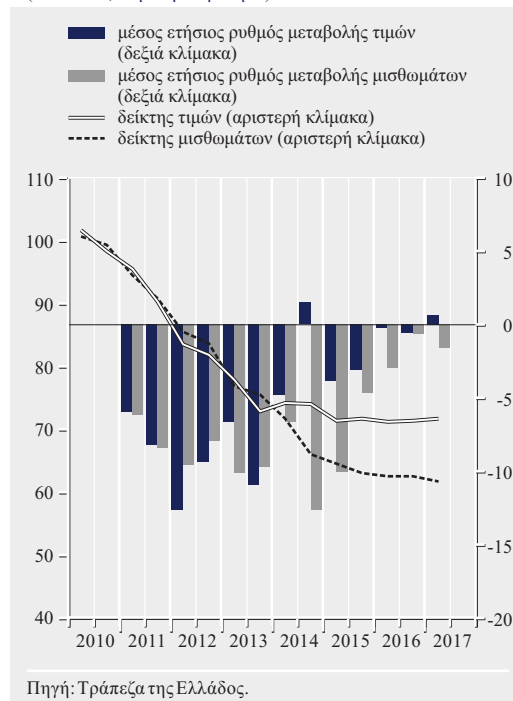
**Διάγραμμα V.15 Δείκτες γραφείων
(α' εξάμηνο 2010-α' εξάμηνο 2017)**

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



**Διάγραμμα V.16 Δείκτες καταστημάτων
(α' εξάμηνο 2010-α' εξάμηνο 2017)**

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



αποκλιμάκωση της μείωσης των τιμών στα επιμέρους τρίμηνα: -1,9%, -1,2%, -0,6% και -0,3% το α', β', γ' και δ' τρίμηνο του 2017 αντίστοιχα). Σωρευτικά πάντως από το 2008 έως το 2017 (ετήσιοι μέσοι όροι), οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 42,0% (σε ονομαστικούς όρους), ενώ από την ανάλυση των στοιχείων κατά παλαιότητα προκύπτει ότι η μείωση αυτή ήταν μεγαλύτερη για τα παλαιά διαμερίσματα. Με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, εντονότερη υποχώρηση των τιμών εξακολουθεί να καταγράφεται στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα (Αθήνα: -44,2% και Θεσσαλονίκη: -46,3%) έναντι των άλλων μεγάλων πόλεων (-39,5%) και των λοιπών περιοχών (-38,0%). Η τάση σταθεροποίησης των τιμών των κατοικιών εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το 2018. Ο ρυθμός σταθεροποίησης ενδέχεται ωστόσο να επηρεαστεί από τη δυναμική μαζική πώληση ακινήτων προς Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (funds) και την εντατικοποίηση των πλειστηριασμών ακινήτων.¹⁶

Στην αγορά των **επαγγελματικών ακινήτων**, από την αρχή του 2016 έως και το α' εξάμηνο του 2017 καταγράφεται σταδιακή, αν και ασταθής, αποκλιμάκωση των ρυθμών μείωσης των αξιών. Στον τομέα των γραφείων υψηλών προδιαγραφών η τάση σταθεροποίησης και οριακής αύξησης των τιμών που καταγράφηκε για το σύνολο του 2016 (+0,2%) φαίνεται να ανακόπτεται το α' εξάμηνο του 2017, για το οποίο καταγράφεται μείωση των τιμών κατά 0,7% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο (βλ. Διάγραμμα V.15). Αντίθετα, στον τομέα των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών, κατά το α' εξάμηνο του 2017 σημειώθηκε αύξηση των τιμών κατά 0,5% σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία για το σύνολο του 2016 καταγράφηκε οριακή διόρθωση των τιμών κατά -0,4% σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα V.16). Στα μισθώματα γρα-

¹⁶ Βλ. ν. 4512/2018, όπου ορίζεται ότι από 21.2.2018 οι ιδιωτικοί πλειστηριασμοί και από 1.5.2018 οι πλειστηριασμοί του Δημοσίου θα διεξάγονται αποκλειστικά και μόνο με ηλεκτρονικά μέσα.

φείων και καταστημάτων καταγράφονται κυρίως οριακές μεταβολές, με διαρκή εναλλαγή προσήμων από εξάμηνο σε εξάμηνο σε επίπεδο χώρας. Με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, τα μισθώματα των γραφείων κατέγραψαν οριακή μείωση (-0,3%) για το σύνολο του 2016, ενώ κατά το α' εξάμηνο του 2017 σημειώνεται οριακή αύξηση 0,1% σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο. Αντίστοιχα, στα καταστήματα η αναθεωρημένη μέση ετήσια μείωση των μισθωμάτων για το 2016 ανέρχεται σε 1,8%, ενώ κατά το α' εξάμηνο του 2017 καταγράφεται μείωση 1,5% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2016.

Παράλληλα με τις ενδείξεις σταδιακής σταθεροποίησης των τιμών επαγγελματικών ακινήτων, στη διάρκεια του 2017 καταγράφηκε ενισχυμένο επενδυτικό ενδιαφέρον, το οποίο σε ορισμένες μόνο περιπτώσεις μεταφράστηκε σε υλοποίηση επενδύσεων. Μόνο οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας κατά το τελευταίο έτος προχώρησαν σε επενδύσεις που υπερβαίνουν τα 200 εκατ. ευρώ και αφορούν κυρίως επενδυτικά κτίρια γραφείων και ξενοδοχειακές μονάδες. Παρά το γεγονός ότι ο όγκος των νέων αναπτύξεων παραμένει υποτονικός, τα πιο πρόσφατα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ αποτυπώνουν τάση ενίσχυσης της οικοδομικής δραστηριότητας στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, η οποία αφορά κυρίως ξενοδοχεία, εμπορικά ακίνητα αλλά και βιομηχανικές-γεωργικές εγκαταστάσεις. Συγκεκριμένα, στη διάρκεια του δεκαμήνου του 2017 ο αριθμός των νέων οικοδομικών αδειών για ξενοδοχεία αυξήθηκε κατά 37,2% σε σχέση με το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2016, ενώ ο αντίστοιχος όγκος σημείωσε αύξηση κατά 81,1%, γεγονός το οποίο παραπέμπει σε ανάπτυξη ακινήτων μεγαλύτερης επιφάνειας και όγκου, ενδεχομένως υψηλότερων προδιαγραφών. Θετική εικόνα παρατηρείται και στις νέες άδειες για εμπορικά καταστήματα, ωστόσο σύμφωνα με τα στοιχεία της ίδιας περιόδου, στον τομέα των γραφείων η οικοδομική δραστηριότητα παραμένει υποτονική, παρουσιάζοντας περαιτέρω συρρίκνωση κατά 14,8% σε όρους αριθμού αδειών και 32,0% σε όρους όγκου.

Η φορολογία επί των ακινήτων εξακολουθεί να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα κατά το 2017 και, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού για το 2018, τα έσοδα από τη φορολόγηση των ακινήτων (σε εθνικολογιστική βάση)¹⁷ αναμένονται στο ίδιο επίπεδο περίπου με το 2016. Η προσπάθεια αναπροσαρμογής των αντικειμενικών αξιών,¹⁸ προκειμένου αυτές να προσεγγίσουν τις εμπορικές αξίες, βρίσκεται σε εξέλιξη ώστε έως τα τέλη Μαρτίου του 2018 να έχει ολοκληρωθεί το έργο αυτό για περίπου 10.000 ζώνες αντικειμενικού προσδιορισμού σε όλη την επικράτεια. Ειδικότερα, και μόνο για το 2018, το έργο της σύνταξης των απαιτούμενων εισηγήσεων προς τον Υπουργό Οικονομικών για τον προσδιορισμό των τιμών ζωνών έχει ανατεθεί σε πιστοποιημένους εκτιμητές του Υπουργείου Οικονομικών κατόπιν δημόσιας πρόσκλησης.¹⁹ Δεδομένου ότι ο επαναπροσδιορισμός των αντικειμενικών αξιών θα έχει ουδέτερο δημοσιονομικό αποτέλεσμα,²⁰ σε περίπτωση αποκλίσεων ενδέχεται να υπάρξει αναπροσαρμογή των συντελεστών φορολόγησης ή και διεύρυνση της φορολογικής βάσης. Τέλος, σημειώνεται ότι για τέταρτη συνεχή χρονιά αναστέλλεται η εφαρμογή του φόρου υπεραξίας για τα ακίνητα, προκειμένου να μην επιβαρυνθεί περαιτέρω η ακίνητη περιουσία στην παρούσα συγκυρία.²¹

Για τα επόμενα τρίμηνα εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί η πορεία σταθεροποίησης των τιμών των ακινήτων, ο ρυθμός της οποίας θα εξαρτηθεί από την ενίσχυση του κλίματος σταθερότητας και από τις εξελίξεις στους επιμέρους τομείς της οικονομίας. Η σταδιακή σταθεροποίηση των τιμών και η αναμενόμενη περαιτέρω κινή-

¹⁷ Στη φορολογία ακινήτων περιλαμβάνονται ο φόρος ακίνητης περιουσίας, οι φόροι κληρονομιών, δωρεών και γονικών παροχών, καθώς και ο φόρος μεταβίβασης που επιβάλλεται στις αγοραπωλησίες ακινήτων.

¹⁸ Βλ. ν. 4509/2017, άρθρο 46, όπου περιγράφεται ο νέος τρόπος προσδιορισμού της φορολογητέας αξίας των ακινήτων.

¹⁹ Βλ. πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος της Γενικής Γραμματείας Δημόσιας Περιουσίας (28.12.2017). Επίσης, βλ. Υπουργική Απόφαση 1005/11.1.2018 (ΦΕΚ Β' 20), η οποία ορίζει τη διαδικασία και τις λοιπές απαιτούμενες λεπτομέρειες για τον καθορισμό τιμών ζωνών αντικειμενικού προσδιορισμού.

²⁰ Ο ετήσιος στόχος είσπραξης του ΕΝΦΙΑ για το 2018 ανέρχεται σε 2,65 δισεκ. ευρώ, ποσό ίδιο με το περυσινό.

²¹ Για περισσότερες αναφορές στο φορολογικό πλαίσιο περί ακινήτων, βλ. το Φορολογικό Παράρτημα στο τέλος του Κεφαλαίου VI.

τοποίηση επενδυτικών κεφαλαίων στην αγορά ακινήτων εκτιμάται ότι θα ενισχύσουν αρχικά τη ζήτηση για ακίνητα υψηλών προδιαγραφών. Η βαθμιαία απορρόφηση του αντίστοιχου περιορισμένου διαθέσιμου αποθέματος αναμένεται να δώσει ώθηση στην ανάπτυξη νέων ακινήτων σε στοχευμένους τομείς, αλλά και στην αναβάθμιση του παλαιότερου και υποδεέστερων χαρακτηριστικών αποθέματος. Προϋπόθεση ωστόσο για βιώσιμη ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων είναι, παράλληλα με τη διατήρηση των προοπτικών μεγέθυνσης της οικονομίας, η αποκατάσταση της ροής χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα.

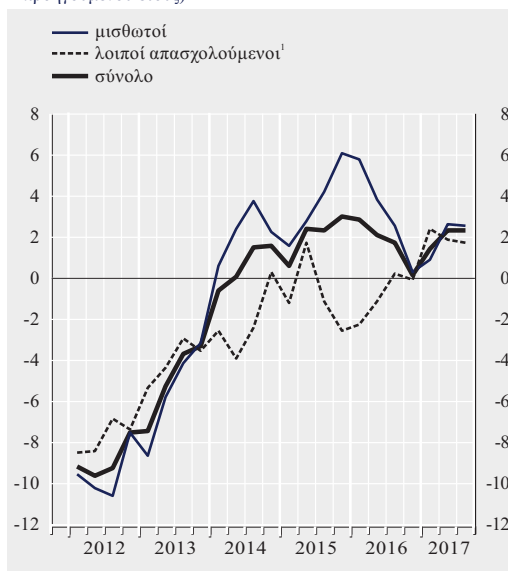
Τα διαχρονικά ζητήματα, που αφορούν μεταξύ άλλων τον εξορθολογισμό της φορολόγησης των ακινήτων, την απλοποίηση των διαδικασιών αδειοδοτήσεων, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας, αλλά και τη δυνατότητα πρόσβασης σε δημόσια δεδομένα, παραμένουν πάντοτε επίκαιρα και η επίλυσή τους είναι πρωταρχικής σημασίας για την ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η βελτίωση στην αγορά εργασίας που έχει ξεκινήσει από τα μέσα του 2014 συνεχίστηκε και το εννεάμηνο του 2017, με την απασχόληση να αυξάνεται με σταθερούς ρυθμούς και την ανεργία να ακολουθεί πτωτική πορεία. Η **απασχόληση** συνέχισε να αυξάνεται (2,1% ετήσιος ρυθμός αύξησης το εννεάμηνο του 2017, έναντι 2,3% το αντίστοιχο διάστημα του 2016), εξαιτίας τόσο της αύξησης της μισθωτής απασχόλησης όσο και των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (βλ. Διάγραμμα V.17). Ο **αριθμός των ανέργων** μειώθηκε κατά 8,8% το εννεάμηνο του 2017, έναντι μείωσης 5,9% το αντίστοιχο διάστημα του 2016. Το μέσο **ποσοστό ανεργίας** υποχώρησε σε 21,5% από 23,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2016, διατηρώντας τη δυναμική της πτωτικής πορείας. Εντούτοις, παραμένει το υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (Νοέμβριος 2017) δείχνουν υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας

Διάγραμμα V.17 Απασχόληση (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



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

στο 20,9% (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) από 23,3% το Νοέμβριο του 2016.

Οι συνεχιζόμενοι θετικοί ρυθμοί αύξησης της απασχόλησης οφείλονται κατά κύριο λόγο στην επάνοδο της οικονομίας σε θετικούς, αν και σχετικά χαμηλούς, ρυθμούς ανάπτυξης το εννεάμηνο του 2017 και ιδιαίτερα στην καλή πορεία ορισμένων κλάδων, όπως το εμπόριο, ο τουρισμός και η μεταποίηση. Παράλληλα, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών περιορίσαν τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας και επέτρεψαν τη μεγαλύτερη κινητικότητα των εργαζομένων. Σημαντικό μέρος της αύξησης της απασχόλησης οφείλεται στην ευρεία χρήση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, που αποτελούν την πλειονότητα των νέων προσλήψεων.

Η αύξηση της απασχόλησης σε ετήσια βάση κατά το εννεάμηνο του 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, οφείλεται στην αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης** σε ετήσια βάση για

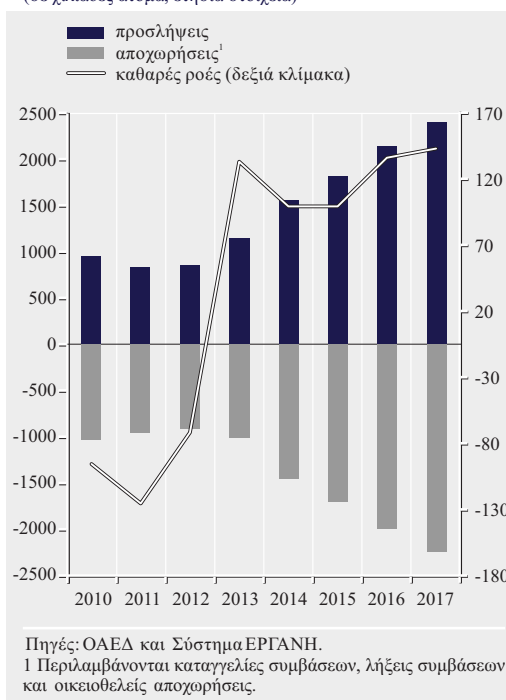
τέταρτη συνεχή χρονιά (2,1% το εννεάμηνο του 2017) και των **αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό** (2,5% το εννεάμηνο του 2017, έναντι μείωσης 2,8% το εννεάμηνο του 2016), που αντιπροσωπεύουν το 22,9% του συνόλου των απασχολούμενων (βλ. Πλαίσιο V.3). Αντίθετα, σταθερότητα παρουσίασαν οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό, ενώ σύμφωνα με τα ετήσια στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για το 2017 παρατηρείται αύξηση 6,0% στον αριθμό των επιχειρήσεων που κατέθεσαν ετήσιο πίνακα προσωπικού.

Όσον αφορά την **απασχόληση ανά τομέα και κλάδο οικονομικής δραστηριότητας**, το εννεάμηνο του 2017 παρατηρείται συνέχιση της αύξησης των μεριδίων του δευτερογενούς (15,4%) και του τριτογενούς τομέα (72,5%) και υποχώρηση του μεριδίου του πρωτογενούς τομέα στη συνολική απασχόληση (12,1%). Ειδικότερα, σε σχέση με το δευτερογενή τομέα, η μεταποίηση και οι κατασκευές διατήρησαν σταθερή τη συμβολή τους στο σύνολο της απασχόλησης, ενώ αναφορικά με τον τριτογενή τομέα το εμπόριο και ο τουρισμός αύξησαν τα μερίδια συμμετοχής τους, αντισταθμίζοντας την οριακή μείωση που παρατηρήθηκε στη δημόσια διοίκηση και άμυνα και στην εκπαίδευση. Εξετάζοντας τις ετήσιες μεταβολές που σημείωσαν οι διάφοροι κλάδοι, παρατηρείται ότι η πλειοψηφία των κλάδων παρουσιάζει θετικούς ρυθμούς μεταβολής, με εξαίρεση λίγους κλάδους που κατέχουν πολύ μικρά μερίδια συμμετοχής. Η αύξηση της απασχόλησης προήλθε κυρίως από το χονδρικό και λιανικό εμπόριο, το οποίο αντέστρεψε τον αρνητικό ρυθμό που είχε καταγράψει το εννεάμηνο του 2016 (σε 3,1% από -0,2%). Ακολουθεί ο κλάδος του τουρισμού, όπου η απασχόληση αυξήθηκε κατά 4,0%, αντανakλώντας την αύξηση τόσο στις αφίξεις τουριστών όσο και στις ταξιδιωτικές εισπράξεις, αν και ο θετικός ρυθμός μεταβολής της συνεχίζει να επιβραδύνεται. Επίσης, αύξηση της απασχόλησης παρατηρήθηκε και στη μεταποίηση (2,6%, έναντι 4,0% το 2016).

Η θετική εικόνα που παρουσίασε η απασχόληση το 2017 αποτυπώνεται και στο **ισοζύγιο**

Διάγραμμα V.18 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2017)

(σε χιλιάδες άτομα, ετήσια στοιχεία)



των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ). Ειδικότερα, το 2017 δημιουργήθηκαν 143.545 νέες θέσεις εργασίας, αυξημένες κατά 7.285 σε σχέση με το 2016, αποτελώντας την καλύτερη επίδοση από το 2011 (βλ. Διάγραμμα V.18). Η αύξηση των προσλήψεων και των αποχωρήσεων σε σχέση με το 2016 φανερώνει ότι η κινητικότητα στην αγορά εργασίας έχει βελτιωθεί, με θετική επίδραση στην απασχόληση. Όσον αφορά τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, σημαντικό μέρος των συνολικών προσλήψεων αφορούσε δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των νέων προσλήψεων αφορούσε νέους εργαζομένους κάτω των 29 ετών.

Τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ επιβεβαιώνουν την ετήσια αύξηση του αριθμού των εργαζομένων με παράλληλη υποχώρηση του μέσου μισθού και αναδεικνύουν το ρόλο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στη δομή

της οικονομίας.²² Συγκεκριμένα, το 55,8% των εργαζομένων απασχολείται σε επιχειρήσεις με προσωπικό έως 49 άτομα. Ειδικότερα, το 28,6% των εργαζομένων απασχολείται σε πολύ μικρές επιχειρήσεις που αντιπροσωπεύουν το 87,2% του συνόλου των επιχειρήσεων, το 27,2% σε επιχειρήσεις με 10-49 άτομα (11,1% του συνόλου των επιχειρήσεων), το 18,4% σε επιχειρήσεις με 50-249 άτομα (1,4% του συνόλου των επιχειρήσεων), ενώ το 25,7% των εργαζομένων απασχολείται σε επιχειρήσεις άνω των 250 ατόμων, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ωστόσο ένα πολύ μικρό μερίδιο (μόλις 0,2%) στο σύνολο των επιχειρήσεων.

Το εννεάμηνο του 2017 συνεχίστηκε η αύξηση της χρήσης περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης στην αγορά εργασίας, ως συνέπεια της άρσης των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας και της δυσκολίας εύρεσης εργασίας πλήρους απασχόλησης. Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** αυξήθηκε οριακά στο 9,9% το εννεάμηνο του 2017, από 9,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Τα στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ επιβεβαιώνουν τα ανωτέρω συμπεράσματα, καθώς το 54,9% των νέων προσλήψεων το 2017 αφορούσε προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης, ποσοστό επίσης οριακά αυξημένο σε σχέση με το 2016 (54,7%).

Οι **εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης** (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) αποτυπώνουν τη βελτίωση των σχετικών προοπτικών το 2017 έναντι του 2016, με εξαίρεση τις κατασκευές, όπου επιδεινώθηκαν.²³

Το **ποσοστό απασχόλησης** για την ηλικιακή ομάδα 20-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα, από 56,3% το εννεάμηνο του 2016 σε 57,8% την ίδια περίοδο το 2017, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28.

Αναλύοντας την απασχόληση **ανά φύλο και ηλικιακή ομάδα**, η αύξηση της απασχόλησης στους άνδρες ήταν υψηλότερη από ό,τι στις γυναίκες (2,2% έναντι 1,9% αντίστοιχα) το εννεάμηνο

του 2017 για δεύτερο συνεχόμενο έτος. Αναφορικά με την απασχόληση **ανά ηλικιακή ομάδα**, αξιοσημείωτη είναι η αύξηση της απασχόλησης στις ηλικιακές ομάδες 20-24 ετών (10,8%), αλλά με μικρό μερίδιο συμμετοχής (3,6%), και 45-64 ετών (4,6%), ενώ υποχώρηση σημειώθηκε στις ηλικιακές ομάδες 25-29 ετών (-2,3%) και 30-44 ετών (-0,4%). Όσον αφορά την ανάλυση με βάση το **εκπαιδευτικό επίπεδο**, η απασχόληση αυξήθηκε σε όλες τις ομάδες με εξαίρεση τους κατόχους απολυτηρίου δημοτικού και όσους δεν πήγαν καθόλου σχολείο. Το μερίδιο συμμετοχής των εργαζομένων που ανήκουν στις μεσαίες και ανώτερες βαθμίδες εκπαίδευσης αυξήθηκε στο 79,8% το εννεάμηνο του 2017 (έναντι 78,7% την αντίστοιχη περίοδο το 2016), εις βάρος των εργαζομένων που ανήκουν σε χαμηλότερες βαθμίδες εκπαίδευσης. Σε **επίπεδο περιφέρειας**, το εννεάμηνο του 2017 το μερίδιο συμμετοχής στη συνολική απασχόληση αυξήθηκε οριακά σε οκτώ περιφέρειες και μειώθηκε οριακά σε πέντε. Αναφορικά με τα ποσοστά απασχόλησης κατά περιφέρεια, σε δέκα από τις δεκατρείς περιφέρειες αυξήθηκαν, ενώ έξι εξ αυτών παρουσίασαν υψηλότερο ποσοστό απασχόλησης σε σχέση με το μέσο όρο της χώρας (40,9%).

Το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το εννεάμηνο του 2017 αυξήθηκε οριακά (68,4% από 68,3% το εννεάμηνο του 2016), αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των ανδρών στο εργατικό δυναμικό. Αντίθετα, το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό μειώθηκε οριακά για πρώτη φορά από το 2011. Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι η συνέχιση της εισόδου και παραμονής περισσότερων ατόμων στην αγορά εργασίας μπορεί να βοηθήσει στην εξισορρόπηση των αποτελεσμάτων της συρρίκνωσης του

²² Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, ΕΡΓΑΝΗ, ΣΕΠΕ - ΟΑΕΔ - ΙΚΑ ΕΤΑΜ, *Ειδικό τεύχος - Αποτελέσματα της ηλεκτρονικής καταγραφής του συνόλου των επιχειρήσεων και των εργαζομένων-μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου*, από 1 έως 21 Οκτωβρίου 2017. Η εξέλιξη του κόστους εργασίας εξετάζεται αναλυτικότερα στην ενότητα 5.2 παρακάτω.

²³ Εντονότερη βελτίωση των προοδικών σύμφωνα με τους σχετικούς δείκτες παρατηρείται στις υπηρεσίες (0 από -10), στο λιανικό εμπόριο (18 από 9) και στη μεταποίηση (3 από -6), ενώ στις κατασκευές υποχώρησαν κατά 14 επιπλέον μονάδες (-46 από -32).

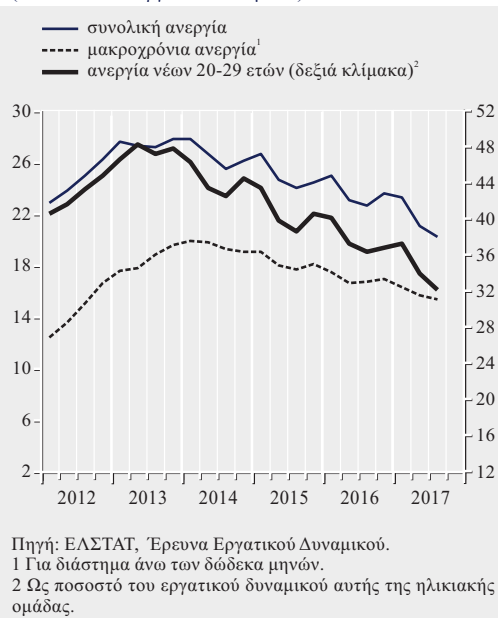
πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, καθώς και στη μείωση της πίεσης στα δημόσια οικονομικά και στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης.

Η **ανεργία των νέων ηλικίας 20-29 ετών** μειώθηκε για τέταρτο συνεχές έτος, από 38,0% το εννεάμηνο του 2016 σε 34,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2017, αν και παραμένει η χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, η πιο διαδεδομένη χρήση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, οι αλλαγές στη νομοθεσία που επιτρέπουν χαμηλότερες αμοιβές για τους νέους κάτω των 25 ετών, καθώς και η ανάπτυξη κλάδων όπως οι υπηρεσίες σχετικές με τον τουρισμό, το εμπόριο και η μεταποίηση, συνέτειναν στη μεγαλύτερη αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων σε σχέση με τους εργαζομένους μεγαλύτερης ηλικίας (βλ. Διάγραμμα V.19). Επισημαίνεται ότι οι παρατεταμένες περιόδους που οι νέοι βρίσκονται εκτός της αγοράς εργασίας έχουν μακροχρόνια αρνητικές επιδράσεις στις μελλοντικές προοπτικές απασχόλησης και τις αποδοχές τους. Συνεπώς, οι πολιτικές ενσωμάτωσης και παραμονής των νέων στην αγορά εργασίας πρέπει να αποτελούν βασική προτεραιότητα. Επισημαίνεται επίσης ότι το ποσοστό των νέων εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης (άτομα εκτός απασχόλησης, εκπαίδευσης ή κατάρτισης – NEET) στην Ελλάδα παραμένει υψηλό.

Η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αλλά τα ποσοστά ανεργίας των δύο φύλων είναι τα υψηλότερα στην ΕΕ-28. Η μείωση του ποσοστού ανεργίας συνοδεύθηκε και από τη μείωση του **ποσοστού μακροχρόνιας ανεργίας**, το οποίο υποχώρησε σε 15,8% το εννεάμηνο του 2017 από 17,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2016, με την πλειοψηφία των μακροχρόνια ανέργων να είναι γυναίκες και άνεργοι για διάστημα μεγαλύτερο των 48 μηνών. Η παρατεταμένη ανεργία ενδέχεται να προκαλέσει απογοήτευση των ανέργων και απαξίωση των δεξιοτήτων και των ικανοτήτων τους και να τους οδηγήσει εκτός της αγοράς εργασίας. Η σύνθεση και η εμμονή της ανεργίας αναδεικνύουν την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση και στην

Διάγραμμα V.19 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα κατάρτισης του ΟΑΕΔ μπορούν να συμβάλουν προς την κατεύθυνση αυτή με τον κατάλληλο σχεδιασμό και την ορθή αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων, καθώς και με την παροχή κινήτρων προς τις επιχειρήσεις για προσλήψεις ανέργων.

Στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης και της συνέχισης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, ο ν. 4512/2018 προβλέπει ότι στο εξής για τη συζήτηση και λήψη απόφασης για την κήρυξη απεργίας θα απαιτείται η παρουσία τουλάχιστον του 1/2 των οικονομικά τακτοποιημένων μελών της συνδικαλιστικής οργάνωσης. Τροποποιήθηκε δηλαδή το άρθρο 8 του συνδικαλιστικού νόμου 1264/1982, σύμφωνα με το οποίο για τη λήψη απόφασης για απεργιακή κινητοποίηση απαιτείται στις συνελεύσεις η παρουσία τουλάχιστον του 1/3 των οικονομικά τακτοποιημένων μελών.

Οι μεταρρυθμίσεις που έγιναν στην αγορά εργασίας τα προηγούμενα χρόνια είχαν ως

αποτέλεσμα την άρση των περισσότερων εμποδίων στην ευελιξία και συνέβαλαν στη μείωση της ανεργίας, παρά την ύφεση και την αβεβαιότητα που επικρατούσε στην οικονομία. Ωστόσο, παρά την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας, τα υψηλά ποσοστά μακροχρόνιας ανεργίας και ανεργίας των νέων και των γυναικών, καθώς και οι ευρύτεροι δείκτες υποαπασχόλησης, παρέχουν ενδείξεις ότι υφίστανται δομικά προβλήματα στην αγορά εργασίας και αναδεικνύουν την ανάγκη συνέχισης της υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών.

Η άνοδος της απασχόλησης εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το 2018, ενώ το ποσοστό ανεργίας θα συνεχίσει να υποχωρεί, εξαιτίας των αναμενόμενων θετικών ρυθμών ανάπτυξης της οικονομίας, της βελτίωσης της εμπιστοσύνης λόγω της προόδου στην εφαρμογή του προγράμματος και της συνέχισης των μεταρρυθμίσεων. Εντούτοις, το υπερδιπλάσιο σε σχέση με το μέσο όρο της ευρωζώνης ποσοστό

ανεργίας, η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων και των γυναικών παραμένουν σημαντικές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν ώστε να μειωθούν οι κοινωνικές και οικονομικές συνέπειες της υψηλής ανεργίας. Προς αυτή την κατεύθυνση, θα πρέπει να ληφθούν όλα τα αναγκαία μέτρα για την τόνωση της απασχόλησης, κυρίως μέσω της υλοποίησης των ψηφισθεισών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, το σχεδιασμό στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, ιδίως για τους νέους και τους μακροχρόνια ανέργους, καθώς και την ολοκλήρωση του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία,²⁴ που θα αυξήσει τα έσοδα από τις κοινωνικές εισφορές και θα ενισχύσει τον ανταγωνισμό στην οικονομία.

²⁴ Σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, την περίοδο 1.1.2017-31.8.2017, το 15,3% από τις ελεγχθείσες επιχειρήσεις βρέθηκε να απασχολεί αδήλωτους εργαζομένους. Στο σύνολο των εργαζομένων στις επιχειρήσεις όπου διενεργήθηκε έλεγχος, το 5,95% των εργαζομένων ήταν αδήλωτοι.

Πλαίσιο V.3

Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΑΥΤΟΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

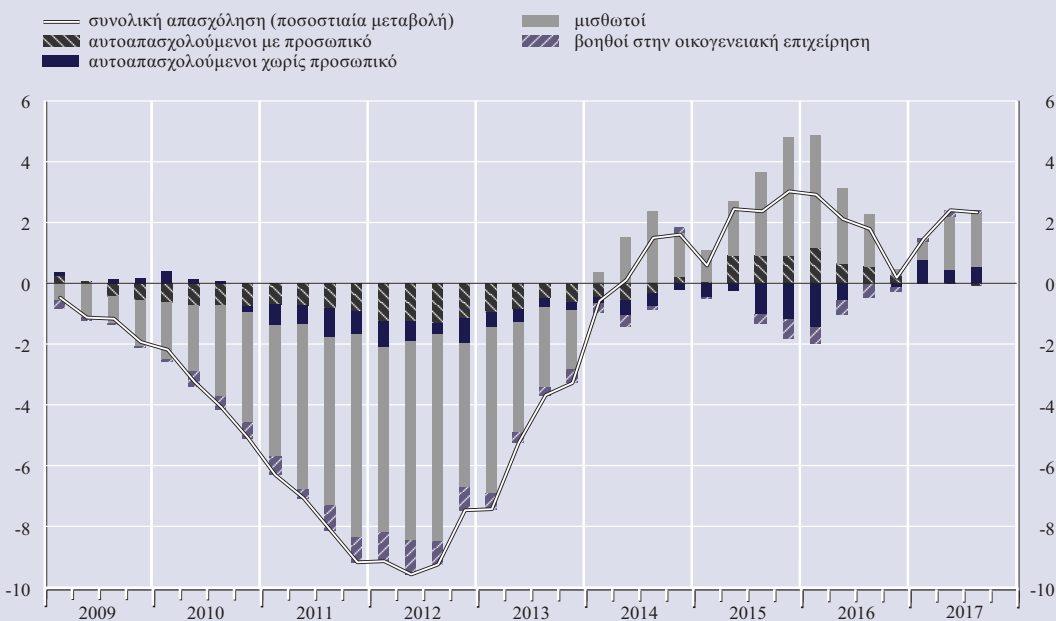
Η αυτοαπασχόληση είναι σημαντική συνιστώσα της συνολικής απασχόλησης, καθώς αποτελεί τη δεύτερη σημαντικότερη κατηγορία της μετά τη μισθωτή εργασία. Η Ελλάδα έχει το μεγαλύτερο μερίδιο αυτοαπασχολούμενων στη συνολική απασχόληση στην ΕΕ, το οποίο ανήλθε σε 29,8% κατά μέσο όρο την περίοδο 2008-2016, υπερδιπλάσιο του μέσου όρου της ΕΕ (14,3%). Αν εξαιρεθούν οι αυτοαπασχολούμενοι στον πρωτογενή τομέα, η διαφορά μειώνεται αισθητά και το μέσο μερίδιο αυτοαπασχόλησης υποχωρεί στο 21,3%, έναντι 12,1% και 12,7% στην ΕΕ και την ευρωζώνη αντίστοιχα.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ, το μερίδιο της αυτοαπασχόλησης στη συνολική απασχόληση αυξήθηκε από 29,1% το 2008 σε 32,1% το 2013, ενώ στη συνέχεια μειώθηκε, φθάνοντας το εννέαμηνο του 2017 στο 30,1%. Σχετικά με τη συμβολή των αυτοαπασχολούμενων στη μεταβολή της απασχόλησης, παρατηρείται ότι την περίοδο 2009-2013 η μείωση της απασχόλησης προήλθε από τη μείωση της αυτοαπασχόλησης και της μισθωτής απασχόλησης ανάλογα προς τα μερίδιά τους στη συνολική απασχόληση. Στη συνέχεια, η αύξηση της απασχόλησης στηρίχθηκε κυρίως στην αύξηση της μισθωτής απασχόλησης λόγω των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας που προηγήθηκαν των αντίστοιχων στην αγορά προϊόντων, ενώ από το α' τρίμηνο του 2017 θετική είναι η συμβολή και της αυτοαπασχόλησης χωρίς προσωπικό (βλ. Διάγραμμα Α).

Όσον αφορά τη διάρθρωση της αυτοαπασχόλησης, το υψηλότερο μερίδιο κατέχουν οι αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό (άνω του 70%), ενώ οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργο-

Διάγραμμα Α Συμβολή της αυτοαπασχόλησης στη μεταβολή της συνολικής απασχόλησης

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

δότες) αποτελούν τη μικρότερη κατηγορία. Εξετάζοντας τη **διαχρονική εξέλιξη των αυτοαπασχολούμενων ανά κατηγορία**, οι **αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό** (εργοδότες) μετά από συνεχείς αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής, που κορυφώθηκαν το 2012 και στη συνέχεια επιβραδύνθηκαν, κατέγραψαν θετικές μεταβολές την περίοδο 2015-2016, ενώ το εννεάμηνο του 2017 παρουσίασαν σταθερότητα, με το μερίδιο συμμετοχής τους στο σύνολο της απασχόλησης να παραμένει σε επίπεδα άνω του 7%. Η μεταβολή αυτής της κατηγορίας συνοδεύθηκε από παράλληλη αύξηση των **αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό**, που σημειώθηκε για πρώτη φορά το εννεάμηνο του 2017 (2,5%), με το ποσοστό συμμετοχής τους στο σύνολο της απασχόλησης να φθάνει στο 22,9%.

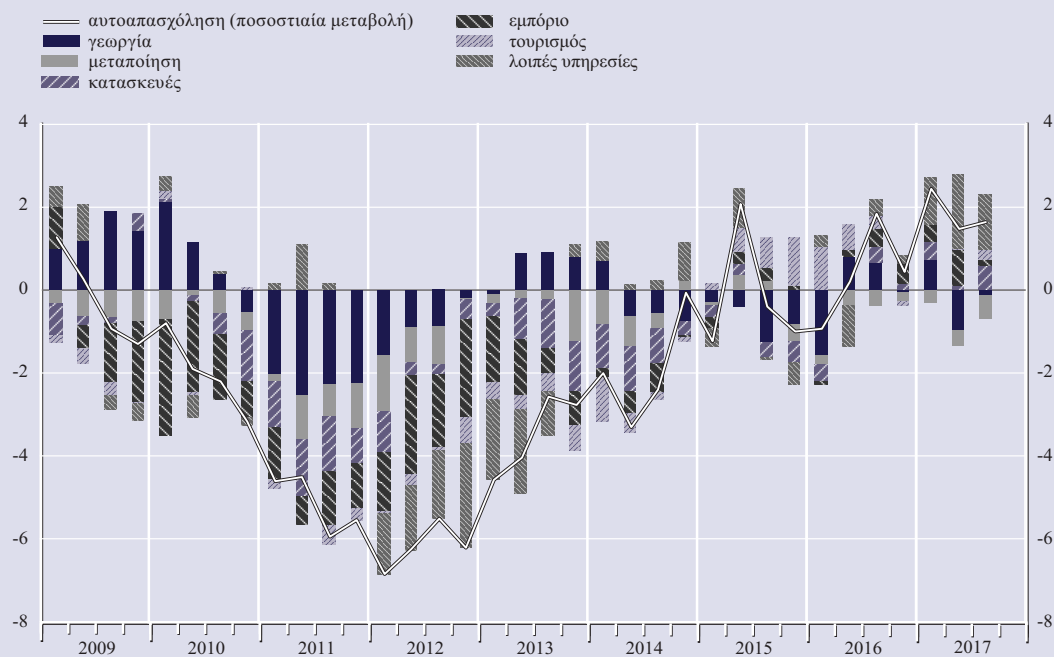
Εξετάζοντας τη **συμβολή των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας** στη μεταβολή της αυτοαπασχόλησης, παρατηρείται ότι οι κλάδοι της μεταποίησης και των κατασκευών επιδρούν αρνητικά την περίοδο 2009-2016, ενώ οι κλάδοι του εμπορίου και της γεωργίας καταγράφουν μεγαλύτερη αρνητική συμβολή τις περιόδους 2009-2013 και 2011-2012 αντίστοιχα. Τέλος, ο κλάδος του τουρισμού συμβάλλει λιγότερο στη μείωση της αυτοαπασχόλησης την περίοδο της κρίσης και είναι ο κλάδος που ανακάμπτει πρώτος (βλ. Διάγραμμα Β).

Εξετάζοντας την **αυτοαπασχόληση κατά φύλο**, προκύπτει ότι οι άνδρες κατέχουν σημαντικά υψηλότερο μερίδιο έναντι των γυναικών, ωστόσο το μερίδιο των γυναικών αυξήθηκε στη διάρκεια της κρίσης από 28,5% το 2008 σε 33,0% το 2016. Η αύξηση των αυτοαπασχολούμενων γυναικών, που εισήλθαν στην αγορά εργασίας για να ενισχύσουν το οικογενειακό εισόδημα, συνέβαλε και στην παρατηρούμενη αύξηση της απασχόλησης των γυναικών συνολικά τα τελευταία έτη.

Αναλύοντας τη σύνθεση της **αυτοαπασχόλησης ανά ηλικιακή ομάδα**, το υψηλότερο ποσοστό κατέχει η ηλικιακή ομάδα 45-64 ετών, με μερίδιο συμμετοχής συνεχώς αυξανόμενο κατά τη διάρκεια

Διάγραμμα Β Συμβολή κλάδων οικονομικής δραστηριότητας στη μεταβολή της αυτοαπασχόλησης

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

της περιόδου 2008-2016 (από 47,9% σε 53,2%), ενώ τους πρώτους εννέα μήνες του 2017 αυξήθηκε περαιτέρω, φθάνοντας στο 53,7%. Δεύτερη σημαντικότερη κατηγορία είναι η ηλικιακή ομάδα 30-44 ετών, η συμβολή της οποίας όμως σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου βαίνει συνεχώς μειούμενη, φθάνοντας το εννεάμηνο του 2017 στο 36,3%.

Τέλος, όσον αφορά τη σύνθεση των **αυτοαπασχολουμένων ανά εκπαιδευτικό επίπεδο**, προκύπτει ότι από το 2008 μέχρι σήμερα παρατηρήθηκε μετατόπιση των αυτοαπασχολουμένων από χαμηλότερες βαθμίδες εκπαίδευσης σε υψηλότερες. Ειδικότερα, το εννεάμηνο του 2017, το 1/3 περίπου των αυτοαπασχολουμένων αφορά όσους έχουν απολυτήριο μέσης εκπαίδευσης (με μερίδιο συμμετοχής 34,4%). Δεύτερη σημαντικότερη κατηγορία είναι οι πτυχιούχοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, οι οποίοι επίσης αύξησαν το μερίδιό τους (23,3%), ενώ ακολουθούν όσοι έχουν απολυτήριο στοιχειώδους εκπαίδευσης (18,3%).

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

5.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός επανήλθε με ένταση σε θετικό έδαφος από τους πρώτους

μήνες του 2017, καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό 1,1% μετά από τριετή περίοδο καταγραφής αρνητικών ετήσιων ρυθμών μεταβολής (2013-2015) και μηδενικής μεταβολής το 2016 (βλ. Πίνακα V.6 και Διάγραμμα V.20). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην έντονα ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου κυρίως κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2017, αλλά και στην πληθωριστική επίδραση των έμμεσων φόρων που τέθηκαν σε ισχύ από την

Πίνακας V.6 Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2013	2014	2015	2016	2017
A. Ζώνη ευρώ					
<i>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</i>					
Γενικός δείκτης	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5
Αγαθά	1,3	-0,2	-0,8	-0,4	1,7
Είδη διατροφής	2,7	0,5	1,0	0,9	1,8
Επεξεργασμένα είδη διατροφής ¹	2,2	1,2	0,6	0,6	1,6
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	3,5	-0,8	1,6	1,4	2,2
Βιομηχανικά αγαθά	0,6	-0,5	-1,8	-1,1	1,6
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	0,6	0,1	0,3	0,4	0,4
Ενέργεια	0,6	-1,9	-6,8	-5,1	4,9
Υπηρεσίες	1,4	1,2	1,2	1,1	1,4
<i>Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,3</i>	<i>3,1</i>
B. Ελλάδα					
<i>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</i>					
Γενικός δείκτης	-0,9	-1,4	-1,1	0,0	1,1
Αγαθά	0,7	-1,0	-2,0	-1,3	1,1
Είδη διατροφής	0,9	-1,0	1,7	0,2	1,5
Επεξεργασμένα είδη διατροφής ¹	0,7	0,6	1,8	1,0	2,0
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,3	-3,5	1,7	-1,3	0,4
Βιομηχανικά αγαθά	0,4	-1,2	-5,3	-2,7	0,7
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	-1,7	-1,0	-1,8	-1,4	-2,3
Ενέργεια	6,3	-2,0	-11,1	-5,2	8,5
Υπηρεσίες	-2,9	-2,0	0,0	1,4	1,2
<i>Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,8</i>	<i>-5,8</i>	<i>-5,4</i>	<i>4,2</i>

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

¹ Περιλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός.

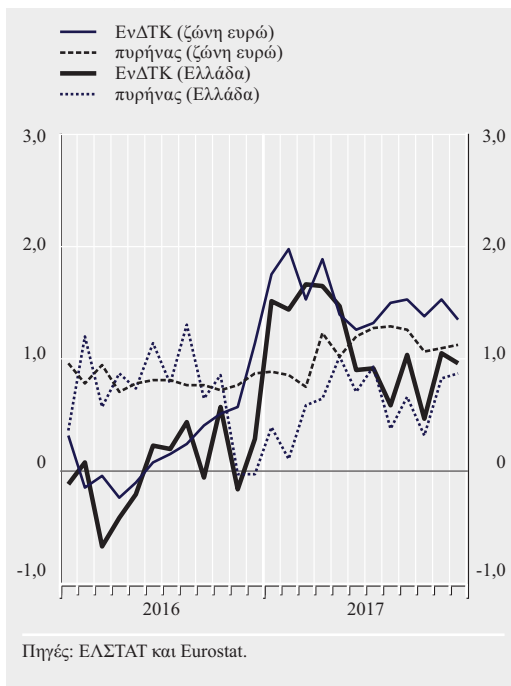
αρχή του έτους στα καύσιμα αυτοκινήτου, στον καπνό, στον καφέ και στη σταθερή τηλεφωνία. Αυξητικά επέδρασε, κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, και η αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης που έλαβε χώρα τον Οκτώβριο του 2016, καθώς επίσης και η μικρή αναθέρμανση της εγχώριας ζήτησης.

Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν στις αρχές του 2017 και, παρά το γεγονός ότι σε απόλυτες τιμές δεν ανήλθαν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, εντούτοις κατέγραψαν εντυ-

πωσιακούς ετήσιους ρυθμούς ανόδου. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πετρελαίου Brent σε ευρώ το α' τρίμηνο του 2017 ανήλθε σε περίπου 63%. Οι υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί κατά το πρώτο πεντάμηνο του έτους (που έγιναν αισθητά χαμηλότεροι στη συνέχεια) επέφεραν σημαντική επιτάχυνση του πληθωρισμού της ενεργειακής συνιστώσας του εναρμονισμένου δείκτη (βλ. Διάγραμμα V.21). Εξάλλου, η αύξηση του ΕΦΚ στο πετρέλαιο θέρμανσης τον Οκτώβριο του 2016 συνέβαλε επίσης θετικά στην εξέλιξη του πληθωρισμού κατά τους πρώτους εννέα

Διάγραμμα V.20 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και πυρήνας του πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Δεκέμβριος 2017)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

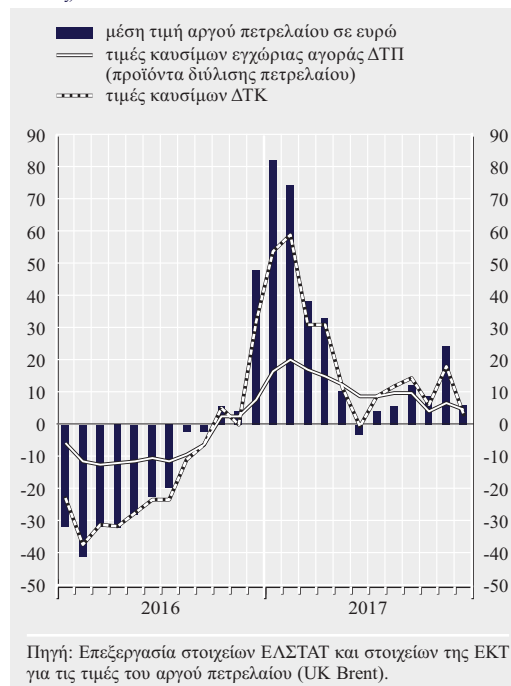


μήνες του 2017. Έτσι, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τιμής του πετρελαίου θέρμανσης το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου διαμορφώθηκε σε 32,2%, συμβάλλοντας πληθωριστικά, ενώ το τρίμηνο Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου υποχώρησε στο 4,8%. Επιπλέον, ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών ενισχύθηκε και από τις αυξήσεις του ΕΦΚ στα καύσιμα κίνησης από τον Ιανουάριο του 2017.

Η δεύτερη συνιστώσα του εναρμονισμένου πληθωρισμού που είχε έντονη πληθωριστική επίδραση κατά το 2017 αφορά τις τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής, τα οποία συμπεριλαμβάνουν τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό (βλ. Πίνακα V.7). Η αύξηση των ΕΦΚ στον καπνό και στον καφέ από τον Ιανουάριο του 2017, σε συνδυασμό με τον περυσινό βαρύ χειμώνα και την περιορισμένη παραγωγή ελαιολάδου, επέδρασαν αυξητικά τόσο στις τιμές των επεξεργασμένων τροφίμων όσο και στο γενικό δείκτη. Τα επεξεργασμένα τρόφιμα

Διάγραμμα V.21 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2016 - Δεκέμβριος 2017)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



κατέγραψαν μέσο ετήσιο πληθωρισμό 2,0% το 2017, από 1,0% το 2016. Ο διπλάσιος μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών τους κατά το 2017 αποδίδεται αποκλειστικά στον καπνό, του οποίου ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης ανήλθε στο 7,7% το 2017, από 1,0% το 2016. Οι τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής εξαιρουμένου του καπνού κατέγραψαν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 0,2% το 2017, έναντι 1,0% το 2016, παρά τη μεγάλη αύξηση της τιμής του ελαιολάδου (10,9% το 2017, έναντι 5,7% το 2016) και του καφέ (14,2%, έναντι 4,4% το 2016). Η σχεδόν μηδενική μεταβολή του μέσου επιπέδου των τιμών των επεξεργασμένων τροφίμων χωρίς τον καπνό, παρά τις σημαντικές αυξήσεις στο ελαιόλαδο και στον καφέ, αντανακλά τον τεράστιο όγκο των προσφορών στα περισσότερα είδη διατροφής στα καταστήματα λιανικής ειδών διατροφής (σουπερμάρκετ) καθ' όλη τη διάρκεια του έτους λόγω των αναδιατάξεων στο συγκεκριμένο χώρο και του έντονου ανταγωνισμού.

Πίνακας V.7 Δείκτες τιμών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

Έτη	Δείκτης τιμών καταναλωτή							
	Γενικός	Ειδικοί δείκτες						
		Αγαθά	Υπηρεσίες	ΔTK χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα	ΔTK χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά	Νωπά οπωροκηπευτικά	Καύσιμα
2013	-0,9	0,1	-2,2	-1,7	-1,9	0,0	3,0	4,6
2014	-1,3	-1,3	-1,4	-0,7	-0,9	-1,7	-8,6	-4,1
2015	-1,7	-2,5	-0,7	-0,5	-0,9	1,8	6,5	-13,9
2016	-0,8	-1,6	0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-5,6	-6,9
2017	1,1	1,0	1,2	0,2	0,3	0,3	4,1	10,8

Έτη	Δείκτης τιμών παραγωγού στη βιομηχανία						Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία	
	Εγχώρια αγορά			Εξωτερική αγορά				
	Γενικός	Ειδικοί δείκτες		Γενικός	Ειδικοί δείκτες		Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας
		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	Ενδιάμεσα αγαθά		Καταναλωτικά αγαθά	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας		
2013	-0,7	0,0	-1,1	1,1	-1,7	-0,2	-2,7	-0,4
2014	-0,8	-0,5	-1,4	0,2	-2,7	-1,2	-3,7	-0,9
2015	-5,8	0,0	0,0	0,0	-11,4	0,0	-10,5	0,0
2016	-5,4	-0,7	-2,0	0,1	-6,8	-2,2	-2,8	-0,6
2017	4,2	0,5	1,1	0,1	9,1	2,7	5,9	0,7

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πέρα όμως από τα ενεργειακά αγαθά και τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, στην άνοδο του πληθωρισμού συνέβαλε επίσης η εξέλιξη των τιμών των υπηρεσιών. Αντιθέτως, για έβδομη συνεχόμενη χρονιά τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά παρέμειναν σε αρνητικό έδαφος, συγκρατώντας την περαιτέρω αύξηση του γενικού πληθωρισμού. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο διεθνή ανταγωνισμό των ειδών αυτών, στην περιορισμένη εγχώρια ζήτηση, στην προβληματική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και στη διατήρηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, παρά τη σχετική χαλάρωσή τους.

Έντονες επιδράσεις βάσης (base effects) αναμένονται για το 2018. Με εξαίρεση το νέο τέλος ανά διανυκτέρευση στα ξενοδοχεία και την εναρμόνιση των συντελεστών του ΦΠΑ με εκείνους της υπόλοιπης χώρας στα εναπομείναντα νησιά (εξαιρούνται τα νησιά Σάμος, Χίος, Κως, Λέσβος και Λέρος με εξαίρεση την αναστολή), δεν υπάρχουν άλλα μέτρα που επιβαρύνουν την έμμεση φορολογία. Κατά συνέ-

πεια, οι επιδράσεις βάσης θα συγκρατήσουν το γενικό πληθωρισμό, ο οποίος αναμένεται να κινηθεί σε επίπεδα χαμηλότερα σε σχέση με το 2017.

5.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, τους πρώτους εννέα μήνες του 2017 η άνοδος της μισθωτής απασχόλησης και, δευτερευόντως, των αμοιβών ανά μισθωτό οδήγησε σε αύξηση του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,3%. Η άνοδος αυτή αντανάκλα σχεδόν αποκλειστικά τις εξελίξεις στον επιχειρηματικό τομέα, καθώς στον τομέα της γενικής κυβέρνησης καταγράφηκε ανεπαίσθητη αύξηση, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ και αφορούν την ίδια περίοδο.²⁵

²⁵ Σύμφωνα πάντως με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών, την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2017 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 3,1%.

Πίνακας V.8 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2015-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017 εννεάμηνο	2018 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-1,4	0,0	2,3	2,5
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-2,3	-0,9	0,5	-0,1
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-1,0	-0,7	-0,7	0
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-1,3	-0,2	0,9	-0,1
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-1,4	0,0	3,6	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	-1,4	0,0	0,2	...

Πηγή: Για το 2015-2017: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 17.10-6.11.2017 και 27.10.2017-24.1.2018. Για το 2018: εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Υπενθυμίζεται ότι κατά το 2016, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία των ετήσιων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, η άνοδος της μισθωτής απασχόλησης είχε αντισταθμιστεί από ανάλογη μείωση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό και έτσι το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας είχε παραμείνει αμετάβλητο (βλ. Πίνακα V.8). Εξάλλου, για ολόκληρο το 2017 εκτιμάται ότι η παραγωγικότητα εμφάνισε μικρή μείωση, ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας έμεινε σχεδόν αμετάβλητο ή υποχώρησε ελαφρά – δηλαδή οι εξελίξεις ήταν ανάλογες με εκείνες του 2016.

Στον επιχειρηματικό τομέα, σύμφωνα με το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, το 2017 υπογράφηκαν 251 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας (αφορούσαν 87.220 μισθωτούς), από τις οποίες οι περισσότερες προέβλεπαν ότι παραμένουν αμετάβλητες ή μειώνονται οι ήδη συμφωνημένες αποδοχές. Επίσης υπογράφηκαν 14 κλαδικές ή εθνικές ομοιοεπαγγελματικές συλλογικές συμβάσεις, καθώς και μία Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση Εργασίας (30.3.2017).²⁶

Όσον αφορά την κατανομή των μισθών στον ιδιωτικό τομέα, τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ²⁷ δείχνουν αύξηση, σε σχέση με το 2016, του ποσοστού των χαμηλομισθών και των αμειβομένων για μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση. Συγκεκριμένα, πάνω από τους μισούς μισθωτούς στον ιδιω-

τικό τομέα (51,37% το 2017, έναντι 49,92% το 2016) λαμβάνουν ακαθάριστο μισθό κάτω των 800 ευρώ ή αμείβονται για μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση. Ειδικότερα, το 23% των εργαζομένων αμείφθηκε για μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση, ενώ το 11% αμείφθηκε κάτω των 600 ευρώ για πλήρη απασχόληση, δηλαδή ουσιαστικά κάτω από τον κατώτατο μισθό, που ανέρχεται στα 586,08 ευρώ για τους άγαμους, χωρίς προϋπηρεσία, υπαλλήλους.

Για το 2018 αναμένεται ότι η ανάκαμψη της οικονομίας και η καλή επίδοση της απασχόλησης θα συντελέσουν ώστε το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στην οικονομία να αυξηθεί ταχύτερα από ό,τι το 2017. Ωστόσο, εκτιμάται ότι οι αμοιβές ανά μισθωτό θα μείνουν ουσιαστικά αμετάβλητες, όπως εξάλλου και η παραγωγικότητα και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Το γεγονός ότι σε ολόκληρη την περίοδο 2015-2018 (λαμβανομένων υπόψη και των προβλέψεων) οι αμοιβές ανά μισθωτό υποχωρούν ή μένουν στάσιμες σε συνθήκες ανόδου της μισθωτής απασχόλησης αντανακλά κυρίως τη συνεχιζόμενη επέκταση των άτυπων ή ευέλικτων μορφών εργασίας.

²⁶ Με αυτήν οι κοινωνικοί εταίροι παρέτειναν την ισχύ των όρων της προηγούμενης σύμβασης (που είχε λήξει) έως το τέλος του 2017, συμφώνησαν δράσεις για την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας και των διακρίσεων στους χώρους εργασίας και ενέκριναν – προς υποβολή στην κυβέρνηση – την Εθνική Στρατηγική για την Υγεία και την Ασφάλεια στην Εργασία που είχε εκπονήσει το ΕΑΙΝΥΑΕ.

²⁷ Βλ. υποσημείωση 22.

5.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η κερδοφορία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων σημείωσε αισθητή βελτίωση κατά το α' εξάμηνο του 2017, παρά την αναιμική αύξηση των πωλήσεων, εξαιτίας κυρίως της μείωσης των χρηματοπιστωτικών εξόδων. Σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 140 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών,²⁸ ο κύκλος εργασιών σημείωσε οριακή άνοδο κατά 0,3%, που οφείλεται κυρίως στις βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις. Τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν κατά 35,0%, εξαιτίας κυρίως της μεγάλης μείωσης των καθαρών χρηματοπιστωτικών εξόδων κατά 7,4%. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του περιθωρίου καθαρού κέρδους στο 4,5% το α' εξάμηνο του 2017 από 3,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Τα μικτά κέρδη σημείωσαν πτώση κατά 20,9%, με αποτέλεσμα το περιθώριο μικτού κέρδους να μειωθεί στο 12,3% το α' εξάμηνο του 2017 από 15,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Ως συνέπεια της αυξημένης κερδοφορίας, βελτιώθηκε η αποδοτικότητα τόσο των ιδίων κεφαλαίων (από 1,6% το α' εξάμηνο του 2016 σε 2,2% το α' εξάμηνο του 2017) όσο και των συνολικών κεφαλαίων (από 0,7% το α' εξάμηνο του 2016 σε 0,9% το α' εξάμηνο του 2017). Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους βελτιώθηκε τόσο στις υπηρεσίες (7,0% από 4,6%) όσο και στο εμπόριο (-0,6% από -1,5%), ενώ στη βιομηχανία σημείωσε πτώση (1,8% από 3,5%). Η δανειακή επιβάρυνση, όπως ορίζεται από το λόγο ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια, αυξήθηκε ελαφρά στο 1,42 από 1,35, εξαιτίας της αύξησης του μακροπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού κατά 1,6% και του βραχυπρόθεσμου λοιπού δανεισμού κατά 2,6%, παρά την πτώση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού κατά 5,1%.

Πιο συγκρατημένη εικόνα παρουσιάζουν οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το εννεάμηνο του 2017 αυξήθηκε κατά 6,3% σε σχέση με το εννεά-

μηνο του 2016 (έναντι μείωσης κατά 15,2% το εννεάμηνο του 2016), λόγω της αύξησης της καθαρής προστιθέμενης αξίας κατά 5,2% και παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένων εργασιών κατά 4,2% στο ίδιο διάστημα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα το μερίδιο κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος προς ακαθάριστη προστιθέμενη αξία) να μειωθεί στο 54,6% το εννεάμηνο του 2017 από 55,1% το εννεάμηνο του 2016.

5.4 ΑΝΙΣΟΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΦΤΩΧΕΙΑ

Οι κύριες πηγές στοιχείων για την ανισότητα, τη φτώχεια, τον κοινωνικό αποκλεισμό και τις συνθήκες διαβίωσης στην Ελλάδα είναι οι ετήσιες δειγματοληπτικές έρευνες νοικοκυριών που διεξάγονται σε ετήσια βάση από την ΕΛΣΤΑΤ. Οι πιο πρόσφατες είναι η Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC) 2016 (για τα εισοδήματα του 2015) και η Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) 2016 (για τις καταναλωτικές δαπάνες του 2016).

Ο δείκτης του κινδύνου σχετικής φτώχειας μειώθηκε οριακά στο 21,2% (εισοδήματα του 2015), με βάση την έρευνα EU-SILC 2016, από το 21,4% (εισοδήματα του 2014) που είχε καταγραφεί σύμφωνα με την έρευνα του 2015.²⁹ Αντίστοιχη μεταβολή παρατηρείται και με βάση τη χρηματική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΟΠ, τα οποία δείχνουν ότι ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας μειώθηκε οριακά το 2016 σε 18,2%, από 18,3% το 2015. Μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28, ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας στην Ελλάδα είναι ο όγδοος υψηλότερος, σημαντικά πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ (17,3%).

²⁸ Στις 140 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διυλιστήρια.
²⁹ Υπενθυμίζεται ότι το κατώφλι (ή γραμμή) φτώχειας μεταβάλλεται κατ' αναλογία προς το μέσο βιοτικό επίπεδο του πληθυσμού, καθώς ορίζεται στο 60% της διαμέσου του συνολικού διαθέσιμου ισοδύναμου εισοδήματος για το σύνολο των νοικοκυριών (ορισμός Eurostat). Για τον υπολογισμό του ισοδύναμου εισοδήματος του νοικοκυριού, ο αρχηγός του λαμβάνει συντελεστή στάθμησης 1, τα άλλα ενήλικα μέλη 0,5 και τα παιδιά κάτω των 14 ετών 0,3. Στην έρευνα του 2016 το χρηματικό όριο της σχετικής φτώχειας για ένα μονομελές νοικοκυριό ήταν 4.500 ευρώ, ενώ για ένα τετραμελές νοικοκυριό με δύο ενήλικες και δύο παιδιά ηλικίας κάτω των 14 ετών ήταν 9.450 ευρώ.

Σημαντικά πιο υψηλό, αν και σχετικά σταθερό τα τελευταία χρόνια, είναι το ποσοστό του πληθυσμού της χώρας που βρίσκεται σε κίνδυνο φτώχειας ή σε κοινωνικό αποκλεισμό, δηλαδή ζει με υλικές στερήσεις ή διαβιώνει σε νοικοκυριά με χαμηλή ένταση εργασίας. Σύμφωνα με την EU-SILC 2016, το ποσοστό αυτό για το έτος 2015 ανέρχεται σε 35,6% (ή 3.789,3 χιλιάδες άτομα), από 35,7% το 2014 και 36,0% το 2013. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα του 2016, σε σχέση με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, η Ελλάδα βρίσκεται στην ομάδα των χωρών με το μεγαλύτερο κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού μαζί με τη Βουλγαρία (40,4%), τη Ρουμανία (38,8%) και τη Σερβία (38,7%). Το ποσοστό των ατόμων με υλικές στερήσεις αυξήθηκε οριακά για το σύνολο του πληθυσμού (από 22,2% το 2014 σε 22,4% το 2015), αν και η αύξηση του αντίστοιχου ποσοστού για παιδιά έως 17 ετών ήταν μεγαλύτερη (από 25,7% το 2014 σε 26,7% το 2015).

Ιδιαίτερα ανησυχητική είναι και η εξέλιξη των δεικτών φτώχειας σε απόλυτους όρους, δηλαδή όταν το κατώφλι φτώχειας διατηρείται σταθερό σε όρους πραγματικής αγοραστικής δύναμης παλαιότερης περιόδου. Ειδικότερα, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, το ποσοστό του πληθυσμού σε κίνδυνο φτώχειας το 2015 έφθασε το 48,9% (από 48,0% το 2014) υπολογιζόμενο με βάση το κατώφλι φτώχειας του 2008 αναπροσαρμοσμένο τιμαριθμικά. Σημειώνεται ότι ο κίνδυνος φτώχειας υπολογιζόμενος με το παραπάνω κατώφλι φτώχειας για τα εισοδήματα του 2008 ήταν μόλις 18,9%. Τέλος, το χάσμα ή βάθος της σχετικής φτώχειας³⁰ αυξήθηκε σε 31,9% το 2015 βάσει της EU-SILC 2016, από 30,6% για τα εισοδήματα του 2014.

Οι δείκτες εισοδηματικής ανισότητας παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητοι στην Ελλάδα βάσει των τελευταίων ερευνών της ΕΛΣΤΑΤ, αλλά πάντως δυσμενέστεροι από ό,τι στην ΕΕ-28. Με βάση τα στοιχεία της EU-SILC 2016, ο δείκτης ανισότητας Gini αυξήθηκε οριακά στο 34,3% για τα εισοδήματα του 2015 (ΕΕ-28: 30,8%), έναντι 34,2% για τα εισοδήματα του 2014. Οριακή αύξηση παρουσίασε και ο δεί-

κτης S80/S20 από 6,5 για τα εισοδήματα του 2014 στο 6,6 για τα εισοδήματα του 2015 (ΕΕ-28: 5,2).³¹ Στην αρχή της κρίσης (εισοδήματα 2008), οι δύο δείκτες ανισότητας ήταν 33,1% και 5,8 αντίστοιχα. Βάσει της χρηματικής καταναλωτικής δαπάνης, η ΕΟΠ για το έτος 2016 υπολογίζει χαμηλότερη τιμή του δείκτη S80/S20 (5,5 έναντι 5,6 το 2015), ενώ, αν περιληφθούν και οι τεκμαρτές δαπάνες, προκύπτει δείκτης 4,2 (έναντι 4,4 το 2015).

Η πιο αναλυτική εξέταση των δεικτών φτώχειας αναδεικνύει την ανάγκη για πιο αποτελεσματικό και στοχευμένο σχεδιασμό των κοινωνικών μεταβιβάσεων. Αφενός, σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνας EU-SILC 2016, τα κοινωνικά επιδόματα συνέβαλαν στη μείωση του ποσοστού φτώχειας μόνο κατά 4,0 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ η κύρια συμβολή προήλθε από τις συντάξεις (27,7 ποσοστιαίες μονάδες). Αφετέρου, τα ίδια στοιχεία δείχνουν ότι, ως προς την κατανομή του κινδύνου φτώχειας, υπάρχουν συγκεκριμένες πληθυσμιακές ομάδες που αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο: οι αλλοδαποί (59,2%), οι άνεργοι (47,1%), οι οικονομικά μη ενεργοί εκτός συνταξιούχων (25,4%), οι μη μισθωτοί (25,6%), τα νοικοκυριά με εξαρτώμενα παιδιά (25,3%), τα παιδιά ηλικίας έως 17 ετών (26,3%) και τα νοικοκυριά που διαμένουν σε ενοικιασμένη κατοικία (24,5%). Αξίζει να σημειωθεί ότι, σε σχέση με τα αποτελέσματα της έρευνας του 2015 για το έτος 2014, ο κίνδυνος αυξήθηκε κατά 2,3 ποσοστιαίες μονάδες για τους άνεργους και κατά 2,2 ποσοστιαίες μονάδες για τους μη μισθωτούς, ενώ μειώθηκε οριακά για τα παιδιά ηλικίας έως 17 ετών.

³⁰ Το χάσμα φτώχειας μετρά τη διαφορά του εισοδήματος των φτωχών ατόμων από το κατώφλι της φτώχειας ως ποσοστό του τελευταίου, δηλαδή παρέχει το μέσο εισοδηματικό έλλειμμα των φτωχών ατόμων.

³¹ Ο δείκτης Gini λαμβάνει τιμές από 0% όταν το εθνικό εισόδημα είναι ισοποσα κατανομημένο (δηλαδή το φτωχότερο x% του πληθυσμού εισπράττει το x% του εθνικού εισοδήματος για 0 < x ≤ 100) έως 100% όταν το εθνικό εισόδημα είναι κατανομημένο σε ένα μόνο άτομο. Ο δείκτης S80/S20 μετρά το λόγο του συνολικού εισοδήματος που εισπράττει το πλουσιότερο 20% του πληθυσμού προς το συνολικό εισόδημα που εισπράττει το φτωχότερο 20%. Και οι δύο δείκτες λαμβάνουν μεγαλύτερες τιμές όσο αυξάνεται η εισοδηματική ανισότητα. Ο δείκτης Gini όμως αποδίδει την ίδια βαρύτητα στην ανισοκατανομή του εισοδήματος σε όλο το φάσμα της εισοδηματικής κατανομής, ενώ ο δείκτης S80/S20 επικεντρώνεται στις διαφορές στα άκρα της εισοδηματικής κατανομής.

Θετική εξέλιξη όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των κοινωνικών δαπανών στην εξάλειψη ακραίων φαινομένων φτώχειας³² αποτελεί η καθολική εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος, το οποίο από τις αρχές Φεβρουαρίου του 2017 υλοποιείται σε εθνική κλίμακα μετονομασμένο σε κοινωνικό εισόδημα αλληλεγγύης (με μικρές διαφορές από το πρόγραμμα που εφαρμόστηκε στην πρώτη πιλοτική φάση³³). Συνολικά, το πρώτο δεκάμηνο εφαρμογής καταβλήθηκε ποσό ύψους 550 εκατ. ευρώ (έναντι προϋπολογισμού του προγράμματος για 651 εκατ. ευρώ) σε 288.928 νοικοκυριά με 644.309 μέλη.

Όσον αφορά την καταπολέμηση της παιδικής φτώχειας, στον ν. 4512/2018³⁴ περιλαμβάνεται και η πλήρης αναμόρφωση του ενιαίου επιδόματος στήριξης τέκνων, το οποίο μετονομάζεται σε επίδομα παιδιού. Η νέα αρχιτεκτονική, που απορροφά το ειδικό επίδομα τριτέκνων και πολυτέκνων, αυξάνει σημαντικά το πλήρες ποσό επιδόματος που καταβάλλεται στις φτωχότερες οικογένειες (από 40 σε 70 ευρώ ανά παιδί το μήνα), καθώς επίσης και το ποσό για το τρίτο και κάθε παιδί πέρα από αυτό (διπλάσιο του ποσού βάσης). Παράλληλα όμως, αυστηροποιούνται τα εισοδηματικά όρια.³⁵

Αντίθετα, αναποτελεσματική παραμένει η προστασία των ανέργων, όπως αναδεικνύεται αφενός μεν από τα προαναφερόμενα υψηλά ποσοστά κινδύνου φτώχειας, αφετέρου δε από τα πολύ χαμηλά ποσοστά κάλυψης από τα επιδόματα ανεργίας. Είναι χαρακτηριστικό ότι, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ και του ΟΑΕΔ (για τον αριθμό των ανέργων και τον αριθμό των επιδοτούμενων ανέργων αντίστοιχα), το μέσο ποσοστό κάλυψης των ανέργων διαμορφώθηκε σε 11,9% το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2017 (από 35,1% το σύνολο του 2010).

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι έκτακτη εισοδηματική ενίσχυση στις κοινωνικά ευπαθείς ομάδες δόθηκε στο τέλος του έτους μέσω της διανομής εφάπαξ κοινωνικού μερίσματος ύψους 775 εκατ. ευρώ προς στήριξη των οικονομικά αδύναμων προσώπων και ευάλωτων

νοικοκυριών, βάσει περιουσιακών και εισοδηματικών κριτηρίων,³⁶ και της χορήγησης έκτακτης οικονομικής ενίσχυσης σε κάθε εγγεγραμμένο στον ΟΑΕΔ μη επιδοτούμενο άνεργο ηλικίας 18 έως 24 ετών.³⁷

Τέλος, έχει ήδη αναφερθεί και σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος,³⁸ ότι “πέρα από τη στήριξη του εισοδήματος, στην αντιμετώπιση της φτώχειας και της ανισότητας μπορεί να συμβάλει και ένα αποτελεσματικό και κατάλληλο εκπαιδευτικό σύστημα, προκειμένου τα παιδιά-μαθητές να μπορέσουν να υπερβούν τους περιορισμούς που προκύπτουν από το κοινωνικό τους περιβάλλον” και ότι “καθίσταται επομένως επιτακτικά αναγκαία και μια στοχευμένη εκπαιδευτική πολιτική”.

6 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εμφάνισε ενδείξεις υποχώρησης για δεύτερο συνεχόμενο έτος το 2017, τόσο σε όρους σχετικών τιμών (βλ. Διάγραμμα V.22) όσο και σε όρους διαρθρωτικούς. Ελαφρά

³² Για μια κριτική αξιολόγηση της προόδου που έχει γίνει για την καταπολέμηση της ακραίας φτώχειας, βλ. Ματοαγγάνης, Μ. και Χ. Λεβέντη, “Πώς αντιμετωπίζει τη φτώχεια το ελληνικό κράτος”, άρθρο στον Οργανισμό Έρευνας και Ανάλυσης Διανέοσις, <https://www.dianeosis.org/2017/12/antimetopisi-tis-ftoxeias-kai-kratiki-politiki/>.

³³ Τα νοικοκυριά εντάσσονται στο πρόγραμμα εφόσον πληρούν αθροιστικά συγκεκριμένα εισοδηματικά κριτήρια (το δηλούμενο εισόδημα δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των 5.400 ευρώ), περιουσιακά κριτήρια (αξία ακίνητης περιουσίας έως 150.000 ευρώ, αξία αυτοκινήτου ή μοτοσυκλέτας έως 6.000 ευρώ, αξία καταθέσεων, μετοχών και ομολόγων έως 14.400 ευρώ) και κριτήρια διαμονής (να διαμένουν νόμιμα και μόνιμα στην ελληνική επικράτεια). Το μηνιαίο εγγυημένο εισόδημα είναι 200 ευρώ για μονοπρόσωπο νοικοκυριό, προσαυξανόμενο κατά 100 ευρώ για κάθε επιπλέον ενήλικο μέλος ή 50 ευρώ για κάθε ανήλικο μέλος, με ανώτατο όριο τα 900 ευρώ. Το ύψος της εισοδηματικής ενίσχυσης ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του εξαπλάσιου ύψους του εγγυημένου ποσού και του εξαμηνιαίου δηλούμενου εισοδήματος του νοικοκυριού (στο οποίο δεν περιλαμβάνεται το 20% των αμοιβών από μισθωτή εργασία) διαρούμενη διά έξι.

³⁴ “Ρυθμίσεις για την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και άλλες διατάξεις”.

³⁵ Το συνολικό κόστος της αναμόρφωσης των καταβάλλομενων επιδομάτων στήριξης τέκνων εκτιμάται σε 260 εκατ. ευρώ για το 2018.

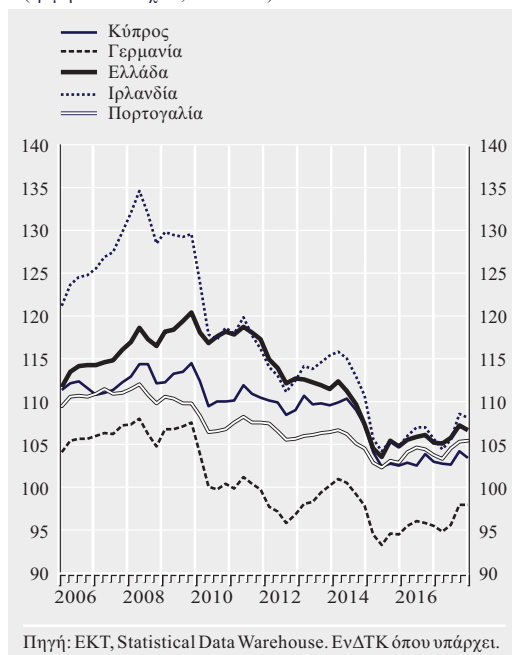
³⁶ Ν. 4501/2017 “Διανομή κοινωνικού μερίσματος και άλλες διατάξεις” (ΦΕΚ Α’ 178/22.11.2017).

³⁷ Οι δυνητικοί δικαιούχοι του Επιδόματος Νεανικής Αλληλεγγύης εκτιμήθηκαν σε περίπου 55.000 και εισέπραξαν ποσό ύψους 400 ευρώ έκαστος.

³⁸ Βλ. π.χ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015, Κεφάλαιο V, ενότητα 5.4, σελ. 116-117.

Διάγραμμα V.22 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τους ΔΤΚ

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



βελτίωση εκτιμάται ότι σημειώθηκε το 2017 μόνο σε όρους σχετικών τιμών καταναλωτή έναντι των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ. Με βάση τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία και την υπόθεση για αμετάβλητη ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, για το 2018 προβλέπεται ελαφρά βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όρους τόσο σχετικών τιμών όσο και σχετικού κόστους εργασίας.

Η ανοδική πορεία του ευρώ οδήγησε σε ανατίμηση την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της Ελλάδος, επηρεάζοντας δυσμενώς τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας για δεύτερο συνεχόμενο έτος το 2017. Αντιθέτως, οι σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υποχώρησαν για έβδομο συνεχόμενο έτος το 2017. Αναλυτικότερα, ο εγχώριος πληθωρισμός παρέμεινε χαμηλότερος από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταίρων (1,1% έναντι 1,9%). Ομοίως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξήθηκε με χαμηλότερο ρυθμό στην Ελλάδα από ό,τι στους

κυριότερους εμπορικούς εταίρους της το 2017 (1,1% έναντι 1,7%).

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την Ελλάδα η Τράπεζα της Ελλάδος, η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** ενισχύθηκε κατά 1,4% το 2017, έναντι επίσης αύξησης 1,3% το 2016 (μέσα επίπεδα έτους). Η αύξηση του δείκτη για το 2017 αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την ανατίμηση, σε σχέση με το 2016, της διμερούς ισοτιμίας του ευρώ τόσο έναντι της λίρας Αγγλίας όσο και έναντι του γιεν και του δολαρίου ΗΠΑ.

Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** στο σύνολο της οικονομίας, σε μέσα επίπεδα έτους, εκτιμάται ότι ανατιμήθηκε το 2017 (κατά 0,8%), για πρώτη φορά από το 2009. Η βραδύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων αντιστάθμισε μόνο εν μέρει την απώλεια ανταγωνιστικότητας από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή**, σε μέσα επίπεδα έτους, αυξήθηκε κατά 0,6% το 2017, καθώς η διαφορά του πληθωρισμού παρέμεινε αρνητική για την Ελλάδα αλλά μικρότερη σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, αντισταθμίζοντας μόνο εν μέρει την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Πίνακα V.9).

Η σημαντική αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας η οποία επιτεύχθηκε την περίοδο 2010-2016 έχει ήδη συμβάλει στην εξάλειψη της ανισορροπίας στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος. Παράλληλα, παρά τις άλλες δυσχέρειες που αντιμετώπισαν οι ελληνικές εξαγωγικές επιχειρήσεις κατά την περίοδο αυτή (ακριβότερη και περιορισμένη χρηματοδότηση, κεφαλαιακοί περιορισμοί οι οποίοι δυσχεραίνουν τις εισαγωγές κ.λπ.), η βελτίωση αυτή της ανταγωνιστικότητας συνεχίζει να επιδρά ευνοϊκά στην εξωστρέφεια των ελληνικών

Πίνακας V.9 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				Δείκτης έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ²		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ²	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,6	128,4	4,0	109,2	1,0	118,4	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,5	126,3	-1,6	112,6	3,1	120,9	2,2
2011	112,7	0,5	118,8	0,4	123,4	-2,2	113,0	0,4	118,4	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	115,4	-6,5	111,3	-1,6	113,5	-4,1
2013	112,7	2,0	113,8	-0,8	107,8	-6,6	108,7	-2,3	104,5	-7,9
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	105,3	-2,3	106,7	-1,8	102,0	-2,4
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	100,0	-5,0	105,5	-1,2	100,5	-1,5
2016	111,8	1,3	107,3	0,5	99,4	-0,6	105,2	-0,2	99,5	-1,0
2017**	113,4	1,4	107,9	0,6	100,2	0,8	104,7	-0,5	99,7	0,2
2018**	113,4	0,0	106,9	-0,9	99,2	-1,0	104,2	-0,5	99,2	-0,6

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτιμήσεις και προβλέψεις.

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

επιχειρήσεων και την αύξηση του μεριδίου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ, από 23,0% τη διετία 2007-2008 σε 31,7% τη διετία 2016-2017.

Το **μερίδιο αγοράς** των ελληνικών εξαγωγών αγαθών διεθνώς εκτιμάται ότι σημείωσε ελαφρά ανάκαμψη το 2017, ωστόσο παραμένει χαμηλότερο έναντι της περιόδου 2012-2014, γεγονός που αναδεικνύει τη σημασία και άλλων παραγόντων, πλην των σχετικών τιμών, στην εξέλιξη των εξαγωγών.

Ο ρυθμός υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων στην ελληνική οικονομία με στόχο την αύξηση της παραγωγικότητας και της εξωστρέφειας

της οικονομίας φαίνεται ότι υπολείπεται εκείνων άλλων οικονομιών. Η **διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα** της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα πλήθος άλλων σημαντικών παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πέραν των τιμών, αφού βελτιώθηκε τη διετία 2013-2014, παρουσιάζει πλέον ενδείξεις οπισθοχώρησης σε σχέση με τις αντίστοιχες εξελίξεις σε άλλες χώρες σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας. Σύμφωνα με τις τελευταίες σχετικές εκθέσεις του World Economic Forum (*Global Competitiveness Report 2017-2018*, Σεπτέμβριος 2017), της Παγκόσμιας Τράπεζας (*Doing Business 2018*, Οκτώβριος 2017) και του International Institute for Management

Development (*World Competitiveness Yearbook 2017*, Μάιος 2017), η Ελλάδα υποχώρησε και το 2017 στις σχετικές παγκόσμιες κατατάξεις. Σημαντικότερα εμπόδια στο επιχειρείν θεωρούνται πλέον οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία της δημόσιας διοίκησης και η βραδύτητα στην απονομή της δικαιοσύνης.

Η Ελλάδα είχε τον υψηλότερο βαθμό ανταπόκρισης στις συστάσεις του ΟΟΣΑ το 2011-2012 και το 2013-2014, ο οποίος όμως υποχώρησε το 2015-2016. Ωστόσο, την τελευταία αυτή περίοδο σημειώθηκε γενικευμένη επιβράδυνση των μεταρρυθμίσεων στις χώρες του ΟΟΣΑ, ιδίως σε εκείνες στις οποίες είχε παρατηρηθεί υψηλότερος βαθμός ανταπόκρισης κατά τα προηγούμενα έτη (OECD, *Going for Growth 2017*).

7 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) το 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, παρουσίασε βελτίωση σε σύγκριση με το 2016 (βλ. Πίνακα V.10), κυρίως λόγω της ανάκαμψης των εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία και της συνεχιζόμενης ανοδικής πορείας των εξαγωγών αγαθών. Το ΙΤΣ επιβαρύνθηκε από τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου, καθώς και από την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών αγαθών. Ιδιαίτερα θετική εξέλιξη για το 2017 ήταν η συνεχιζόμενη από το προηγούμενο έτος ανοδική πορεία των εισροών για **ξένες άμεσες επενδύσεις** (ΞΑΕ), οι οποίες ήταν αυξημένες περίπου κατά 30% σε σχέση με το 2016, ενώ σχεδόν το ήμισυ αυτών συνδέεται με το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων.

Το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον το 2017 ήταν ευνοϊκότερο για τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, καθώς παρατηρήθηκε αύξηση των ρυθμών μεγέθυνσης τόσο στις προηγούμενες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης

και του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου. Επιπλέον, ενισχυμένος ήταν και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), στις οποίες κυρίως κατευθύνονται οι ελληνικές εξαγωγές αγαθών και οι οποίες αποτελούν τις σημαντικότερες χώρες προέλευσης ξένων επισκεπτών. Για το λόγο αυτό, η ανατίμηση του ευρώ είχε περιορισμένη αρνητική επίδραση.

Το εξωτερικό περιβάλλον αναμένεται να είναι ευνοϊκό και το 2018 όσον αφορά την εξωτερική ζήτηση και επομένως τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία, δεδομένου ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν μέχρι σήμερα ενισχύσει σημαντικά την εξωστρέφειά τους,³⁹ αυξάνοντας το μερίδιο του προϊόντος τους που εξάγεται και διατηρώντας τα μερίδιά τους στις αγορές του εξωτερικού.

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να συνεχίσει να δημιουργεί αυξημένες ανάγκες για εισαγωγές, με αρνητική επίδραση στο ΙΤΣ. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σχεδόν το 60% των αγαθών που εισάγονται είναι πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα προϊόντα και αγαθά για την ανανέωση του κεφαλαιακού εξοπλισμού. Επίσης, πολλοί από τους περισσότερο εξωστρεφείς και δυναμικούς κλάδους της μεταποίησης χαρακτηρίζονται από σχετικά υψηλότερο εισαγωγικό περιεχόμενο.

Οι προοπτικές για τις αφίξεις ξένων ταξιδιωτών και τις αντίστοιχες εισπράξεις είναι θετικές για το 2018 και η μέση δαπάνη ανά ταξίδι φαίνεται να έχει σταθεροποιηθεί.⁴⁰ Υπάρχουν ωστόσο διαρθρωτικά προβλήματα του κλάδου που ασκούν ανασταλτική επίδραση στις εισπράξεις και για την αντιμετώπιση των οποίων υπάρχουν αρκετά περιθώρια. Ενδεικτικά αναφέρονται η εισοδηματική σύνθεση των επισκεπτών και η διάρκεια της τουριστικής περιόδου.⁴¹ Επίσης αρνητική επίδραση

³⁹ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Παρίσιο V.3.

⁴⁰ Σύμφωνα με τον ΣΕΤΕ, εκτιμάται επίσης ότι το 2018 ο αριθμός των αφίξεων θα φθάσει τα 30 εκατομμύρια.

⁴¹ Βλ. "Μικρομεσαίες επιχειρήσεις: Έρευνα Συγκυρίας, Κλάδος Ξενοδοχείων", Εθνική Τράπεζα, Αύγουστος 2017.

Πίνακας V.10 Ισοζύγιο πληρωμών

(εκατ. ευρώ)

	2014	2015	2016	2017
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-2.912,6	-404,5	-1.872,0	-1.454,2
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)	-3.979,0	-298,8	-1.270,5	-964,8
Εισπράξεις	57.839,3	52.706,4	49.501,3	56.205,0
Πληρωμές	61.818,3	53.005,2	50.771,8	57.169,8
I.A Ισοζύγιο αγαθών (I.A.1 - I.A.2)	-22.252,2	-17.231,2	-16.581,9	-18.353,2
<i>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</i>	26.788,0	24.787,2	24.486,7	27.928,8
Καύσιμα	9.049,8	6.713,7	6.156,1	7.831,0
Πλοία (πωλήσεις)	626,0	175,5	156,1	196,9
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	17.112,1	17.898,0	18.174,5	19.900,9
<i>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</i>	49.040,2	42.018,4	41.068,6	46.282,0
Καύσιμα	15.325,2	10.921,8	8.988,7	11.608,1
Πλοία (αγορές)	2.771,9	606,7	297,3	411,2
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	30.943,0	30.489,9	31.782,6	34.262,7
I.B Ισοζύγιο υπηρεσιών (I.B.1-I.B.2)	18.273,2	16.932,4	15.311,4	17.388,3
<i>I.B.1 Εισπράξεις</i>	31.051,3	27.919,2	25.014,6	28.276,1
Ταξιδιωτικό	13.393,1	14.125,8	13.206,7	14.595,8
Μεταφορές	13.130,8	9.968,3	7.814,2	9.135,3
Λοιπές υπηρεσίες	4.527,4	3.825,0	3.993,6	4.545,1
<i>I.B.2 Πληρωμές</i>	12.778,1	10.986,8	9.703,2	10.887,8
Ταξιδιωτικό	2.076,4	2.037,4	2.005,3	1.915,5
Μεταφορές	6.258,6	5.430,0	4.453,4	5.045,2
Λοιπές υπηρεσίες	4.443,1	3.519,4	3.244,5	3.927,1
I.Γ Ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων (I.Γ.1-I.Γ.2)	1.401,2	415,9	-3,3	91,2
<i>I.Γ.1 Εισπράξεις</i>	8.458,3	7.023,7	5.887,9	6.117,0
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	209,9	153,8	134,0	135,1
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.832,4	3.705,3	2.702,1	3.290,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.416,1	3.164,6	3.051,8	2.691,5
<i>I.Γ.2 Πληρωμές</i>	7.057,1	6.607,8	5.891,2	6.025,8
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	491,7	379,4	233,2	277,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.202,9	5.929,3	5.237,9	5.345,0
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	362,6	299,1	420,1	403,0
I.Δ Ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων (I.Δ.1-I.Δ.2)	-334,7	-521,5	-598,2	-580,5
<i>I.Δ.1 Εισπράξεις</i>	2.550,7	1.909,7	1.803,7	1.909,9
Γενική κυβέρνηση	1.441,7	1.054,9	1.017,3	897,2
Λοιποί τομείς	1.109,0	854,9	786,4	1.012,7
<i>I.Δ.2 Πληρωμές</i>	2.885,5	2.431,2	2.401,9	2.490,4
Γενική κυβέρνηση	2.054,7	1.695,0	1.825,9	1.779,2
Λοιποί τομείς	830,8	736,2	576,1	711,2
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)	2.510,6	1.988,6	1.035,7	914,5
II.1 Εισπράξεις	2.866,2	2.369,5	1.278,4	1.133,8
Γενική κυβέρνηση	2.789,8	2.319,3	1.198,2	1.040,2
Λοιποί τομείς	76,4	50,2	80,2	93,6
II.2 Πληρωμές	355,6	380,9	242,7	219,3
Γενική κυβέρνηση	8,8	4,1	28,5	3,0
Λοιποί τομείς	346,7	376,8	214,2	216,3
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)	-402,0	1.584,1	-836,2	-539,7
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	1.461,7	2.820,0	-891,9	-655,2
III.A Άμεσες επενδύσεις¹	250,1	279,4	-4.156,5	-3.047,7
Απαιτήσεις	2.275,9	1.426,2	-1.382,2	542,8
Υποχρεώσεις	2.025,8	1.146,8	2.774,2	3.590,5
III.B Επενδύσεις χαρτοφυλακίου¹	6.978,0	8.348,3	9.622,6	-18.625,7
Απαιτήσεις	8.910,1	6.996,0	7.059,0	-19.340,1
Υποχρεώσεις	1.932,1	-1.352,4	-2.563,6	-714,3
III.Γ Λοιπές επενδύσεις¹	-6.222,5	-6.162,2	-6.939,5	20.900,2
Απαιτήσεις	-6.888,7	16.699,8	-15.458,9	-11.575,8
Υποχρεώσεις	-666,2	22.861,9	-8.519,3	-32.476,0
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	4.000,2	11.921,6	6.492,9	5.693,7
III.Δ Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων²	456,0	354,4	581,5	118,0
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)	1.863,7	1.235,9	-55,6	-115,6
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	5.117	5.535	6.539	6.509

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

αναμένεται και από τη φορολογική επιβάρυνση των υπηρεσιών του κλάδου που σχετίζεται με το νέο τέλος ανά διανυκτέρευση στα ξενοδοχεία και την κατάργηση του μειωμένου συντελεστή ΦΠΑ στα νησιά.

Η ελληνική ναυτιλία έχει ανακτήσει τη δυναμική της, όπως φαίνεται τόσο στις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές όσο και στις αυξημένες εισαγωγές πλοίων (σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ). Για το 2018, οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές είναι θετικές, αντανακλώντας και τις θετικές προβλέψεις για τον όγκο του παγκόσμιου εμπορίου και για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Ωστόσο, οι εξελίξεις στους ναύλους καθορίζονται από τη σχέση μεταξύ των παραδόσεων νέων πλοίων και των διαλύσεων παλαιών σε συν-

δυασμό με την ανοδική τάση του παγκόσμιου εμπορίου.

Η μέχρι τώρα αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας κόστους και τιμών παραμένει ένας σημαντικός παράγοντας στήριξης της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων και της συνέχισης της δυναμικής αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, η βελτίωση των συνθηκών που αφορούν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, η συνέχιση των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και προϊόντων, ο εξορθολογισμός του φορολογικού συστήματος και ο περιορισμός της γραφειοκρατίας θα επιτρέψουν στις ελληνικές επιχειρήσεις να επεκταθούν και να εκμεταλλευθούν πλήρως ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις διεθνείς αγορές (βλ. Πλαίσιο V.4).

Πλαίσιο V.4

ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΩΓΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ BEEPS ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η συζήτηση για το διεθνές εμπόριο επικεντρώνεται συνήθως στη συνολική επίδοση της οικονομίας και στα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαμορφώνονται για τη χώρα συνολικά ή σε επίπεδο τομέων οικονομικής δραστηριότητας, ενώ πολλές φορές παραβλέπεται ο ρόλος της μεμονωμένης επιχείρησης, η οποία αποτελεί το βασικό φορέα που διενεργεί τις διεθνείς συναλλαγές. Ο ρόλος όμως των επιχειρήσεων είναι κομβικός σε κάθε οικονομία και, ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδος, η ενίσχυση της εξωστρέφειάς τους αποτελεί σημαντική προϋπόθεση για την ουσιαστική ανάκαμψη της οικονομίας. Επομένως, είναι πρωταρχικής σημασίας τόσο η καλύτερη κατανόηση των δυσκολιών και των προκλήσεων που καλούνται να αντιμετωπίσουν κυρίως οι εξαγωγικές επιχειρήσεις όσο και η ανάδειξη των ιδιαίτερων στοιχείων που πρέπει να τις χαρακτηρίζουν, σε σχέση με εκείνες που δραστηριοποιούνται μόνο στην εγχώρια αγορά, ώστε να καταστεί εφικτή η αποτελεσματική διεύθυνσή τους στις διεθνείς αγορές.

Εμπόδια στην άσκηση της επιχειρηματικότητας

Ο εντοπισμός των εμποδίων στην άσκηση της επιχειρηματικότητας είναι ο βασικός στόχος της έρευνας επιχειρηματικού περιβάλλοντος και επιχειρηματικών επιδόσεων (Business Environment and Enterprise Performance Survey – BEEPS), που διεξάγεται από την Παγκόσμια Τράπεζα και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD) και για πρώτη φορά πραγματοποιήθηκε στην Ελλάδα το 2016.¹ Σύμφωνα με την έρευνα, ως εξαγωγική θεωρείται η εταιρεία της οποίας ένα μέρος των πωλήσεων κατευθύνεται στις διεθνείς αγορές. Επιπρόσθετα, με βάση τα στοιχεία του δείγματος των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στην έρευνα, οι εξαγωγικές επιχειρήσεις:

1 Η BEEPS είναι έρευνα σε επίπεδο επιχείρησης και στηρίζεται σε συνεντεύξεις με τους ιδιοκτήτες ή τα στελέχη των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα η έρευνα διεξήχθη μεταξύ Μαρτίου και Αυγούστου 2016 και συνολικά συμμετείχαν 323 επιχειρήσεις.

- Φαίνεται να υπερτερούν σε μέγεθος, είτε αυτό αφορά τις ετήσιες πωλήσεις είτε τον αριθμό των εργαζομένων πλήρους απασχόλησης, σε σχέση με τις μη εξαγωγικές.
- Είναι αρχαιότερες και κυρίως δραστηριοποιούνται στη βιομηχανία και λιγότερο στις υπηρεσίες ή στις πωλήσεις λιανικής.
- Έχουν ως έδρα την περιοχή της πρωτεύουσας και τη Βόρειο Ελλάδα, σε ποσοστό τουλάχιστον 90% του συνόλου.
- Είναι πιο πιθανόν να λειτουργούν υπό ξένη ιδιοκτησία παρά εκείνες που δραστηριοποιούνται μόνο στην εγχώρια αγορά. Ειδικότερα, τα 2/3 των επιχειρήσεων που ανήκουν σε ξένους σε ποσοστό πάνω από 95% είναι εξαγωγικές.

Η συγκεκριμένη έρευνα είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε ό,τι αφορά την ανάδειξη των μεγαλύτερων εμποδίων που δυσχεραίνουν την άσκηση της καθημερινής δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις καλούνται να αξιολογήσουν τα δυνητικά εμπόδια με βάση μια κλίμακα που εκτείνεται από το 1 όταν κάποιος παράγοντας δεν θεωρείται εμπόδιο έως το 5 όταν θεωρείται ιδιαίτερα μεγάλο εμπόδιο. Το δείγμα χωρίζεται σε εξαγωγικές και μη εξαγωγικές επιχειρήσεις, με στόχο να αναδειχθούν τα εμπόδια που αντιμετωπίζουν οι πρώτες. Τα αποτελέσματα της έρευνας εμφανίζονται στον Πίνακα Α.²

Με βάση τα αποτελέσματα, η πολιτική αβεβαιότητα και οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές εμφανίζονται ως τα πιο σημαντικά εμπόδια για το σύνολο των επιχειρήσεων. Επίσης, παράγοντες όπως η διαφθορά και σε μικρότερο βαθμό η πρόσβαση στη χρηματοδότηση, οι τηλεπικοινωνίες, οι μεταφορές και η ενέργεια κατέχουν αρκετά υψηλή θέση ως σημαντικά εμπόδια στην άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Τέλος, υπάρχουν κατηγορίες εμποδίων η σημαντικότητα των οποίων διαφοροποιείται μεταξύ των εξαγωγικών και των μη εξαγωγικών επιχειρήσεων. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί το ρυθμιστικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας που περιλαμβάνει πρωτίστως τις μεταρρυθμίσεις που έχουν συντελεστεί. Η επίδραση όμως των μεταρρυθμίσεων δεν εκτιμάται το ίδιο σε ό,τι αφορά τις εξαγωγικές σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται εγχωρίως. Ειδικότερα, το ρυθμιστικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας θεωρείται ως πολύ μεγάλο εμπόδιο από αναλογικά αρκετά περισσότερες από τις πρώτες σε σχέση με τις δεύτερες. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι εξαγωγικές επιχειρήσεις πιθανόν να ανταγωνίζονται με επιχειρήσεις από χώρες των οποίων η αγορά εργασίας χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο εύρος μεταρρυθμίσεων σε σύγκριση με την Ελλάδα. Τέλος, και η πρόσβαση στη χρηματοδότηση θεωρείται ως πολύ μεγάλο εμπόδιο από αναλογικά περισσότερες εξαγωγικές επιχειρήσεις, λόγω της αυξημένης ανάγκης για ρευστότητα που συνεπάγεται η διεθνής παρουσία.

Εξαγωγική δραστηριότητα και παραγωγικότητα

Συνήθως, ένα σημαντικό γνώρισμα των εξαγωγικών επιχειρήσεων σε σχέση με τις μη εξαγωγικές αφορά τη γενική παραδοχή ότι οι πρώτες είναι μεγαλύτερες και πιο παραγωγικές. Αυτό προκύπτει από τη διεθνή βιβλιογραφία και στο πλαίσιο της συγκεκριμένης έρευνας επιχειρείται η επαλήθευση της συγκεκριμένης παραδοχής για την περίπτωση της Ελλάδος.^{3,4} Για το σκοπό αυτό

2 Στον Πίνακα Α για την ευκολία της ανάλυσης οι απαντήσεις “δεν είναι εμπόδιο” και “μικρό εμπόδιο” ταξινομούνται μαζί, καθώς και οι απαντήσεις “μεγάλο εμπόδιο” και “πολύ μεγάλο εμπόδιο”.

3 Για παράδειγμα βλ.: (α) Pavcnik, N. (2002) “Trade, Liberalization, Exit and Productivity Improvement: Evidence from Chilean Plants”, *Review of Economic Studies*, 69, 245-276, και (β) Bernard, A.B., J. Bradford Jensen, S.J. Redding and P.K. Schott (2007), “Firms in International Trade”, *Journal of Economic Perspectives*, 21, 105-130.

4 Για την Ελλάδα βλ. H.D. Gibson και Γ. Παύλου (2017), “Εξαγωγική δραστηριότητα και οικονομικές επιδόσεις: εμπειρικά αποτελέσματα από τις ελληνικές επιχειρήσεις”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, No. 45.

Πίνακας Α Αξιολόγηση δυνητικών εμποδίων από εξαγωγικές και μη επιχειρήσεις

(σε ποσοστά %)

Εμπόδια στην εύρυθμη λειτουργία των επιχειρήσεων	Ανύπαρκτο ή μικρό εμπόδιο (1, 2)		Μέτριο εμπόδιο (3)		Σημαντικό ή πολύ μεγάλο εμπόδιο (4, 5)	
	Εγχώρια	Εξαγωγική	Εγχώρια	Εξαγωγική	Εγχώρια	Εξαγωγική
Πολιτική αβεβαιότητα	6	5	7	6	86	89
Φορολογικοί συντελεστές	4	5	8	11	87	84
Φορολογική διαχείριση	2	9	11	18	64	72
Διαφθορά	21	23	13	15	62	58
Ρυθμιστικό πλαίσιο αγοράς εργασίας	44	38	21	14	34	47
Πρόσβαση σε χρηματοδότηση	46	36	17	17	37	46
Τηλεπικοινωνίες	52	48	5	10	42	42
Μεταφορές	56	53	11	10	32	37
Επάρκεια ενέργειας - Ηλεκτρισμός	52	58	10	5	38	37
Σκιώδης ανταγωνισμός	38	28	10	14	43	36
Εγγληματικότητα	64	58	10	5	25	35
Εμπορικές και τελωνειακές ρυθμίσεις	65	47	9	21	23	32
Ανεπαρκής εκπαίδευση εργατικού δυναμικού	59	46	10	17	29	31
Απονομή δικαιοσύνης	47	57	17	13	31	28
Αδειοδότηση επιχειρήσεων και εκχώρηση δικαιωμάτων εκμετάλλευσης	64	58	11	29	21	27
Κατοχύρωση ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων	65	64	11	11	13	21

Πηγή: Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS).

Σημείωση: Σε κάθε κατηγορία τα ποσοστά μπορεί να μην αθροίζουν σε 100 λόγω της μη εμφάνισης των απαντήσεων “δεν ξέρω” ή/και “δεν αφορά την επιχείρησή”.

χρησιμοποιείται μια σειρά παλινδρομήσεων, με την ίδια μεθοδολογία όπως αυτή που ακολουθούν η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και η Παγκόσμια Τράπεζα στην έκθεσή τους για τις χώρες της Μέσης Ανατολής και Βορείου Αφρικής (MENA).⁵ Ειδικότερα, επιχειρείται η εκτίμηση δύο παλινδρομήσεων με εξαρτημένες μεταβλητές, σε λογαριθμική μορφή, την παραγωγικότητα της εργασίας, που ορίζεται ως το πηλίκο των συνολικών πωλήσεων προς το σύνολο των εργαζομένων πλήρους απασχόλησης, και τον αριθμό των εργαζομένων πλήρους απασχόλησης, που χρησιμοποιείται ως προσέγγιση του μεγέθους της επιχείρησης. Οι δύο παλινδρομήσεις αναφέρονται στο σύνολο των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στην έρευνα BEEPS για την Ελλάδα.

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (βλ. στήλες (1) και (2) στον Πίνακα Β)⁶ δεν επιβεβαιώνουν την ύπαρξη ιδιαίτερα στενής σχέσης μεταξύ αφενός της εξαγωγικής δραστηριότητας της επιχείρησης και αφετέρου του μεγέθους ή της παραγωγικότητάς της. Μάλιστα,

5 Η έκθεση είναι διαθέσιμη στη διεύθυνση: <http://ebrd-beeps.com/reports/whats-holding-back-the-private-sector-in-mena-lessons-from-the-enterprise-survey/mena-es-report/>.

6 Οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι σε λογαριθμική μορφή. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 εάν η επιχείρηση είναι εξαγωγική και 0 εάν δεν είναι, καθώς και το ποσοστό της επιχείρησης που ανήκει σε ξένη ιδιοκτησία. Επιπλέον, η παραγωγικότητα εργασίας εμφανίζεται ως ανεξάρτητη μεταβλητή στην εξίσωση με εξαρτημένη μεταβλητή τον αριθμό των εργαζομένων πλήρους απασχόλησης και αντίστροφα η τελευταία εμφανίζεται ως ανεξάρτητη μεταβλητή στην εξίσωση με εξαρτημένη την πρώτη. Τέλος, χρησιμοποιούνται σταθερές επιδράσεις (fixed effects) προκειμένου να γίνει ο έλεγχος για ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες.

Πίνακας Β Οφέλη εξαγωγικών επιχειρήσεων σε μέγεθος και παραγωγικότητα εργασίας

Μεταβλητές	LFTE (1)	LLP (2)	LFTE (3)	LLP (4)
Πολύ μεγάλοι εξαγωγείς (υψηλότερα 5 εκατοστημόρια με βάση το ποσοστό των εξαγωγών στο σύνολο των πωλήσεων)			1,519* (0,081)	2,527*** (0,000)
Μεγάλοι εξαγωγείς (από το 50ό μέχρι το 94ο εκατοστημόριο με βάση το ποσοστό των εξαγωγών στο σύνολο των πωλήσεων)			0,658*** (0,000)	0,503*** (0,005)
Μικροί εξαγωγείς (κάτω του 50ού εκατοστημορίου με βάση το ποσοστό εξαγωγών στο σύνολο των πωλήσεων)			0,053 (0,469)	0,055 (0,989)
Τουλάχιστον 10% ξένης ιδιοκτησίας	0,300 (0,151)	0,865*** (0,001)	0,182 (0,341)	0,607*** (0,007)
Εξαγωγέας (ποσοστό των εξαγωγών τουλάχιστον 10% στο σύνολο των πωλήσεων)	0,272* (0,058)	0,249 (0,176)		
Λογάριθμος παραγωγικότητας εργασίας	-0,046 (0,496)		-0,122* (0,090)	
Λογάριθμος μόνιμου προσωπικού πλήρους απασχόλησης		-0,055 (0,494)		-0,147** (0,043)
Σταθερός όρος	3,137*** (0,000)	11,61*** (0,000)	3,92*** (0,000)	11,75*** (0,000)
Αριθμός παρατηρήσεων	274	274	274	274
R ²	0,025	0,087	0,115	0,186

Πηγή: Business Environment and Enterprise Performance Study (BEEPS).

Τυπικά σφάλματα σε παρένθεση.

***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1.

Σημείωση: Απλή παλινδρόμηση με βάση τις σταθμισμένες παρατηρήσεις του ερωτηματολογίου. Περιλαμβάνονται οι σταθερές επιδράσεις (fixed effects) με βάση τον κλάδο αλλά δεν εμφανίζονται στον Πίνακα.

αυτό αφορά κυρίως τη σχέση μεταξύ εξαγωγικής δραστηριότητας και παραγωγικότητας της εργασίας.⁷

Η ανάλυση επεκτείνεται περαιτέρω, όπου οι εξαγωγείς χωρίζονται σε κατηγορίες βάσει του βαθμού εξωστρέφειας των επιχειρήσεων (βλ. στήλες (3) και (4) του Πίνακα Β). Ειδικότερα, διακρίνονται τρεις κατηγορίες εξαγωγικών επιχειρήσεων: “πολύ μεγάλοι εξαγωγείς” με πωλήσεις στο εξωτερικό που ξεπερνούν το 70% των συνολικών πωλήσεων, “μεγάλοι εξαγωγείς” με πωλήσεις στο εξωτερικό μεταξύ 50% και 70% των συνολικών πωλήσεων και τέλος “μικροί εξαγωγείς” με ποσοστό πωλήσεων στο εξωτερικό μικρότερο του 50% αλλά μεγαλύτερο του 10%. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τη θετική σχέση μεταξύ της εξωστρέφειας και του μεγέθους ή της παραγωγικότητας της επιχείρησης στην περίπτωση των “πολύ μεγάλων εξαγωγέων” και των “μεγάλων εξαγωγέων”. Αντίθετα, από τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν διαπιστώνεται κάποια αντίστοιχη σχέση για τους “μικρούς εξαγωγείς” σε σύγκριση με τους “μη εξαγωγείς”.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης συνοψίζεται ως εξής: οι εξαγωγικές επιχειρήσεις τείνουν να είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες που δραστηριοποιούνται εγχωρίως, αλλά δεν υπάρχει επαρκής εμπειρική απόδειξη ότι είναι πιο παραγωγικές. Περισσότερο παραγωγικές εμφανίζονται οι επιχειρήσεις που έχουν πολύ μεγάλη εξαγωγική δραστηριότητα, δηλαδή με εξαγωγές που ξεπερνούν το 70% των συνολικών τους πωλήσεων. Ωστόσο, θα πρέπει να τονιστεί ότι η πλειονότητα των ελληνικών εξαγωγικών επιχειρήσεων είναι μικρές και σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας δεν εμφανίζονται περισσότερο παρα-

⁷ Ο σχετικός συντελεστής είναι μεν θετικός, αλλά δεν εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός.

γωγικές από τις μη εξαγωγικές. Αυτό πιθανόν να εξηγείται από το γεγονός ότι η κρίση και η μεγάλη πτώση της εγχώριας ζήτησης έχουν αναγκάσει πολλές μικρές επιχειρήσεις να στραφούν στη διεθνή αγορά παρά το γεγονός ότι δεν διαθέτουν το απαιτούμενο επίπεδο παραγωγικότητας.

Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Με δεδομένο ότι η οικονομία σταθεροποιείται και οι μακροοικονομικές ανισορροπίες σε μεγάλο βαθμό έχουν διορθωθεί, καθίσταται αναγκαίο να δοθεί προτεραιότητα στα προβλήματα της επιχειρηματικής κοινότητας με στόχο την ενίσχυση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Είναι γεγονός ότι ο αριθμός των πολύ επιτυχημένων εξαγωγέων είναι σχετικά περιορισμένος και επομένως υπάρχει σαφής ανάγκη για αύξηση του αριθμού και της παραγωγικότητας των εξαγωγικών επιχειρήσεων. Ειδικότερα, σε ό,τι αφορά την ενίσχυση της παραγωγικότητας, απαιτείται μεταξύ άλλων η εξάλειψη σημαντικών περιορισμών που εμποδίζουν την επέκταση των επιχειρήσεων στο εξωτερικό. Ενδεικτικά, προβλήματα όπως το υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και η συνεχής απαξίωση του φυσικού και ανθρωπίνου κεφαλαίου περιορίζουν τη δυνατότητα διαμόρφωσης διατηρήσιμης εξωστρεφούς επιχειρηματικής δραστηριότητας, κυρίως των μικρών επιχειρήσεων, και θα πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα και αποτελεσματικά.

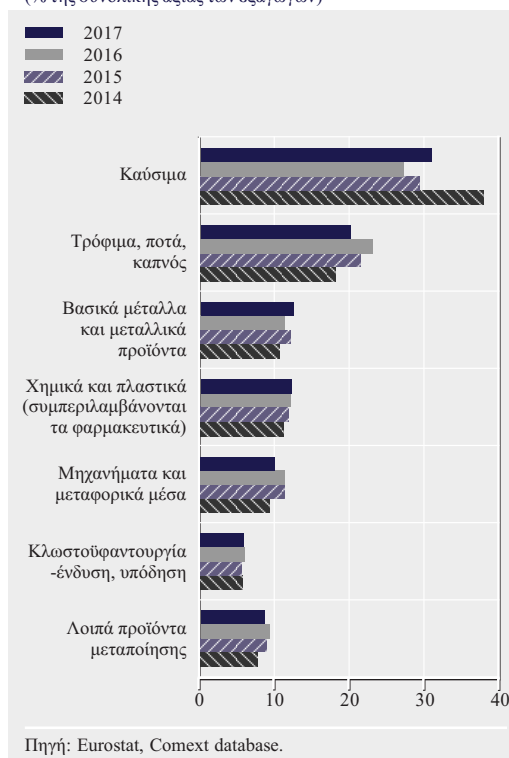
7.1 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ

Το **ισοζύγιο αγαθών** το 2017 επιδεινώθηκε, επηρεαζόμενο αρνητικά από τη διεύρυνση του ελλείμματος του **ισοζυγίου καυσίμων**, ως αποτέλεσμα της αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου, και από τη διεύρυνση του ελλείμματος του **ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα**, ως αποτέλεσμα της επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης των σχετικών εισαγωγών, παρά την παράλληλη επιτάχυνση της ανοδικής πορείας των αντίστοιχων εξαγωγών. Η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων αντιπροσωπεύει το 53% της συνολικής επιδείνωσης του ισοζυγίου αγαθών, καθώς τα καύσιμα αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό του συνολικού εξωτερικού εμπορίου αγαθών (συγκεκριμένα, σχεδόν το 1/3 των συνολικών εξαγωγών και το 1/4 των εισαγωγών). Αν εξαιρεθούν τα καύσιμα, το 2017 οι εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές συνέχισαν να αυξάνονται, με ταχύτερο ρυθμό (6,7%) σε σύγκριση με το ρυθμό ανόδου που σημείωσαν το 2016 (3,7%).

Στην άνοδο των εξαγωγών, εκτός από τον κλάδο των καυσίμων, τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι **κλάδοι** των μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων, των χημικών και πλαστικών προϊ-

Διάγραμμα V.23 Διάρθρωση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών κατά κλάδο

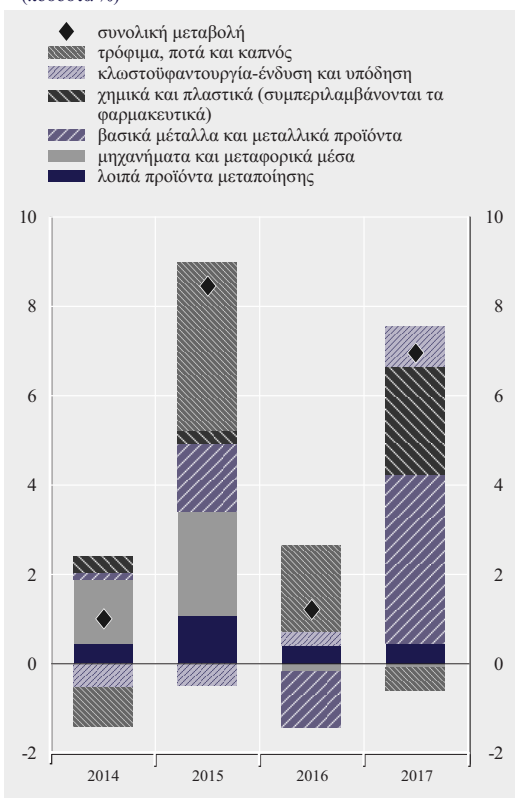
(% της συνολικής αξίας των εξαγωγών)



όντων (συμπεριλαμβανομένων των φαρμάκων), που είναι από τους πιο δυναμικούς κλά-

Διάγραμμα V.24 Ανάλυση της μεταβολής των ελληνικών εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων κατά κλάδο

(ποσοστά %)



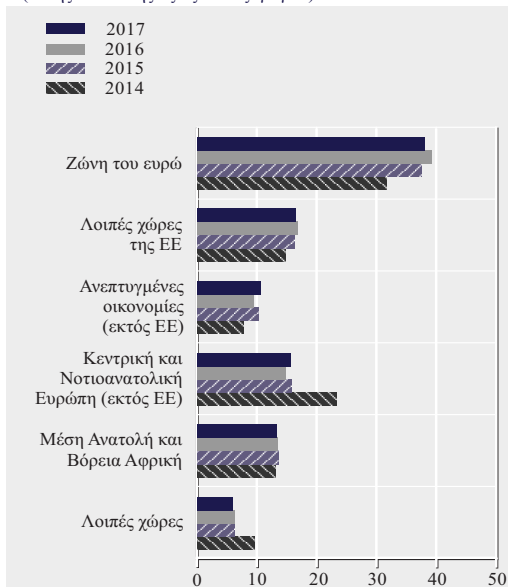
Πηγή: Eurostat, Comext database.

δους της μεταποιητικής παραγωγής, καθώς και ο κλάδος κλωστοϋφαντουργίας και ένδυσης (βλ. Διαγράμματα V.23 και V.24). Η υποχώρηση των καταγραφόμενων στο ΙΤΣ συναλλαγών που αφορούν αγορές και πωλήσεις πλοίων συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Επισημαίνεται ότι τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, η οποία χρησιμοποιεί για την καταγραφή των εξαγωγών και εισαγωγών πλοίων διαφορετική μεθοδολογία από αυτή που εφαρμόζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος για την κατάρτιση του ισοζυγίου πληρωμών, δείχνουν ότι η αξία των εισαχθέντων πλοίων είναι κατά 60% μεγαλύτερη από ό,τι το 2016.

Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή** των ελληνικών εξαγωγών, μέχρι τώρα δεν παρα-

Διάγραμμα V.25 Γεωγραφική κατανομή των ελληνικών εξαγωγών αγαθών

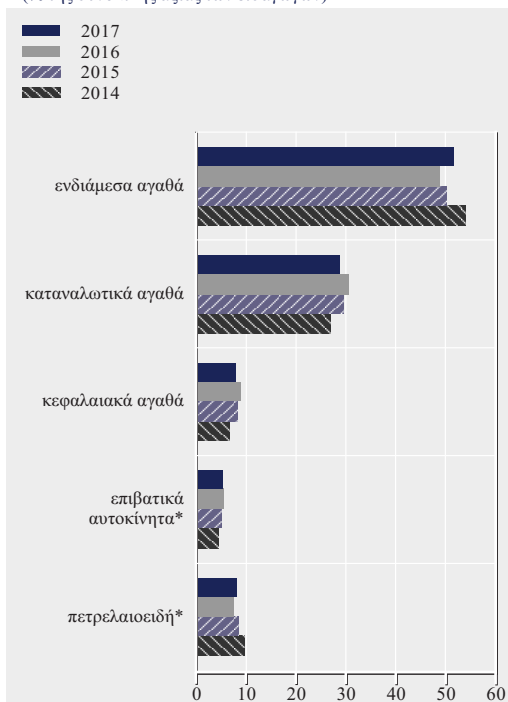
(% της συνολικής αξίας των εξαγωγών)



Πηγή: Eurostat, Comext database.

Διάγραμμα V.26 Διάρθρωση των ελληνικών εισαγωγών αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους

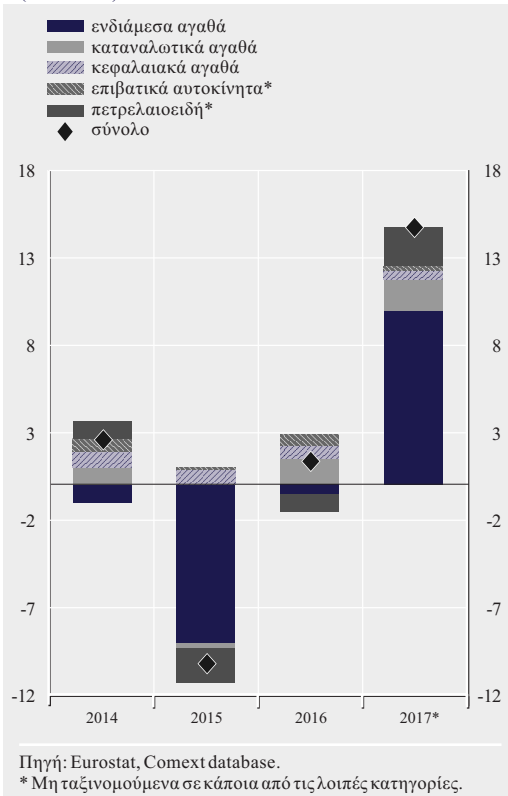
(% της συνολικής αξίας των εισαγωγών)



* Μη ταξινομούμενα σε κάποια από τις λοιπές κατηγορίες.
Πηγή: Eurostat, Comext database.

Διάγραμμα V.27 Ανάλυση της μεταβολής των ελληνικών εισαγωγών αγαθών

(ποσοστά %)



τηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στους κύριους προορισμούς, με πάνω από το ήμισυ των εξαγωγών να κατευθύνεται στα κράτη-μέλη της ΕΕ (βλ. Διάγραμμα V.25).⁴²

Οι **εισαγωγές αγαθών** εξαιρουμένων των καυσίμων και των πλοίων παρουσίασαν αύξηση κατά 7,3% σε σταθερές τιμές. Η αύξηση αυτή των εισαγωγών αντανακλά κυρίως εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών και πρώτων υλών — γεγονός που συνδέεται με την αύξηση της μεταποιητικής παραγωγής — καθώς και εισαγωγές μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών (βλ. Διαγράμματα V.26 και V.27).

7.2 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Το πλεόνασμα του **ισοζυγίου υπηρεσιών** το 2017 παρουσίασε αύξηση, η οποία οφείλεται κυρίως στην άνοδο των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές και μεταφορικές υπηρεσίες,

κυρίως θαλάσσιες. Οι **ταξιδιωτικές εισπράξεις**, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, αυξήθηκαν κατά 10,5% και διαμορφώθηκαν σε επίπεδο το οποίο κάλυψε περίπου το 80% του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Παράλληλα, οι αφίξεις μη κατοίκων ταξιδιωτών αυξήθηκαν κατά 9,7%, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε κατά 1,4% σε σύγκριση με το 2016. Ειδικότερα, η ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων και οδικών σταθμών αυξήθηκε κατά 9,9% και 8,7% αντίστοιχα.

Ο ελληνικός τουρισμός κατά τη διάρκεια του 2017 παρουσίασε ιδιαίτερο δυναμισμό,⁴³ γεγονός που οφείλεται και στη βελτίωση, παρά την κρίση, των υποδομών που αφορούν τα ξενοδοχεία και τα αεροδρόμια. Η αύξηση των αφίξεων και των εισπράξεων από τις παραδοσιακές αγορές (Γαλλία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο) αλλά και από τις ΗΠΑ συνεχίστηκε, ενώ η αγορά της Ρωσίας παρέμεινε οριακά στα περυσινά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα V.28).

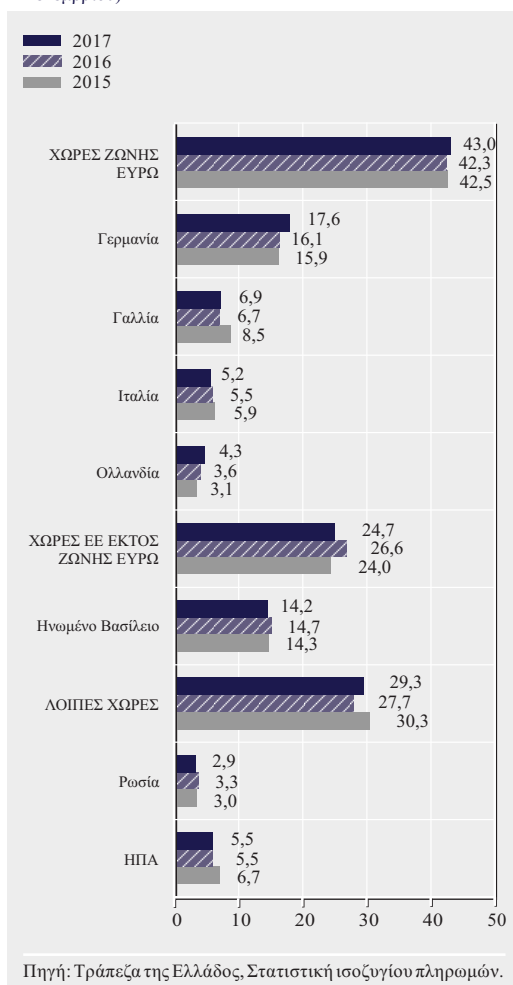
Στον τομέα της κρουαζιέρας για το 2017, σύμφωνα με τα στοιχεία που έδωσε στη δημοσιότητα η Ένωση Λιμένων Ελλάδος, σημειώθηκε πτώση 26,1% στις αφίξεις κρουαζιερόπλοιων και μείωση περίπου 12,5% στις επισκέψεις επιβατών κρουαζιέρας, γεγονός που επηρέασε αρνητικά τη διαμόρφωση των αντίστοιχων εισπράξεων. Σημαντικό ρόλο στην πτώση αυτή είχε η αστάθεια και αβεβαιότητα στην ευρύτερη περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, γεγονός που, σε συνδυασμό με το προσφυγικό πρόβλημα και τον ανταγωνισμό που προέρχεται από εναλλακτικούς προορισμούς στην Ασία, δεν δημιουργεί ευνοϊκές προοπτικές για

⁴² Η άνοδος του ποσοστού των συνολικών εξαγωγών που κατευθύνονται σε προορισμούς εκτός ΕΕ αντανακλά την αύξηση των τιμών των καυσίμων και συνεπώς της αξίας των αντίστοιχων εξαγωγών που κατευθύνονται κυρίως στις χώρες αυτές.

⁴³ The Travel & Tourism Competitiveness Report, World Economic Forum (2017). Σύμφωνα με το κείμενο της έκθεσης, η Ελλάδα ανέβηκε στην 24η θέση στην παγκόσμια κατάταξη (ανάμεσα σε 136 χώρες) από την 31η που είχε με βάση την έκθεση του 2015. Η βαθμολογία που συγκεντρώνει είναι 4,51 σε μια κλίμακα από το 1 έως το 7. Σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές ανταγωνιστικές αγορές (π.χ. Ισπανία, Ιταλία, Πορτογαλία), η Ελλάδα βρίσκεται σε χαμηλότερη θέση, ενώ έχει καλύτερη θέση σε σχέση με την Κύπρο και την Τουρκία.

Διάγραμμα V.28 Διάρθρωση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες κατά τόπο προέλευσης ταξιδιωτών

(% του συνόλου των εισπράξεων, περίοδος Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου)



την κρουαζιέρα. Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα έσοδα από την κρουαζιέρα αντιπροσωπεύουν μικρό ποσοστό των συνολικών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.⁴⁴

Η βελτίωση του **ισοζυγίου μεταφορών** το 2017 οφείλεται αποκλειστικά στη βελτίωση του ισοζυγίου των θαλάσσιων μεταφορών. Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από την παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αυξήθηκαν κατά 22%, λόγω αφενός της βελτίωσης των ναύλων και αφετέρου της μερικής άρσης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Ωστόσο, η ανά-

καμψη των εισπράξεων είναι βραδεία, με αποτέλεσμα να υπολείπονται σημαντικά από το επίπεδο που καταγραφόταν πριν από την επιβολή των περιορισμών.

Οι ναύλοι των πλοίων, σύμφωνα με τον Clark-Sea Index, κατέγραψαν ετήσια αύξηση της τάξεως του 14%. Ωστόσο, η εξέλιξη των ναύλων στα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου και στα πετρελαιοφόρα πλοία – δηλαδή στους δύο κύριους κλάδους δραστηριοποίησης των ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών – ήταν διαφορετική. Οι ναύλοι για τα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου σημείωσαν ετήσια άνοδο άνω του 75% μετά από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί εντός του 2016. Η άνοδος αυτή τροφοδοτήθηκε από την αυξημένη ζήτηση για υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών, κυρίως λόγω των εισαγωγών σιδηρομεταλλεύματος και άνθρακα στην Κίνα. Αντιθέτως, οι ναύλοι για τα πετρελαιοφόρα μειώθηκαν το 2017 κατά περίπου 35% λόγω της υπερβάλλουσας προσφοράς πλοίων παρά την αύξηση της ζήτησης, ιδίως για πλόες μακρινών αποστάσεων.

Στο ισοζύγιο **λοιπών υπηρεσιών**, σημαντική άνοδο κατέγραψαν οι εισπράξεις τόσο από υπηρεσίες επιχειρηματικής δραστηριότητας, που αποτελούν άνω του 40% των συνολικών εισπράξεων από λοιπές υπηρεσίες, όσο και από υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών και πληροφορικής. Οι εισπράξεις από κατασκευαστικές υπηρεσίες κατέγραψαν περαιτέρω μείωση για τρίτο συνεχόμενο έτος. Τέλος, οι πληρωμές για επιχειρηματικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες σημείωσαν άνοδο.

7.3 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ – ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το 2017 τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** είχαν θετική επίδραση στο

⁴⁴ Κατά το α' εξάμηνο του 2017 (σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία από την Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος) σημειώθηκε μείωση των συνολικών εισπράξεων κατά 7,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Οι συνολικές διανυκτερεύσεις εκτός κρουαζιερόπλοιων αυξήθηκαν κατά 24,1%, ενώ οι συνολικοί επιβάτες κρουαζιέρας μειώθηκαν κατά 38,9%, γεγονός που επηρέασε αρνητικά τη διαμόρφωση των εισπράξεων από την κρουαζιέρα. Παρατηρείται όμως μικρή αύξηση του αριθμού των επιβατών με ελληνικό λιμάνι εκκίνησης κρουαζιέρας (home port).

ΙΤΣ. Ειδικότερα, το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων εμφάνισε πλεόνασμα 91 εκατ. ευρώ, έναντι μικρού ελλείμματος το 2016, κυρίως λόγω περιορισμού των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Αντίθετα, παρατηρήθηκε πτώση των καθαρών εισπράξεων στην κατηγορία των λοιπών εισοδημάτων. Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων εμφάνισε μειωμένο έλλειμμα, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών εισπράξεων των λοιπών εκτός γενικής κυβέρνησης τομέων. Τέλος, το πλεόνασμα του **ισοζυγίου κεφαλαίων** περιορίστηκε, λόγω της μείωσης των καθαρών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τη γενική κυβέρνηση. Επισημαίνεται ότι στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων σημαντικό μέρος αντιπροσωπεύουν οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ κυρίως στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και της πολιτικής συνοχής.

Οι **εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ** το 2017 ανήλθαν σε 1,3 δισεκ. ευρώ, ενώ καταγράφηκαν επιπλέον 2,1 δισεκ. ευρώ από άμεσες αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ. Οι ετήσιες απολήψεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ήταν αισθητά μειωμένες το 2017 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, κυρίως λόγω της σχετικής έλλειψης νέων και ώριμων έργων. Εντούτοις, ο σωρευτικός ρυθμός απορρόφησης (περίπου 25%) σε αυτή τη φάση της προγραμματικής περιόδου 2014-2020 θα μπορούσε να κριθεί ως κανονικός, καθώς η εμπειρία έχει δείξει μια έντονη επιτάχυνση της απορρόφησης προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου και τα επόμενα δύο χρόνια από τη λήξη της.

7.4 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών το 2017 παρουσίασε μείωση των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, καθώς η μείωση των καθαρών απαιτήσεων από άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου αντισταθμίστηκε μερικώς από την άνοδο των καθαρών

απαιτήσεων στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων.

Στην κατηγορία των **άμεσων επενδύσεων**, οι απαιτήσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού αυξήθηκαν κατά 542,8 εκατ. ευρώ το 2017, παρά τον περιορισμό της δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου στην περιοχή των Βαλκανίων,⁴⁵ λόγω των δεσμεύσεων που έχουν αναλάβει στο πλαίσιο των σχεδίων αναδιάρθρωσης τους.⁴⁶ Οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, κατέγραψαν άνοδο κατά 30% σε σύγκριση με το 2016 και ανήλθαν σε 3,6 δισεκ. ευρώ (2% του εκτιμώμενου ΑΕΠ του 2017), σχεδόν τριπλάσιες συγκριτικά με το 2015.⁴⁷ Επισημαίνεται ότι σχεδόν το ήμισυ των εισροών αφορά ιδιωτικοποιήσεις. Επίσης, τα 2/5 των άμεσων επενδύσεων προέρχονται από ενδοομιλικά δάνεια, γεγονός που ενδεχομένως οφείλεται στην ανεπαρκή χρηματοδότηση από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Τέλος, οι σχετικές εισροές κατευθύνονται κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών και ειδικότερα στους κλάδους των μεταφορών και αποθήκευσης και της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

Στις **επενδύσεις χαρτοφυλακίου**, η καθαρή μείωση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού αντανάκλα κυρίως την πτώση (κατά 18,2 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια εξωτερικού, ενώ η καθαρή μείωση των υποχρεώσεων αντανάκλα κυρίως τον περιορισμό (κατά 1,1 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.

⁴⁵ Οι σημαντικότερες συναλλαγές αφορούν τις πωλήσεις των θυγατρικών της Εθνικής Τράπεζας στη Βουλγαρία και στη Σερβία.

⁴⁶ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Ιούλιος 2017, και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Φεβρουάριος 2017.

⁴⁷ Οι σημαντικότερες εισροές αφορούν: 1) ενδοομιλικά δάνεια στις θυγατρικές Fraport Greece με σκοπό την εκμετάλλευση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, 2) ενδοομιλικά δάνεια στη Euronet Card Services ΑΕΠΥ Πληροφορικής από τη Euronet 360 Finance Ltd., 3) αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των θυγατρικών Fraport Greece, 4) εξαγορά του 24% του ΑΔΜΗΕ από την εταιρία State Grid Europe Ltd. και 5) πώληση της ΤΡΑΙΝΟΣΕ στην ιταλική εταιρία Ferrovie dello Stato Italiane SpA.

Στην κατηγορία των **λοιπών επενδύσεων**, η καθαρή μείωση των απαιτήσεων των κατοίκων αντανακλά εν μέρει τη μείωση (κατά 2,5 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων κατοίκων (πιστωτικών ιδρυμάτων και θεσμικών επενδυτών) σε καταθέσεις και γeros στο εξωτερικό. Η καθαρή μείωση των υποχρεώσεων αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την πτώση (κατά 29,9 δισεκ. ευρώ, συμπεριλαμβανομένου του λογαριασμού TARGET) των καταθέσεων και γeros μη κατοίκων στην Ελλάδα, η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση (κατά 6 δισεκ. ευρώ) των δανειακών υποχρεώσεων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα προς μη κατοίκους. Τέλος, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας στο τέλος του 2017 διαμορφώθηκαν σε 6,5 δισεκ. ευρώ, στο ίδιο περίπου επίπεδο όπως και το προηγούμενο έτος.

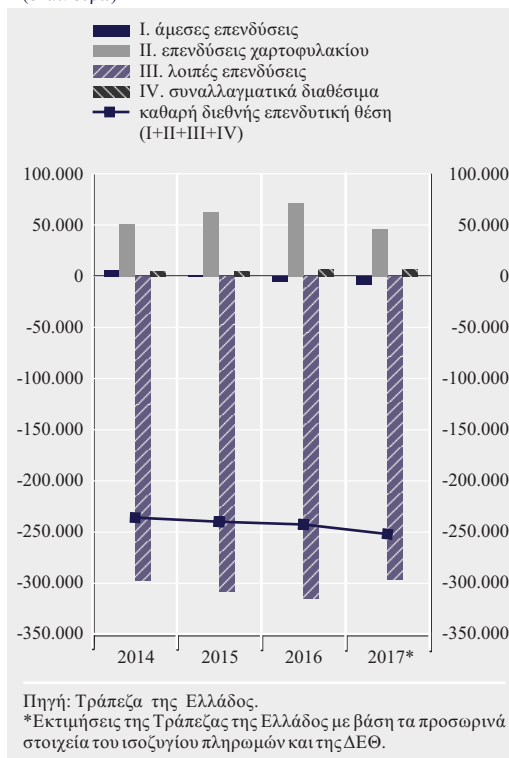
8 ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΧΡΕΟΣ

Στο τέλος του 2017 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας παρουσίασαν επιδείνωση κατά περίπου 9,1 δισεκ. ευρώ, με αποτέλεσμα η αρνητική Καθαρή Διεθνή Επενδυτική Θέση⁴⁸ (ΚΔΕΘ) να ανέλθει σε 251,7 δισεκ. ευρώ, έναντι 242,6 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2016 (βλ. Πίνακα V.11), και ως ποσοστό του ΑΕΠ να διαμορφωθεί στο -141%, από -139% στο τέλος του 2016.⁴⁹

Με βάση την ανάλυση κατά κατηγορία επενδύσεων (βλ. Διάγραμμα V.29), η καθαρή θέση για τις **άμεσες επενδύσεις** επιδεινώθηκε κατά 3,2 δισεκ. ευρώ το 2017 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Αυτό είναι αποτέλεσμα κυρίως της σημαντικής αύξησης της καθαρής εισροής για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα. Η αύξηση των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού κατά 3,7 δισεκ. ευρώ αντανακλά κυρίως την αύξηση των εισροών που προέρχονται από άμεσες συμμετοχές ξένων εταιριών στο μετοχικό κεφάλαιο ελληνικών εταιριών, αλλά και από χορηγήσεις ενδοομιλικών δανείων στις θυγατρικές επιχειρήσεις τους στην Ελλάδα (βλ. επίσης ενότητα 7.4 παραπάνω).

Διάγραμμα V.29 Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης

(εκατ. ευρώ)



Σημαντική επιδείνωση της θετικής καθαρής θέσης κατέγραψαν και οι **επενδύσεις χαρτοφυλακίου**, παρουσιάζοντας μείωση κατά 25,3 δισεκ. ευρώ το 2017 σε σχέση με το 2016. Ειδικότερα, αν και σημειώθηκε αύξηση των τοποθετήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος σε τίτλους εξωτερικού ύψους 16,7 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ (PSPP – Public Sector Pur-

⁴⁸ Η Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ) παρουσιάζει τις καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι μη κατοίκων και λαμβάνει υπόψη τις άμεσες επενδύσεις, τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, τις λοιπές επενδύσεις και το ύψος των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τους διεθνείς κανονισμούς, η καταγραφή των μεγεθών που αφορούν το ύψος για τις άμεσες επενδύσεις, τα ομόλογα και τις μετοχές πρέπει να γίνεται σε αγοραίες τιμές όπως αυτές ισχύουν την τελευταία ημέρα της περιόδου αναφοράς.

⁴⁹ Σημειώνεται ότι μεταβολές στην ΚΔΕΘ δεν αντανακλούν μόνο μεταβολές στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλαδή τις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και μεταβολές στην αποτίμηση των επενδύσεων αυτών. Οι τελευταίες είναι δύσκολο να υπολογιστούν, καθώς συνδέονται με μεταβολές στις αγοραίες τιμές των περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού και είναι αποτέλεσμα κυρίως των μεταβολών στις τιμές ομολόγων και μετοχών, καθώς και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Πίνακας V.11 Διεθνής Επενδυτική Θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2014	2015	2016	2017*
I. ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	6.478	310	-5.647	-8.815
1.1 Κατοίκων στο εξωτερικό	27.542	26.392	22.276	22.758
1.2 Μη κατοίκων στην Ελλάδα	21.064	26.082	27.923	31.573
II. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	50.493	62.231	72.203	46.944
1. Γενική κυβέρνηση	-33.701	-35.451	-34.134	-36.218
1.1 Απαιτήσεις	12.043	406	55	36
1.2 Υποχρεώσεις	45.744	35.857	34.189	36.254
2. Τράπεζα της Ελλάδος	24.929	34.372	52.152	68.859
2.1 Απαιτήσεις	24.929	34.372	52.152	68.859
2.2 Υποχρεώσεις	0	0	0	0
3. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	48.399	48.568	42.548	7.007
3.1 Απαιτήσεις	60.279	61.005	52.392	17.326
3.2 Υποχρεώσεις	11.880	12.437	9.844	10.319
4. Λοιποί τομείς	10.866	14.742	11.636	7.296
4.1 Απαιτήσεις	20.847	22.845	20.675	18.354
4.2 Υποχρεώσεις	9.981	8.103	9.039	11.058
III. ΛΟΠΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	-297.821	-308.089	-315.743	-296.359
1. Γενική κυβέρνηση	-227.579	-230.796	-237.718	-243.361
1.1 Απαιτήσεις	2.269	2.299	2.334	2.334
1.2 Υποχρεώσεις	229.847	233.095	240.052	245.694
2. Τράπεζα της Ελλάδος	-53.746	-112.153	-83.713	-62.362
2.1 Απαιτήσεις	2.101	1.957	1.953	2.019
2.2 Υποχρεώσεις	55.847	114.110	85.666	64.381
3. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	-41.908	-6.398	-27.820	-14.361
3.1 Απαιτήσεις	31.332	28.719	21.295	17.817
3.2 Υποχρεώσεις	73.240	35.116	49.115	32.178
4. Λοιποί τομείς	25.411	41.258	33.509	23.724
4.1 Απαιτήσεις	40.291	58.929	50.663	42.435
4.2 Υποχρεώσεις	14.880	17.671	17.154	18.711
IV. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	5.117	5.535	6.539	6.509
ΚΑΘΑΡΗ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ (I+II+III+IV)	-235.734	-240.013	-242.648	-251.721
Καθαρή ΔΕΘ ως % του ΑΕΠ	-131,9	-136,1	-139,3	-141,4

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

chase Programme), αυτή υπεραντισταθμίστηκε από τη μείωση πρωτίστως των καθαρών απαιτήσεων των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κατά 35,5 δισεκ. ευρώ και δευτε-

ρευόντως των τοποθετήσεων των λοιπών τομέων (κυρίως φυσικών προσώπων) σε ξένα αμοιβαία κεφάλαια. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μείωση των καθαρών απαιτήσεων των εγχώ-

ριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οφείλεται κυρίως στην πώληση των ομολόγων EFSF/ESM, διαδικασία που ακολουθείται στο πλαίσιο των μέτρων πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης. Επιπροσθέτως, η αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης σε τίτλους χαρτοφυλακίου κατά 2,1 δισεκ. ευρώ στη διάρκεια του 2017 προέρχεται κυρίως από την αύξηση των τοποθετήσεων των μη κατοίκων σε έντοκα γραμμάτια, γεγονός το οποίο εκτιμάται ότι αντανακλά και τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

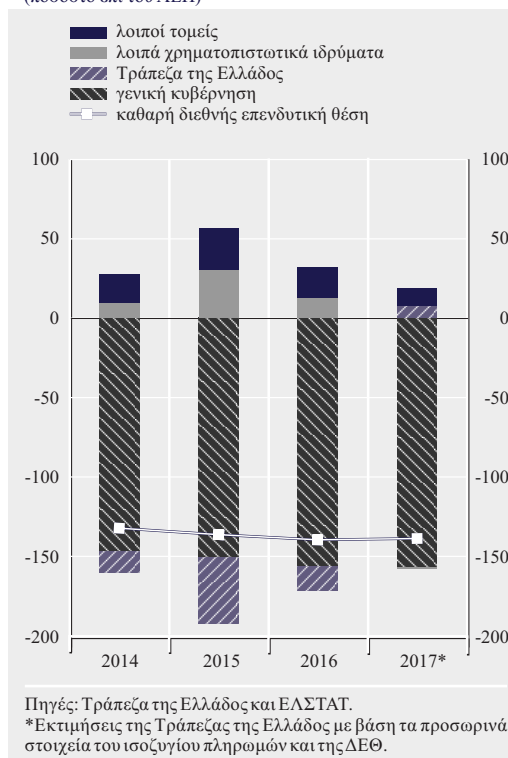
Τέλος, στις **λοιπές επενδύσεις** η αρνητική καθαρή θέση κατέγραψε σημαντική βελτίωση κατά 19,4 δισεκ. ευρώ, η οποία σε μεγάλο βαθμό αντανακλά τη μείωση των καθαρών υποχρεώσεων της Τράπεζας της Ελλάδος μέσω του λογαριασμού TARGET κατά 21,3 δισεκ. ευρώ, καθώς επίσης και τη συρρίκνωση των καθαρών υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κατά 13,5 δισεκ. ευρώ, λόγω κυρίως της μείωσης των καταθέσεων πιστωτικών ιδρυμάτων του εξωτερικού μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Τα παραπάνω ποσά αντισταθμίστηκαν εν μέρει από:

- α) τη μείωση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών τομέων κατά 9,8 δισεκ. ευρώ και
- β) την αύξηση των καθαρών δανειακών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης, που αφορούν κυρίως τη χρηματοδότηση της χώρας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), κατά 5,6 δισεκ. ευρώ.

Με βάση την ανάλυση κατά τομέα (βλ. Διάγραμμα V.30), η επιδείνωση της ΚΔΕΘ το 2017 οφείλεται στη σημαντική μείωση της θετικής θέσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών τομέων της οικονομίας και δευτερευόντως στην αύξηση της αρνητικής θέσης της γενικής κυβέρνησης. Η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε μερικώς από την εξάλειψη της αρνητικής θέσης της Τράπεζας της Ελλάδος (κυρίως λόγω TARGET). Σημειώνεται ότι η αρνητική ΚΔΕΘ της γενικής κυβέρνησης, που ανήλθε σε 157% του ΑΕΠ λόγω του εξω-

Διάγραμμα V.30 Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση ανά τομέα οικονομίας

(ποσοστό επί του ΑΕΠ)



τερικού της χρέους, αποτελεί την κύρια συνιστώσα της αρνητικής ΚΔΕΘ της χώρας.

Το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος⁵⁰ της χώρας, σε τρέχουσες τιμές, κατέγραψε μείωση κατά 25,9 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2017 και διαμορφώθηκε σε 405,9 δισεκ. ευρώ (228% του ΑΕΠ), έναντι 431,7 δισεκ. ευρώ (248% του ΑΕΠ) το 2016 (βλ. Πίνακα V.12). Αναλυτικότερα, η συρρίκνωση αυτή σε τρέχουσες τιμές οφείλεται πρωτίστως στη μείωση των υποχρεώσεων της χώρας κατά 21,3 δισεκ. ευρώ, λόγω της μείωσης των υποχρεώσεων της Τράπεζας της Ελλάδος κυρίως μέσω του λογαριασμού TARGET, αλλά και στη μείωση των υποχρεώσεων των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κατά 15,8 δισεκ. ευρώ, ποσό το οποίο αντισταθμίστηκε σε μικρό σχε-

⁵⁰ Οι υποχρεώσεις της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης εξαιρουμένων των υποχρεώσεων σε μετοχές και χρηματοοικονομικά παράγωγα αποτελούν το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος της χώρας.

Πίνακας V.12 Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος (τρέχουσες τιμές)

(εκατ. ευρώ)

	2014	2015	2016	2017*
A. Γενική κυβέρνηση	269.095	265.028	270.033	278.134
B. Τράπεζα της Ελλάδος	55.847	114.110	85.666	64.381
Γ. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	74.351	36.266	49.517	33.731
Δ. Λοιποί τομείς	17.250	17.966	17.608	18.952
E. Άμεσες επενδύσεις	7.827	8.118	8.913	10.664
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (AEX) (A+B+Γ+Δ+E)	424.370	441.488	431.737	405.862
Καθαρό εξωτερικό χρέος (KEX)	236.865	243.004	239.582	244.426
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος γενικής κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ	150,6	150,3	155,0	156,3
Συνολικό ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ	237,5	250,4	247,8	228,0
Συνολικό καθαρό εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ	132,6	137,8	137,5	137,3

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

τικά βαθμό από την αύξηση κυρίως των υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης κατά 8,1 δισεκ. ευρώ. Ωστόσο, το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος⁵¹ αυξήθηκε κατά 4,8 δισεκ. ευρώ το 2017 και διαμορφώθηκε σε 244,4 δισεκ. ευρώ από 239,6 δισεκ. ευρώ το 2016 (βλ. Πίνακα V.12). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά περισσότερο την επιδείνωση της καθαρής θέσης των

επενδύσεων χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα παρά τη βελτίωση της καθαρής θέσης των λοιπών επενδύσεων.

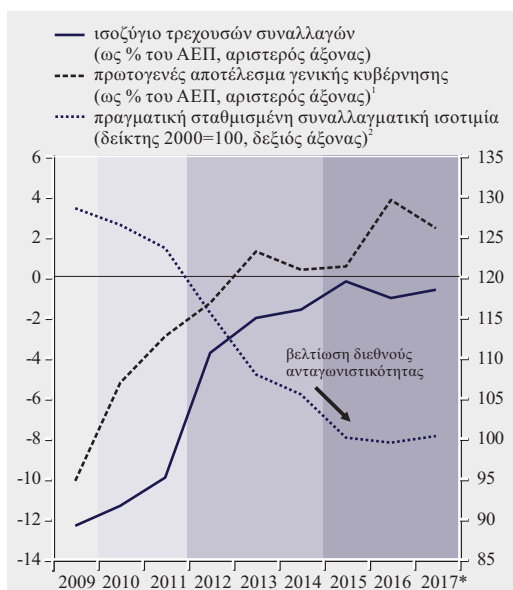
⁵¹ Το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος προκύπτει από την Καθαρή Διεθνή Επενδυτική Θέση εάν αφαιρέσουμε την καθαρή θέση σε μετοχές προερχόμενες από άμεσες επενδύσεις και από επενδύσεις χαρτοφυλακίου, καθώς επίσης και την καθαρή θέση σε παράγωγα, ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα, χρυσό και μετοχές που περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα.

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ 2009-2017

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας υπήρξε εντυπωσιακή από το 2009 μέχρι σήμερα. Η μεγάλη πρόοδος που συντελέστηκε τόσο στη διόρθωση των δημοσιονομικών και μακροοικονομικών ανισορροπιών (βλ. Διάγραμμα Α) όσο και στην αντιμετώπιση των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας έθεσε τις βάσεις για την επιστροφή σε βιώσιμη ανάπτυξη.

Διάγραμμα Α Δημοσιονομική και μακροοικονομική προσαρμογή (2009-2017)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

*Εκτιμήσεις.

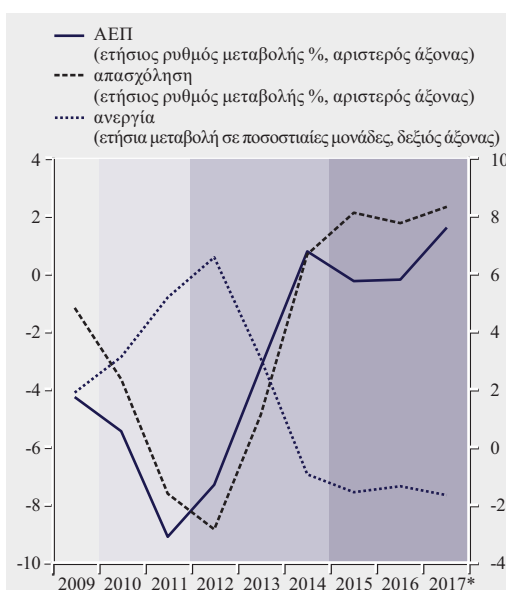
1 Σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος από το 2012.
2 Έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταιρών της Ελλάδος, με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας.

Σημείωση: Οι σκιαγραφημένες περιοχές αντιστοιχούν στα έτη ισχύος των τριών προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής.

Πράγματι, το ΑΕΠ, μετά τη μεγάλη και απότομη συρρίκνωσή του τα πρώτα χρόνια της κρίσης, με εξαίρεση το 2014 που καταγράφηκε θετικός ρυθμός μεταβολής, επέστρεψε σε ανοδική πορεία το 2017. Ευνοϊκές ήταν και οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας, με την απασχόληση να ανακάμπτει και την ανεργία να αποκλιμακώνεται, αν και εξακολουθεί να

καταγράφει πολύ υψηλά ποσοστά (βλ. Διάγραμμα Β).

Διάγραμμα Β Μεταβολή του ΑΕΠ και εξελίξεις στην αγορά εργασίας (2009-2017)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί και Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, και Τράπεζα της Ελλάδος.

* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι σκιαγραφημένες περιοχές αντιστοιχούν στα έτη ισχύος των τριών προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής.

Γενικότερα, η διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και ειδικότερα οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αύξησαν την ευελιξία και την προσαρμοστικότητα της ελληνικής οικονομίας, βελτιώνοντας κατ' επέκταση την ικανότητά της να απορροφά τους κραδασμούς και την ανθεκτικότητά της σε τυχόν νέες διαταραχές.

Βασικές προϋποθέσεις για να παραμείνει η ελληνική οικονομία σε τροχιά βιώσιμης ανάπτυξης και να ενισχυθεί περαιτέρω η απασχόληση είναι, πρώτον, η διατήρηση των μέχρι σήμερα επιτευγμάτων και, δεύτερον, η ολοκλήρωση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας έτσι ώστε να ενισχυθούν ο ανταγωνισμός, η εξωστρέφεια, οι παραγωγικές επενδύσεις και η συνολική παραγωγικότητα. Μια υγιής οικονομία με σταθερές δομές εμπνέει αισιοδοξία

και εμπιστοσύνη στους πολίτες, τους καταναλωτές και τους επενδυτές, ενεργοποιώντας έναν ενάρετο κύκλο ανάπτυξης. Επιτρέπει επίσης, σε συνδυασμό με ένα νέο μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής που θα είναι φιλικό προς την ανάπτυξη και την υγιή επιχειρηματικότητα, την πιο αποτελεσματική και διαχρονική αντιμετώπιση των κοινωνικών ανισοτήτων, παρέχοντας τους αναγκαίους χρηματοοικονομικούς πόρους για την άσκηση κοινωνικής πολιτικής.

Καθώς η Ελλάδα εξέρχεται από μια οκταετή περίοδο έντονης οικονομικής προσαρμογής, δεν πρέπει να υπάρξει εφησυχασμός, διότι ορισμένες σημαντικές προκλήσεις παραμένουν. Το δημόσιο χρέος, το οποίο είναι κυρίως προς το εξωτερικό, και η ανεργία εξακολουθούν να κυμαίνονται σε πολύ υψηλά επίπεδα, αρκετές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις δεν έχουν ακόμη πλήρως νομοθετηθεί ή εφαρμοστεί, ο τραπεζικός τομέας έχει να διαχειριστεί το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων και η δημόσια διοίκηση πρέπει να εκσυγχρονιστεί για να γίνει πιο αποδοτική.

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ

Ως αντίδραση στις επιπτώσεις της μεγάλης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, αλλά και των εγγενών διαχρονικών αδυναμιών της εγχώριας οικονομίας τόσο σε επίπεδο παραγωγικής δομής όσο και στον τρόπο άσκησης της οικονομικής πολιτικής, η Ελλάδα από την αρχή της κρίσης δημόσιου χρέους μέχρι σήμερα εφάρμοσε ένα τολμηρό πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που οδήγησε το 2016 στην **εξάλειψη του δημοσιονομικού ελλείμματος**. Η πρόοδος που έχει συντελεστεί όσον αφορά την εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών είναι πρωτοφανής με βάση τα μεταπολεμικά ιστορικά δεδομένα διεθνώς¹ τόσο ως προς την ένταση της καταβαλλόμενης προσπάθειας (fiscal adjustment effort) όσο και ως προς το μέγεθος του αποτελέσματος της προσαρμογής (fiscal consolidation).

Μεταξύ 2009 και 2016 η χώρα βελτίωσε κατά σχεδόν 14 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το

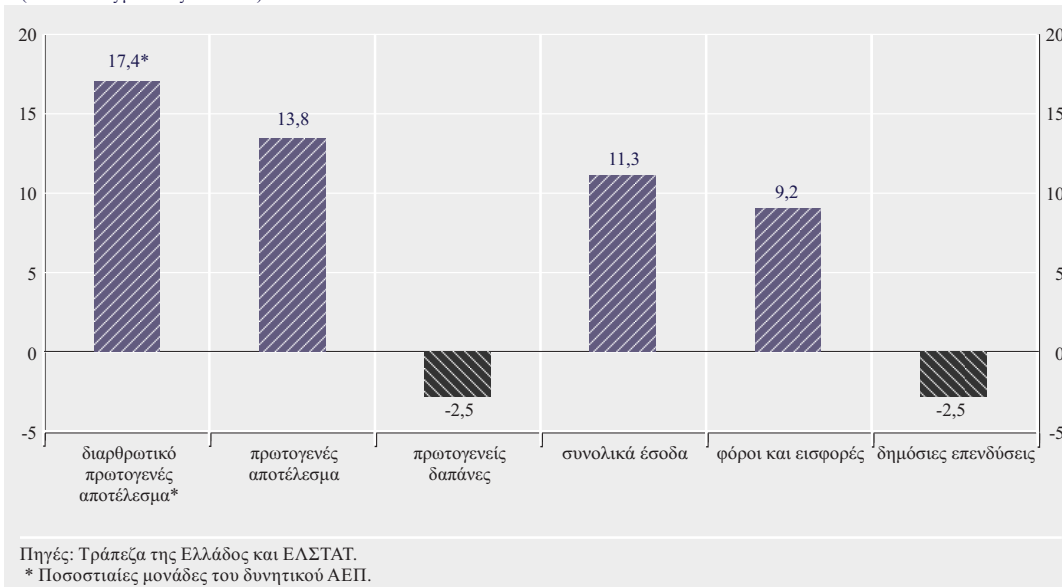
πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, αντιστρέφοντας έλλειμμα ύψους 10,1% του ΑΕΠ το 2009 σε πλεόνασμα ύψους 3,8% του ΑΕΠ το 2016 βάσει του ορισμού του προγράμματος. Περισσότερο εντυπωσιακή ήταν η ένταση της καταβαλλόμενης προσπάθειας δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως μετρείται με το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα που απομονώνει την αρνητική (λόγω ύφεσης) επίδραση του οικονομικού κύκλου καθώς και την επίπτωση έτακτων παραγόντων, π.χ. της στήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Πράγματι, μεταξύ 2009 και 2016 η ένταση της προσπάθειας ανήλθε σε περισσότερο από 17 ποσοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ: το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα μετατράπηκε από έλλειμμα 13,6% του δυνητικού ΑΕΠ το 2009 σε πλεόνασμα 3,8% του δυνητικού ΑΕΠ το 2016. Με βάση την πρόοδο αυτή και την πεποίθηση ότι είναι διατηρήσιμη, το Συμβούλιο της ΕΕ έκλεισε το Σεπτέμβριο του 2017 τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, η οποία είχε ξεκινήσει το 2009. Τον Ιούλιο του 2017 η Ελλάδα πραγματοποίησε νέα έξοδο στις αγορές, ενώ το Νοέμβριο υλοποιήθηκε με επιτυχία η ανταλλαγή των 20 ομολόγων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement – PSI) στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους το 2012 με 5 νέους τίτλους. Εξάλλου, το καλό κλίμα που έχει δημιουργηθεί μετά την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τον οίκο Standard and Poor's και την απόφαση του Eurogroup για την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης αποτυπώθηκε και στην τελευταία επιτυχή έκδοση 7ετούς ομολόγου.

Στην εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών και στη βελτίωση του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης συνέβαλαν αποφασιστικά και οι σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο δημοσιονομικό τομέα, όπως η

¹ Βλ. Wyplosz, C. and S. Sgherri (2016), "The IMF's role in Greece in the context of the 2010 stand-by arrangement", Background paper, Independent Evaluation Office of the IMF, BP/16-02/11.

Διάγραμμα Γ Δημοσιονομική προσαρμογή 2009-2016: μεταβολή μεγεθών γενικής κυβέρνησης

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)



φορολογική και ασφαλιστική μεταρρύθμιση (βλ. την επόμενη ενότητα) και η προσπάθεια εκσυγχρονισμού του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και της δημόσιας διοίκησης με σκοπό τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και του λαθρεμπορίου μέσω της προώθησης των ηλεκτρονικών συναλλαγών και της στενότερης παρακολούθησης των πληρωμών του Δημοσίου. Στην ίδια κατεύθυνση εντάσσονται η ίδρυση του Ελληνικού Δημοσιονομικού Συμβουλίου και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων, καθώς και η σύσταση του νέου ταμείου αποκρατικοποιήσεων.²

Ωστόσο, το μίγμα πολιτικής που εφαρμόστηκε για την εξάλειψη του υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος ήταν κατά κανόνα φοροκεντρικό, καθώς το βάρος της προσαρμογής, με εξαίρεση τη διετία 2013-2014, δεν ήταν ισομερώς καταναμημένο μεταξύ του σκέλους των δαπανών και του σκέλους των εσόδων (βλ. Διάγραμμα Γ).

Η σωρευτική αύξηση των εσόδων από φορολογία και κοινωνικοασφαλιστικές εισφορές ήταν περισσότερη από 3,5 φορές μεγαλύτερη από τη σωρευτική μείωση των πρωτογενών

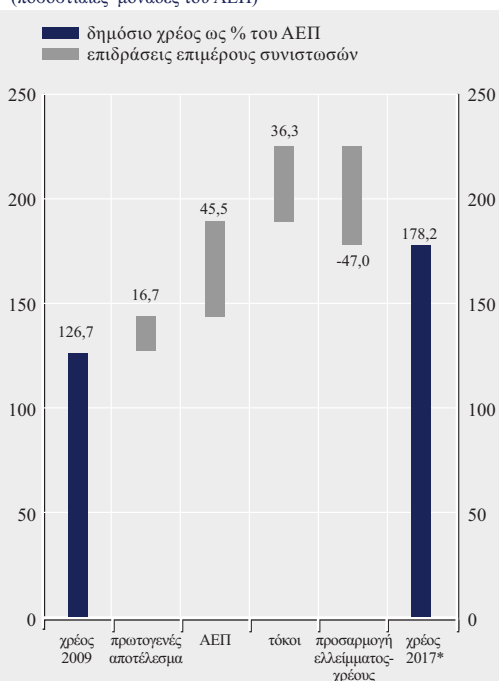
δαπανών μεταξύ 2009 και 2016 (9,2 και 2,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ αντίστοιχα). Αξιοσημείωτη όμως ήταν η μείωση των δημόσιων επενδύσεων, καθώς ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου του δημοσίου τομέα ήταν σχεδόν δύο φορές μικρότερος το 2016 (3,2% του ΑΕΠ) σε σχέση με το 2009 (5,7% του ΑΕΠ).

Προφανής είναι επίσης η διαπίστωση ότι το είδος της σταθεροποιητικής πολιτικής που εφαρμόστηκε εξάλειψε μεν το δημοσιονομικό έλλειμμα, προκάλεσε εντούτοις υφεσιακή διαταραχή μεγαλύτερη του αναμενομένου, η οποία δεν αντισταθμίστηκε πλήρως από την αύξηση των εξαγωγών λόγω βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, όπως αρχικά εκτιμάτο. Παράλληλα, κατέστησε αναγκαία την καταβολή ολοένα εντονότερης προσπάθειας προσαρμογής, με αποτέλεσμα να είναι ορατός ο κίνδυνος αυτοπαγίδευσης της ελληνικής οικονομίας σε ένα φαύλο κύκλο “υψη-

² Επιπλέον, έχουν ήδη ψηφιστεί διαρθρωτικές παρεμβάσεις που σκοπό έχουν την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων με καθαρή απόδοση 1% του ΑΕΠ το 2020, με ενδεχόμενη εφαρμογή από το 2019, εφόσον κριθεί απαραίτητο για την επίτευξη του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ.

Διάγραμμα Δ Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ (2009-2017)

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)



Πηγές: Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού για το έτος 2018 και ΕΛΣΤΑΤ. Περισσότερες πληροφορίες βλ. στον Πίνακα VI.8. * Προσωρινά στοιχεία.

Σημείωση: Το διάγραμμα απεικονίζει τη θεωρητική επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος, του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ, της μεταβολής των τόκων και της προσαρμογής ελλείμματος-χρέους, η οποία περιλαμβάνει δαπάνες και εισπράξεις (π.χ. αποκρατικοποιήσεις, ανταλλαγή ομολόγων PSI) που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, μεταβάλλουν το χρέος.

λής φορολογίας – υποτονικής ανάπτυξης – μη διατηρήσιμου λόγου χρέους προς ΑΕΠ³.

Η κρίση και η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση μετά το 2009 κληροδότησαν στην ελληνική οικονομία έναν υπερβολικά υψηλό και μη βιώσιμο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ (178,2% το 2017). Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της εκτίναξης του λόγου αυτού, κατά 51,5 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2009-2017, ήταν η ύφεση και οι τόκοι. Αντίθετα, η μείωση του χρέους το 2012 στο πλαίσιο της ανταλλαγής ομολόγων (PSI) καθώς και ο περιορισμός του πρωτογενούς ελλείμματος και η μετατροπή του σε πλεόνασμα λειτούργησαν ανασχετικά στη δυναμική του χρέους (βλ. Διάγραμμα Δ). Εντούτοις, η εξυπηρέτηση ενός τόσο υψηλού

δημόσιου χρέους καθιστά αναγκαία την επίτευξη μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων επί σειρά ετών στο μέλλον, τα οποία όμως αφαιρούν πολύτιμους πόρους από την πραγματική οικονομία και έτσι μετριάζουν την αναπτυξιακή δυναμική, με τελικό αποτέλεσμα την αργή αποκλιμάκωση του μεγέθους του χρέους.

3 ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Η μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης κατά την περίοδο 2009-2017 ήταν σημαντική και διαρθρωτική. Υλοποιήθηκε όμως σταδιακά, λόγω αναβολών ή δυσχερειών στην εφαρμογή επιμέρους διατάξεων, με αποτέλεσμα τα ασφαλιστικά ταμεία να αντιμετωπίσουν χρηματοδοτικές πιέσεις και να ανακύψουν θέματα δικαιοσύνης μεταξύ των γενεών, καθιστώντας επιτακτική την ανάγκη για πρόσθετες νομοθετικές παρεμβάσεις.

Οι ασφαλιστικές μεταρρυθμίσεις του 2010 και του 2012 εισήγαγαν έναν ενιαίο και λιγότερο δαπανηρό τύπο υπολογισμού της σύνταξης, αύξησαν τα όρια ηλικίας συνταξιοδότησης και γενικότερα ενίσχυσαν τη σχέση μεταξύ εισφορών και παροχών, ενώ ταυτόχρονα συγχώνευσαν τα επικουρικά ταμεία σε έναν ενιαίο φορέα. Μολονότι τα μέτρα αυτά αναμενόταν να οδηγήσουν μακροπρόθεσμα σε σημαντική μείωση των συνταξιοδοτικών δαπανών για την περίοδο 2010-2060 (από 12,5% του ΑΕΠ σε μόλις 1,3% του ΑΕΠ⁴), βραχυπρόθεσμα δημι-

3 Σημειώνεται ότι σε συνθήκες ύφεσης η υπέρμετρη φορολόγηση και η μείωση των δημόσιων επενδύσεων επιφέρουν αρνητικά πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στην οικονομία που διαρκούν και είναι μεγαλύτερα από το θετικό αλλά πρόσκαιρο πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα της αύξησης της δημόσιας καταναλωτικής δαπάνης. Άλλωστε, έχει αποδειχθεί ότι η μείωση των δημόσιων δαπανών συνεπάγεται πολύ μικρότερο κόστος σε όρους προϊόντος συγκριτικά με το μεγαλύτερο κόστος που προκαλεί η αύξηση της φορολογίας. Βλ. Alesina, A., C. Favero and F. Giavazzi (2018), "What do we know about the effects of austerity?", NBER Working Paper 24246. Για την τιμή των πολλαπλασιαστικών φόρων και δαπανών σε συνθήκες ύφεσης, βλ. Romer, C.D. and D.H. Romer (2010), "The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks", *American Economic Review*, 100, 763-801, Almunia, M., A. Bénétrix, B. Eichengreen, K. O'Rourke and G. Rua (2010), "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, differences and lessons", *Economic Policy*, 62, 219-265, και Auerbach, A.J. and Y. Gorodnichenko (2012), "Measuring the output responses to fiscal policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4, 1-27.

4 Βλ. European Commission, *Ageing Report* 2009 και 2015.

ούργησαν πιέσεις επί των δαπανών λόγω προβλημάτων στην εφαρμογή τους, π.χ. όσον αφορά τον τύπο υπολογισμού των κύριων συντάξεων και τον κανόνα μηδενικού ελλείμματος των επικουρικών ταμείων. Το 2015 οι μειώσεις των συντάξεων κρίθηκαν αντισυνταγματικές με απόφαση του Συμβουλίου της Επικρατείας, ενώ οι αυξήσεις στα όρια ηλικίας συνταξιοδότησης δεν είχαν ουσιαστικό αποτέλεσμα, καθώς διάφορες ευνοϊκές ρυθμίσεις επέτρεπαν στους ασφαλισμένους να κάνουν χρήση επιλογών πρόωρης συνταξιοδότησης βάσει του προηγούμενου καθεστώτος (grandfathering clauses). Οι παραπάνω πιέσεις, σε συνδυασμό με τη μείωση των εσόδων από εισφορές λόγω της υψηλής ανεργίας, προκάλεσαν πιεστικά χρηματοδοτικά προβλήματα στο σύστημα. Οι μεταρρυθμίσεις που ακολούθησαν τα έτη 2015, 2016 και 2017 επιχείρησαν να περιορίσουν περαιτέρω τις συνταξιοδοτικές παροχές, να αυξήσουν τους πόρους του συστήματος από ασφαλιστικές εισφορές και να ενοποιήσουν τους φορείς κύριας ασφάλισης. Ενδεικτικά, η μεταρρύθμιση του 2017, που θεσμοθέτησε την περικοπή της “προσωπικής διαφοράς” με έναρξη εφαρμογής την 1.1.2019, εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε εξοικονόμηση πόρων της τάξεως των 2,9 δισεκ. ευρώ σωρευτικά κατά την περίοδο 2019-2021.

Παρ’ όλα αυτά, το συνταξιοδοτικό σύστημα εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από υψηλό κόστος, καθώς σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat⁵ οι δαπάνες για τις συντάξεις γήρατος στην Ελλάδα είναι σταθερά οι υψηλότερες μεταξύ των χωρών της ΕΕ (13,4% του ΑΕΠ, έναντι 9,8% του ΑΕΠ στην ΕΕ το 2014). Ο ΟΟΣΑ πάντως στην τελευταία του έκθεση για τις συντάξεις⁶ συγκαταλέγει την Ελλάδα ανάμεσα στις χώρες των οποίων οι μεταρρυθμίσεις στο ασφαλιστικό σύστημα αναμένεται να έχουν σημαντικά θετικό αντίκτυπο.

4 ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΣΤΟΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η σταδιακή διάβρωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας τη δεκαετία πριν από

την κρίση συνέβαλε στη διόγκωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) με κορύφωση το 2007, όταν ανήλθε σε 15,2% του ΑΕΠ. Δέκα χρόνια μετά, στο τέλος του 2017, το ΙΤΣ ήταν σχεδόν ισοσκελισμένο. Η **βελτίωση του ΙΤΣ** ήταν αποτέλεσμα αφενός της σημαντικής αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (πλην μεταφορών) και αφετέρου της μείωσης των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (λόγω του περιορισμού της εγχώριας ζήτησης). Θετική επίσης ήταν η συμβολή από τη βελτίωση του ισοζυγίου εισοδημάτων (κυρίως λόγω των μειωμένων πληρωμών για τόκους από το 2012 και μετά) (βλ. Διάγραμμα Ε).

Η **εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας αυξήθηκε**, καθώς το σύνολο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από 18,9% το 2009 σε περίπου 31,6% το 2017, δηλαδή πάνω από 12 ποσοστιαίες μονάδες. Η βελτίωση αυτή προήλθε κυρίως από την πλευρά των εξαγωγών αγαθών και δευτερευόντως από τις εξαγωγές υπηρεσιών. Ουσιώδης ήταν ο ρόλος του ισοζυγίου των καυσίμων, που αποτελεί σημαντικό παράγοντα προσαρμογής του ισοζυγίου αγαθών και το επηρεάζει θετικά ή αρνητικά ανάλογα και με τις εξελίξεις στη διεθνή αγορά του πετρελαίου. Σημειώνεται ότι ο κλάδος των διυλιστηρίων έχει καταστεί ένας από τους περισσότερο εξωστρεφείς κλάδους της μεταποίησης, αν και βασίζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό στις εισαγωγές. Προσαρμοζόμενες στα νέα δεδομένα, οι επιχειρήσεις ενίσχυσαν τον εξαγωγικό προσανατολισμό τους, με αποτέλεσμα να αυξηθεί σε όλους τους κλάδους το ποσοστό της παραγωγής τους που εξάγεται.

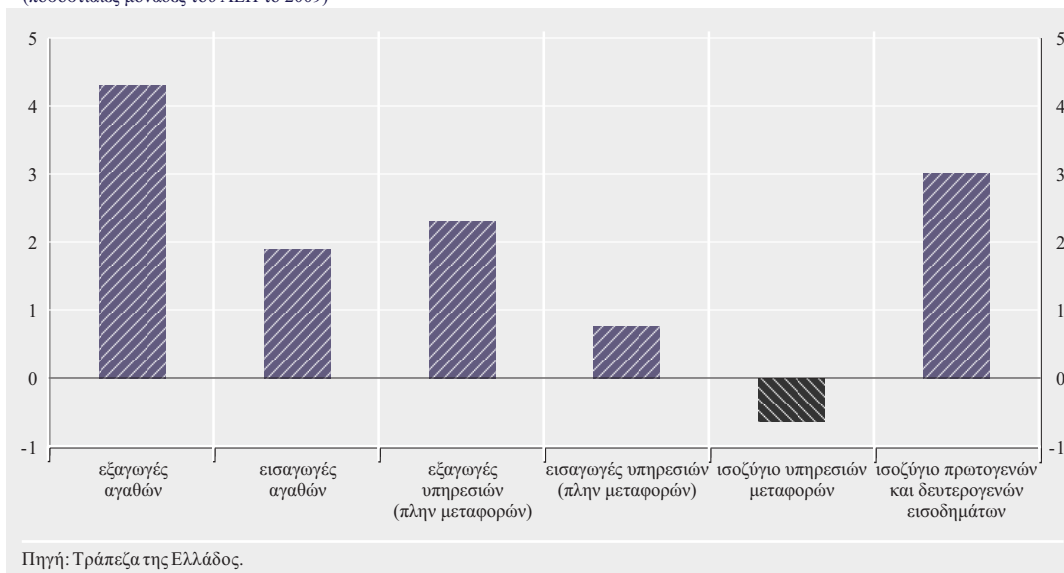
Η ανάκαμψη των εξαγωγών υπηρεσιών άρχισε με χρονική υστέρηση, μετά το 2012, καθώς μέχρι τότε η κίνηση των εισερχόμενων επισκεπτών και οι αντίστοιχες εισπράξεις είχαν περιοριστεί σημαντικά εξαιτίας της αβε-

⁵ Βλ. European system of integrated social protection statistics (ESSPROS), τελευταία δημοσίευση στις 31.1.2018.

⁶ OECD (2017), *Pensions at a Glance, 2017: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris.

Διάγραμμα Ε Ανάλυση της βελτίωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (2009-2017)

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2009)



βαιότητας και της αρνητικής εικόνας της χώρας στο εξωτερικό. Επίσης, η άνοδος των εισπράξεων από τη ναυτιλία ανακόπηκε το 2015 με την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Πάντως, ο τομέας των υπηρεσιών έχει αρχίσει να ανακάμπτει και να αντισταθμίζει τις απώλειες από το αρνητικό ισοζύγιο αγαθών.

Μεταξύ των παραγόντων που συνέβαλαν στη βελτίωση της εξαγωγικής επίδοσης της χώρας ήταν η **ανάκτηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας** από το 2009 έως το 2015, η οποία ήταν πλήρης ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (βλ. Διάγραμμα Α) και σημαντική ως προς τις τιμές.⁷ Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν μόνο εν μέρει την εξασθένηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ κατά την περίοδο αυτή. Περισσότερο αντικατοπτρίζουν την εξαιρετικά επώδυνη διαδικασία εσωτερικής υποτίμησης που πραγματοποιήθηκε μέσω της μεγάλης συμπίεσης των αποδοχών (βλ. την ενότητα 5 παρακάτω).

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας,⁸ αν και η Ελλάδα κατόρθωσε να συγκλίνει

κάπως προς άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες και ανταγωνίστριες χώρες στο διεθνές εμπόριο, εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά στην παγκόσμια κατάταξη σύμφωνα με τους σχετικούς δείκτες. Για παράδειγμα, μολονότι έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος στις διαδικασίες και στον απαιτούμενο χρόνο για την ίδρυση επιχείρησης, στο βαθμό προστασίας των μετόχων μειοψηφίας και στο διασυνοριακό εμπόριο, απαιτείται εντατικότερη προσπάθεια όσον αφορά τη βελτίωση των διαδικασιών μεταβίβασης ακίνητων, την πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση και την επίλυση συμβατικών διαφορών. Παράλληλα, το ύψος των φορολογικών επιβαρύνσεων, το περίπλοκο φορολογικό πλαίσιο και η βραδύτητα στην απονομή δικαιοσύνης αναδεικνύονται ως τα σημαντικότερα εμπόδια στην επιχειρηματική δράση. Γενικά, είναι προφανές ότι προκειμένου να βελτιωθεί περαιτέρω η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα, απαιτείται εστιασμένη προσπάθεια σε πιο μικροοικονομικό επίπεδο, π.χ. κλάδων ή/και επιχειρήσεων.

⁷ Το 2016-2017 έχει καταγραφεί οριακή επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και σταθεροποίηση ως προς τις τιμές.

⁸ Βλ. World Bank, *Doing Business Reports* (διάφορα έτη).

Η ανάκαμψη και η σταδιακή ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα αναμένεται να βοηθήσουν στη μείωση της υψηλής αρνητικής Καθαρής Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης και, πιο συγκεκριμένα, του υψηλού εξωτερικού χρέους της χώρας ως ποσοστού του ΑΕΠ, εφόσον όμως το ΙΤΣ παραμείνει πλεονασματικό. Αν και μια σχετική χειροτέρευση του ΙΤΣ είναι αναπόφευκτη καθώς η οικονομία ανακάμπτει, δεδομένης της μεγάλης εξάρτησης της εγχώριας παραγωγικής δραστηριότητας από τις εισαγωγές, η διάχυση των αρνητικών συνεπειών μπορεί να μετριαστεί από την ενίσχυση της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων και τη διατήρηση του ξένου επενδυτικού ενδιαφέροντος για παραγωγικές άμεσες επενδύσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό. Στην αντίθετη περίπτωση, μια νέα εκτεταμένη επιδείνωση του ΙΤΣ θα οδηγήσει σε πιθανό εκτροχιασμό των υποχρεώσεων της χώρας έναντι του εξωτερικού.

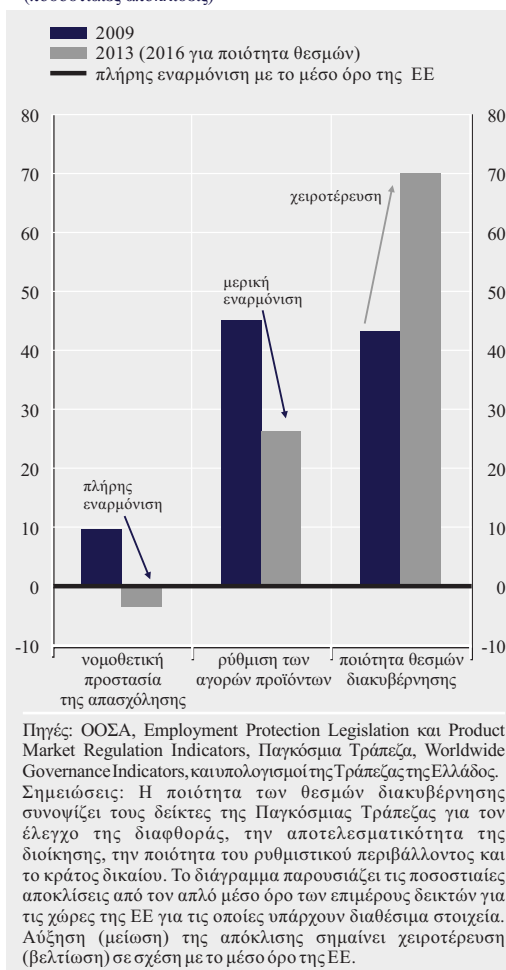
5 ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σε ένα ευρύ φάσμα αγορών και θεσμών ήταν ένας από τους βασικούς πυλώνες από την αρχή της εφαρμογής των προγραμματίων οικονομικής προσαρμογής στην Ελλάδα, καθώς αυτές υποστηρίζουν την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας μέσα από τη μείωση του κόστους ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος και την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας, ιδιαίτερα σε ένα μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο δεν υπάρχει δυνατότητα υποτίμησης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Παράλληλα, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αυξάνουν το δυναμικό προϊόν, εξασφαλίζοντας έτσι τις αναγκαίες συνθήκες για τη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας με τη ζώνη του ευρώ και την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Η διαμόρφωση του ελληνικού μεταρρυθμιστικού προγράμματος έγινε με γνώμονα τις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές και λαμβάνοντας υπόψη τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας και τη θεσμική της απόκλιση από τις άλλες χώρες της ΕΕ. Όπως φαίνεται

Διάγραμμα ΣΤ Θεσμική απόκλιση της Ελλάδος από το μέσο όρο της ΕΕ με βάση επιλεγμένους δείκτες

(ποσοστιαίες αποκλίσεις)



στο Διάγραμμα ΣΤ, ενώ η Ελλάδα, σύμφωνα με δείκτες του ΟΟΣΑ, κατόρθωσε να εναρμονιστεί πλήρως με τις μέσες πρακτικές της ΕΕ όσον αφορά τη νομοθετική προστασία της απασχόλησης και να συγκλίνει σημαντικά προς αυτές όσον αφορά τις ρυθμίσεις στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών⁹, δεν κατάφερε να επιτύχει βελτίωση της ποιότητας των θεσμών διακυβέρνησης, όπως αποτυπώνεται στους δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας, με

⁹ Οι δείκτες του ΟΟΣΑ για τη νομοθετική προστασία της απασχόλησης και τη ρύθμιση των αγορών προϊόντων δεν έχουν αναθεωρηθεί μετά το 2013 για το σύνολο των χωρών-μελών του Οργανισμού. Ωστόσο, πρόσφατες αδημοσίευτες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ για την Ελλάδα δείχνουν περαιτέρω μείωση της ρύθμισης των αγορών προϊόντων την περίοδο 2014-2017.

αποτέλεσμα να συνεχίζει να υπολείπεται κατά πολύ από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Οι **μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας** που ολοκληρώθηκαν την περίοδο 2010-2012 συνιστούν ορόσημο στην οικονομική προσαρμογή, καθώς αύξησαν την ευελιξία στην αγορά εργασίας, η οποία διευκόλυνε την προς τα κάτω προσαρμογή του κόστους εργασίας. Εξέχοντα ρόλο είχε η αποκέντρωση των συλλογικών διαπραγματεύσεων μέσα από την ενίσχυση των επιχειρησιακών συμβάσεων εργασίας και την αναστολή της ισχύος της αρχής της ευνοϊκής ρύθμισης και της αυτόματης επέκτασης των κλαδικών και ομοιοεπαγγελματικών συμβάσεων. Επιπλέον, η ευελιξία της αγοράς εργασίας ενισχύθηκε μέσα από παρεμβάσεις που μείωσαν την προστασία των εργαζομένων με συμβάσεις αορίστου χρόνου (διευκολύνοντας τις ατομικές και ομαδικές απολύσεις) και προώθησαν ευέλικτες μορφές απασχόλησης (μερική και εκ περιτροπής απασχόληση).

Αν και σημειώθηκαν σημαντικές **μεταρρυθμιστικές προσπάθειες στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών** και σε πεδία πολιτικής που σχετίζονται ευρύτερα με τη **λειτουργία του κράτους**, η πρόοδος στη νομοθετική τους ολοκλήρωση (μέσω της δευτερογενούς νομοθεσίας) και στη διοικητική εφαρμογή τους ήταν συνολικά αργή και κατά περιπτώσεις ανεπαρκής. Γενικότερα, θετικά βήματα έχουν γίνει όσον αφορά την ενίσχυση του ανταγωνισμού, τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, καθώς και τον εκσυγχρονισμό της δημόσιας διοίκησης και την ενδυνάμωση του κράτους δικαίου, περιορίζοντας έτσι τα περιθώρια διαφθοράς και προσοδοθηρίας (rent-seeking).

Ειδικότερα, στο πλαίσιο των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής έχουν δρομολογηθεί εκτεταμένες μεταρρυθμιστικές πρωτοβουλίες που αποσκοπούν μεταξύ άλλων: (α) στην άρση των ρυθμιστικών εμποδίων στον ανταγωνισμό σε ένα ευρύ φάσμα αγορών προϊόντων και επαγγελμάτων, συμπεριλαμβανομένης της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας, (β) στη μείωση του διοικητικού

κόστους έναρξης των επιχειρήσεων, (γ) στην απλοποίηση και τον εξορθολογισμό του συστήματος αδειοδότησης των επιχειρήσεων σε επιλεγμένες οικονομικές δραστηριότητες, (δ) στην επιτάχυνση και βελτίωση της πρωτεύουσας διαδικασίας, (ε) στον εκσυγχρονισμό του συστήματος χρήσεων γης και την ολοκλήρωση του κτηματολογίου, (στ) στην αύξηση της αποδοτικότητας του δικαστικού συστήματος, (ζ) στην αύξηση της διαφάνειας στις προμήθειες του Δημοσίου και τη χρηματοδότηση των πολιτικών κομμάτων, (η) στην εφαρμογή του ενιαίου μισθολογίου και την εισαγωγή συστήματος κινητικότητας και αξιολόγησης στο Δημόσιο. Σημαντική όμως παραμένει, όπως προαναφέρθηκε, η υστέρηση αναφορικά με την ποιότητα των θεσμών που σχετίζονται με τη λειτουργία του κράτους, καθώς χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες επιτάθηκαν από τις επιπτώσεις της κρίσης και την έλλειψη ριζικών μεταρρυθμίσεων στον τομέα αυτό.

Σε όλη την περίοδο της οικονομικής προσαρμογής, το **πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων** ήταν αναπόσπαστο κομμάτι του πλέγματος των παρεμβάσεων που υποστηρίζουν την ανάπτυξη και την ανταγωνιστικότητα, καθώς οι ιδιωτικοποιήσεις συμβάλλουν στην αποτελεσματικότερη χρήση των πόρων του Δημοσίου και ενθαρρύνουν τις ιδιωτικές και τις ξένες επενδύσεις. Το πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων ήταν φιλόδοξο ως προς τα αναμενόμενα έσοδα και τον ορίζοντα εκτέλεσής του, δεδομένου του χρόνου που ήταν αναγκαίος για να αντιμετωπιστούν νομικά, διοικητικά και τεχνικά προσκόμματα και του αρχικά χαμηλού επενδυτικού ενδιαφέροντος. Οι ιδιωτικοποιήσεις που έχουν ολοκληρωθεί πιο πρόσφατα ή είναι σε εξέλιξη στις αγορές δικτύων (όπως η πώληση της ΤΡΑΙΝΟΣΕ και μέρους του ΑΔΜΗΕ, του ΔΕΣΦΑ και των λιγνιτικών μονάδων της ΔΕΗ) και σε καίριες υποδομές (όπως η εκχώρηση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, η επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών και η πώληση πλειοψηφικού ποσοστού των οργανισμών λιμένων Πειραιά και Θεσσαλονίκης) αναμένεται να έχουν σημαντικές θετικές επιδράσεις (positive

externalities) για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας. Η ενίσχυση εξάλλου της αυτονομίας και της διαφάνειας στη διοίκηση και τις αποφάσεις της Ελληνικής Εταιρείας Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΥΠ) που ιδρύθηκε το 2015 συνιστά βασική προϋπόθεση για τη βέλτιστη αξιοποίηση της περιουσίας του Δημοσίου.¹⁰

Η **κυρίαρχη πρόκληση για το μέλλον** είναι η πλήρης εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που έχουν ήδη νομοθετηθεί, με προτεραιότητα στην απελευθέρωση των αγορών δικτύων, την ολοκλήρωση του κτηματολογίου και του χωροταξικού σχεδιασμού, την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του δικαστικού συστήματος, καθώς και την εν γένει βελτίωση της ποιότητας των θεσμών που είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ομαλή υλοποίηση του συνόλου του μεταρρυθμιστικού έργου.

6 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας στην Ελλάδα, σε αντίθεση με ό,τι παρατηρήθηκε σε άλλες χώρες που εντάχθηκαν σε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, όχι μόνο δεν προξένησε την κρίση, αλλά ήταν ο αποδέκτης πρωτοφανών προκλήσεων, στις οποίες αντεπεξήλθε με τη βοήθεια των συντονισμένων ενεργειών της Τράπεζας της Ελλάδος και της Πολιτείας. Το σύνολο του ελληνικού τραπεζικού τομέα, που αποτελεί και το συντριπτικά μεγαλύτερο τμήμα του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα, δέχθηκε έντονες πιέσεις στη ρευστότητα, την κερδοφορία και την κεφαλαιακή του βάση υπό τη συνδυαστική επίδραση: (α) της αδυναμίας πρόσβασης στις διεθνείς αγορές, (β) των συνεχών εκροών καταθέσεων, (γ) της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους, (δ) των επιπτώσεων της ύφεσης στην ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων και, πιο πρόσφατα, (ε) των επιπτώσεων από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων.

Για την αντιμετώπιση των προκλήσεων αυτών, η Τράπεζα της Ελλάδος και η Πολιτεία προχώρησαν σε σειρά ενεργειών, στοχεύοντας πρωτίστως

στη **διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας** και στην προστασία των καταθέσεων και ακολούθως στη διαμόρφωση του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Δεν θα πρέπει επίσης να παραβλεφθεί και η στήριξη την οποία προσέφερε το Ευρωσύστημα, σε όλη τη διάρκεια της κρίσης, καλύπτοντας τις ανάγκες των τραπεζών σε ρευστότητα.

Ειδικότερα, κρίσιμη σημασία είχαν οι ενέργειες που επιδίωκαν και πράγματι πέτυχαν, μεταξύ άλλων:

(α) την αδιάλειπτη κάλυψη των βραχυπρόθεσμων αναγκών ρευστότητας των τραπεζών και της ζήτησης τραπεζογραμματίων εκ μέρους του κοινού, (β) την αξιολόγηση της βιωσιμότητας των τραπεζών, (γ) τη διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου εξυγίανσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, (δ) τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών αναγκών και τη διασφάλιση της επάρκειας των δημόσιων πόρων που προορίζονταν για την κάλυψη των αναγκών αυτών, καθώς και του κόστους αναδιάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού τομέα, (ε) τον περιορισμό της συμμετοχής του δημόσιου τομέα και (στ) τη διατήρηση και ενδυνάμωση του εταιρικού ελέγχου μέσω της συμμετοχής ιδιωτών και την ενίσχυση των κριτηρίων για την επιλογή των μελών των διοικητικών συμβουλίων των τραπεζών.

Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει στην εφαρμογή της **εθνικής στρατηγικής για την αντιμετώπιση των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού**, με έμφαση, μεταξύ άλλων, στις αναγκαίες οργανωτικές και επιχειρησιακές αλλαγές εκ μέρους των τραπεζών ώστε να καταστεί εντατικότερη η διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση. Στο πλαίσιο αυτό, θεσμοθετήθηκε η δυνατότητα ανάθεσης από τα πιστωτικά ιδρύματα της διαχείρισης ή μεταβίβασης δανείων σε εταιρίες διαχείρισης και απόκτησης απαιτήσεων και τέθηκαν σε λειτουργία οι ηλεκτρονικές πλατ-

¹⁰ Η Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΥΠ) ιδρύθηκε το 2015 ως ένα νέο ανεξάρτητο ταμείο ιδιωτικοποίησης και επενδύσεων. Στόχος της είναι τόσο η ιδιωτικοποίηση όσο και η υγιής διαχείριση των δημόσιων περιουσιακών στοιχείων όπως κρατικές επιχειρήσεις και δημόσια ακίνητα, προκειμένου να μεγιστοποιήσει την αξία τους.

φόρμες για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών και τον πλειστηριασμό ακινήτων.

Σήμερα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται σε σαφώς πιο εύρωστη θέση σε σύγκριση με την αρχή της κρίσης. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών έχουν διαμορφωθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα, υψηλότερα του ευρωπαϊκού μέσου όρου, ενώ υψηλή είναι και η ποιότητα των κεφαλαίων των επιχειρήσεων ιδιωτικής ασφάλισης. Επίσης, έχουν βελτιωθεί σημαντικά οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας, όπως άλλωστε αυτό αποτυπώνεται στις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών, ενώ η συρρίκνωση που τελικώς παρατηρήθηκε στους ισολογισμούς των τραπεζών ήταν σημαντικά μικρότερη από εκείνη που θα δικαιολογούσε η ένταση και η διάρκεια της κρίσης. Τέλος, οι ενέργειες που γίνονται στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων φαίνεται να αποδίδουν καρπούς, καθώς παρατηρείται συνεχής μείωση του αποθέματος των εν λόγω ανοιγμάτων, ενώ έχουν ήδη τεθεί και συγκεκριμένοι στόχοι για την περαιτέρω μείωσή τους. Παρ' όλα αυτά, το συσσωρευμένο υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (περίπου 100 δισεκ. ευρώ στο τέλος Σεπτεμβρίου 2017), αν και εμφανίζει συνεχή υποχώρηση μετά το υψηλό του Μαρτίου 2016 (περίπου 108 δισεκ. ευρώ), αποτελεί τη σημαντικότερη πηγή κινδύνου για την ευστάθεια του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος και τροχοπέδη (μαζί με τη μεγάλη συρρίκνωση της καταθετικής βάσης) για τη χρηματοδότηση της οικονομίας και τη διαμεσολαβητική λειτουργία των τραπεζών.

7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι μεταρρυθμίσεις και τα μέτρα που λήφθηκαν στο πλαίσιο των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής συνέβαλαν καθοριστικά στη διόρθωση των δημοσιονομικών και μακροοικονομικών ανισορροπιών, καθώς και στην αντιμετώπιση των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί ότι η εφαρμογή των

προγραμμάτων δεν ήταν απρόσκοπτη. Οι καθυστερήσεις ή και οι αστοχίες που παρατηρήθηκαν στην εκτέλεση των προγραμμάτων οφείλονται σε τρεις κυρίως λόγους:

Πρώτον, ο αρχικός σχεδιασμός ως προς την αλληλουχία των απαιτούμενων μέτρων και το μίγμα της οικονομικής πολιτικής που επιλέχθηκε δυσχέρανε την επιτυχή και έγκαιρη εφαρμογή του συνόλου των μεταρρυθμίσεων. Ειδικότερα, η εμπροσθοβαρής λήψη περιοριστικών δημοσιονομικών μέτρων (κυρίως από την πλευρά των φορολογικών εσόδων) έναντι των αναγκαίων διαρθρωτικών αλλαγών στον ιστό της οικονομίας, η προτεραιότητα στις μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας έναντι εκείνων στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών που αυξάνουν τον ανταγωνισμό, η καθυστέρηση ή ενδεχομένως η αναβλητικότητα στη λήψη μέτρων για τη βελτίωση του ευρύτερου ρυθμιστικού περιβάλλοντος, καθώς και η έλλειψη μιας ολιστικής αντίληψης στη διαμόρφωση του προγράμματος, δεν ευνόησαν την αποφυγή ή το μετριασμό του βραχυχρόνιου κόστους ορισμένων μεταρρυθμίσεων, με αποτέλεσμα η απόδοση του οφέλους τους να είναι ιδιαίτερα αργή. Καθώς η οικονομική δραστηριότητα θα ενισχύεται, το βραχυχρόνιο κόστος της προσαρμογής αναμένεται σταδιακά να υποχωρεί και τα μεσομακροπρόθεσμα οφέλη των μεταρρυθμίσεων να διαχέονται στο σύνολο της οικονομίας και της κοινωνίας.

Δεύτερον, η αποτελεσματικότητα της ελληνικής δημόσιας διοίκησης ήταν περιορισμένη και η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου χαμηλή λόγω τόσο των διαχρονικών εγγενών αδυναμιών όσο και των περικοπών πόρων και της συρρίκνωσης του ανθρώπινου δυναμικού. Παρ' όλα αυτά, η Ελλάδα κλήθηκε να νομοθετήσει και να εφαρμόσει σε σύντομο χρονικό διάστημα και εν μέσω πρωτοφανούς ύφεσης ένα μεγάλο όγκο και εύρος μεταρρυθμίσεων, γεγονός που επέτεινε τη θεσμική ανεπάρκεια και συνέβαλε στη μεταρρυθμιστική κόπωση.

Τρίτον, το ελληνικό πολιτικό σύστημα και οι κοινωνικοί εταίροι δεν οικειοποιήθηκαν το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα και δεν επιδίωξαν τη συνεννόηση προκειμένου να διαμορφωθεί

πολιτική εξόδου από την κρίση. Αντίθετα, οι διεκδικήσεις οργανωμένων ομάδων συμφερόντων συχνά ύψωναν εμπόδια σε μεταρρυθμίσεις που θα μπορούσαν να αποδώσουν σημαντικά οφέλη για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας (π.χ. ιδιωτικοποιήσεις).

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, το βασικό ζητούμενο για το άμεσο μέλλον είναι

η συνέχιση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων που έχουν ήδη νομοθετηθεί, καθώς και η διασφάλιση της θεσμικής συνέχειας μετά την έξοδο της χώρας από το τρέχον πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου ΙΙΙ), προκειμένου να καλλιεργηθεί η εμπιστοσύνη στην εύρυθμη λειτουργία των θεσμών και να εδραιωθεί η αξιοπιστία των μεταρρυθμίσεων.

VI ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

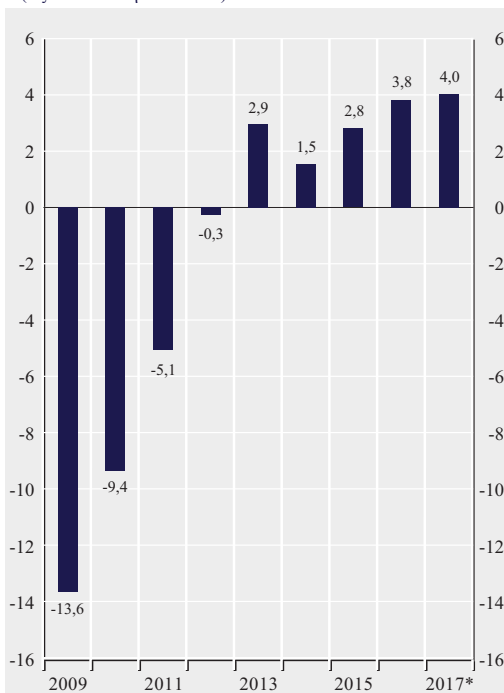
Το 2017 επιβεβαιώθηκε η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος για το 2016 έναντι του στόχου, για δεύτερο συνεχές έτος, ολοκληρώθηκε η δεύτερη αξιολόγηση του τρέχοντος προγράμματος και εντατικοποιήθηκε η προσπάθεια ολοκλήρωσης της τρίτης αξιολόγησης, για την οποία επιτεύχθηκε πολιτική συμφωνία τον Ιανουάριο του 2018, διασφαλίζοντας την ομαλή χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών της Ελλάδος. Η αξιοσημείωτη δημοσιονομική προσαρμογή της περιόδου 2009-2016 οδήγησε στο κλείσιμο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος και την αναβάθμιση της διεθνούς πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου, που συνέβαλαν στην έξοδο της χώρας στις διεθνείς αγορές και την άντληση κεφαλαίων με σκοπό την ενίσχυση των ταμειακών αποθεμάτων ως μηχανισμού ασφαλείας μετά το τέλος του προγράμματος. Ωστόσο, η σημαντική υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου, που επιτεύχθηκε το 2016 και αναμένεται να επαναληφθεί και το 2017, στερεί πολύτιμους πόρους από την πραγματική οικονομία και δυσχεραίνει την επάνοδό της σε αναπτυξιακή τροχιά. Περαιτέρω, η καθυστέρηση μέσα στο έτος στην εκτέλεση του σκέλους των δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού, και ιδιαίτερα των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις, και στην εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα. Προτεραιότητα πρέπει να δοθεί στη δημιουργία προϋποθέσεων για την αλλαγή του φοροκεντρικού χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής και την αναδιάταξη του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών και της ανακατανομής της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Από τη σύναψη του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής το 2010 έως σήμερα, μέσω της περιοριστικής οικονομικής πολιτικής που ακολουθήθηκε, επιτεύχθηκε μεγάλη πρόοδος στην εξάλειψη του δημοσιο-

Διάγραμμα VI.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Πρόβλεψη.

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

νομικού ελλείμματος. Η πρόοδος αυτή αντικατοπτρίζεται εμφανέστερα στην εξέλιξη του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης, το οποίο εξαιρεί, εκτός από τους τόκους, και τις επιδράσεις τόσο του οικονομικού κύκλου στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα όσο και έκτακτων παραγόντων όπως η στήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου V) και ως εκ τούτου αποτελεί μέτρο της έντασης της καταβαλλόμενης προσπάθειας δημοσιονομικής προσαρμογής (βλ. Διάγραμμα VI.1).

Από το 2013 το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης εμφανίζεται πλεονασματικό, ενώ η σωρευτική βελτίωσή

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 8.2.2018.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(ως % του ΑΕΠ)

	2013	2014	2015	2016	2017
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	-13,2	-3,6	-5,7	0,5	-0,6*
– Κεντρική κυβέρνηση	-15,4	-4,3	-5,7	-1,0	-1,3*
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	2,3	0,7	-0,1	1,4	0,7*
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-2,4	-3,7	-3,0	0,3	
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	1,6	0,3	0,6	3,5	
Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού					
<i>Δημοσιονομικά στοιχεία²</i>	<i>-3,0</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,5</i>	<i>-1,6</i>	<i>-2,4</i>
<i>Ταμειακά στοιχεία³</i>	<i>-7,1⁴</i>	<i>-2,4⁵</i>	<i>-1,9⁶</i>	<i>-2,0⁷</i>	<i>-2,5⁸</i>

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

* Προσωρινά στοιχεία (ΓΑΚ, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού του 2018).

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

2 Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης ΚΠ και Εισηγητικές Εκθέσεις Προϋπολογισμού).

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

4 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2 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.

5 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.

6 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).

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

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

του την περίοδο 2009-2016 ανήλθε σε περισσότερο από 17 ποσοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ. Για το 2017 προβλέπεται να καταγράψει περαιτέρω βελτίωση.

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2017, η γενική κυβέρνηση (ΓΚ) το 2016 παρουσίασε πλεόνασμα για πρώτη φορά ύστερα από δεκαετίες,² ύψους 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος ύψους 5,7% του ΑΕΠ το 2015. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2016 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,1% του ΑΕΠ το 2015. Η καταγραφείσα μεγάλη βελτίωση σε σχέση με το 2015 οφείλεται αφε-

νός στην επίδραση της βάσης σύγκρισης, αφού το αποτέλεσμα του 2015 επιβαρύνθηκε από την επίπτωση της καθαρής κρατικής στήριξης προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και αφετέρου στα αυξημένα τρέχοντα έσοδα και την περισολή των επενδυτικών δαπανών (βλ. Πίνακα VI.1).

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2016, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος,³ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,8% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ.

2 Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, η τελευταία φορά που η γενική κυβέρνηση παρουσίασε πλεόνασμα στην Ελλάδα ήταν το 1971.

3 Με βάση το πρόγραμμα, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2016 δεν υπολογίζεται, μεταξύ άλλων, η επίπτωση από τη γρήγορη εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφών φόρων (0,5% του ΑΕΠ).

Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσε σημαντικά η καλύτερη πορεία των εσόδων από άμεσους και έμμεσους φόρους, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί και στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων εισοδήματος και, σε μεγαλύτερο βαθμό, του ΦΠΑ. Στην αύξηση των εσόδων από ΦΠΑ συνέβαλε σημαντικά η αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών που παρατηρήθηκε από τον Ιούλιο του 2015 μετά την επιβολή περιορισμών στην ανάληψη μετρητών.⁴ Κυρίως όμως η υπέρβαση αποδίδεται στις μειωμένες δαπάνες δημοσίων επενδύσεων και σε συγκυριακούς παράγοντες, που σχετίζονται μεταξύ άλλων με την υπεραπόδοση του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων.

Ως αποτέλεσμα της έντονης δημοσιονομικής προσαρμογής και της προόδου που επιτεύχθηκε⁵ στην υλοποίηση του προγράμματος στήριξης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), το Συμβούλιο της ΕΕ προχώρησε το Σεπτέμβριο του 2017 στο κλείσιμο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος για την Ελλάδα. Η απόφαση αυτή αποτελεί επακόλουθο της σχετικής σύστασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Ιούλιο του 2017, καθώς, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Επιτροπής, οι θετικές δημοσιονομικές επιδόσεις της Ελλάδος αναμένεται να διατηρηθούν.

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Κατά τη διάρκεια του 2017 και στις αρχές του 2018 συνεχίστηκε η εφαρμογή του τρίτου προγράμματος με τη θεσμοθέτηση σημαντικών δημοσιονομικών ρυθμίσεων, με κύριους στόχους αφενός την αύξηση των φορολογικών εσόδων του Κρατικού Προϋπολογισμού και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και αφετέρου την αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος μεσοπρόθεσμα προς ενίσχυση της ανάπτυξης.

Στις δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις που συμφωνήθηκαν στο πλαίσιο της δεύτερης αξιολόγησης συγκαταλέγονται μια δέσμη συμπληρωματικών παραμετρικών μέτρων προκειμέ-

νου να διασφαλιστεί το αποτέλεσμα του 2018 σύμφωνα με το πρόγραμμα, καθώς και μεσοπρόθεσμες μεταρρυθμίσεις για τα έτη 2019-2021 που αποσκοπούν στην αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος προς ενίσχυση της ανάπτυξης. Με τον ν. 4472/2017⁶ ψηφίστηκε το σύνολο των παρεμβάσεων, καθώς και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021. Ο νόμος προβλέπει μεταξύ άλλων:

— Συμπληρωματική δέσμη παραμετρικών μέτρων για την επίτευξη των συμφωνηθέντων δημοσιονομικών στόχων έως το τέλος του 2018, σωρευτικής απόδοσης 0,3% του ΑΕΠ, που θα περιλαμβάνει: α) εξορθολογισμό των παροχών κοινωνικής πρόνοιας και κατάργηση των φοροαπαλλαγών στο πλαίσιο της αναθεώρησης του συστήματος κοινωνικής πρόνοιας, β) εξορθολογισμό των δαπανών για υγειονομική και φαρμακευτική περίθαλψη και μείωση των ανώτατων ορίων της δαπάνης πέραν των οποίων εφαρμόζεται ο μηχανισμός της αυτόματης επιστροφής που επιβάλλεται στους παρόχους υγείας και τους προμηθευτές φαρμάκων (claw-back), γ) φορολόγηση των εισοδημάτων από βραχυπρόθεσμη ενοικίαση ακινήτων ως εισοδήματος από ελευθέρια επαγγέλματα, δ) εξορθολογισμό των κινήτρων απόδοσης στο μισθολόγιο του δημόσιου τομέα και ε) εξορθολογισμό ορισμένων επιδομάτων των στρατιωτικών.

— Διαρθρωτικές παρεμβάσεις για τη μεσοπρόθεσμη περίοδο 2019-2021, που αφορούν: α) τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος με στόχο την εξοικονόμηση πόρων ύψους 1,3% του ΑΕΠ σωρευτικά το 2019-2021 και β) την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων, με καθαρή απόδοση ύψους 1% του ΑΕΠ για το 2020, με ενδεχόμενη

4 Βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaioikonomou (2017), “The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece”, *Economics Letters*, 157, 17-20.

5 Περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. στο Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου V.

6 “Συνταξιοδοτικές διατάξεις Δημοσίου και τροποποίηση διατάξεων του ν. 4387/2016, μέτρα εφαρμογής των δημοσιονομικών στόχων και μεταρρυθμίσεων, μέτρα κοινωνικής στήριξης και εργασιακές ρυθμίσεις, Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021 και λοιπές διατάξεις”.

εφαρμογή από το 2019, εφόσον κριθεί απαραίτητο για την επίτευξη του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ.

– Υιοθέτηση εξισορροπητικών παρεμβάσεων που είναι δυνατόν να εφαρμοστούν από το 2019 έως το 2021, στη βάση συμφωνίας μεταξύ των θεσμών και των ελληνικών αρχών ότι από την εφαρμογή τους δεν διακινδυνεύεται η επίτευξη των μελλοντικών στόχων. Στο σκέλος των εσόδων αποφασίστηκε μια δέσμη φορολογικών μέτρων για την ενίσχυση της ανάπτυξης ως αντιστάθμιση της επίπτωσης από την αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων, η οποία περιλαμβάνει: α) μείωση του κατώτατου φορολογικού συντελεστή του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων, β) αναπροσδιορισμό (μειωτικά) των συντελεστών της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης, γ) μείωση του φορολογικού συντελεστή του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων, πλην των πιστωτικών ιδρυμάτων, και δ) μείωση στον ενιαίο φόρο ιδιοκτησίας ακινήτων (ΕΝΦΙΑ). Παράλληλα, αποφασίστηκε και μια στοχευμένη δέσμη δαπανών ως αντιστάθμιση της επίπτωσης από τη συνταξιοδοτική μεταρρύθμιση, η οποία περιλαμβάνει: α) αύξηση των δαπανών για στοχευμένες παροχές κοινωνικής πρόνοιας, β) υψηλής ποιότητας επενδύσεις σε δημόσιες υποδομές και γ) ενεργητικές πολιτικές για την αγορά εργασίας.

– Το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021, το οποίο ενσωματώνει το σύνολο των διαρθρωτικών και εξισορροπητικών παρεμβάσεων, καθώς και ορισμένες διαρθρωτικές φορολογικές παρεμβάσεις που δεν έχουν ακόμη νομοθετηθεί, προβλέπει την επίτευξη των στόχων βάσει του προγράμματος. Συγκεκριμένα, προβλέπει πρωτογενή πλεονάσματα σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος ύψους 1,9% του ΑΕΠ για το 2017, 3,5% του ΑΕΠ για το 2018 και 4,0% του ΑΕΠ για τα έτη 2019, 2020 και 2021, έναντι στόχων προγράμματος 1,75% του ΑΕΠ για το 2017 και 3,5% του ΑΕΠ για το 2018 και έπειτα, βασιζόμενα στις διαρθρωτικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις της περιόδου 2019-2021, σωρευτικής απόδοσης ύψους 4,9 δισεκ.

ευρώ ή 2,3% του ΑΕΠ, καθώς και στις εξισορροπητικές παρεμβάσεις σωρευτικής απόδοσης 7,6 δισεκ. ευρώ ή 3,6% του ΑΕΠ.⁷

Στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της ίδιας αξιολόγησης και σε συνέχεια της ψήφισης του προαναφερθέντος νόμου, τον Ιούνιο ψηφίστηκε ο συμπληρωματικός πολυνόμος 4474/2017⁸ που περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, φορολογικές και τελωνειακές διατάξεις (βλ. Φορολογικό Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου).

Ως αποτέλεσμα, στη συνεδρίαση του Συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης (Eurogroup) στις 15.6.2017 ολοκληρώθηκε η δεύτερη αξιολόγηση και συνοδεύθηκε από τη σταδιακή εκταμίευση ποσού ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ για την εξυπηρέτηση των τρεχουσών χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου και την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της ΓΚ. Από το ποσό αυτό, τα 7,7 δισεκ. ευρώ εκταμιεύθηκαν τον Ιούλιο του 2017, εκ των οποίων τα 800 εκατ. ευρώ προορίστηκαν για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών με τη δέσμευση να συμπληρωθούν με επιπλέον πόρους του Κρατικού Προϋπολογισμού για τον ίδιο σκοπό. Αφού διαπιστώθηκε η επαρκής μείωση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών, εκταμιεύθηκαν τον Οκτώβριο τα υπόλοιπα 800 εκατ. ευρώ για τον ίδιο σκοπό.⁹

Στην ίδια συνεδρίαση του Eurogroup συμφωνήθηκε η διάθεση μελλοντικών εκταμιεύσεων στο πλαίσιο του προγράμματος για την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας (cash buffer), με σκοπό την τόνωση της εμπι-

⁷ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομοματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Ειδικό θέμα V.2.

⁸ “Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις της Οδηγίας (ΕΕ) 2015/2376 και άλλες διατάξεις”.

⁹ Σύμφωνα με το τεχνικό μνημόνιο συνεννόησης της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος, προκειμένου να εκταμιευθεί το ποσό της δόσης που προορίζεται για την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, απαιτείται η μείωση του συνολικού αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών κατά το 150% του ποσού της προηγούμενης δόσης. Συνεπάγεται δηλαδή τη διάθεση επιπλέον ιδίων πόρων με αναλογία 1:2. Στο τεχνικό μνημόνιο της τρίτης αξιολόγησης η αναλογία αυτή τροποποιήθηκε σε 1:1 και ως εκ τούτου, προκειμένου να εκταμιευθεί το ποσό της δόσης που προορίζεται για την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, απαιτείται η μείωση του συνολικού αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών κατά το 200% του ποσού της προηγούμενης δόσης.

στοσύνης των επενδυτών και τη διευκόλυνση της πρόσβασης της Ελλάδος στις αγορές μετά το τέλος του προγράμματος.

Επιπλέον, αναγνωρίστηκε η δυνατότητα μείωσης του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος σε ποσοστό ίσο με ή λίγο μεγαλύτερο από 2% του ΑΕΠ για την περίοδο 2023-2060. Επαναδιατυπώθηκε επίσης η δυνατότητα λήψης μεσοπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του χρέους μετά το τέλος του προγράμματος και στο βαθμό που αυτά είναι αναγκαία για την επίτευξη των συμφωνηθέντων στόχων. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι αποφάσεις του Eurogroup βρίσκονται στην ίδια κατεύθυνση με παλαιότερες προτάσεις πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος.¹⁰

Στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης ψηφίστηκε το Σεπτέμβριο του 2017 ο ν. 4488/2017,¹¹ που ρυθμίζει συνταξιοδοτικά θέματα του Δημοσίου, καθώς και εργασιακά θέματα αρμοδιότητας του Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης. Ειδικότερα όσον αφορά τα συνταξιοδοτικά θέματα, περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων διατάξεις που προβλέπουν: α) την ενοποίηση των όρων ασφάλισης και συνταξιοδότησης μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, β) την αποσύνδεση της ιδιότητας του μηχανικού και του δικηγόρου από την ασφάλιση, γ) τον προσδιορισμό του τρόπου υπολογισμού των επικουρικών συντάξεων από 1.1.2015, δ) τον επανακαθορισμό της διαδικασίας συμψηφισμού και επιστροφής των αχρεωστήτως καταβληθεισών εισφορών στον Ενιαίο Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ), ε) την παροχή δυνατότητας στους αυτοαπασχολούμενους και τους ελεύθερους επαγγελματίες να επιλέξουν ως βάση υπολογισμού των εισφορών τους ποσό μεγαλύτερο από το μηνιαίο εισόδημά τους και στ) την πρόσβαση του Κέντρου Είσπραξης Ασφαλιστικών Οφειλών στο Σύστημα Μητρώων Τραπεζικών Λογαριασμών και Λογαριασμών Πληρωμών και σε στοιχεία φορέων της ΓΚ.

Η προσπάθεια για την άμεση ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης εντάθηκε ιδιαίτερα προς

το τέλος του έτους και οδήγησε στην επίτευξη τεχνικής συμφωνίας με τους θεσμούς το Δεκέμβριο του 2017. Με τον πολυνόμο 4512/2018¹² ολοκληρώθηκε η θεσμοθέτηση των προαπαιτούμενων στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης. Οι κυριότερες ρυθμίσεις του πολυνόμου με δημοσιονομικό αντίκτυπο αφορούν: α) την αναμόρφωση των επιδομάτων τέκνων, β) την πλήρωση έως 30.6.2018 όλων των θέσεων των Διοικητικών και Αναπληρωτών Διοικητικών Γραμματέων Υπουργείων καθώς και των Τομεακών και Ειδικών Τομεακών Γραμματέων, γ) τη θέσπιση ανώτατου ορίου στο μέσο αριθμό του έκτακτου προσωπικού με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου ορισμένου χρόνου (ΙΔΟΧ), μίσθωσης έργου και ωριαίας αποζημίωσης που απασχολείται στους φορείς της ΓΚ και την απαγόρευση της μετατροπής των συμβάσεων ΙΔΟΧ σε αορίστου χρόνου, δ) την επέκταση της δυνατότητας χορήγησης από το Ελληνικό Δημόσιο χρηματικών προκαταβολών σε προμηθευτές ηλεκτρικής ενέργειας, ε) τη σύσταση ενιαίου φορέα με την ονομασία Ελληνικό Κτηματολόγιο και τη συγχώνευση των υποθηκοφυλακείων με τα κτηματολογικά γραφεία, στ) τη μεταβίβαση 14 δημόσιων επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας στην Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας Α.Ε., ζ) τη θέσπιση του γενικού πλαισίου για την αδειοδότηση και λειτουργία των καζίνων, η) τον επανακαθορισμό του καθεστώτος χορήγησης του επιδόματος επικίνδυνης και ανθυγιεινής εργασίας, καθώς και θ) φορολογικές ρυθμίσεις που σχετίζονται μεταξύ άλλων με φορολογικά κίνητρα σε ευρεσιτεχνίες, τη δυνατότητα απενεργοποίησης του ΑΦΜ σε περίπτωση φοροδιαφυγής, τη σύσταση νέας υπηρεσίας Ερευνών Οικονομικού Εγκλήματος, την αύξηση των τελών καταχώρησης μεταβίβασης ακινήτων κ.ά. (βλ. Φορολογικό Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου).

¹⁰ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Ιούnius 2016, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Φεβρουάριος 2017, και *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Ειδικό θέμα V.4.

¹¹ "Συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις Δημοσίου και λοιπές ασφαλιστικές διατάξεις, ενίσχυση της προστασίας των εργαζομένων, δικαιώματα ατόμων με αναπηρίες και άλλες διατάξεις".

¹² "Ρυθμίσεις για την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και άλλες διατάξεις."

Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 22 Ιανουαρίου 2018 αναγνωρίστηκε η πρόοδος στην εφαρμογή των προαπαιτούμενων δράσεων και δόθηκε έμφαση στη σημασία της υιοθέτησης μιας συνολικής στρατηγικής προς ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και στην ανάγκη ολοκλήρωσης των εκκρεμών προαπαιτούμενων δράσεων, που αφορούν κυρίως τη συνεχή και απρόσκοπτη λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών και τις ιδιωτικοποιήσεις. Επιπλέον, καθορίστηκε το ποσό της επόμενης δόσης σε 6,7 δισεκ. ευρώ. Από αυτό το ποσό, αναμένεται να εκταμιευθούν εντός του Φεβρουαρίου 5,7 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 3,3 δισεκ. ευρώ προορίζονται για τη κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου μέχρι το τέλος Ιουνίου του 2018, 1,9 δισεκ. ευρώ για την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος και το υπόλοιπο 0,5 δισεκ. ευρώ για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της ΓΚ. Το υπολειπόμενο 1 δισεκ. ευρώ προβλέπεται να εκταμιευθεί στα μέσα Απριλίου με βάση την πορεία εξόφλησης των ληξιπρόθεσμων οφειλών,¹³ αλλά και την αποτελεσματική λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2017

Η ομαλή εκτέλεση του προγράμματος συνετέλεσε στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, όπως αποτυπώθηκε στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος¹⁴ και στην υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Οι εξελίξεις αυτές κατέστησαν δυνατή την έξοδο της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων στις 25.7.2017, για πρώτη φορά από το 2014, μέσω της έκδοσης πενταετούς ομολόγου συνολικού ύψους 3 δισεκ. ευρώ με απόδοση που διαμορφώθηκε από το βιβλίο προσφορών σε 4,625% (από αυτό το ποσό, περίπου το μισό αφορούσε ανταλλαγή με παλαιότερα ομόλογα που θα έληγαν το 2019). Η απόδοσή του κατέγραψε καθοδική πορεία το επόμενο διάστημα (4,31% στις 2.11.2017), ενώ σημαντική αποκλιμάκωση κατέγραψε η απόδοση του δεκα-

ετούς κρατικού ομολόγου (4,97% στις 15.11.2017, έναντι 6,1% στις 30.5.2017).

Επιπλέον, η επιτυχής ανταλλαγή ελληνικών ομολόγων συνολικής ονομαστικής αξίας 25,8 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο του 2017, με πέντε νέα ομόλογα που λήγουν μεταξύ 2023 και 2042, προκειμένου να βελτιωθεί η ρευστότητα της αγοράς ελληνικών τίτλων, οδήγησε στην περαιτέρω βελτίωση του επενδυτικού κλίματος το διάστημα που ακολούθησε. Περαιτέρω μείωση κατέγραψαν τόσο η απόδοση του δεκαετούς κρατικού ομολόγου (3,7% στις 31.1.2018) όσο και η διαφορά απόδοσης από τον αντίστοιχο δεκαετή γερμανικό τίτλο (326 μονάδες βάσης στις 31.1.2018, έναντι περίπου 740 μονάδων βάσης στις 31.1.2017).

Οι εξελίξεις αυτές διαμόρφωσαν ευνοϊκό κλίμα για την επόμενη έξοδο της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων στις 8 Φεβρουαρίου 2018 με έκδοση ομολόγου επταετούς διάρκειας, μέσω της οποίας αντλήθηκαν 3 δισεκ. ευρώ με απόδοση 3,5%.

Η άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές συμβάλλει στη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας.¹⁵ Σύμφωνα με την Έκθεση Συμμόρφωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης προβλέπεται, μέσω και των μελλοντικών εκταμιεύσεων βάσει του προγράμματος, η δημιουργία ταμειακού αποθέματος ύψους 10,2 δισεκ. ευρώ που θα διευκολύνει την πρόσβαση της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων μετά το τέλος του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018.

Η έξοδος της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές σηματοδοτεί την επάνοδο της ελληνικής οικο-

¹³ Βλ. υποσημείωση 9.

¹⁴ Στις 23.6.2017 η Moody's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος κατά μία βαθμίδα. Αργότερα, στις 18.8.2017 ακολούθησε η αναβάθμιση από τον οίκο Fitch και στις 19.1.2018 από τον οίκο Standard & Poor's.

¹⁵ Σύμφωνα με Υπουργική Απόφαση (ΦΕΚ 2910/23.8.2017), το καθαρό έσοδο που προκύπτει από την προσφυγή του Ελληνικού Δημοσίου στην αγορά κεφαλαίων μέσω της έκδοσης κρατικών χρεογράφων μέχρι τη λήξη του τρίτου προγράμματος στήριξης στις 21.8.2018 πιστώνεται κατόπιν υποδείξεως του ΟΔΔΧΧ στον ειδικό λογαριασμό "Ε.Δ. - Λογαριασμός Δημιουργίας Αποθεματικού Προσόδων από τις Αγορές Κεφαλαίων" στην Τράπεζα της Ελλάδος.

νομίας στην ομαλότητα. Για να συνεχιστεί όμως η πορεία αυτή και να εδραιωθεί η εμπιστοσύνη των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, θα πρέπει να προχωρήσει απρόσκοπτα η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων προκειμένου να ολοκληρωθεί με επιτυχία το πρόγραμμα τον Αύγουστο του 2018. Εξάλλου, με βάση και την εμπειρία άλλων χωρών-μελών, συνάγεται ότι η πιστή τήρηση του προγράμματος και η επακόλουθη ενίσχυση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής είναι η καλύτερη εγγύηση για την ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα και την επιτυχή πορεία μετά από αυτό (βλ. Ειδικό θέμα του Κεφαλαίου ΙΙΙ).

Για το 2017 αναμένεται να επαναληφθεί η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου του προγράμματος. Συγκεκριμένα, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018 εκτιμάται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της ΓΚ (όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης) ύψους 2,44% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 1,75% του ΑΕΠ, αναθεωρημένου προς τα άνω έναντι του ΜΠΔΣ 2018-2021. Η Τράπεζα της Ελλάδος επίσης εκτιμά ότι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2017 θα υπερβεί την εν λόγω πρόβλεψη. Ειδικότερα, με βάση τα διαθέσιμα εθνολογιστικά στοιχεία Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ διαμορφώνεται σε πλεόνασμα ύψους 3,3% του ΑΕΠ, γεγονός που, σε συνδυασμό με τα διαθέσιμα ταμειακά στοιχεία για το σύνολο του έτους, ισχυροποιεί την εκτίμηση ότι το πρωτογενές αποτέλεσμα, με βάση τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, θα διαμορφωθεί σε ποσοστό μεγαλύτερο από την εκτίμηση της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού.

Βάσει των ενδείξεων για την αναμενόμενη δημοσιονομική υπεραπόδοση έναντι του ετήσιου στόχου το 2017, που αναμένεται να επικυρωθεί από την Eurostat τον Απρίλιο του 2018 κατά την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, αποφασίστηκαν η διανομή εφάπαξ κοινωνικού μερί-

σματος προς στήριξη των οικονομικά αδύναμων προσώπων και ευάλωτων νοικοκυριών, βάσει περιουσιακών και εισοδηματικών κριτηρίων, η επιστροφή κρατήσεων υγειονομικής περίθαλψης σε συνταξιούχους λόγω λανθασμένης παρακράτησης, καθώς και η κάλυψη του κόστους παροχής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας στον τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας από τον Κρατικό Προϋπολογισμό.¹⁶

Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου, αν και συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, έχει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Η εντονότερη από την απαιτούμενη, βάσει του προγράμματος, περιοριστική κατεύθυνση της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, δεδομένου μάλιστα του φοροεντρικού χαρακτήρα της, συνεπάγεται άντληση σημαντικών πόρων από την παραγωγική διαδικασία.

Αντιστάθμισμα των αρνητικών επιπτώσεων της συστατικής δημοσιονομικής πολιτικής θα μπορούσαν να αποτελέσουν η επίσπευση της εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ και η ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων. Οι δράσεις αυτές δύνανται να επιφέρουν αύξηση της ρευστότητας στην πραγματική οικονομία, τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και ταχύτερη επάνοδο σε τροχιά διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Επιπρόσθετα, η εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά τη διάρκεια του έτους δεν ήταν ομαλή. Ειδικότερα, η παρατεταμένη διαπραγμάτευση που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2017 με σκοπό την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης λειτούργησε επιβαρυντικά για την πραγματική οικονομία. Όπως συνέβη και το αντίστοιχο διάστημα του 2015 και του 2016, η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του προγράμματος πάγωσε και οι υποχρεώσεις πληρωμών αντιμετώπιστηκαν μέσω αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού διαθέσιμων πόρων από

¹⁶ Ν. 4501/2017 "Διανομή κοινωνικού μερίσματος και άλλες διατάξεις".

φορείς της ΓΚ, ενώ ταυτόχρονα παρατηρήθηκαν αναβολές πληρωμών προς τους προμηθευτές των φορέων της ΓΚ, οι οποίες οδήγησαν σε αύξηση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, με αρνητικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα (βλ. Διάγραμμα VI.3).

Περαιτέρω, κατά τη διάρκεια του έτους παρατηρήθηκε υστέρηση στα έσοδα από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, λόγω του χαμηλότερου του προσδοκώμενου συνολικού ποσού των δηλωθέντων εισοδημάτων. Αν και αναμενόταν υψηλότερο του αντίστοιχου ποσού του 2016 με βάση τα νέα φορολογικά μέτρα που τέθηκαν σε ισχύ το 2017 (νέα κλίμακα, μείωση του αφορολόγητου και αυξημένη προκαταβολή φόρου για ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες), διαμορφώθηκε εν τέλει στο ίδιο με το περυσινό επίπεδο λόγω της περαιτέρω μετατόπισης των δηλωθέντων εισοδημάτων προς τα κάτω.¹⁷ Ειδικά για τους ελεύθερους επαγγελματίες και δευτερευόντως για τους αγρότες καταγράφηκε σημαντική μείωση των δηλωθέντων εισοδημάτων στις φορολογικές δηλώσεις του 2017. Ως εκ τούτου, ο στόχος των εσόδων από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα κάτω στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018 έναντι του ΜΠΔΣ 2018-2021, υποδηλώνοντας με αυτό τον τρόπο ότι το τρέχον φοροκεντρικό δημοσιονομικό μίγμα δεν είναι διατηρήσιμο.

Τέλος, τα διαθέσιμα στοιχεία εκτέλεσης του ΚΠ το 2017 καταδεικνύουν ότι τόσο οι πρωτογενείς δαπάνες του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) όσο και οι δαπάνες του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) συγκρατήθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του έτους και τελικά διαμορφώθηκαν χαμηλότερα των αντίστοιχων ετήσιων στόχων, στερώντας επιπλέον πόρους από την πραγματική οικονομία. Οι οικονομικοί αυτοί πόροι θα μπορούσαν εναλλακτικά να ενισχύσουν τις δημόσιες επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση ή να αυξήσουν την αποταμίευση. Η ενίσχυση της ιδιωτικής αποταμίευσης με τη σειρά της θα διευκόλυνε τη χρηματοδότηση των παραγω-

γικών επενδύσεων, συμβάλλοντας στην τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Κατά συνέπεια, η δημοσιονομική διαχείριση θα πρέπει να προσανατολιστεί στην αλλαγή της σύνθεσης του δημοσιονομικού μίγματος προς μια πολιτική περισσότερο φιλική προς την ανάπτυξη, η οποία θα επιτρέψει παράλληλα και την ομαλή εκτέλεση του Προϋπολογισμού βάσει των μηνιαίων στόχων κατά τη διάρκεια του έτους. Επιπλέον, είναι απαραίτητο να ενταθούν οι προσπάθειες καταπολέμησης της παραοικονομίας, της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας, ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και έτσι να δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για τη μείωση των φορολογικών συντελεστών, η οποία θα τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και θα επιταχύνει την ανάπτυξη. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών σε συνδυασμό με την ενδυνάμωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, ο εξορθολογισμός και η καλύτερη στόχευση των δαπανών ώστε να διοχετεύονται οι πόροι σε τομείς με πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία, καθώς και η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας θεωρούνται πρωταρχικοί στόχοι για την αύξηση των επενδύσεων που θα τροφοδοτήσουν έναν ενάρετο κύκλο ανάπτυξης.

Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να συμβάλουν δράσεις σχετικές με: α) την υποχρεωτική χρήση των ηλεκτρονικών συναλλαγών ως μέσου περιορισμού της φοροδιαφυγής και βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης, β) την εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων, γ) την άμεση εφαρμογή του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, δ) την επέκταση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και

¹⁷ Γενικότερα, όπως επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία των φορολογικών δηλώσεων για τα οικονομικά έτη 2011-2016 της Γενικής Γραμματείας Πληροφοριακών Συστημάτων και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων, καταγράφεται συνεχής μετατόπιση των δηλωθέντων εισοδημάτων προς τα κάτω με σταθερή συρρίκνωση της μεσαίας τάξης, σταθερή αύξηση του αριθμού των φορολογουμένων με ετήσια εισοδήματα κάτω από το αφορολόγητο όριο και σημαντική μείωση των φορολογουμένων με υψηλά εισοδήματα.

η κοινωνική ασφάλιση, ε) την ταχύτερη απορρόφηση των κοινοτικών πόρων στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ 2014-2020, στ) την κατάλληλη νομοθεσία για τις χρήσεις γης, ζ) την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Κράτους και η) την προώθηση της καινοτομίας και της τεχνολογίας μέσω καλά σχεδιασμένων μέτρων για την παρότρυνση των επιχειρήσεων να επενδύσουν όχι μόνο περισσότερο αλλά και αποτελεσματικότερα στον τομέα της Έρευνας και Ανάπτυξης (Ε&Α).

Ως προς το τελευταίο, σημαντικό ρόλο θα μπορούσε να διαδραματίσει η χρήση των φοροα-

παλλαγών ως εργαλείου ενθάρρυνσης της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτοβουλίας στον τομέα της Ε&Α (βλ. Πλαίσιο V.2). Η εξέταση της απόδοσης των παρεχόμενων φορολογικών απαλλαγών, όπως αποτυπώνεται όχι μόνο από το ύψος της συνολικής φορολογικής ελάφρυνσης αλλά και από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που υποβάλλουν αιτήματα για φοροαπαλλαγές (π.χ. μέγεθος, τομέας δραστηριότητας), είναι μεγάλης σημασίας για τη βελτίωση των παραγωγικών δυνατοτήτων της ελληνικής οικονομίας και τη διασφάλιση βιώσιμου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης (βλ. Πλαίσιο VI.1).

Πλαίσιο VI.1

ΠΩΣ Η ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΡΙΖΕΙ ΤΗ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΦΟΡΟΑΠΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ (Ε&Α) ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Μια συνήθης λειτουργία της δημοσιονομικής πολιτικής είναι η συγκέντρωση και χρήση πόρων για τη σταθεροποίηση του οικονομικού κύκλου και την επίτευξη των αναδιανεμητικών στόχων της κυβέρνησης. Με αυτή την έννοια η δημοσιονομική πολιτική συνιστά πολιτική διαχείρισης της ζήτησης. Ωστόσο, τις περισσότερες φορές τα προβλήματα είναι βαθύτερα και ανάγονται σε δομικές ατέλειες, η θεραπεία των οποίων απαιτεί αλλαγές στη δομή και στον τρόπο λειτουργίας της οικονομίας, δηλαδή διαρθρωτικές πολιτικές.¹ Ενδεικτικό παράδειγμα του πώς η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να καταστεί διαρθρωτική² είναι οι πολιτικές προώθησης της καινοτομίας και της τεχνολογίας μέσω καλά σχεδιασμένων μέτρων, μικροοικονομικού και μακροοικονομικού χαρακτήρα.^{3,4} Τέτοια μέτρα, μεταξύ άλλων, είναι η δημιουργία ενός ευνοϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος μέσω ενός συστήματος φορολογικών κινήτρων.⁵ Η

1 Υπάρχει μια αμφίδρομη σχέση μεταξύ πολιτικών διαχείρισης διαταραχών της ζήτησης και διαρθρωτικών πολιτικών. Για παράδειγμα, η μείωση της μεταβλητότητας του οικονομικού κύκλου επιδρά ευνοϊκά στη δαπάνη των επιχειρήσεων για Ε&Α, αφού εξασφαλίζει ικανοποιητικό ρυθμό ανάπτυξης και πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση. Βλ. Spilimbergo, A., S. Symansky, O. Blanchard and C. Cottarelli (2008), "Fiscal policy for the crisis", IMF Staff Position Note 08/01, Horton, M. and A. El-Ganainy (2009), "What is fiscal policy", *Finance and Development*, 46(2), καθώς και Abdel-Kadar, K. (2013), "What are structural policies", *Finance and Development*, 50(1).

2 Για τη σχέση μεταξύ δημοσιονομικής πολιτικής και ανάπτυξης, βλ. ECB (2015), "The short-term fiscal implications of structural reforms", *Economic Bulletin*, Issue 7, 52-70, και Afonso, A., W. Ebert, L. Schuknecht and M. Thöne (2005), "Quality of Public Finances and Growth", ECB Working Paper no 438. Για τη σημασία του ψηφιακού μετασχηματισμού της δημόσιας οικονομικής στον επανασχεδιασμό της φορολογικής πολιτικής, την καλύτερη οργάνωση του συστήματος εσόδων και δαπανών και την αποτελεσματικότερη στόχευση της αναδιανεμητικής πολιτικής, βλ. Gupta, S., M. Keen, A. Shah and G. Verdier (2017), "Introduction: Reshaping public finance", in Gupta, S. et al. (eds), *Digital revolutions in public finance*, 1-21, IMF.

3 Άλλο παράδειγμα δημοσιονομικής παρέμβασης είναι η διόρθωση της ασύμμετρης φορολογικής μεταχείρισης των τόκων επί του χρέους και των αποδόσεων του μετοχικού κεφαλαίου. Η ασυμμετρία αυτή στρεβλώνει τις επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης, των οποίων η χρηματοδότηση εξαρτάται περισσότερο από το μετοχικό κεφάλαιο, όπως είναι η δαπάνη για Ε&Α, με αποτέλεσμα την έκθεση της επιχείρησης σε υπερβολικό δανεισμό (corporate debt bias). Βλ. Zangari, E. (2014), "Addressing the debt bias: A comparison between the Belgian and the Italian ACE systems", European Commission, *Taxation Papers*, Working Paper no 44, και IMF (2016), "Tax policy, leverage and macroeconomic stability", Policy Paper.

4 Εμπειρικά έχει βρεθεί ότι η καινοτομία βελτιώνει τη συνολική παραγωγικότητα και προσδιορίζει έναν υψηλό ρυθμό μεγέθυνσης. Στις ανεπτυγμένες οικονομίες αύξηση κατά 40% της επιχειρηματικής δαπάνης για Ε&Α αυξάνει το ΑΕΠ κατά 5% μακροπρόθεσμα, ενώ το δημοσιονομικό κόστος δεν ξεπερνά το 0,4% του ΑΕΠ ετησίως. Βλ. Donselaar, P. and C. Koopmans, (2016), "The fruits of R&D: Meta-analysis of the effects of Research and Development on productivity", Research Memorandum, 2016-01, Vrije Universiteit van Amsterdam, και IMF (2016), "Fiscal policies for innovation and growth", *Fiscal Monitor: Acting now, acting together*, 29-57.

5 Άλλα μέτρα είναι η βελτίωση της ποιότητας του ανθρώπινου κεφαλαίου, η διατήρηση μακροοικονομικής σταθερότητας και η δημιουργία ενός ευκρινούς θεσμικού πλαισίου για την προστασία της πνευματικής ιδιοκτησίας, τον πτωχευτικό νόμο, τη λειτουργία του εμπορίου και του ανταγωνισμού, και την οργάνωση της αγοράς εργασίας.

παρούσα ανάλυση εξετάζει την περίπτωση της Ελλάδος και ειδικότερα τη σημασία των φορο-απαλλαγών ως εργαλείου ενθάρρυνσης της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτοβουλίας στον τομέα της E&A (βλ. και Πλαίσιο V.2).

Κρατική ενίσχυση της δαπάνης του επιχειρηματικού τομέα για E&A

Τα τελευταία χρόνια οι κυβερνήσεις των ανεπτυγμένων χωρών έχουν εντείνει τις προσπάθειές τους να συνδράμουν μέσω της παροχής γενναιόδωρων φορολογικών κινήτρων στις επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν επενδυτικά προγράμματα E&A. Η συγκεκριμένη μορφή κρατικής ενίσχυσης αποσκοπεί στη μείωση του κόστους λειτουργίας της επιχείρησης και στην προώθηση της τεχνολογίας και της εξωστρεφούς καινοτομίας, με σεβασμό ταυτόχρονα των κανόνων του διεθνούς ανταγωνισμού.^{6,7} Η προνομιακή φορολόγηση δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι επιχειρηματικές δραστηριότητες εντάσεως γνώσης συνεισφέρουν στην τεχνική και επιστημονική πρόοδο και συντελούν στη μετάβαση στην “έξυπνη οικονομία”, δηλαδή στην “οικονομία της γνώσης και της καινοτομίας”. Σε μια τέτοια οικονομία, οι πνευματικές δεξιότητες αποτελούν κινήτριο μοχλό ανάπτυξης. Και τούτο διότι μέσω της δαπάνης για E&A παράγονται καινοτόμα προϊόντα και διαδικασίες, συντελούνται οργανωτικές αλλαγές, βελτιώνεται ο τρόπος προώθησης του προϊόντος και εισάγονται νέα επιχειρηματικά μοντέλα όπως, για παράδειγμα, το ηλεκτρονικό εμπόριο, η “οικονομία διαμοιρασμού” (sharing economy), η “οικονομία peer-to-peer” (P2P) και η καινοτομία στις χρηματοπιστωτικές αγορές (πλατφόρμες επενδύσεων στο διαδίκτυο, δημιουργία αλγορίθμων συναλλαγών υψηλής ταχύτητας και κρυπτονομίσματα). Οι επιχειρήσεις είναι ο βασικός πρωταγωνιστής του συστήματος τεχνολογίας και καινοτομίας, αφού είναι αυτές που όχι μόνο παράγουν αλλά και μετουσιώνουν την καινοτόμο ιδέα σε οικονομική αξία και ευκαιρία απασχόλησης. Κατά συνέπεια, η πορεία και η ταχύτητα της τεχνολογικής προόδου είναι συνυφασμένες με τις κυβερνητικές πολιτικές που αφορούν τη στήριξη της δαπάνης των επιχειρήσεων για E&A.⁸ Ως εκ τούτου, στην Ελλάδα η πληροφόρηση τόσο για το ύψος όσο και για τα χαρακτηριστικά της δημόσιας χρηματοδότησης κρίνεται αναγκαία και συνιστά ασφαλή οδηγό στο σχεδιασμό της μακροπρόθεσμης αναπτυξιακής πολιτικής.

Τυπικά γνωρίσματα της επιχειρηματικής δαπάνης για E&A στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα παρατηρούνται: *Πρώτον*, αύξηση της επιχειρηματικής δαπάνης για E&A. Μεταξύ 2006 και 2016 υπερδιπλασιάστηκε και ανήλθε το 2016 σε 0,42% του ΑΕΠ. Ωστόσο, υστερεί ένα-ντι του μέσου όρου της ΕΕ (1,25%) και του ΟΟΣΑ (1,64%). Αναλογεί δε σε μόνο 1/3 της ακαθάριστης εγχώριας δαπάνης (33%) σε σύγκριση με 2/3 στην ΕΕ (63,6%) και τον ΟΟΣΑ (69,1%).⁹ *Δεύτερον*, αλλαγή της σύνθεσης της κρατικής ενίσχυσης προς όφελος της έμμεσης χρηματοδό-

6 Το 2016, 29 από τις 35 χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ και 22 από τις 28 χώρες της ΕΕ, καθώς και πολλές άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, παρέχουν κρατική υποστήριξη μέσω φορολογικών κινήτρων σε επιχειρήσεις E&A. Για μια συγκριτική παρουσίαση, βλ. Deloitte (2017), *Survey of global investment and innovation incentives*, December.

7 Η κρατική ενίσχυση διακρίνεται σε άμεση (direct funding) και έμμεση (indirect) χρηματοδότηση. Η άμεση, με τη μορφή επιδοτήσεων, επιχορηγήσεων και αγορών καινοτόμων προϊόντων μέσω συμβάσεων για δημόσιες προμήθειες, προεπιλέγει και προκαθορίζει το είδος της ερευνητικής δραστηριότητας στην οποία θα προβεί η επιχείρηση, αποκλείοντας άλλα είδη. Με τον τρόπο αυτό, παρεμβαίνει στη λειτουργία της αγοράς και στους κανόνες του ελεύθερου ανταγωνισμού και εμπορίου. Αντίθετα, η έμμεση μέσω φορολογικών κινήτρων δεν αποκλείει κανένα τομέα έρευνας και τεχνολογικής ανάπτυξης ενώ η στοχοθεσία παραμένει στον έλεγχο της επιχείρησης. Βλ. OECD (2014), “Tax incentives for R&D and innovation”, *OECD Science, Technology and Industry Outlook 2014*, OECD Publishing, Paris.

8 Η κρατική παρέμβαση κρίνεται αναγκαία διότι η παραγόμενη γνώση δεν μπορεί να αξιοποιηθεί άμεσα και αποκλειστικά από την επιχείρηση που διεξήγαγε την έρευνα, είναι συνήθως εντάσεως κεφαλαίου, διαχέεται εύκολα και το αποτέλεσμα από την οικονομική της εκμετάλλευση είναι αβέβαιο.

9 Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι το ποσοστό της ακαθάριστης εγχώριας δαπάνης για E&A που διενεργείται από τον κρατικό τομέα είναι υπερδιπλάσιο στην Ελλάδα (2015: 28,1%) του αντίστοιχου ποσοστού στην ΕΕ (12,3%) και τον ΟΟΣΑ (11%). Εάν σε αυτό προσθέσουμε και το ποσοστό της εγχώριας δαπάνης που διενεργείται από τα ανώτατα εκπαιδευτικά ιδρύματα, τα οποία στην Ελλάδα είναι αποκλειστικώς δημόσια (37,8%), τότε τα 2/3 της ακαθάριστης εγχώριας δαπάνης διενεργούνται από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα.

Κρατική ενίσχυση της δαπάνης του επιχειρηματικού τομέα για E&A στην Ελλάδα

	2006			2016		
	Ελλάδα	ΕΕ	ΟΟΣΑ	Ελλάδα	ΕΕ	ΟΟΣΑ
Ακαθάριστη εγχώρια δαπάνη για E&A (% του ΑΕΠ) ¹	0,56	1,77	2,19	0,99	2,03	2,40
Δαπάνη επιχειρηματικού τομέα για E&A ¹						
– ως % του ΑΕΠ	0,17	1,06	1,49	0,42	1,25	1,64
– ως % της ακαθάριστης εγχώριας δαπάνης για E&A	30,0	62,8	68,5	41,7	63,6	69,1
Κρατική ενίσχυση (% του ΑΕΠ) ^{2,3}	0,02		0,095	0,08		0,10
– άμεση	0,01		0,04	0,03		0,055
– έμμεση	0,01		0,04	0,05		0,05
Δείκτης εκτιμώμενου οφέλους (1-Bindex) ^{3,4}						
– μεγάλες				0,11		0,11
– μικρομεσαίες				0,11		0,18

Πηγές: Επεξεργασία στοιχείων OECD Datasets (2017): *R and D Tax Incentive Indicators*, July, *Science, Technology and Innovation Outlook*, February, και *MSIT Main Science and Technology Indicators*, August, και Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης (2017), *Βασικοί Δείκτες Έρευνας και Ανάπτυξης για δαπάνες και προσωπικό το 2016 στην Ελλάδα*, προκαταρκτικά στοιχεία, Νοέμβριος, <http://metrics.ekt.gr>.

1 Οι τιμές για την ΕΕ και τον ΟΟΣΑ αναφέρονται στο 2015, ενώ για την Ελλάδα στο 2016, με στόχο η ακαθάριστη εγχώρια δαπάνη να φθάσει το 1,2% του ΑΕΠ μέχρι το 2020 (βλ. National Reform Programme, Απρίλιος 2016).

2 2014, σε δημοσιονομική βάση (accruals basis).

3 Διάμεσος τιμή για ΟΟΣΑ-44 (35 χώρες-μέλη συν συνεργαζόμενες χώρες).

4 Bindex είναι η παρούσα αξία του αναγκάσιου προ φόρου εισοδήματος της επιχείρησης ώστε να εξακολουθεί να λειτουργεί στο νεκρό σημείο (break-even point), σε εκείνο δηλαδή το μέγεθος παραγωγής που τα συνολικά έσοδα ισούνται με τα συνολικά έξοδα όταν αυξάνει κατά μία επιπλέον μονάδα τη δαπάνη της για E&A. Όσο μικρότερος είναι ο Bindex, τόσο ισχυρότερο είναι το κίνητρο της επιχείρησης να επενδύσει σε E&A και μεγαλύτερο το προσδοκώμενο όφελος από τη φορολογική ελάφρυνση. Βλ. OECD (2015), *OECD STI Scoreboard, 2015: Innovation for growth and society*, OECD Publishing Paris, 2017, κερδοφόρες επιχειρήσεις.

τησης,¹⁰ σηματοδοτώντας την ευθυγράμμιση της Ελλάδος με τη βέλτιστη διεθνή πρακτική που είναι συμβατή με τους κανόνες του διεθνούς ανταγωνισμού και εμπορίου. Η στροφή προς την έμμεση ενίσχυση¹¹ αποδεικνύει έμπρακτα τη θεσμική αναγνώριση της σημασίας των φορολογικών κινήτρων. Πράγματι, ενώ το 2006 η άμεση και η έμμεση χρηματοδότηση ως ποσοστά του ΑΕΠ ήταν ισομερώς κατανεμημένες, το 2014 (τελευταία διαθέσιμη παρατήρηση) η έμμεση χρηματοδότηση πενταπλασιάστηκε και ήταν 1,5 φορά μεγαλύτερη σε σχέση με την άμεση που επίσης αυξήθηκε αλλά με βραδύτερο ρυθμό (βλ. τον πίνακα).¹²

10 Στο πλαίσιο της έμμεσης χρηματοδότησης, τα φορολογικά κίνητρα λαμβάνουν συνήθως δύο μορφές: φορολόγηση με μειωμένο συντελεστή των εισοδημάτων από άδειες εκμετάλλευσης ή χορήγηση δικαιωμάτων ευρεσιτεχνίας (income-based provisions) και εννοιακή φορολογική μεταχείριση της δαπάνης (expenditure-based provisions). Με βάση την εμπειρία διαφόρων χωρών, η πρώτη μορφή έχει αποδειχθεί ανεπαρκής, αφού η ελάφρυνση είναι συνάρτηση του εισοδήματος της επιχείρησης και όχι της δαπάνης και καθίσταται αποτελεσματική μόνο στην περίπτωση που προβλέπεται μεγάλο ποσοστό ελάφρυνσης. Βλ. Gaspar, V. (2017), “Designed for growth: Taxation and productivity”, Public Finance Workshop on Fiscal Structural Reforms, Bank of Portugal, 3.7.2017. Η δεύτερη μορφή είναι περισσότερο διαδεδομένη. Αφορά εκπτώσεις των δαπανών είτε από το φορολογητέο εισόδημα της επιχείρησης πριν από τον υπολογισμό του φόρου είτε από τις φορολογικές υποχρεώσεις της επιχείρησης, μισθολογικές και φορολογικές εξαιρέσεις των απασχολουμένων στον τομέα E&A, μείωση εργοδοτικών εισφορών και επιταχυνόμενη φορολογική απόσβεση του μηχανολογικού εξοπλισμού. Η δαπάνη για E&A αφορά δαπάνες της επιχείρησης για αγορά μηχανολογικού εξοπλισμού, πατρών, αλλά και άυλων στοιχείων, το κόστος εργασίας καθώς και τις αποσβέσεις του μηχανολογικού εξοπλισμού. Βλ. OECD (2016), “Tax incentives for R&D and innovation”, *OECD Science, Technology and Innovation Outlook 2016*, OECD Publishing, Paris, και Appel, S., M. Bajgar, C. Criscuolo and F. Galindo-Rueda (2016), “R&T Tax Incentives: Evidence on design, incidence and impacts”, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, no 32.

11 Βλ. v. 4171/2013, άρθρα 22Α και 27, v. 4386/2016, άρθρο 24, v. 4399/2016 και v. 4512/2018, άρθρο 353, καθώς και OECD (2016), *Compendium of R&D tax incentive schemes: OECD countries and selected economies*, 2016: Greece, σελ. 76-78. Βλ. επίσης τους αναπτυξιακούς νόμους 3908/2011 και 4146/2013.

12 Παρά την αύξηση της κρατικής χρηματοδότησης τα τελευταία χρόνια ως συνέπεια των πρόσφατων αναπτυξιακών νόμων, η ίδια χρηματοδότηση συνιστά την κύρια πηγή (2016: 87,7% της δαπάνης ή 0,36% του ΑΕΠ). Στην Ελλάδα, εξαιτίας του πολύ χαμηλού συντελεστή υπερέκπτωσης συγκριτικά με άλλες χώρες, πολύ λίγες επιχειρήσεις κάνουν εν τέλει χρήση των κινήτρων φοροαπαλλαγών για E&A και ευρεσιτεχνίες (βλ. Έκθεση Φορολογικών Δαπανών 2018, Υπουργείο Οικονομικών, Νοέμβριος 2017, Πίνακας 4, σελ. 16). Αντίθετα, οι επιχειρήσεις μέσω του ΕΣΠΑ 2014-2020 και του αναπτυξιακού νόμου v. 4399/2016 εξακολουθούν να αποτελούν το κύριο μέσο πολιτικής για την ενίσχυση της E&A.

Τρίτον, θετική συσχέτιση της δαπάνης του επιχειρηματικού τομέα για E&A με το ύψος της συνολικής κρατικής ενίσχυσης.¹³ Η αύξηση της συνολικής χρηματοδότησης κατά 6 μονάδες βάσης του ΑΕΠ μεταξύ 2006 και 2014 φαίνεται να συνδέεται ceteris paribus με σχεδόν υπεردιπλάσια αύξηση της δαπάνης (11 μονάδες βάσης του ΑΕΠ). Τέταρτον, σχετικά μικρό προσδοκώμενο όφελος της ελάφρυνσης, ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, συγκριτικά με τις χώρες του ΟΟΣΑ. Αν και το ύψος της ελάφρυνσης διαφέρει σημαντικά μεταξύ των χωρών, αφού εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων (μέγεθος επιχείρησης και ύψος φορολογικής υποχρέωσης), καθώς και από τα σχεδιαστικά χαρακτηριστικά του εθνικού συστήματος παροχής φορολογικού κινήτρου (τύπος κινήτρου, διάρκεια, επιλέξιμες δαπάνες, ποσοστό έκπτωσης), το ελληνικό σύστημα φοροαπαλλαγών δεν φάνηκε το 2017 να είναι αρκετά γενναιοδωρο, τουλάχιστον για τις κερδοφόρες μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Δεν φάνηκε επίσης να διαφοροποιείται μεταξύ μεγάλων και μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Η τελική προσδοκώμενη ελάφρυνση για μία επιπλέον μονάδα δαπάνης για E&A που καταβάλλει μια μικρομεσαία επιχείρηση (implicit marginal tax subsidy rate) με επαρκή κέρδη, και επομένως με φορολογική υποχρέωση, ώστε να είναι σε θέση να κάνει πλήρη χρήση του παρεχόμενου κινήτρου (βλ. τον πίνακα) ήταν γύρω στο 10% (0,11 της μονάδας του δείκτη), αρκετά μικρότερη από τη διάμεσο τιμή των χωρών του ΟΟΣΑ (0,18)¹⁴ και μόνο 8% για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις με ανεπαρκή κέρδη ή με ζημιές (ΟΟΣΑ=0,15).

Φορολογικά κίνητρα και αναπτυξιακές επιδόσεις στην Ελλάδα

Αυτό που έχει ίσως μεγαλύτερη σημασία για τη διασφάλιση βιώσιμου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης είναι η απόδοση των παρεχόμενων φοροαπαλλαγών, όπως αποτυπώνεται όχι μόνο από το ύψος της ελάφρυνσης, αλλά και από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων (π.χ. μέγεθος, τομέας δραστηριότητας). Η πληροφόρηση αυτή είναι χρήσιμη, αφού η ζήτηση προϊόντων E&A και η κερδοφορία καθορίζουν ex post τη συνολική αξία των φοροαπαλλαγών¹⁵ και κατά συνέπεια προσδιορίζουν έναν ενάρετο κύκλο τεχνολογικής προόδου και αναπτυξιακής δυναμικής.

Από αυτή την άποψη, στην Ελλάδα παρατηρούνται:

Αύξηση της φορολογικής ελάφρυνσης. Η αξία των φοροεκπτώσεων (βλ. Διάγραμμα Α), όπως προσεγγίζεται με την αξία των εγκεκριμένων αιτημάτων, ήταν το 2014 σχεδόν διπλάσια (90 εκατ. ευρώ) σε σχέση με το 2011 (49 εκατ. ευρώ). Η απότομη αύξηση που σημειώθηκε το 2012 ήταν το αποτέλεσμα της εφαρμογής του ν. 3908/2011, που μετέστρεψε το χαρακτήρα της κρατικής χρηματοδότησης από άμεση σε έμμεση και συνέβαλε ceteris paribus στην ταχεία αύξηση της επιχειρηματικής δαπάνης.

Αυξημένο ενδιαφέρον για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Όπως έχει δείξει η διεθνής εμπειρία, η δαπάνη για E&A είναι εντάσεως κεφαλαίου και χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση σε ένα σχετικά μικρό αριθμό επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους. Η ελληνική εμπειρία δεν αποτελεί εξαίρεση. Το 2015, η δαπάνη για E&A των επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους αποτελούσε τα 2/3 (67%) του συνόλου (βλ. Διάγραμμα Β). Ωστόσο, οι ΜΜΕ ήταν εκείνες που έλαβαν μεγαλύτερη κρατική ενίσχυση (2/3 της αξίας των εγκεκριμένων αιτημάτων) σε σχέση με τη συμμετοχή τους (1/3 της δαπάνης). Το γεγονός αυτό μαρτυρεί ότι πρόθεση της κρατικής παρέμβασης είναι να

13 Εμπειρικά έχει βρεθεί ότι στις χώρες του ΟΟΣΑ ο συντελεστής συσχέτισης κατά μέσο όρο είναι θετικός και υψηλός (0,45) και ότι το 1/4 της μεταβολής της δαπάνης για E&A ως ποσοστό του ΑΕΠ ερμηνεύεται από μεταβολές της κρατικής χρηματοδότησης. Βλ. OECD (2017), *OECD estimates of government tax relief for business R&D, 2014, D2.1: Summary report on indicators of tax expenditures (year 1)*, March, OECD Publishing Paris.

14 EE= 0,15. Οι χώρες της ΕΕ που καταγράφουν τη μεγαλύτερη ωφέλεια είναι η Γαλλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία. Το όφελος προσεγγίζει το 40% για τις κερδοφόρες ΜΜΕ.

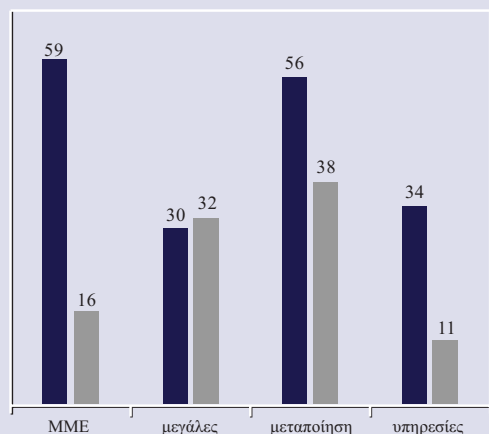
15 Σε αντιδιαστολή, η άμεση χρηματοδότηση προσδιορίζει ex ante την προσφορά προϊόντων E&A.

Διάγραμμα Α Φοροαπαλλαγές για δαπάνες Ε&Α ανά τομέα δραστηριότητας και μέγεθος επιχείρησης (2014 έναντι 2011)

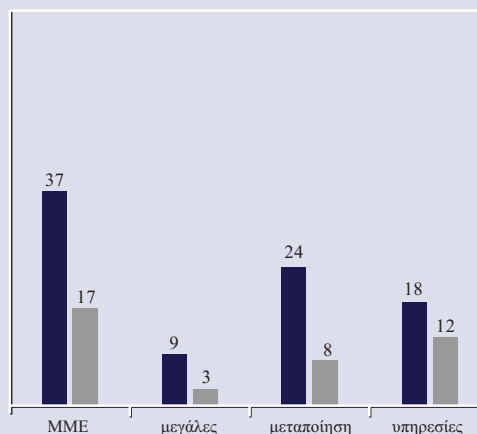
(σε εκατ. ευρώ)

■ 2014
■ 2011

Α1. Αξία φοροαπαλλαγών (σε εκατ. ευρώ)



Α2. Αριθμός φοροαπαλλαγών



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Εθνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης, <http://metrics.ekt.gr>.

Σημειώσεις: Οι φοροαπαλλαγές χορηγούνται κατόπιν αιτήματος και μετά από έγκριση της Γενικής Γραμματείας Έρευνας και Τεχνολογίας με βάση το ν. 4172/2013, άρθρο 22Α. Η αξία αναφέρεται στο ύψος του αιτήματος σε εκατ. ευρώ. Μέγεθος επιχειρήσεων με βάση τον αριθμό των εργαζομένων: μεγάλες ≥ 250 , MME ≤ 249 . Η μεταποίηση περιλαμβάνει τους κλάδους 10-33 της NACE rev.2 και οι υπηρεσίες τους κλάδους 45-82. Το 2014 είναι η τελευταία διαθέσιμη παρατήρηση.

εξομαλύνει τις δυσκολίες στην εύρεση χρηματοδότησης που συνήθως χαρακτηρίζουν τις MME και τις αποθαρρύνουν από την ανάληψη ερευνητικών επενδυτικών σχεδίων.

Αυξημένο ενδιαφέρον για τη μεταποίηση. Ο τομέας της μεταποίησης, με μερίδιο το 2015 λιγότερο από το 1/3 της δαπάνης, κατέγραψε μεγαλύτερο αριθμό και υψηλότερη αξία εγκεκριμένων αιτημάτων το 2014 συγκριτικά με τον τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος όμως είχε μεγαλύτερο μερίδιο (2/3) στη δαπάνη.

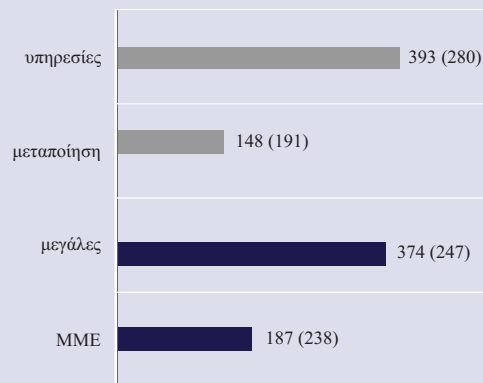
Αποτελεσματικότητα. Η μέση αξία της φοροαπαλλαγής (“μέση υποστήριξη”), που προσεγγίζεται με το λόγο της συνολικής αξίας των εγκεκριμένων αιτημάτων προς τον αριθμό τους, ανά μέγεθος επιχείρησης και ανά τομέα δραστηριότητας, μπορεί να θεωρηθεί δείκτης αποτελεσματικότητας του συστήματος των φοροαπαλλαγών. Το 2014 οι μεγάλες επιχειρήσεις έλαβαν μεγαλύτερη μέση υποστήριξη (3,4 εκατ. ευρώ) από ό,τι το σύνολο της οικονομίας (1,9 εκατ. ευρώ), ένδειξη ότι η επενδυτική δραστηριότητα σε Ε&Α εξακολουθεί να αποτελεί προνόμιο των επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους, των οποίων η δαπάνη ήταν το 2015 διπλάσια από ό,τι η δαπάνη των MME (βλ. Διάγραμμα Β). Οι τελευταίες, παρά τη μεγάλη κρατική ενίσχυση που τους εγκρίθηκε (σε όρους αξίας και αριθμού αιτημάτων), μείωσαν εν τέλει τη δαπάνη για Ε&Α.¹⁶ Μπορούμε δηλαδή να υποθέσουμε ότι εάν δεν ελάμβαναν κρατική ενίσχυση, δεν θα υλοποιούσαν επενδυτικά σχέδια Ε&Α. Ελλοχεύει επομένως ο κίνδυνος της σκόπιμης διατήρησης του μικρού μεγέθους (small business trap) για την εκμετάλλευση των ωφελειών που παρέχουν οι φοροεκπτώσεις. Τέλος, με βάση τη διάκριση ανά τομέα δραστηριότητας, η μεταποίηση ήταν ο τομέας

¹⁶ Ειδικότερα οι μικρές επιχειρήσεις (μέχρι και 49 εργαζομένους), μεταξύ 2011 και 2015, μείωσαν περισσότερο από 50% τόσο τη δαπάνη για Ε&Α όσο και την ίδια χρηματοδότηση.

Διάγραμμα Β Δαπάνη επιχειρηματικού τομέα για Ε&Α ανά τομέα δραστηριότητας και μέγεθος επιχείρησης, 2015

(εκατ. ευρώ)

■ Ε&Α/μέγεθος
■ Ε&Α/τομέας



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Εθνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης, <http://metrics.ekt.gr>.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως αναγράφεται η αντίστοιχη τιμή για το 2011.

που έλαβε τη μεγαλύτερη κρατική ενίσχυση, με μέση υποστήριξη 2,3 εκατ. ευρώ. Παρ' όλα αυτά, μείωσε τη δαπάνη της, η οποία το 2015 ήταν υποδιπλάσια από τη δαπάνη του τομέα των υπηρεσιών.

Τελικές παρατηρήσεις

Δύο είναι τα βασικά συμπεράσματα της ανάλυσης: Πρώτον, αν και η δαπάνη των επιχειρήσεων για Ε&Α σημείωσε αύξηση τα τελευταία χρόνια παρά τη δυσμενή εθνική μακροοικονομική συγκυρία, υστερεί έναντι των αντίστοιχων μεγεθών των οικονομιών της ΕΕ και του ΟΟΣΑ, με δυσμενείς συνέπειες για τη συνολική παραγωγικότητα και τη μακροχρόνια αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας. Δεύτερον, το ύψος της συνολικής κρατικής χρηματοδότησης αυξήθηκε και το σχήμα της επανασχεδιάστηκε την περίοδο 2013-2014 με μεγαλύτερη έμφαση στην έμμεση χρηματοδότηση μέσω φοροαπαλλαγών, θεωρώντας τη ζήτηση των επιχειρήσεων για προϊόντα τεχνολογίας και καινοτομίας ως κύριο προσ-

διοριστικό παράγοντα του συστήματος των φορολογικών κινήτρων. Ως προς την αποτελεσματικότητα αυτών των κινήτρων, παρατηρούνται διαφοροποιήσεις μεταξύ επιχειρήσεων με βάση ορισμένα κριτήρια όπως το μέγεθος και ο τομέας δραστηριότητας. Πράγματι, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις και η μεταποίηση, αν και ωφελήθηκαν περισσότερο, δεν φαίνεται εν τέλει να αύξησαν τη δραστηριότητά τους σε Ε&Α. Για την ενίσχυση επομένως της αποτελεσματικότητας των παρεχόμενων φορολογικών κινήτρων, θα μπορούσε να εφαρμοστεί ένα πλέγμα οικονομικών κριτηρίων που, εκτός του μεγέθους της επιχείρησης και του είδους της δραστηριότητας, θα λαμβάνει υπόψη και μια σειρά από άλλους οικονομικούς δείκτες, όπως η πορεία του κύκλου εργασιών, ο αριθμός των νέων θέσεων εργασίας, καθώς και η ικανότητα διείσδυσης σε ξένες αγορές. Κατά συνέπεια, η συγκέντρωση στατιστικών στοιχείων σε επίπεδο επιχείρησης θα επέτρεπε την ολιστική αξιολόγηση του συστήματος των φοροαπαλλαγών, δηλαδή την ποσοτικοποίηση των επιδράσεων διάχυσης της τεχνολογικής προόδου στο σύνολο της οικονομίας.

2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟΥ 2017

2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΕΝΙΚΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ – ΓΛΚ)

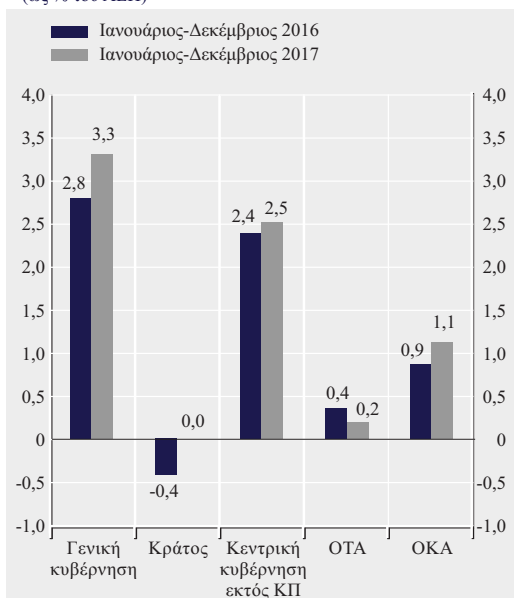
Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, το 2017 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση και κατέγραψε πλεόνασμα 0,2% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,2% του ΑΕΠ το 2016. Το πρωτογενές αποτέλεσμα

παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,8% το 2016 (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Τα συνολικά έσοδα της ΓΚ παρουσίασαν μείωση το 2017 (-0,6%), που οφείλεται στη μείωση των εσόδων από μεταβιβάσεις και άμεσους φόρους. Αντίθετα, αύξηση παρουσίασαν τα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές και καταγράφηκαν και έσοδα από αποκρατικοποιήσεις, ενώ τα έσοδα από έμμεσους φόρους

Διάγραμμα VI.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση

(ως % του ΑΕΙΠ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ΓΛΚ.

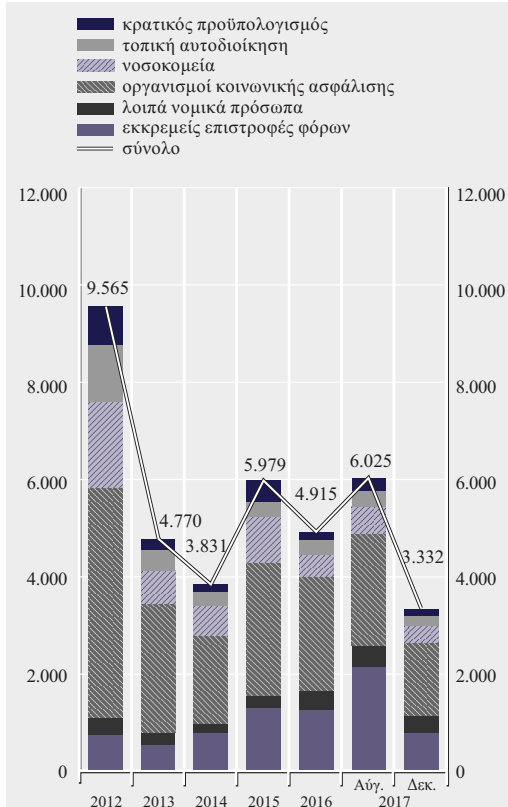
Σημείωση: Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης προκύπτει μετά από ενοποίηση των ενδοκυβερνητικών συναλλαγών. Ως εκ τούτου, διαφέρει από το άθροισμα των πρωτογενών αποτελεσμάτων των επιμέρους τομέων της γενικής κυβέρνησης.

παρέμειναν σταθερά. Οι πρωτογενείς δαπάνες εμφάνισαν μείωση (-2,0%), που οφείλεται κυρίως στον περιορισμό των δαπανών για κοινωνικές παροχές (κυρίως συντάξεις), για αγορές αγαθών και υπηρεσιών και για αγορές μη χρηματοοικονομικών παγίων.

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου κατά 2,5 δισεκ. ευρώ το β' εξάμηνο του 2016, το απόθεμα των οφειλών παρουσίασε έντονη διακύμανση εντός του 2017 λόγω της δημιουργίας νέων οφειλών, αλλά και της προσπάθειας εκκαθάρισής τους. Συνολικά, το απόθεμα των ληξιπρόθεσμων οφειλών (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων, αλλά όχι των εκκρεμών αιτημάτων συνταξιοδότησης) μειώθηκε το 2017 κατά 1,6 δισεκ. ευρώ. Συγκεκριμένα, στο τέλος Δεκεμβρίου του 2017 περιορίστηκε σε 3,3 δισεκ. ευρώ, από 6,0 δισεκ. ευρώ στο τέλος Αυγούστου και από 4,9 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2016 (βλ. Διάγραμμα VI.3).

Διάγραμμα VI.3 Ληξιπρόθεσμες οφειλές γενικής κυβέρνησης προς προμηθευτές

(εκατ. ευρώ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ΓΛΚ.

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η εκταμίευση δόσης στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης τον Ιούνιο του 2017. Από το σύνολο της δόσης ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ, το 1,6 δισεκ. ευρώ εκταμιεύθηκε σε δύο δόσεις (Ιούλιο και Οκτώβριο) για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών, με τη δέσμευση να συμπληρωθεί με επιπλέον 800 εκατ. ευρώ από τον ΚΠ για τον ίδιο σκοπό.¹⁸

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης από ειδική πίστωση, διοχετεύθηκε προς την πραγματική οικονομία 1,6 δισεκ. ευρώ.

¹⁸ Βλ. υποσημείωση 9.

2.2 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ)

Το αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) το 2017 παρουσίασε επιδείνωση έναντι του 2016, εξέλιξη που αποδίδεται στις ιδιαιτέρως αυξημένες επιστροφές φόρων και στα μειωμένα έσοδα, κυρίως στα έσοδα του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και δευτερευόντως στα έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ). Αυξημένες ήταν επίσης οι δαπάνες για τόκους. Αντίθετα, σημαντικά μειωμένες έναντι του 2016 ήταν οι πρωτογενείς δαπάνες και σε μικρότερο βαθμό οι δαπάνες του ΠΔΕ. Έναντι του ετήσιου στόχου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018, το αποτέλεσμα του ΚΠ το 2017 σημείωσε σημαντική υπέρβαση λόγω κυρίως της μεγάλης συγκράτησης των δαπανών του ΤΠ και των δαπανών του ΠΔΕ και δευτερευόντως των επιστροφών φόρων. Αντίθετα, τα έσοδα του ΠΔΕ κατέγραψαν σημαντική υστέρηση (βλ. Πίνακα VI.2).

Έσοδα Τακτικού Προϋπολογισμού

Το 2017 τα έσοδα του ΤΠ (προ μείωσης επιστροφών φόρων και συμπεριλαμβανομένων των εσόδων αποκρατικοποιήσεων) κινήθηκαν στο πλαίσιο του ετήσιου αναθεωρημένου στόχου που περιλαμβάνονταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018,¹⁹ καταγράφοντας μικρή αύξηση (+2,0%) έναντι του 2016 (βλ. Πίνακα VI.3). Η βελτιωμένη απόδοση των εσόδων οφείλεται πρωτίστως στις εισπράξεις παρελθόντων οικονομικών ετών, στην καλή πορεία των έμμεσων φόρων και στις εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις. Αντίθετα, τα έσοδα από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, παρότι ελαφρά αυξημένα σε σχέση με το 2016, δεν επιβεβαίωσαν την αρχική πρόβλεψη (του Προϋπολογισμού του 2017) για σημαντική βελτίωσή τους που θα προερχόταν από τα νέα μέτρα στη φορολογία εισοδήματος.

Τα έσοδα από την άμεση φορολογία παρουσίασαν μείωση κατά 5,6% σε σχέση με το 2016 και υπέρβαση ύψους 334 εκατ. ευρώ έναντι

του αναθεωρημένου στόχου. Οι άμεσοι φόροι ενισχύθηκαν σημαντικά από τις εισπράξεις παρελθόντων οικονομικών ετών. Ειδικότερα:

– Τα έσοδα από τη φορολογία εισοδήματος κατέγραψαν μείωση (-3,0%) σε σχέση με το 2016 και μικρή υπέρβαση έναντι του ετήσιου στόχου. Συγκεκριμένα, τα έσοδα από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων ήταν ελαφρώς αυξημένα (+1,7%) έναντι του 2016, υπερβαίνοντας οριακά τον αναθεωρημένο στόχο. Παρά τη βελτιωμένη απόδοσή τους σε σχέση με πέρυσι, η απόδοση αυτή κρίνεται μη ικανοποιητική δεδομένων των νέων φορολογικών μέτρων (νέα κλίμακα φορολογίας εισοδήματος, μείωση του αφορολόγητου και αυξημένη προκαταβολή για ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες) με έναρξη ισχύος την 1.1.2017. Ως εκ τούτου, ο ετήσιος στόχος αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα κάτω το Νοέμβριο. Αντίθετα, ο φόρος εισοδήματος νομικών προσώπων κινήθηκε στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου, αλλά κατέγραψε μείωση (-12,5%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην επίδραση της βάσης σύγκρισης λόγω της αύξησης της προκαταβολής φόρου για τις Α.Ε. και τις Ο.Ε. που είχε σημειωθεί το 2016. Επιπλέον, στην ίδια κατηγορία το 2016 είχε καταγραφεί έκτακτο υπολειπόμενο ποσό από την εκκαθάριση της Ολυμπιακής Αεροπορίας.

– Οι εισπράξεις από τους φόρους περιουσίας, παρότι ικανοποιητικές, παρουσίασαν αρνητικό ρυθμό μεταβολής (-9,7%) έναντι του 2016, καθώς το Φεβρουάριο του 2016 είχε εισπραχθεί μία επιπλέον δόση από τον ΕΝΦΙΑ του 2015. Έναντι του ετήσιου στόχου ωστόσο κατέγραψαν μικρή υπέρβαση.

– Τα έσοδα από άμεσους φόρους παρελθόντων οικονομικών ετών συνολικά κατέγραψαν υψηλό ρυθμό αύξησης (9,3%) έναντι του 2016,

¹⁹ Οι ετήσιοι στόχοι τέθηκαν στον Προϋπολογισμό του 2017 και αναθεωρήθηκαν αρχικά στο ΜΠΔΣ 2018-2021 και εν τέλει με την κατάθεση του Προϋπολογισμού του 2018. Η τελική αναθεώρηση περιλάμβανε τη μειωμένη απόδοση του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων, τη σημαντική ενίσχυση των άμεσων και έμμεσων φόρων παρελθόντων οικονομικών ετών, τη βελτιωμένη απόδοση του ΦΠΑ και μειωμένα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις.

Πίνακας VI.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία					Ποσοστιαίες μεταβολές				
	2015	2016	2017	2018	2016/2015	2017/2016	2018/2017	2016/2015	2017/2016	2018/2017
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6=2:1)	(7=3:2)	(8=4:2)	(9=5:4)	
I. Έσοδα	51.593	54.161	52.142	51.423	54.244	5,0	-3,7	-5,1	5,5	
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	46.761	49.982	48.715	48.973	50.509	6,9	-2,5	-2,0	3,1	
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	49.615	53.140	52.750	53.037	53.047	7,1	-0,7	-0,2	0,0	
Έσοδα αποφατμισοποιήσεων	254	106	1.542	1.296	1.110					
Επιστροφές φόρων	3.108	3.263	5.577	5.360	3.648	5,0	70,9	64,3	-31,9	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	4.832	4.178	3.427	2.449	3.735	-13,5	-18,0	-41,4	52,5	
- Ίδια έσοδα	932	317	250	486	180					
- Έσοδα από ΕΕ	3.900	3.861	3.177	1.964	3.555					
II. Δαπάνες	55.921	56.970	57.265	55.690	55.188	1,9	0,5	-2,2	-0,9	
(Ποσογενείς δαπάνες ΚΠ)	50.121	51.382	51.265	49.482	49.988	2,5	-0,2	-3,7	1,0	
1. Τακτικός προϋπολογισμός	49.544	50.683	50.515	49.740	48.438	2,3	-0,3	-1,9	-2,6	
- Τόκοι	5.800	5.588	6.000	6.208	5.200	-3,7	7,4	11,1	-16,2	
- Προιογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	43.744	45.095	44.514	43.532	43.238	3,1	-1,3	-3,5	-0,7	
- Εξοδιστικά προγράμματα	565	584	475	472	510					
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οποίων:	1.672	1.651	890	886	970					
εντός γενικής κυβέρνησης	1.619	1.619	855	856	927					
εκτός γενικής κυβέρνησης	53	32	35	30	43					
- Προμήθεια εκταμίευσης δανείων στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (EFSF)	178	65	75	69	65					
- Δαπάνες αναλήψεων χρέους φορέων γενικής κυβέρνησης	6.377	6.288	6.750	5.950	6.750	-1,4	7,3	-5,4	13,4	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-4.328	-2.809	-5.123	-4.267	-943					
III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-2,5	-1,6	-2,9	-2,4	-0,5					
% του ΑΕΠ	-2,783	-701	-1.800	-767	2.071					
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-1.545	-2.110	-3.323	-3.501	-3.015					
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.472	2.779	877	1.941	4.257					
IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ	0,8	1,6	0,5	1,1	2,3					
% του ΑΕΠ										

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης και Εισηγητικές Εκθέσεις Προϋπολογισμού).

* Προσωρινά στοιχεία.

Πίνακας VI.3 Έσοδα τακτικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	2014	2015	2016	2017*	Ποσοστιαίες μεταβολές		
					2015/2014	2016/2015	2017*/2016
I. Άμεσοι φόροι	20.664	19.936	21.839	20.622	-3,5	9,5	-5,6
1. Φόρος εισοδήματος	12.284	12.148	13.378	12.973	-1,1	10,1	-3,0
– Φυσικών προσώπων	7.926	7.872	8.171	8.313	-0,7	3,8	1,7
– Νομικών προσώπων	2.655	2.895	3.969	3.471	9,0	37,1	-12,5
– Ειδικές κατηγορίες φόρων εισοδήματος	1.703	1.381	1.238	1.189	-18,9	-10,4	-4,0
2. Φόροι περιουσίας	3.474	3.180	3.604	3.254	-8,5	13,3	-9,7
3. Άμεσοι φόροι παρελθόντων οικονομικών ετών	1.928	1.700	1.765	1.930	-11,8	3,8	9,3
4. Έκτακτοι και λοιποί άμεσοι φόροι	2.978	2.909	3.091	2.465	-2,3	6,3	-20,3
II. Έμμεσοι φόροι	23.784	23.781	25.680	26.942	0,0	8,0	4,9
1. Δασμοί και ειδικές εισφορές εισαγωγών-εξαγωγών	166	175	192	200	5,4	9,7	4,2
2. Φόροι κατανάλωσης στα εισαγόμενα	1.512	1.607	1.869	2.101	6,3	16,3	12,4
– ΦΠΑ	1.426	1.497	1.689	1.854	5,0	12,8	9,8
– Τέλη ταξινόμησης αυτοκινήτων	86	110	180	247	27,9	63,6	37,2
3. Φόροι κατανάλωσης εγχωρίων	20.807	20.819	21.983	22.697	0,1	5,6	3,2
– ΦΠΑ	12.192	12.131	13.321	13.937	-0,5	9,8	4,6
– Ενεργειακά προϊόντα	4.113	4.175	4.093	4.390	1,5	-2,0	7,3
– Καπνά	2.419	2.373	2.504	2.066	-1,9	5,5	-17,5
– Τέλη κυκλοφορίας	1.119	1.123	1.114	1.151	0,4	-0,8	3,3
– Ειδικά τέλη και εισφορές αυτοκινήτων	30	37	24	27	23,3	-35,1	12,5
– Λοιποί	934	980	927	1.126	4,9	-5,4	21,5
4. Φόροι συναλλαγών	615	595	530	608	-3,3	-10,9	14,7
– Μεταβίβαση κεφαλαίων	277	310	232	273	11,9	-25,2	17,7
– Τέλη χαρτοσήμου	336	318	294	331	-5,4	-7,5	12,6
5. Λοιποί έμμεσοι φόροι	684	585	1.107	1.336	-14,5	89,2	20,7
III. Σύνολο φορολογικών εσόδων	44.448	43.718	47.519	47.564	-1,6	8,7	0,1
IV. Μη φορολογικά έσοδα¹	5.770	6.152	5.727	6.770	6,6	-6,9	18,2
– Μεταφορά αποδόσεων από τη διακράτηση ομολόγων του Ε.Δ. στα χαρτοφυλάκια των ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος (ANFA και SMP)	580	291	375	345	-	-	-
V. Σύνολο εσόδων τακτικού προϋπολογισμού	50.219	49.869	53.246	54.333	-0,7	6,8	2,0

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Συμπεριλαμβάνονται τα έσοδα αποκρατικοποιήσεων.

εξέλιξη που συνδέεται με α) τις νέες ρυθμίσεις για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο, β) την πραγματοποίηση αυξημένων κατασχέσεων και γ) την επίδραση της ρύθμισης για την οικειοθελή αποκάλυψη εισοδημάτων. Έναντι του ετήσιου στόχου κατέγραψαν μικρή

μόνο υπέρβαση, καθώς αυτός αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα άνω το Νοέμβριο.

– Οι έκτακτοι και λοιποί άμεσοι φόροι κατέγραψαν μεγάλη μείωση (-20,3%). Η μειωμένη τους απόδοση έναντι του 2016 οφείλεται στη

σύσταση και λειτουργία από 1.1.2017 του ΕΦΚΑ, με τα έσοδα από τις εισφορές δημοσίων υπαλλήλων να αποτελούν πλέον πόρους αυτού του νομικού προσώπου. Έναντι του στόχου παρουσίασαν μικρή υπέρβαση.

Σε αντίθεση με τους άμεσους φόρους, οι εισπράξεις από έμμεση φορολογία κατέγραψαν αύξηση (+4,9%) έναντι του 2016, κυρίως λόγω των αυξημένων εισπράξεων από τον ΦΠΑ και των εισπράξεων παρελθόντων ετών. Έναντι του στόχου σημειώθηκε οριακή υπέρβαση ύψους 25 εκατ. ευρώ. Αναλυτικότερα:

– Οι συνολικές εισπράξεις από τον ΦΠΑ (εισαγομένων και εγχωρίων) σημείωσαν σημαντική αύξηση (+5,2%) και μικρή υπέρβαση έναντι του ετήσιου στόχου. Η αύξηση αυτή σε σχέση με το 2016 οφείλεται εν μέρει και στη συμπερίληψη εισπράξεων ύψους 296 εκατ. ευρώ από την παραχώρηση των περιφερειακών αεροδρομίων.²⁰ Μετά τη σχετική προσαρμογή, ο ρυθμός μεταβολής τους μειώνεται σε 3,2%. Η καλή πορεία του ΦΠΑ το 2017, όπως και το 2016, συνδέεται κυρίως με τον περιορισμό της άτυπης οικονομίας εξαιτίας της διευρυμένης χρήσης ηλεκτρονικού χρήματος. Σημειώνεται ότι όλες οι επιμέρους κατηγορίες του ΦΠΑ, με εξαίρεση τον ΦΠΑ στα καπνικά προϊόντα που εμφάνισε πτωτική πορεία, παρουσιάζουν θετικό ρυθμό μεταβολής και υπέρβαση σε σχέση με το στόχο.

– Ο ΕΦΚ καπνικών προϊόντων παρουσίασε μείωση (-17,5%) και κινήθηκε οριακά κάτω από τον ετήσιο στόχο, ως επίδραση της βάσης σύγκρισης λόγω της αποθεματοποίησης που πραγματοποιήθηκε το 2016. Αντίθετα, ο ΕΦΚ στο αλκοόλ παρουσίασε αύξηση (+10,7%) και κινήθηκε βάσει του στόχου.

– Αυξημένα (+7,3%) σε σχέση με το 2016 ήταν τα έσοδα από τον ΕΦΚ ενεργειακών προϊόντων, λόγω της από 1.1.2017 αύξησης του ΕΦΚ στα καύσιμα αλλά και της αύξησης των διεθνών τιμών στα πετρελαιοειδή. Έναντι του στόχου κατέγραψαν οριακή υστέρηση.

– Μετά την επιβολή ΕΦΚ στο ηλεκτρονικό τσιγάρο και στον καφέ από 1.1.2017,²¹ ενεργοποιήθηκαν για πρώτη φορά οι αντίστοιχοι κωδικοί εσόδων.

– Τα έσοδα από λοιπούς έμμεσους φόρους κατέγραψαν υψηλό ρυθμό αύξησης (+20,7%), λόγω των εσόδων παρελθόντων οικονομικών ετών (+28,2%) κυρίως χάρη στην ενίσχυσή τους από την είσπραξη ΦΠΑ παρελθόντων ετών. Έναντι του ετήσιου στόχου κατέγραψαν οριακή μόνο υπέρβαση, καθώς αυτός αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα άνω το Νοέμβριο.

Τα μη φορολογικά και τα μη τακτικά έσοδα (συμπεριλαμβανομένων των εσόδων αποκρατικοποιήσεων) παρουσίασαν αύξηση κατά 18,2%. Η αυξημένη απόδοση της εν λόγω κατηγορίας σε σχέση με το 2016 συνδέεται κυρίως με τα αυξημένα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις. Συγκεκριμένα, το 2017 εισπράχθηκε ποσό ύψους 1.193 εκατ. ευρώ από τα περιφερειακά αεροδρόμια. Σημειώνεται ότι, όπως και το 2016, οι εισπράξεις από την Τράπεζα της Ελλάδος (μέρισμα και έσοδα ANFA και SMP) υπερέβησαν το 1 δισεκ. ευρώ. Έναντι του ετήσιου στόχου, τα μη φορολογικά και τα μη τακτικά έσοδα κατέγραψαν υστέρηση κατά 318 εκατ. ευρώ, λόγω κυρίως της μη είσπραξης εσόδων από αποκρατικοποιήσεις ύψους 240 εκατ. ευρώ από την παράταση της εκχώρησης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών.

Τέλος, το 2017 οι επιστροφές φόρων κατέγραψαν σημαντική αύξηση (+64,3%) έναντι του 2016 και απόκλιση κατά 217 ευρώ έναντι του ετήσιου αναθεωρημένου στόχου. Σημειώνεται ότι η προς τα άνω αναθεώρηση του ετήσιου στόχου των επιστροφών φόρων το μήνα Νοέμβριο υπερέβη τα 2 δισεκ. ευρώ (βλ. Πίνακα VI.2).

Δαπάνες Τακτικού Προϋπολογισμού

Οι δαπάνες του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) παρουσίασαν μείωση το 2017 (-1,9%),

²⁰ Βλ. πιο κάτω, μη φορολογικά και μη τακτικά έσοδα.

²¹ Βλ. ν. 4389/2016.

Πίνακας VI.4 Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού και προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία				Ποσοστιαίες μεταβολές			
	2015	2016	2017*	2018	2016/2015	2017*/2016	2018/2017*	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(6=2:1)	(7=3:2)	(8=4:2)	
I. Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	49.544	50.683	50.515	49.740	2,3	-0,3	-1,9	
1. Αποδοχές και συντάξεις ¹ εκ των οποίων: μισθοί συντάξεις ¹	18.360	18.065	12.217	12.143	-1,6	-32,4	-32,8	
2. Ασφάλιση και περιθάλψη ¹ εκ των οποίων: επιχορηγήσεις ασφαλιστικών ταμείων ¹ επιχορηγήσεις νοσοκομείων, ΥΠΕ, ΠΕΔΥ κοινωνική προστασία	6.348	6.315	121	120	-0,5	-98,1	-6,7	
3. Λειτουργικές και λοιπές δαπάνες εκ των οποίων: καταναλωτικές δαπάνες και δαπάνες υπό κατανομή	14.714	15.630	21.397	21.331	6,2	36,9	36,5	
4. Αποδοίμενοι πόροι	11.557	12.289	16.572	16.418	6,3	34,9	33,6	
5. Αποθεματικό	1.615	1.614	1.633	1.631	-0,1	1,2	1,1	
6. Τόκοι	1.486	1.670	3.135	3.220	12,4	87,7	92,8	
7. Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας	5.469	5.309	5.813	5.388	-2,9	9,5	1,5	
8. Καταπτώσεις εγρήσεων (φορέων εντός γενικής κυβέρνησης)	1.542	1.572	1.990	1.525	1,9	26,6	-3,0	
9. Καταπτώσεις εγρήσεων (φορέων εκτός γενικής κυβέρνησης)	2.787	3.248	3.108	3.262	16,5	-4,3	-6,1	
10. Προμήθεια εξαμηνιαίας δανείων στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (EFSF)	0	0	346	0	1.000	0	0	
11. Δαπάνες αναλήψεων χρέους φορέων γενικής κυβέρνησης	5.800	5.588	6.000	6.208	-3,7	7,4	11,1	
II. Δαπάνες προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων	6.377	6.288	6.750	5.950	-1,4	7,3	-5,4	
1. Εκτέλεση έργων	1.581	1.985	...	...	25,5	...	...
2. Επιχορηγήσεις	4.554	4.098	...	...	-10,0	...	...
3. Διοικητικές δαπάνες	242	205	...	...	-15,3	...	...
III. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II)	55.921	56.970	57.265	55.690	1,9	0,5	-2,2	
Προσγενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (III-I6)	50.121	51.382	51.265	49.482	2,5	-0,2	-3,7	
Προσγενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού (I-I6)	43.744	45.095	44.514	43.532	3,1	-1,3	-3,5	

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης και Εισηγητικές Εκθέσεις Προϋπολογισμού).

* Προσοφικά στοιχεία.

1 Από 1.1.2017 η καταβολή των συντάξεων του Δημοσίου γίνεται από τον Ενιαίο Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ), ο οποίος επιχορηγείται για το σκοπό αυτό από τον τακτικό προϋπολογισμό.

μεγαλύτερη της εκτιμώμενης στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018 (-0,3%), και διαμορφώθηκαν κατά 775 εκατ. ευρώ χαμηλότερα του ετήσιου στόχου (βλ. Πίνακα VI.4). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ κατέγραψαν μεγαλύτερη μείωση (-3,5%) σε σύγκριση με τον ετήσιο στόχο (-1,3%), αποκλίνοντας από το στόχο κατά 983 εκατ. ευρώ. Αντίθετα, οι δαπάνες για τόκους παρουσίασαν αύξηση (+11,1%), μεγαλύτερη του ετήσιου στόχου (+7,4%), και υπερέβησαν το στόχο κατά 208 εκατ. ευρώ.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, η εξέλιξη των κυριότερων κατηγοριών των δαπανών του ΤΠ έχει ως εξής:

Οι δαπάνες για αποδοχές και συντάξεις παρουσίασαν μεγάλη μείωση (-32,8%) έναντι του 2016, που οφείλεται στη μεγάλη μείωση των δαπανών για συντάξεις (-98,1%), και διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου. Η μείωση στις δαπάνες για συντάξεις οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι το σύνολο σχεδόν των συντάξεων του Δημοσίου καταβάλλεται από 1.1.2017 από τον Ενιαίο Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ), ο οποίος επιχορηγείται από τον ΤΠ για το σκοπό αυτό. Η μεγάλη αυτή μείωση αντισταθμίστηκε μερικώς από την καταβολή από 1.1.2017 της δαπάνης για εργοδοτικές εισφορές από το κράτος ως εργοδότη υπέρ του ΕΦΚΑ, για τους υπαλλήλους με σύμβαση δημοσίου δικαίου, καθώς και από την αλλαγή του κανόνα προσλήψεων σε 1 προς 4, από 1 προς 5 που ίσχυε για το 2016.

Οι δαπάνες για ασφάλιση, περίθαλψη και κοινωνική προστασία αυξήθηκαν σημαντικά έναντι του 2016 (+36,5%) και διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου. Η μεγάλη αύξηση οφείλεται κυρίως: α) στην αυξημένη επιχορήγηση προς τον ΕΦΚΑ για την καταβολή των συντάξεων των δημοσίων υπαλλήλων όπως προαναφέρθηκε, β) στο αυξημένο κοινωνικό μέρισμα, που ανήλθε σε 775 εκατ. ευρώ το 2017, έναντι 630 εκατ. ευρώ το 2016, γ) στην επιστροφή κρατήσεων υγειονομικής περίθαλψης στους συνταξιούχους ύψους 315

εκατ. ευρώ, λόγω λανθασμένου υπολογισμού τους τα προηγούμενα έτη, δ) στην κάλυψη της παροχής Υπηρεσιών Κοινής Ωφελείας στον τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας από τον ΚΠ ύψους 476 εκατ. ευρώ και ε) στη δαπάνη για το Κοινωνικό Εισόδημα Αλληλεγγύης ύψους 550 εκατ. ευρώ.

Οι λειτουργικές και λοιπές δαπάνες παρουσίασαν μικρή αύξηση (+1,5%) σε σχέση με το 2016, έναντι ετήσιου στόχου για αύξηση κατά 16,3%. Η αύξηση έναντι του 2016 οφείλεται στην αύξηση που παρουσίασαν οι επιχορηγήσεις φορέων (+6,3%) και λιγότερο οι αντικριζόμενες δαπάνες (+1,5%), ενώ αντίθετα οι καταναλωτικές δαπάνες και οι δαπάνες υπό κατανομή παρουσίασαν μείωση (-3,0%). Επιπλέον, στις δαπάνες αυτής της κατηγορίας κατανεμήθηκαν ως επί το πλείστον και οι προβλεπόμενες πιστώσεις του αποθεματικού. Ωστόσο, παρουσίασαν σημαντικά μικρότερη αύξηση έναντι του ετήσιου στόχου για αύξηση κατά 16,3%.

Οι δαπάνες για αποδιδόμενους πόρους μειώθηκαν σε σύγκριση με το 2016 (-6,1%, έναντι ετήσιου στόχου -4,3%) και διαμορφώθηκαν οριακά κάτω από τον ετήσιο στόχο.

Τέλος, οι δαπάνες για τόκους αυξήθηκαν το 2017 έναντι του 2016 (+11,1%) και διαμορφώθηκαν υψηλότερα του ετήσιου στόχου τους κατά 208 εκατ. ευρώ.

Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων

Το αποτέλεσμα του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) επιδεινώθηκε το 2017 έναντι του 2016 και διαμορφώθηκε χαμηλότερα του ετήσιου στόχου. Τα έσοδα μειώθηκαν κατά 41,4% έναντι του 2016, υστερώντας κατά περίπου 1 δισεκ. ευρώ από τον ετήσιο στόχο στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018, αλλά και οι δαπάνες διαμορφώθηκαν χαμηλότερα του ετήσιου στόχου κατά 800 εκατ. ευρώ, μειωμένες κατά 5,4% έναντι του 2016. Κατά το 2017 εκτελέστηκε το 88% των προβλεπόμενων δαπανών, έναντι 93% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Η υποεκτέλεση των δαπανών του ΠΔΕ επιβραδύνει την επάνοδο της οικονομικής δραστηριότητας σε τροχιά διατηρήσιμης ανάπτυξης (βλ. Πίνακα VI.2).

2.3 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΕ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ

Το 2017 το ταμειακό αποτέλεσμα (δανειακές ανάγκες) του ΚΠ²² παρουσίασε επιδείνωση έναντι του 2016 κατά 0,5% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 2,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,0% του ΑΕΠ το 2016 (βλ. Πίνακα VI.5 και Διάγραμμα VI.4). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε οριακή επιδείνωση κατά 0,1% του ΑΕΠ

και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,0% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 1,1% το 2016.

Η επιδείνωση αυτή προκύπτει συνδυαστικά από τη σημαντική μείωση των εσόδων του ΠΔΕ (-41,7%), τη μικρότερη μείωση των εσόδων του ΤΠ (-1,1%) και την αύξηση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ (2,8%). Αντίθετα, οι δαπάνες δημοσίων επενδύσεων παρουσίασαν μείωση (-5,4%), αλλά και υστέρηση στην εκτέλεσή τους κατά 800 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου του προϋπολογισμού. Επίσης, θετική είναι η μεταβολή των λοιπών λογαριασμών στην

²² Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

Πίνακας VI.5 Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση^{1,2}

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία				
	2013	2014	2015	2016	2017*
Κρατικός προϋπολογισμός	12.794	4.209	3.359	3.569	4.434
% του ΑΕΠ	7,1	2,4	1,9	2,0	2,5
– Τακτικός προϋπολογισμός ³	10.785 ⁴	2.343 ⁵	1.788 ⁶	1.464 ⁷	925 ⁸
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.009	1.866	1.571	2.105	3.510

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Προσωρινά στοιχεία.

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

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

³ Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

⁴ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 682 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA και β) 998 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2 δισεκ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme-SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 37,6 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των Ελληνικών Αμυντικών Συστημάτων ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 6.155 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 901 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

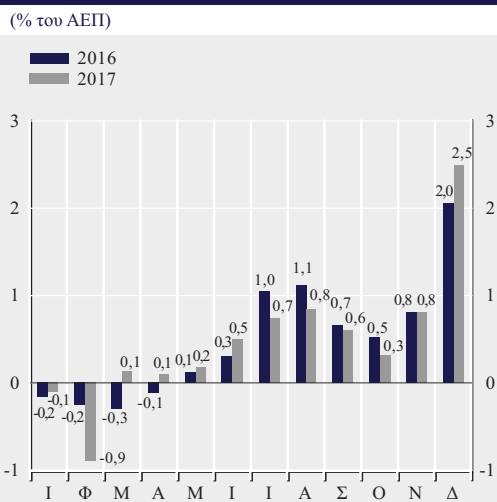
⁵ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 518 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 480 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 1.310 εκατ. ευρώ που προέρχονται από αποπληρωμή προνομιούχων μετοχών και δ) 443 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 62 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά 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.

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

⁷ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 458 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme-SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

⁸ Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 2 δισεκ. ευρώ που αφορούν μεταφορά από το ΤΧΣ (έσοδα Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος από την πώληση της Finansbank) για την αποπληρωμή δανείων προς τον ΕΜΣ και δ) 1.353,9 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme-SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και 319 εκατ. ευρώ για τη συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εταιριών.

Διάγραμμα VI.4 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση (Ιανουάριος 2016-Δεκέμβριος 2017)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημείωση: Τα "μηνιαία" στοιχεία είναι το σωρευτικό ποσοστό από την αρχή του έτους. Διευκρινίζεται ότι δεν περιλαμβάνεται το αποτέλεσμα του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

ρωμών) από την είσπραξη εσόδων αποκρατικοποιήσεων ύψους περίπου 1,2 δισεκ. ευρώ που αφορούν την παραχώρηση των δικαιωμάτων χρήσης των 14 περιφερειακών αεροδρομίων, καθώς και από τη μεταφορά ποσού ύψους περίπου 2 δισεκ. ευρώ από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (έσοδα Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος από την πώληση της Finansbank) για την αποπληρωμή δανείου προς τον ESM.

Η χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του ΚΠ και η αποπληρωμή χρεολυσίων έγινε μέσω: α) δανεισμού από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (8,5 δισεκ. ευρώ ως εξής: 7,7 δισεκ. ευρώ τον Ιούλιο, εκ των οποίων 0,8 δισεκ. ευρώ για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και 0,8 δισεκ. ευρώ τον Οκτώβριο για τον ίδιο σκοπό, β) εξόδου στις αγορές με την έκδοση ομολόγου πενταετούς διάρκειας ύψους 1,4 δισεκ. ευρώ, γ) επανεκδόσεων εντόκων γραμματίων (έως συνολικού ύψους περίπου 15 δισεκ. ευρώ) και δ) σύναψης πράξεων πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς (repos) (βλ. Πίνακα VI.6).

Τράπεζα της Ελλάδος (εκτός του λογαριασμού Ε.Δ. 200 – Συγκέντρωση εισπράξεων και πλη-

Πίνακας VI.6 Πηγές κάλυψης ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	2014		2015		2016		2017*	
	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή
Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου ¹	-9.632	-228,8	-6.348	-189,0	-3.049	-85,4	-6.515	-146,9
Μεταβολή λογαριασμών κεντρικής κυβέρνησης στο πιστωτικό σύστημα ²	9.621	228,6	1.756	52,3	329	9,2	5.844	131,8
Εξωτερικός δανεισμός ³	-7.483	-177,8	-8.049	-239,6	-4.011	-112,4	-3.396	-76,6
Δανεισμός από το Μηχανισμό Στήριξης	11.703	278,0	16.000	476,3	10.300	288,6	8.500	191,7
– από ΕΕ	8.300		16.000		10.300		8.500	
– από ΔΝΤ	3.403		0		0		0	
Σύνολο	4.209	100,0	3.359	100,0	3.569	100,0	4.434	100,0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Περιλαμβάνονται τα έντοκα γραμμάτια, οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι και τα ομόλογα του Δημοσίου που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό, καθώς και τα προμήτοχα.

2 Περιλαμβάνονται οι μεταβολές των λογαριασμών της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ δεν περιλαμβάνεται η μεταβολή του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

3 Περιλαμβάνονται οι εκδόσεις τίτλων και η σύναψη δανείων στο εξωτερικό (σε οποιοδήποτε νόμισμα). Δεν περιλαμβάνεται η διακράτηση τίτλων από κατοίκους του εξωτερικού που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό της χώρας.

2.4 ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στον Προϋπολογισμό του 2018 εκτιμάται ότι το δημόσιο χρέος θα αυξηθεί σε 318,3 δισεκ. ευρώ το 2017, από 315,0 δισεκ. ευρώ το 2016 (βλ. Πίνακα VI.7). Η ονομαστική διεύρυνση του δημόσιου χρέους αντανακλά μεταξύ άλλων την εκτιμώμενη άντληση πόρων από τον ESM και τις αγορές, κυρίως για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών και τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων και, δευτερευόντως, για την κάλυψη του ταμειακού ελλείμματος της ΓΚ. Η εκτίμηση του Προϋπολογισμού περιλαμβάνει τη μειωτική επίδραση από την αποπληρωμή μετατρέψιμων ομολόγων (CoCos) ύψους 2 δισεκ. ευρώ.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι το 2017 θα μειωθεί σε 178,2%, από 180,8% το 2016, αντανακλώντας κυρίως τη μειωτική επίδραση του πρωτογενούς πλεονάσματος και δευτερευόντως την εκτιμώμενη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ.²³ Η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect) εκτιμάται ότι θα συμβάλει στην αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα, αντισταθμίζοντας την επιβαρυντική επίδραση της προσαρμογής ελλείμματος-χρέους (βλ. Πίνακα VI.8). Επισημαίνεται ότι η μειωτική επίδραση από τη διαφορά μεταξύ έμμεσου επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ σημειώνεται για πρώτη φορά μετά το 2007 και οφείλεται εξ ολοκλήρου στην εκτιμώμενη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ.

Στη διάρκεια της περιόδου 2010-2016, η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ αποτελούσε τον κύριο επιβαρυντικό παράγοντα, συμβάλλοντας σωρευτικά κατά 83 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ στην αύξηση του χρέους. Συγκριτικά, η σωρευτική επιβάρυνση από τα πρωτογενή αποτελέσματα την ίδια περίοδο ανήλθε σε 19,3 ποσοστιαίες μονάδες. Η συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ έχει συμβάλει καθοριστικά, εξουδετερώνοντας τη θετική επίδραση από τη θεαματική μείωση του έμμε-

σου ονομαστικού επιτοκίου από 4,5% το 2009 σε 1,8% το 2016.

Όπως έχει επισημανθεί και στο παρελθόν,²⁴ καθώς ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ υπερβαίνει το 100%, η αποκλιμάκωσή του μπορεί να επιτευχθεί αποτελεσματικότερα μέσω της μείωσης της διαφοράς επιτοκίου και ρυθμού ανάπτυξης από ό,τι μέσω καταγραφής αυξημένων πρωτογενών πλεονασμάτων. Καθίσταται συνεπώς εφικτό να αντισταθμιστεί η επιβαρυντική επίδραση από μια μείωση των δημοσιονομικών πλεονασμάτων στο 2% του ΑΕΠ μετά τη λήξη της σύμβασης χρηματοδότησης μέσω ESM, υπό την προϋπόθεση ότι το πρόσθετο δημοσιονομικό περιθώριο αξιοποιείται αποτελεσματικά για την ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης και συνδυάζεται με την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Με την επιτυχή ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος θα εξεταστεί η ανάγκη εφαρμογής περαιτέρω μέτρων ελάφρυνσης του χρέους μέσω: (α) κατάργησης του περιθωρίου επιτοκίου που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους του δεύτερου προγράμματος, (β) διάθεσης των κερδών από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP (πλην αυτών που αντιστοιχούν στα έτη 2015 και 2016) για τη μείωση των μελλοντικών ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών, (γ) αξιοποίησης τυχόν αδιάθετων πόρων του προγράμματος και (δ) στοχευμένης αναδιάρθρωσης των δανείων του EFSF.

Στις 15.6.2017 το Eurogroup αναφέρθηκε συγκεκριμένα στη δυνατότητα αναβολής πληρωμών τόκων και χρεολυσίων επί δανείων του EFSF κατά ένα διάστημα από 0 έως 15 έτη, ενώ έγινε αναφορά και στη δυνατότητα θέσπισης μηχανισμού για τη διόρθωση τυχόν αποκλίσεων από τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης. Παράλληλα, αναγνωρίστηκε η δυνατότητα μείωσης του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος σε επίπεδο ίσο με ή λίγο πάνω από 2% του ΑΕΠ την περίοδο 2023-2060.

²³ Βάσει των διαθέσιμων στοιχείων κατά ESA, το χρέος της ΓΚ στο τέλος του γ' τριμήνου του 2017 διαμορφώθηκε σε 313.524 εκατ. ευρώ (ή 175,6% του ΑΕΠ).

²⁴ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Ειδικό θέμα V.4, σελ. 131.

Πίνακας VI.7 Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης¹

(εκατ. ευρώ)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.277	11.512	15.668	11.057	12.553	11.227	10.412
– τίτλοι	8.273	10.850	15.309	10.874	12.201	10.934	10.134
– δάνεια	1.004	662	359	183	352	293	278
Μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	320.090	343.671	288.373	308.364	300.799	294.990	298.637
– τίτλοι	254.282	240.826	78.134	68.331	57.276	50.161	47.030
– δάνεια	65.808	102.845	210.239	240.033	243.523	244.829	251.607
Κέρματα και καταθέσεις	1.203	1.106	1.055	1.088	6.374	5.546	5.987
Σύνολο	330.570	356.289	305.096	320.509	319.726	311.763	315.036
% του ΑΕΠ	146,2	172,1	159,6	177,4	179,0	176,8	180,8
– χρέος σε ευρώ	324.557	347.104	295.109	307.259	305.891	300.605	305.098
<i>εκ του οποίου:</i>							
– προς την Τράπεζα της Ελλάδος	(6.110)	(5.665)	(5.193)	(4.721)	(4.249)	(3.777)	(3.321)
– προς το Μηχανισμό Στήριξης	(27.121)	(65.379)	(174.557)	(199.915)	(204.472)	(209.660)	(227.660)
– χρέος σε νομίσματα εκτός ευρώ ²	6.013	9.185	9.987	13.250	13.835	11.158	9.938
<i>εκ του οποίου: προς το Μηχανισμό Στήριξης</i>	<i>(4.704)</i>	<i>(7.831)</i>	<i>(8.541)</i>	<i>(13.237)</i>	<i>(13.453)</i>	<i>(10.771)</i>	<i>(9.555)</i>

Πηγές: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και ΟΑΔΗΧ.

1 Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

2 Αποτίμηση με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 31.12 εκάστου έτους.

Πίνακας VI.8 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ¹

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ	103,1	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,4	179,0	176,8	180,8	178,2
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ	-0,5	6,3	17,3	19,5	25,8	-12,5	17,8	1,5	-2,1	4,0	-2,6
– Επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	2,2	5,4	10,1	5,3	3,0	3,8	9,1	-0,4	2,1	-3,7	-2,6
– Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	-2,1	0,9	7,1	12,3	20,7	19,3	13,3	6,0	6,0	5,4	-1,2
– Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους ²	-0,6	0,1	0,1	1,9	2,1	-35,7	-4,6	-4,0	-10,2	2,3	1,2

Πηγές: Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού για το έτος 2018 και ΕΛΣΤΑΤ.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

$$\left(\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left(\frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου D_t = χρέος γενικής κυβέρνησης

PB_t = πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα (+) ή πλεόνασμα (-))

Y_t = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές

g_t = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ

i_t = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου

SF_t = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους

2 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

Οι αναλύσεις βιωσιμότητας των ευρωπαϊκών θεσμών που περιλαμβάνονται σε διαδοχικές Εκθέσεις Συμμόρφωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, με πιο πρόσφατη αυτήν του Ιανουαρίου του 2018, συνηγορούν υπέρ της ανάγκης λήψης περαιτέρω μέτρων ελάφρυνσης εντός του συμφωνημένου πλαισίου, σε συνδυασμό με την αποτελεσματική προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

3 ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2018

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2018, προβλέπεται να συνεχιστεί η υπέρβαση των δημοσιονομικών στόχων του προγράμματος και το 2018.

Συγκεκριμένα, για το 2018 το ισοζύγιο της ΓΚ (κατά ESA 2010) προβλέπεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 0,6% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ το 2017. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ, με βάση τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης, προβλέπεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα ύψους 3,82% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας το στόχο για πλεόνασμα ύψους 3,5% του ΑΕΠ.

Οι εκτιμήσεις αυτές στηρίζονται στην πρόβλεψη για επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2018 με ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ 2,5%, που αποδίδεται κυρίως στην πρόβλεψη για αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (1,2%), του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (11,4%), της απασχόλησης (1,7%) και των εξαγωγών (4,6%). Η βελτίωση στο ισοζύγιο της ΓΚ προβλέπεται να προέλθει από τη βελτίωση στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα κυρίως του ΚΠ

και δευτερευόντως των ΟΚΑ, των επαναταξινομημένων ΔΕΚΟ και των ΟΤΑ, η οποία θα υπερκαλύψει την εκτιμώμενη επιδείνωση στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα των Λοιπών Νομικών Προσώπων και των νοσοκομείων.

Το βελτιωμένο αποτέλεσμα της ΓΚ το 2018 στηρίζεται σε δημοσιονομικές παρεμβάσεις οριακής απόδοσης για το 2018 ύψους περίπου 0,8% του ΑΕΠ, όπως εκτιμώνται στο βασικό σενάριο του ΜΠΔΣ 2018-2021. Οι παρεμβάσεις εστιάζουν ως επί το πλείστον στο σκέλος των δαπανών (κατά 3/4) και αφορούν κυρίως τη συγκράτηση των συνταξιοδοτικών δαπανών και των κοινωνικών μεταβιβάσεων.

Στον Προϋπολογισμό του 2018 γίνεται αναφορά σε εκτιμώμενη περαιτέρω μείωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ προς τρίτους εντός του 2018, υπό την προϋπόθεση της ομαλής χρηματοδότησης από τον ΕSM. Επιπλέον, προβλέπονται έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 2,7 δισεκ. ευρώ, τα οποία αφορούν μεταξύ άλλων την αξιοποίηση περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου σε Ελληνικό, ΟΛΘ, ΟΤΕ, ΕΛΠΕ, Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών και ΔΕΣΦΑ.

Το χρέος της ΓΚ προβλέπεται να αυξηθεί το 2018 και να διαμορφωθεί σε 332.000 εκατ. ευρώ ή 179,8% του ΑΕΠ. Η εκτιμώμενη αύξηση αντανακλά μεταξύ άλλων πρόσθετες χρηματοδοτικές ανάγκες ύψους 19,2 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 10 δισεκ. ευρώ για τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων ασφαλείας, 7 δισεκ. ευρώ για μείωση του βραχυπρόθεσμου χρέους προς τους φορείς της ΓΚ και 2,2 δισεκ. ευρώ για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ VI ΜΕΤΡΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η δημοσιονομική πολιτική για το 2017¹ περιλάμβανε, κατ' αρχήν, την εφαρμογή των ρυθμίσεων φορολογικού χαρακτήρα που είχαν νομοθετηθεί το 2016, με έναρξη ισχύος το 2017, κατ' εφαρμογή της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης.² Παράλληλα, στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος, με τον πολυνόμο του Μαΐου θεσπίστηκαν φορολογικές ρυθμίσεις άμεσης αλλά και μεσοπρόθεσμης ισχύος, με σκοπό αφενός την ενίσχυση των φορολογικών εσόδων και αφετέρου την τόνωση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και της αναπτυξιακής πορείας της οικονομίας. Ο συμπληρωματικός πολυνόμος του Ιουνίου προέβλεψε επιπρόσθετες φορολογικές και τελωνειακές ρυθμίσεις που στοχεύουν στην πάταξη της φοροδιαφυγής και την ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Τον Ιούλιο θεσπίστηκε φόρος στην αξία υπολογιστικών και αποθηκευτικών συσκευών, ενώ με τον πολυνόμο του Αυγούστου ρυθμίστηκε μία ακόμη σειρά φορολογικών θεμάτων. Με διατάξεις του πολυνόμου του Δεκεμβρίου παρατάθηκε ο μειωμένος ΦΠΑ σε πέντε νησιά του Αιγαίου και ανεστάλη για ένα έτος ο φόρος υπεραξίας στα ακίνητα. Τέλος, στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της τρίτης αξιολόγησης, τον Ιανουάριο ψηφίστηκε πολυνόμος που περιλαμβάνει και κάποιες φορολογικές διατάξεις, όπως φορολογικά κίνητρα σε ευρεσιτεχνίες, η δυνατότητα απενεργοποίησης του ΑΦΜ σε περίπτωση φοροδιαφυγής, η σύσταση νέας υπηρεσίας Ερευνών Οικονομικού Εγκλήματος κ.ά.

Αναλυτικότερα:

Με διάταξη του ν. **4467/2017**³ του Απριλίου δόθηκε για το έτος 2017 η δυνατότητα άρσης της ακινησίας αυτοκινήτων και μοτοσικλετών ιδιωτικής χρήσης, με μερική καταβολή των τελών κυκλοφορίας βάσει των μηνών χρήσης.

Κατ' εφαρμογή της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης και στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης, το Μάιο ψηφίστηκε ο πολυνόμος **4472/2017**⁴, ο οποίος

μεταξύ άλλων περιλαμβάνει δημοσιονομικές παρεμβάσεις στη φορολογία εισοδήματος, στον ΦΠΑ, στον Κώδικα Φορολογικών Διαδικασιών (ΚΦΔ) και στον Κώδικα Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων. Οι παρεμβάσεις αυτές χωρίζονται σε άμεσης και μακροπρόθεσμης ισχύος. Στις παρεμβάσεις που θεσμοθετήθηκαν με άμεση ισχύ περιλαμβάνονται οι εξής:

- Για δαπάνες που πραγματοποιούνται από 1.1.2017 και εξής, καταργείται η έκπτωση από το φόρο εισοδήματος κάθε φυσικού προσώπου του 10% του ποσού των δαπανών για ιατρική, φαρμακευτική και νοσοκομειακή περίθαλψη.
- Για τα εισοδήματα που αποκτώνται κατά τα φορολογικά έτη από 1.1.2018 και εξής, καταργείται η μείωση κατά 1,5% του φόρου εισοδήματος που παρακρατείται στα εισοδήματα από μισθωτή εργασία και συντάξεις.
- Καταργείται από 1.1.2017 το αφορολόγητο για δωρεές προς πολιτικά κόμματα, υποψήφιους βουλευτές και ευρωβουλευτές.
- Προστίθεται από 1.1.2017 στις υπηρεσίες που υπάγονται σε μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ αυτές που παρέχονται για τη γεωργική παραγωγή.
- Τροποποιούνται και συμπληρώνονται οι διατάξεις που διέπουν το πλαίσιο αρμοδιοτήτων του Εισαγγελέα Οικονομικού Εγκλήματος.

1 Τα φορολογικά μέτρα μέχρι το Φεβρουάριο του 2017 περιγράφονται στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, σελ. 167-172.
2 Αυτά, μεταξύ άλλων, αφορούν την επέκταση του ΦΠΑ σε όλα τα νησιά του Αιγαίου, την αύξηση του ΕΦΚ στο υγραέριο, στην αμόλυβδη βενζίνη και στο πετρέλαιο θέρμανσης, τη μείωση του ΕΦΚ στο φυσικό αέριο για οικιακή και βιομηχανική χρήση, την επιβολή τέλους συνδρομητών σταθερής τηλεφωνίας, την αύξηση του φόρου κατανάλωσης στον καπνό και την επιβολή ΕΦΚ στα ηλεκτρονικά τσιγάρα και τον καφέ, καθώς και την αύξηση του φόρου μερισμάτων από 10% σε 15%.
3 “Τροποποιήσεις διατάξεων της δασικής νομοθεσίας και άλλες διατάξεις”.
4 “Συνταξιοδοτικές διατάξεις Δημοσίου και τροποποίηση διατάξεων του ν. 4387/2016, μέτρα εφαρμογής των δημοσιονομικών στόχων και μεταρρυθμίσεων, μέτρα κοινωνικής στήριξης και εργασιακές ρυθμίσεις, Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021 και λοιπές διατάξεις”.

- Καταργείται η επιβολή ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στην ισοπροπυλική αλκοόλη, στο πλαίσιο της τόνωσης του ανταγωνισμού των προϊόντων στα οποία χρησιμοποιείται ως πρώτη ύλη.
 - Καταργείται η έκπτωση από το φορολογητέο ποσό της βουλευτικής αποζημίωσης των δαπανών άσκησης του λειτουργήματος του βουλευτή.
 - Θεσπίζεται από 1.1.2018 ενιαίο ποσό 0,5 ευρώ (που προβλέπεται ανά ημέρα και ανά δωμάτιο/διαμέρισμα) ως φόρος διαμονής για όλα τα ενοικιαζόμενα επιπλωμένα δωμάτια-διαμερίσματα.
 - Προβλέπεται χρονικό περιθώριο τριών ετών μέχρι τα μέσα του 2020 για τη σταδιακή ένταξη όλων των επιχειρήσεων και των ελεύθερων επαγγελματιών στο δίκτυο ηλεκτρονικών συναλλαγών μέσω πλαστικού χρήματος.
 - Ορίζεται ότι η αξία των ακινήτων που κατάσχονται από το Δημόσιο λόγω χρεών θα εκτιμάται με βάση της πραγματικές αξίες της κτηματαγοράς και όχι με βάση τις αντικειμενικές.
 - Προβλέπεται μείωση των προστίμων ΦΠΑ που επιβάλλονται για παραβάσεις έκδοσης ή λήψης εικονικών φορολογικών στοιχείων ή έκδοσης πλαστών φορολογικών στοιχείων οι οποίες εντοπίζονται σε εκκρεμείς ελέγχους χρήσεων πριν από το 2014, ώστε να εξομοιωθούν με τα αντίστοιχα πρόστιμα που προβλέπει ο ΚΦΔ για τις χρήσεις από το 2014 και έπειτα. Τα πρόστιμα θα υπολογίζονται στο 50% του μη καταβληθέντος ΦΠΑ.
 - Προβλέπεται η από 1.1.2017 φορολόγηση των εισοδημάτων από βραχυπρόθεσμη ενοικίαση ακινήτων ως εισοδήματος από ελευθέρια επαγγέλματα.
- Επιπλέον θεσμοθετούνται τα εξής φορολογικά μέτρα μεσοπρόθεσμου χαρακτήρα, με ισχύ από το 2020:
- Αναπροσαρμόζεται η προβλεπόμενη μείωση του φόρου επί του φορολογητέου εισοδήματος από μισθωτή εργασία και συντάξεις. Ειδικότερα, η μείωση του φόρου με βάση την οποία προκύπτει το ύψος του αφορολόγητου εισοδήματος διαμορφώνεται από 1.250 έως 1.459 ευρώ ανάλογα με τον αριθμό των τέκνων. Το μέτρο θα ισχύσει χωρίς προϋποθέσεις. Σε περίπτωση αποκλίσεων, η μείωση της έκπτωσης φόρου μπορεί να γίνει και νωρίτερα από το 2019.

Προβλέπεται δέσμη φορολογικών μέτρων για την ενίσχυση της ανάπτυξης ως ισόποση αντιστάθμιση της επίπτωσης από την προαναφερθείσα μείωση στο ύψος του αφορολόγητου εισοδήματος, η οποία θα περιλαμβάνει:

α) Μείωση του κατώτατου φορολογικού συντελεστή του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων από 22% σε 20%.

β) Επαναπροσδιορισμό (μειωτικά) των συντελεστών της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης.

γ) Μείωση του φορολογικού συντελεστή για τα νομικά πρόσωπα, πλην των πιστωτικών ιδρυμάτων, από το 29% στο 26%.

δ) Μείωση του Ενιαίου Φόρου Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ).

Τα μέτρα αυτά θα έχουν ισχύ από 1.1.2020, υπό την προϋπόθεση ότι δεν προκαλείται απόκλιση από τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους, όπως αυτοί καθορίζονται στο πρόγραμμα που περιλαμβάνει ο νόμος, δηλαδή πρωτογενή πλεονάσματα ύψους τουλάχιστον 3,5% του ΑΕΠ.

Στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος και σε συνέχεια της ψήφισης του προαναφερθέντος νόμου, τον Ιούνιο ψηφίστηκε ο συμπληρωματικός πολυνόμος **4474/2017**⁵, που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων φορολογικές και τελωνειακές διατάξεις. Συγκεκριμένα:

⁵ “Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις της Οδηγίας (ΕΕ) 2015/2376 και άλλες διατάξεις”.

- Ορίζεται ότι για τα έτη 2017 και 2018 δεν θα συνυπολογίζεται (όπως ίσχυε ειδικά για το έτος 2016⁶) στη συνολική αξία των δικαιωμάτων επί ακινήτου για τον υπολογισμό του συμπληρωματικού ΕΝΦΙΑ η αξία των δικαιωμάτων επί γηπέδων εκτός σχεδίου πόλης ή οικισμού. Η ρύθμιση αυτή ισχύει από την 1η Ιανουαρίου 2017.
- Προστίθενται νέες περιπτώσεις διαδικαστικών παραβάσεων και αντίστοιχες κυρώσεις στον ΚΦΔ για τη μη έκδοση ή την ανακριβή έκδοση ή λήψη παραστατικών, για πράξεις που δεν επιβαρύνονται με ΦΠΑ, καθώς και για τη διακίνηση αγαθών χωρίς την ύπαρξη παραστατικών στοιχείων διακίνησης. Το πρόστιμο ανέρχεται στα 500 ευρώ ανά φορολογικό έλεγχο σε περίπτωση που τηρούνται απλογραφικά βιβλία και 1.000 ευρώ για διπλογραφικά.
- Στο πλαίσιο της ενίσχυσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών και σε συνέχεια των διατάξεων του ν. 4446/2016, προστίθεται στον ΚΦΔ νέα περίπτωση διαδικαστικής παράβασης και αντίστοιχης κύρωσης για τη μη εξόφληση από το λήπτη των αγαθών ή των υπηρεσιών φορολογικών στοιχείων συνολικής αξίας 500 ευρώ και άνω, με τη χρήση κάρτας ή άλλων ηλεκτρονικών μέσων πληρωμής. Το πρόστιμο ορίζεται στα 100 ευρώ ανά παράβαση.
- Αίρεται το επαγγελματικό απόρρητο έναντι της εφορίας με απόφαση του διοικητή της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων.
- Παρατείνεται μέχρι τις 30.9.2017 η προθεσμία για την υπαγωγή στη ρύθμιση οικειοθελούς αποκάλυψης φορολογητέας ύλης παρελθόντων ετών.⁷ Με διατάξεις μεταγενέστερων νόμων⁸ η προθεσμία αυτή παρατάθηκε αρχικά για τις 31.10.2017 και τελικά για τις 25.11.2017.

Στον ν. 4481/2017⁹ του Ιουλίου περιλαμβάνονται σημαντικές διατάξεις για την προστασία της πνευματικής ιδιοκτησίας και των συγγε-

νικών δικαιωμάτων. Μεταξύ άλλων, ο νόμος προβλέπει φόρο (“ψηφιακό τέλος”) στην αξία των περισσότερων υπολογιστικών και αποθηκευτικών συσκευών που ανέρχεται από 2% έως 5% της αξίας του προϊόντος.

Ο πολυνόμος 4484/2017¹⁰ του Αυγούστου περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, διατάξεις σχετικά με τον Κώδικα ΦΠΑ, τους ακατάσχετους λογαριασμούς, το τέλος επιτηδεύματος, τον ΕΝΦΙΑ, τα ανασφάλιστα οχήματα και την οικειοθελή παροχή της εφοπλιστικής κοινότητας. Αναλυτικότερα, οι φορολογικές παρεμβάσεις είναι οι εξής:

- Μειώνονται από την 1.7.2017 οι συντελεστές ΦΠΑ στα αγροτικά εφόδια από το 24% στο 23%.
- Διευρύνεται το ακατάσχετο των 1.250 ευρώ σε ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος και σε λογαριασμούς ηλεκτρονικού χρήματος.
- Απαλλάσσονται για τα φορολογικά έτη 2017 και εξής από το τέλος επιτηδεύματος τα τουριστικά καταλύματα που λειτουργούν σε ξεχωριστούς χώρους αλλά με ενιαία άδεια λειτουργίας.
- Απαλλάσσονται για τα έτη 2017 και 2018 από τον ΕΝΦΙΑ τα σεισμόπληκτα ακίνητα εντός του Δήμου Λέσβου.
- Ορίζονται τα νέα πρόστιμα για τα ανασφάλιστα οχήματα.
- Παρατείνεται επί ένα έτος, για το 2018, η εθελοντική εισφορά της εφοπλιστικής κοινότητας.

6 Βλ. προγενέστερο ν. 4410/2016 (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015, Φορολογικό Παράρτημα, σελ. 171).

7 Με διάταξη του ν. 4446/2016 (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015, Φορολογικό Παράρτημα, σελ. 171) ως προθεσμία υποβολής οριζόταν η 31.5.2017.

8 Ν. 4490/2017 του Οκτωβρίου και ν. 4499/2017 του Νοεμβρίου.

9 “Συλλογική διαχείριση δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας και συγγενικών δικαιωμάτων, χορήγηση πολυεδαφικών αδειών για επιγραμμικές χρήσεις μουσικών έργων και άλλα θέματα αρμοδιότητας Υπουργείου Πολιτισμού και Αθλητισμού”.

10 “Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις της Οδηγίας (ΕΕ) 2016/881 και άλλες διατάξεις”.

Με διάταξη του ν. **4509/2017**¹¹ του Δεκεμβρίου παρατείνεται επί έξι μήνες, συγκεκριμένα μέχρι τις 30.6.2018,¹² το μέτρο των μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ για τα νησιά Λέρο, Λέσβο, Κω, Σάμο και Χίο. Με άλλη διάταξη του ίδιου νόμου αναστάλη και για το έτος 2018¹³ η ισχύς του άρθρου Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος (ΚΦΕ)¹⁴ σχετικά με τη φορολόγηση της υπεραξίας που προκύπτει από τη μεταβίβαση ακινήτων με επαχθή αιτία.

Τέλος, στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της τρίτης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος, τον Ιανουάριο ψηφίστηκε ο πολυνόμος **4512/2018**¹⁵ που περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τις εξής φορολογικές διατάξεις:

- Αυξάνονται τα τέλη καταχώρισης μεταβίβασης ακινήτων.
- Συνιστάται στο Υπουργείο Οικονομικών “Διεύθυνση Ερευνών Οικονομικού Εγκλήματος”, η οποία θα συντονίζεται από τον οικονομικό εισαγγελέα και της οποίας οι ελεγκτές θα έχουν ανακριτική αρμοδιότητα.
- Δίνονται φορολογικά κίνητρα για ευρεσιτεχνίες, καθώς απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος για τρεις συνεχόμενες χρήσεις τα κέρδη επιχείρησης από την πώληση προϊόντων παραγωγής τους, εφόσον για την παραγωγή τους χρησιμοποιήθηκε ευρεσιτεχνία διεθνώς αναγνωρισμένη στο όνομα της επιχείρησης.
- Ενσωματώνονται στον ΚΦΕ υφιστάμενες διατάξεις που αφορούν φορολογικά κίνητρα κεφαλαιοποίησης αφορολόγητων αποθεματικών. Παράλληλα ορίζεται ότι οι διατάξεις για την κεφαλαιοποίηση αφορολόγητων αποθεματικών ισχύουν μέχρι τις 31.12.2020 και οι συντελεστές φορολόγησής τους τρο-

ποποιούνται ως εξής: α) για τις εισηγμένες εταιρίες, ο φορολογικός συντελεστής αυξάνεται από 5% σε 10% για αποθεματικά που κεφαλαιοποιούνται το έτος 2019, και στο 20% για αποθεματικά που κεφαλαιοποιούνται το έτος 2020, και β) για τις μη εισηγμένες, ο φορολογικός συντελεστής αυξάνεται από 10% σε 20% για αποθεματικά που κεφαλαιοποιούνται το έτος 2020.

- Καταργούνται ανενεργές ή περιορισμένης χρησιμότητας διατάξεις για φορολογικά κίνητρα, όπως για τη χρηματοδοτική μίσθωση αγροτικών εκτάσεων.
- Παρέχεται η δυνατότητα υποβολής εκπρόθεσμης ή τροποποιητικής φορολογικής δήλωσης μέχρι την κοινοποίηση του διορθωτικού προσδιορισμού φόρου. Παράλληλα, προβλέπεται μείωση των κυρώσεων στο 60% των αρχικώς προσδιορισθεισών, εφόσον η οφειλή εξοφληθεί σε 30 ημέρες.
- Ορίζεται ότι η φορολογική διοίκηση δύναται να αναστέλλει τη χρήση ΑΦΜ ή να προβαίνει σε απενεργοποίηση αυτού. Παράλληλα, παρέχεται η δυνατότητα για απόδοση ΑΦΜ σε επιχειρήσεις με βεβαρημένο ιστορικό, εφόσον καταβληθεί χρηματική εγγύηση.

¹¹ “Μέτρα θεραπείας ατόμων που απαλλάσσονται από την ποινή λόγω ψυχικής ή διανοητικής διαταραχής και άλλες διατάξεις”.

¹² Αρχικά, με διάταξη του ν. 4336/2016 προβλεπόταν η πλήρης κατάργηση των μειωμένων συντελεστών του ΦΠΑ σε όλα τα νησιά έως το τέλος του 2016. Με διάταξη του μεταγενέστερου ν. 4446/2016 (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Φορολογικό Παράρτημα, σελ. 172) αναστάλη μέχρι το τέλος του 2017 η κατάργηση της μείωσης των συντελεστών ΦΠΑ για τα νησιά του νομού Λέσβου, τα νησιά του νομού Χίου, τα νησιά του νομού Δωδεκανήσου (με εξαίρεση τη Ρόδο και την Κάροπαθο), τα νησιά του νομού Σάμου και τη Σαμοθράκη.

¹³ Με διάταξη του ν. 4446/2016 η εφαρμογή του είχε ανασταλεί έως τις 31.12.2017.

¹⁴ ΚΦΕ, ν. 4172/2013.

¹⁵ “Ρυθμίσεις για την εφαρμογή των διορθωτικών μεταρρυθμίσεων του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και άλλες διατάξεις”.

VII ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Στο τραπεζικό σύστημα έχει ξεκινήσει η αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, καθώς έχει εμπλουτιστεί το θεσμικό πλαίσιο και τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν προχωρήσει σε σημαντικές σχετικές ενέργειες. Το πρόβλημα είναι κρίσιμο και χρειάζεται κάθε προσπάθεια, επιπλέον της ευεργετικής επίδρασης της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, για να επιταχυνθεί η πρόοδος στη μακρά διαδικασία για την επίλυσή του. Μια από τις παρενέργειες του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων είναι η παρατηρούμενη ισχύοντα της εξέλιξης της τραπεζικής χρηματοδότησης, η οποία ωστόσο φαίνεται να μειώνεται, με βραδύ ρυθμό βέβαια. Εξάλλου, οι αποταμιευτικοί πόροι που συγκεντρώνουν οι τράπεζες από καταθέσεις, οι οποίοι είναι διαθέσιμοι για αναδανεισμό στην πραγματική οικονομία, αυξάνονται και τα επιτόκια χρηματοδότησης που προσφέρουν οι τράπεζες, τουλάχιστον προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, συνεχίζουν να μειώνονται. Τέλος, στο πεδίο της ιδιωτικής ασφάλισης, τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη παρέμειναν σε σταθερό επίπεδο, ενώ συνεχίστηκε ο εμπλουτισμός του νομοθετικού πλαισίου με στόχο την ενίσχυση της προστασίας των καταναλωτών ασφαλιστικών προϊόντων.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Τα επιτόκια καταθέσεων συνέχισαν το 2017 να ακολουθούν πορεία γενικής μείωσης, αλλά με πολύ βραδύ ρυθμό πλέον. Από την άλλη πλευρά, η αποκλιμάκωση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων συνεχίστηκε για έκτη συνεχόμενη χρονιά, με σχεδόν σταθερό ρυθμό, δηλ. κατά μισή ποσοστιαία μονάδα ετησίως. Αντίθετα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών κατέγραψε ελαφρά αύξηση σε ονομαστικούς όρους, αν και σε πραγματικούς όρους όλα τα τραπεζικά επιτόκια υποχώρησαν ex post έναντι του 2016. Κατά τα επόμενα έτη, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ ενδέχεται να αρχίσουν να αυξάνονται. Η επίδραση αυτών των αυξήσεων (οι οποίες σε κάποια

χρονική στιγμή μπορεί να περιλάβουν και προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος) στα δανειακά επιτόκια των ελληνικών τραπεζών θα είναι περιορισμένη. Αυτό συνάγεται διότι αναμένεται παράλληλα γενική βελτίωση των οικονομικών συνθηκών στη χώρα μας και συνεπώς ανάκαμψη της ζήτησης τραπεζικών καταθέσεων και περιορισμός του περιθωρίου διαμεσολάβησης των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς θα προχωρεί η αντιμετώπιση της βασικής πρόκλησης στο τραπεζικό σύστημα, των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Το 2017 ήταν ένα έτος χωρίς σημαντικές αποσύρσεις καταθέσεων, δεδομένων κυρίως του πλέγματος των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, αλλά και της απουσίας εξάρσεων της αβεβαιότητας. Κατά συνέπεια, καταγράφηκαν αυξήσεις των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Επανακατατέθηκαν τραπεζογραμμάτια σε τραπεζικούς λογαριασμούς και επαναπατρίστηκαν κεφάλαια από τοποθετήσεις στο εξωτερικό – ωστόσο, η πιστοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών δεν οδήγησε σε αύξηση του αποθέματος τραπεζικού χρήματος, δεδομένου ότι η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς το σύνολο της εγχώριας οικονομίας ήταν αρνητική. Σε σύγκριση με τα παρελθόντα έτη της ελληνικής κρίσης, είναι αξιοσημείωτη η ανάκαμψη των καταθέσεων προθεσμίας, αλλά και εν γένει η αύξηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, η οποία είναι αναλογικά εντονότερη από αυτή του τομέα των νοικοκυριών. Εκτός από την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, προκειμένου να επιταχυνθεί η αποκατάσταση της καταθετικής βάσης των τραπεζών, είναι απαραίτητο να συνεχίσουν να αποτρέπονται οι κλυδωνισμοί της εμπιστοσύνης όσον αφορά τη στερεότητα της συμμετοχής της χώρας στο ενιαίο νόμισμα της Ευρώπης και να μην παρουσιάζονται ενδοιασμοί όσον αφορά τη σταθερότητα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 9.2.2018.

Η κατ' έτος συρρίκνωση της πιστωτικής επέκτασης, που χαρακτήρισε την ελληνική κρίση, φαίνεται να έχει αμβλυνθεί σημαντικά όσον αφορά τον τομέα των νοικοκυριών και να έχει λάβει τέλος όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (έχει μετριαστεί επίσης σε σχέση με τις μη τραπεζικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα). Η πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών, όπως αποτυπώνεται στις εκταμιεύσεις νέων δανείων με προκαθορισμένη λήξη, αυξήθηκε σε σχέση με το 2016 όσον αφορά τη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη όσον αφορά τα νοικοκυριά. Σημαντικός για τις πιστωτικές εξελίξεις ήταν ο ρόλος της απόδοσης του ΑΕΠ και της αποκλιμάκωσης των πραγματικών επιτοκίων. Η αναμενόμενη ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης θα συμβάλει αφ' εαυτής, αλλά και λόγω της ευεργετικής της επίδρασης στην οικονομική εμπιστοσύνη, σε περαιτέρω ενίσχυση τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς τραπεζικής χρηματοδότησης. Η ανακεφαλαιοποίηση τα προηγούμενα έτη και οι δυνατότητες αναχρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα ή τον έκτακτο μηχανισμό της Τράπεζας της Ελλάδος (ELA – emergency liquidity assistance) απέτρεψαν περαιτέρω εμβάθυνση της πιστωτικής συστολής. Τουναντίον, η προσφορά πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών αναμένεται να ενισχυθεί, καθώς η συγκέντρωση καταθέσεων θα διευκολυνθεί, ο πιστωτικός κίνδυνος θα περιοριστεί και η πρόσβαση στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων θα βελτιωθεί. Κρίσιμος παράγοντας, ωστόσο, για τις προοπτικές ενίσχυσης των δυνατοτήτων των τραπεζών αφενός να αντλήσουν χρηματοδοτικούς πόρους και αφετέρου να τους διοχετεύσουν σε αποδοτικές δανειοδοτήσεις είναι η πρόοδος που θα επιτελέσουν ως προς την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Το πρόβλημα αυτό επηρεάζει όλες τις κατηγορίες πιστώσεων, η βαρύτερά τους όμως ποικίλλει μεταξύ των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας. Το πρόβλημα είναι οξύτερο στα δάνεια προς τις πολύ μικρές επιχειρήσεις και

τους επαγγελματίες σε αντιδιαστολή με τις μεγάλες επιχειρήσεις, καθώς επίσης και στους κλάδους του εμπορίου, της βιομηχανίας και των κατασκευών σε αντιδιαστολή με τους κλάδους της ενέργειας και των πετρελαιοειδών. Ελαφρώς λιγότερο από το μισό του συνολικού υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων αντιστοιχεί σε συμβάσεις δανείων που έχουν καταγγείλει οι τράπεζες, ενώ περίπου το μισό του συνολικού ύψους των δανείων σε καθυστέρηση τα οποία δεν έχουν καταγγεληθεί αφορά δάνεια που δεν έχουν εξυπηρετηθεί ομαλά για χρονικό διάστημα άνω των δύο ετών.

Τα προηγούμενα χρόνια έχουν θεσπιστεί πολλές μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου ώστε να διευκολυνθεί η αντιμετώπιση του σημαντικού αυτού προβλήματος στο τραπεζικό σύστημα. Πρόσφατα τέθηκαν σε λειτουργία ηλεκτρονικά συστήματα για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών και για πλειστηριασμούς ακινήτων. Οι τράπεζες ακολουθούν χρονοδιάγραμμα για τον προοδευτικό περιορισμό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, βάσει του οποίου στα τέλη του 2019 το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων θα έχει μειωθεί σε 64,6 δισεκ. ευρώ (κατά περίπου 37% μεταξύ Ιουνίου 2017 και Δεκεμβρίου 2019). Ήδη στη διάρκεια του εννεαμήνου του 2017, το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων μειώθηκε κατά σχεδόν 6 δισεκ. ευρώ. Η κάλυψη των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων με προβλέψεις εκ μέρους των δανειστριών τραπεζών είναι σχετικά ικανοποιητική. Εάν μάλιστα ληφθεί υπόψη η αξία των εξασφαλίσεων που έχουν ληφθεί από τις τράπεζες έναντι πολλών από τα ανοίγματα, η κάλυψη υπερβαίνει το 100%. Επίσης, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας διαμορφώνεται γύρω στο 17% (Σεπτέμβριος 2017).

Αναφορικά με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα βασικά τους χρηματοοικονομικά μεγέθη παρέμειναν σε σταθερό επίπεδο κατά το 2017 και οι δείκτες φερεγγυότητας κατά την 31.12.2017 αναμένεται να βελτιωθούν, λόγω και της θετικής πορείας των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Ο κίνδυνος που σχετίζεται με το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και τη συνακόλουθη αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων (search for yield) παραμένει υψηλός κυρίως για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις ζωής, ιδίως δε για τις περιπτώσεις συμβολαίων που περιλαμβάνουν υψηλές εγγυήσεις επιτοκίων. Επιπροσθέτως, είναι σημαντικό να τονιστούν οι προσπάθειες που καταβάλλονται και οι δράσεις που αναλαμβάνονται τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο για την ενίσχυση του πλαισίου προστασίας του καταναλωτή που σχετίζεται με τον τρόπο προώθησης των ασφαλιστικών προϊόντων και την πληροφόρηση που του παρέχεται ώστε να λάβει την απόφασή του.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

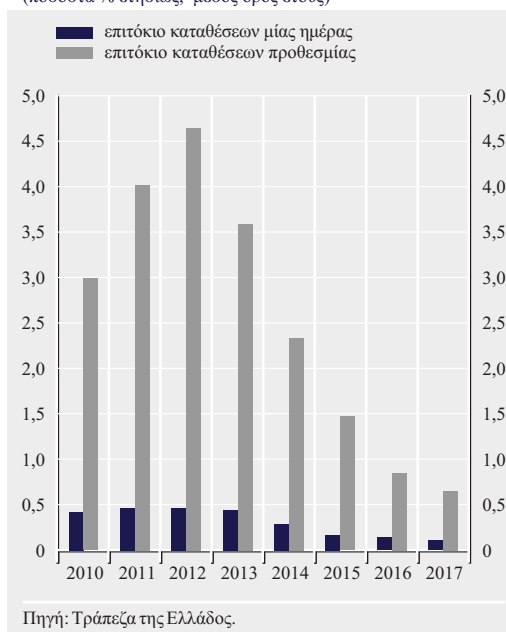
Τα επιτόκια καταθέσεων εξακολούθησαν να μειώνονται το 2017, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι τα προηγούμενα έτη. Συγκεκριμένα, η κατά μήνα υποχώρηση του επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας περιορίστηκε από 9 μονάδες βάσης (μ.β.) την περίοδο δ' τριμήνου 2012-δ' τριμήνου 2015 σε 3 μ.β. το 2016 και 1 μ.β. το 2017. Η μέση υποχώρηση του επιτοκίου καταθέσεων μίας ημέρας επίσης περιορίστηκε δραστικά, από 8 μ.β. μηνιαίως κατά την περίοδο β' τριμήνου 2013-δ' τριμήνου 2015 σε 3 μ.β. ανά εξάμηνο το 2017 (βλ. Διάγραμμα VII.1).

Η εμπειρία καταδεικνύει ότι, μετά τις πρώτες φάσεις της ελληνικής κρίσης, οι τράπεζες σταμάτησαν να αυξάνουν τα επιτόκια καταθέσεων με αποκλειστικό κριτήριο τη συγκράτηση της φυγής καταθέσεων, πιθανώς διότι θεώρησαν ότι μια τέτοια πολιτική από μέρους τους δεν θα είχε αποτέλεσμα. Κατ' αντιστοιχία, η αναχαίτιση των εκροών καταθέσεων μετά το α' εξάμηνο του 2015 συνέπεσε με επιβράδυνση (αντί για επιτάχυνση) του ρυθμού αποκλιμάκωσης των επιτοκίων καταθέσεων (βλ. Διάγραμμα VII.2).

Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνέχισαν να αποκλιμακώνονται το 2017. Σημειώνεται ότι ο ρυθμός αποκλιμάκωσης του αντίστοιχου

Διάγραμμα VII.1 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά (2010-2017)

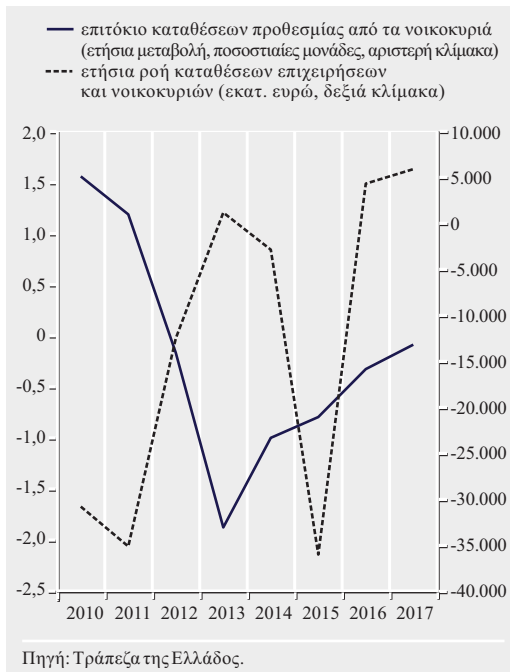
(ποσοστά % ετησίως, μέσος όρος έτους)



μεσοσταθμικού επιτοκίου δανεισμού έχει παραμείνει σχεδόν σταθερός κατά την τελευταία εξαετία. Ανά έτος, την περίοδο 2012-2017, το επιτόκιο αυτό υποχωρούσε περίπου μισή εκατοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο, με τυπική απόκλιση από αυτή την τιμή μικρότερη από μισή μονάδα βάσης. Η πτωτική πορεία του δανειακού επιτοκίου συμπίπτει χρονικά με τη σταδιακή ανόρθωση της οικονομίας η οποία παρατηρήθηκε μετά το 2011, έτος κατά το οποίο ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ κατέγραψε ελάχιστο (βλ. Διάγραμμα VII.3).

Συνεπώς, η εξέλιξη του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είναι πιθανόν να αντανakλά προοδευτικό περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου χορηγήσεων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα προς επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, παράλληλα με την επίδραση των προγραμμάτων συγχρηματοδότησης (συμπεριλαμβανομένης της κάλυψης με εγγυήσεις) εκ μέρους δημόσιων φορέων, δηλ. της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων

Διάγραμμα VII.2 Ετήσια ροή καταθέσεων από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας από τα νοικοκυριά (2010-2017)



Διάγραμμα VII.3 Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν και μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (2007-2017)



(ΕΙΒ), της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΒΡΔ) και του Εθνικού Ταμείου Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης (ΕΤΕΑΝ). Δεδομένου ότι τα κεφάλαια τα οποία προσφέρονται στις εμπορικές τράπεζες, προς συμπλήρωση των λοιπών πόρων που διοχετεύουν οι τράπεζες προς τους πιστούχους τους, είναι χαμηλότοκα, τα επιτόκια που τελικά χρεώνουν οι τράπεζες στους λήπτες των συγχρηματοδοτούμενων δανείων είναι σχετικά χαμηλότερα από τα επιτόκια άλλων, μη συγχρηματοδοτούμενων πιστώσεων. Ανάλογη είναι η επίδραση της μερικής κάλυψης δανείων που χορηγούν οι εμπορικές τράπεζες με εγγυήσεις των παραπάνω δημόσιων φορέων, αλλά σ' αυτή την περίπτωση το όφελος για τον δανειολήπτη, εκτός του μειωμένου επιτοκίου, περιλαμβάνει συχνά ελάφρυνση στις απαιτήσεις της δανειστρίας τράπεζας για κάλυψη της πίστωσης με εξασφαλίσεις, οι οποίες ενδέχεται, για κάποιους οι οποίοι έχουν ανάγκη δανειακών κεφαλαίων, να είναι δυσεύρετες.

Παρά το γεγονός ότι τα προγράμματα αυτά αφορούν σημαντικό μέρος της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, κυρίως μάλιστα αυτές που είναι μικρού και μεσαίου μεγέθους (και η συνήθης παραδοχή είναι ότι οι επιχειρήσεις αυτές χρησιμοποιούν τραπεζικά δάνεια κάτω του 1 εκατ. ευρώ), η μείωση των δανειακών επιτοκίων που καταγράφηκε κατά τα τελευταία έτη δεν κυμάνθηκε αντιστρόφως ανάλογα προς το ύψος του δανείου, δηλαδή δεν ήταν αισθητά μεγαλύτερη στα δάνεια κάτω των 250 χιλιάδων ευρώ από ό,τι στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ. Πάντως, τα εν λόγω προγράμματα συνέβαλαν, ενδεχομένως μαζί με άλλους παράγοντες, ώστε η διαφορά μεταξύ επιτοκίου τραπεζικού δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και μεσοσταθμικού επιτοκίου τραπεζικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών να μειωθεί προοδευτικά τα τελευταία χρόνια και τελικά να μεταστραφεί από θετικές σε αρνητικές τιμές (βλ. Διάγραμμα VII.4).

Διάγραμμα VII.4 Διαφορά επιτοκίου δανεισμού μεταξύ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών (2010-2017)

(μονάδες βάσης, μέσος όρος τριμήνου)

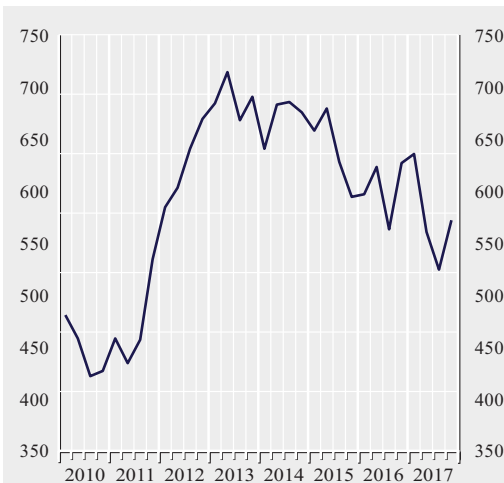


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Το επιτόκιο καταναλωτικής πίστης αυξήθηκε το 2017 (μέση τιμή το 2017: 9,44%, μέση τιμή το 2016: 9,28%). Βέβαια, οι δύο συνιστώσες τις οποίες ενσωματώνει το εν λόγω μεσοσταθμικό επιτόκιο, δηλ. αφενός το επιτόκιο στα καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και αφετέρου το επιτόκιο στις πιστώσεις χωρίς προκαθορισμένη λήξη (ανοίγματα πιστωτικών καρτών: 60% του συνολικού υπολοίπου καταναλωτικής πίστης χωρίς προκαθορισμένη λήξη κατά μέσο όρο το 2017, ανοικτά δάνεια: 25% του συνόλου, υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς: 14%) κινήθηκαν σε αντίθετη κατεύθυνση. Ειδικότερα, το επιτόκιο στα καταναλωτικά δάνεια με προκαθορισμένη λήξη ακολουθεί από ετών ανοδική πορεία (με σημαντικές διακυμάνσεις ωστόσο – μέσο επιτόκιο 2017: 8,7%, 2016: 8,5%), ενώ τα επιτόκια καταναλωτικών πιστώσεων χωρίς προδιαγεγραμμένη ημερομηνία εξόφλησης υποχωρούν (πολύ ελαφρά βεβαίως) τα τελευταία χρόνια. Ο προοδευτικός περιορισμός της διαφοράς επιτοκίων υπέρ των πιστώσεων χωρίς προκαθορισμένη λήξη, κατά την περίοδο από το β' εξάμηνο του 2013 έως τα τέλη του 2017, αντανακλά σε κάποια έκταση τη συγκριτική εξέλιξη του πιστωτικού

Διάγραμμα VII.5 Διαφορά επιτοκίου μεταξύ καταναλωτικής πίστης χωρίς καθορισμένη διάρκεια και καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια (2010-2017)

(μονάδες βάσης, μέσος όρος τριμήνου)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

κινδύνου μεταξύ των δύο κατηγοριών πιστώσεων, όπως αξιολογείται από τις τράπεζες με βάση την πρόσφατη εμπειρία τους (βλ. Διάγραμμα VII.5). Τέλος, το επιτόκιο στεγαστικής πίστης παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο κατά μέσο όρο (2,8%) μεταξύ 2016 και 2017.

Σε πραγματικούς όρους, τα δανειακά επιτόκια υποχώρησαν περαιτέρω μεταξύ 2016 και 2017. Το μέσο ex post πραγματικό επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (τα νοικοκυριά) διαμορφώθηκε σε 3,3% (3,7%) το 2017, έναντι μέσης τιμής 4,9% (4,5%) κατά τα προηγούμενα έτη της ελληνικής κρίσης 2010-2016 και μέσου όρου 2,4% (3,7%) την περίοδο πριν την εκδήλωση της κρίσης 2003-2009. Η αποκλιμάκωση του πραγματικού κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης στηρίζει την οικονομική ανάκαμψη στη χώρα μας, καθώς επενεργεί αυξητικά σε πολλές συνιστώσες της συνολικής δαπάνης (διαρκή καταναλωτικά αγαθά, επενδύσεις).

Όσον αφορά τους παράγοντες που επηρέασαν τη διαμόρφωση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών εκτός από τον πιστωτικό κίν-

δυνα, το κόστος άντλησης πόρων προς αναδανεισμό εκ μέρους των τραπεζών υποχώρησε κυρίως διότι αυξήθηκε η συνεισφορά των καταθέσεων λιανικής ως πηγής χρηματοδότησης και αντιστοίχως περιορίστηκε η χρησιμοποίηση του έκτακτου μηχανισμού ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος, ο οποίος συνεπάγεται αυξημένο κόστος. Στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ, υπάρχει ενδεχόμενο τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια να αρχίσουν να αυξάνονται τα επόμενα έτη λόγω προσαρμογών της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (βλ. Κεφάλαιο IV) ή λόγω προσδοκιών για τέτοιες προσαρμογές. Αρχικά, αυτό θα επηρεάσει το κόστος άντλησης χρηματοδότησης από την κεντρική τράπεζα εκ μέρους των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, το κόστος προσέλκυσης διατραπεζικών καταθέσεων διασυνοριακά, καθώς επίσης και το κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης ομολογιακών τίτλων από τις εγχώριες τράπεζες στη διεθνή αγορά. Εάν ωστόσο, όπως είναι πιθανόν, παράλληλα αυξηθεί η ζήτηση καταθέσεων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά για λόγους που εκτίθενται παρακάτω (βλ. την επόμενη ενότητα), το επίπεδο επιτοκίων που οι τράπεζες θεωρούν αναγκαίο να προσφέρουν για να συγκεντρώσουν αποταμιεύσεις θα διατηρηθεί χαμηλό. Επιπροσθέτως, οι αυξανόμενες εισροές καταθέσεων θα επιτρέψουν περαιτέρω απεξάρτηση των εμπορικών τραπεζών από τη χρηματοδότηση της κεντρικής τράπεζας και πρώτα βεβαίως από την προσφυγή στον έκτακτο μηχανισμό χρηματοδότησης. Έτσι, η γενική αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ δεν πρόκειται να συνδυαστεί κατ' ανάγκη με ισοδύναμη αύξηση του κόστους αναχρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών και, κατ' ακολουθία, των δανειακών τους επιτοκίων προς την πραγματική οικονομία στη χώρα μας. Εξάλλου, τα μεσομακροπρόθεσμα επιτόκια με τα οποία παρέχουν οι αγορές χρηματοδότηση προς ελληνικές επιχειρήσεις και το Ελληνικό Δημόσιο ακολουθούν εδώ και πολλούς μήνες καθοδική τάση, καθώς οι διαφορές τους έναντι των ευρωπαϊκών επιτοκίων συρρικνώνονται (βλ. Κεφάλαιο IX). Επιπλέον, καθώς θα επιτελείται περαιτέρω πρόοδος στην αντιμετώπιση του

προβλήματος των συσσωρευμένων μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, οι ανάγκες των τραπεζών για σχηματισμό προβλέψεων από τα κέρδη θα μετριαζονται και το περιθώριο διαμεσολάβησης θα καταστεί δυνατόν να διαμορφωθεί σε χαμηλότερα επίπεδα. Προς αυτή την κατεύθυνση επενεργεί επίσης ο εξορθολογισμός του λειτουργικού κόστους των τραπεζών. Η συρρίκνωση του περιθωρίου αποτελεί πρόσθετο λόγο ώστε η αναμενόμενη άνοδος των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ να μην οδηγήσει σε σημαντικά ανστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης στην πραγματική οικονομία στη χώρα μας.

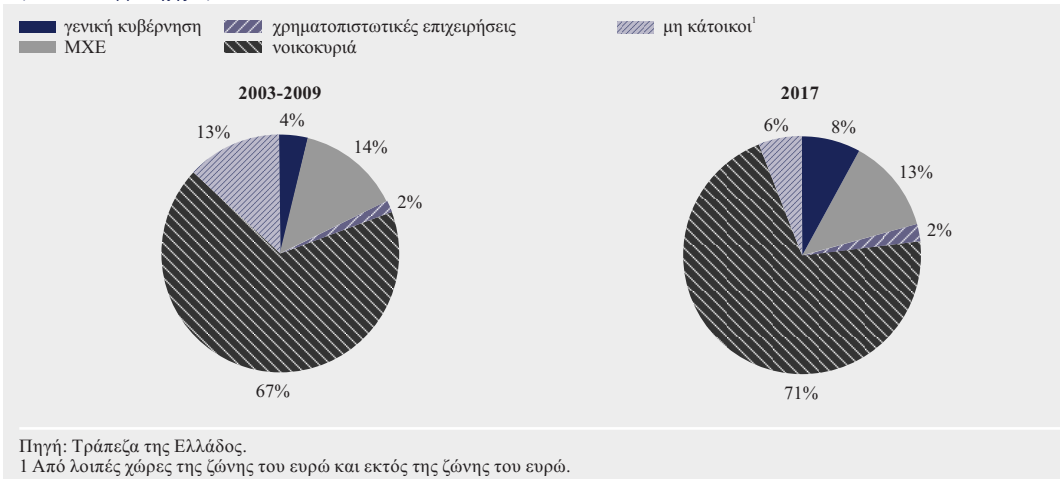
3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Στη διάρκεια του 2017 συνεχίστηκε η άνοδος των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, οι οποίες κατά μέσο όρο την επισκοπούμενη περίοδο αποτελούσαν το 13% περίπου του συνόλου των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα (βλ. Διάγραμμα VII.6). Η μέση μηνιαία καθαρή ροή² αυτών των καταθέσεων ήταν +190 εκατ. ευρώ (το θετικό πρόσημο σημαίνει εισροή πόρων στο τραπεζικό σύστημα και το αρνητικό εκροή), έναντι +150 εκατ. ευρώ το 2016 και -340 εκατ. ευρώ τα προηγούμενα έτη της ελληνικής κρίσης 2010-2015. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός ανόδου των εν λόγω καταθέσεων κατά μέσο όρο το 2017 διαμορφώθηκε στα υψηλότερα επίπεδα από το έτος 2008 (περίπου 17%). Οι καταθέσεις των νοικοκυριών (περί το 70% του συνόλου των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες κατά την περίοδο υπό επισκόπηση) κατέγραψαν μειώσεις κατ' έτος από το 2010 και εξής, με εξαίρεση τα έτη 2016 (μέση μηνιαία εισροή: 200 εκατ. ευρώ) και το 2017 (μέση μηνιαία εισροή: 300 εκατ. ευρώ). Ο αντίστοιχος δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής διαμορφώθηκε σε θετικές τιμές από το β' εξάμηνο

2 Ως μηνιαία καθαρή ροή λαμβάνεται η μεταβολή του υπολοίπου των καταθέσεων μεταξύ δύο διαδοχικών μηνών, αγνοώντας ωστόσο το μέρος της εν λόγω μεταβολής που οφείλεται σε συναλλαγματικές διαφορές ή αναταξινόμησης των καταθέσεων μεταξύ των τομέων. Κατόπιν, λαμβάνεται ο μέσος όρος των μηνιαίων καθαρών ροών κατά τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους ή άλλης περιόδου υπό εξέταση.

Διάγραμμα VII.6 Μερίδιο συμμετοχής κάθε τομέα στο σύνολο των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες

(ποσοστό συμμετοχής %)



του 2016 και εξής, για πρώτη φορά τα τελευταία χρόνια.

Η σχετικά ευνοϊκή εξέλιξη του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2016-2017, η πρόοδος που επιτεύχθηκε ως προς την εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, η οποία εξασφάλισε θετικές αξιολογήσεις εκ μέρους των διεθνών πιστωτών, η θωράκιση της φερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος με την ανακεφαλαιοποίηση το 2015 και κατόπιν με τη μεθόδευση της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων και, τέλος, το επιβληθέν πλαίσιο περιορισμών στα πιστωτικά ιδρύματα, όσον αφορά τις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς και τις διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων, συνέβαλαν σε ενίσχυση της ζήτησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες. Η εξέλιξη του δωδεκάμηνου ρυθμού μεταβολής του συνόλου των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, καθώς επίσης και των καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών (60% του συνόλου των καταθέσεών τους κατά μέσο όρο την περίοδο υπό επισκόπηση), απεικονίζει παραστατικά ότι η πορεία βελτίωσης των οικονομικών συνθηκών και συνακόλουθης επιστροφής των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες, η οποία ξεκί-

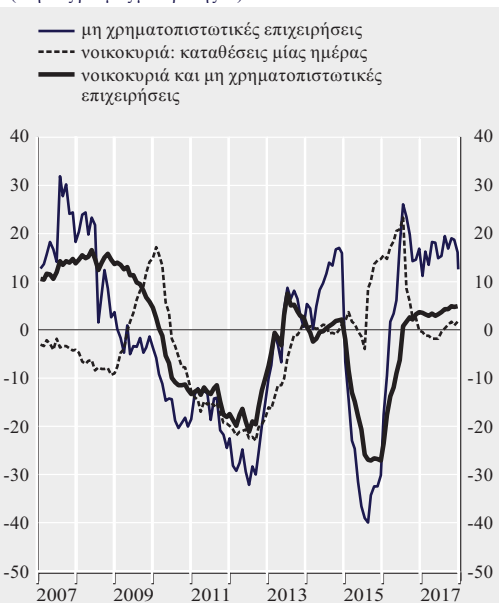
νησε το β' εξάμηνο του 2012, αναστράφηκε μεν προσωρινά προς τα τέλη του 2014 αλλά επανεκκίνησε μετά τα μέσα του 2015 (βλ. Διάγραμμα VII.7).

Ειδικότερα, είναι σαφές ότι η θέσπιση των περιορισμών εξάλειψε τις μεγάλες εκροές καταθέσεων. Το μέσο μέγεθος των μηνιαίων εκροών καταθέσεων,³ εκ μέρους αφενός των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και αφετέρου των νοικοκυριών, κατά το διάστημα από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης (Οκτώβριος 2009) μέχρι και τον Ιούνιο του 2015, στα τέλη του οποίου υιοθετήθηκαν οι περιορισμοί, ήταν -3,2 δισεκ. ευρώ. Την περίοδο από τον Ιούλιο του 2015 μέχρι και τον πιο πρόσφατο μήνα για τον οποίο έχουν δημοσιευθεί στοιχεία (Δεκέμβριος 2017), η μέση μηνιαία εκροή καταθέσεων ήταν -0,8 δισεκ. ευρώ. Επίσης όμως μειώθηκε η μέση μηνιαία εισροή καταθέσεων μεταξύ των δύο συγκρινόμενων

³ Λαμβάνεται ο μέσος όρος των ποσών που έχουν εκρρεύσει από τραπεζικές καταθέσεις τους μήνες κατά τους οποίους καταγράφηκε συνολικά εκροή σε καθαρή βάση. Κάποιες ημέρες αυτών των μηνών ενδέχεται να σημειώθηκαν εισροές κεφαλαίων στο τραπεζικό σύστημα (π.χ. λόγω κατάθεσης τραπεζογραμματίων ή λόγω εισερχόμενων εμβασμάτων από το εξωτερικό) που είχαν ως συνέπεια να πιστωθούν τραπεζικές καταθέσεις. Άλλες ημέρες όμως στη διάρκεια του μηνός σημειώθηκαν αναλήψεις καταθέσεων και αντίστοιχες εκροές κεφαλαίων από το τραπεζικό σύστημα προς το εξωτερικό. Συνολικά στη διάρκεια του μηνός, οι ημερήσιες εκροές αθροισόμενες υπερέβησαν το αντίστοιχο άθροισμα των ημερήσιων εισροών.

Διάγραμμα VII.7 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2007-Δεκέμβριος 2017)

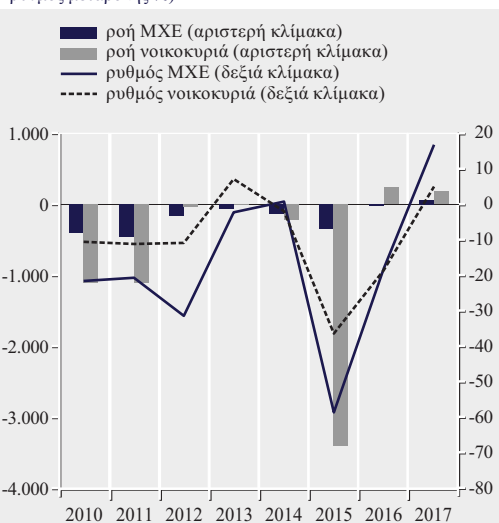
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VII.8 Καταθέσεις προθεσμίας μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών (2010-2017)

(μέση μηνιαία καθαρή ροή σε εκατ. ευρώ, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

περιόδων, από 1,4 δισεκ. ευρώ σε 1,0 δισεκ. ευρώ. Οι εισροές, αν και μικρότερες, ήταν πιο

επίμονες μετά την επιβολή των περιορισμών από ό,τι προ αυτής. Την περίοδο των περιορισμών κατά μήνα επιστρέφουν μεν μικρότερα ποσά, αλλά αυτό συνεχίζεται επί πολύ περισσότερους μήνες από ό,τι πριν το β' εξάμηνο του 2015 (μέση διάρκεια εισροών την περίοδο μέχρι και το α' εξάμηνο του 2015: 2 μήνες, αντίστοιχο μέγεθος κατά την περίοδο από τον Ιούλιο του 2015: 3 μήνες). Έτσι, η επιβολή των περιορισμών συνδέθηκε με γενική συρρίκνωση των ροών καταθέσεων και αναλήψεων από το τραπεζικό σύστημα τόσο σε απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ. Η μέση ετήσια καθαρή εκροή/εισροή⁴ αντιπροσώπευε κατά μέσο όρο 11,5% του ετήσιου ονομαστικού ΑΕΠ την περίοδο της ελληνικής κρίσης πριν το β' εξάμηνο του 2015 και 1,5% μετά. Το αποτέλεσμα πάντως του συνδυασμένου περιορισμού του μεγέθους (σε ακαθάριστη βάση) των εισροών και των εκροών καταθέσεων ήταν ότι το 2016 και το 2017 παρατηρήθηκαν, σε ετήσια βάση, οι μεγαλύτερες καθαρές εισροές καταθέσεων εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από την πλήρη εκδήλωση της ελληνικής κρίσης στα τέλη του 2009.

Η αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών, το διάστημα 2016-2017, είναι συνέπεια ανόδου των καταθέσεων προθεσμίας – η οποία τροφοδοτήθηκε εν μέρει μόνο μέσω μείωσης του υπολοίπου των καταθέσεων μίας ημέρας. Οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών (μέση μηνιαία καθαρή εισροή 180 εκατ. ευρώ το 2017) είχαν αυξηθεί και το 2016 (μέση μηνιαία καθαρή εισροή 240 εκατ. ευρώ) για πρώτη φορά από το 2009 (βλ. Διάγραμμα VII.8). Κατά το 2017 καταγράφηκαν ετήσιες αυξήσεις των καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (μέση μηνιαία καθαρή εισροή 60 εκατ. ευρώ, έναντι -20 εκατ. ευρώ το 2016) για πρώτη φορά από το έτος 2008. Οι επιχειρήσεις επέλεξαν την επικερδέστερη δυνατή τοποθέτηση για τα διαθέσιμα που σωρευόνταν ως συνέπεια εισπράξεων από πωλήσεις προϊόντων. Μετά την επιβολή των

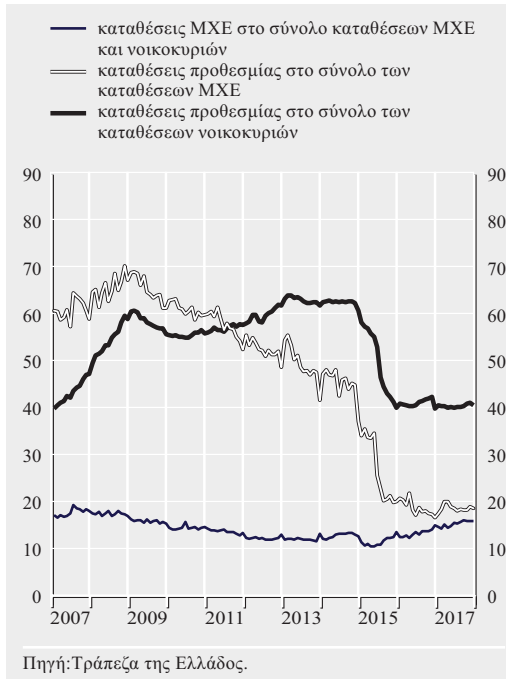
⁴ Προκύπτει ως το αλγεβρικό άθροισμα των καταγραφισμών κατά μήνα εισροών (+) και εκροών (-) καταθέσεων στη διάρκεια του δεδομένου έτους.

περιορισμών τα διαθέσιμα δεν ήταν δυνατόν να διοχετευθούν στο εξωτερικό, συνεπώς η επικερδέστερη δυνατή τοποθέτηση, με υψηλό βαθμό ρευστότητας, ήταν οι καταθέσεις προθεσμίας στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης αυτής της κατηγορίας καταθέσεων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε, κατά μέσο όρο το 2017, στα υψηλότερα επίπεδα από το 2008 (σε σχεδόν 17%), ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός για τα νοικοκυριά (σχεδόν 5%) διαμορφώθηκε στα υψηλότερα επίπεδα από το 2013. Το 2017, όπως και κατά το προηγούμενο έτος, το μερίδιο των καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών διευρύνθηκε σε περίπου 1/5 και 2/5 του συνόλου των τραπεζικών καταθέσεων αυτών των τομέων αντιστοίχως, μετά από έντονη (και στην περίπτωση των επιχειρήσεων πολυετή) συρρίκνωση προηγουμένως (βλ. Διάγραμμα VII.9). Η ανάκαμψη των καταθέσεων προθεσμίας υποδηλώνει ενίσχυση της εμπιστοσύνης προς το τραπεζικό σύστημα. Ενθαρρύνθηκε από τους όρους που προσέφεραν για τέτοιες καταθέσεις οι τράπεζες, αλλά και από την άρση (στις αρχές του 2016) του περιορισμού που είχε εισαχθεί στα μέσα του 2015 και αφορούσε την απαγόρευση της πρόωρης εξόφλησης καταθέσεων προθεσμίας. Η άρση αυτού του περιορισμού συνέβαλε στην αποκατάσταση της ρευστότητας και συνεπώς της ελκυστικότητας των εν λόγω καταθέσεων. Επισημαίνεται επίσης ότι η σταθεροποίηση του μεριδίου των καταθέσεων προθεσμίας συμβάδισε με συγκράτηση, κατά τα τελευταία έτη, του ρυθμού συρρίκνωσης της διαφοράς επιτοκίων μεταξύ καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων μίας ημέρας, ο οποίος ήταν ιδιαίτερα έντονος την περίοδο 2012-2015.

Η άνοδος των συνολικών καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (δηλ. του αθροίσματος των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων μίας ημέρας) το 2017, όπως εξάλλου και το προηγούμενο έτος (καθαρή εισροή 2016-2017: 4,1 δισεκ. ευρώ) ήταν σε απόλυτο μέγεθος υποδεέστερη από την αύξηση των συνολικών καταθέσεων των νοικοκυριών (καθαρή εισροή 2016-2017: 6,3

Διάγραμμα VII.9 Μερίδιο συμμετοχής επιμέρους κατηγοριών καταθέσεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών στο σύνολο (Ιανουάριος 2007-Δεκέμβριος 2017)

(ποσοστό συμμετοχής %)



δισεκ. ευρώ), αλλά αναλογικά πολλαπλάσια (25% έναντι 6%). Κατά συνέπεια, καταγράφηκε σημαντική άνοδος του μεριδίου των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο σύνολο των καταθέσεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών από το β' εξάμηνο του 2015, σε περίπου 15% το 2017. Υπογραμμίζεται ότι, κατά τα έτη της ελληνικής κρίσης πριν το 2015, το μερίδιο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων είχε καταγράψει σημαντική υποχώρηση (κατά προσέγγιση από 16% το 2009 σε 12% το 2014). Οι αρχικές μεταβολές του μεριδίου αυτού υποδηλώνουν ότι οι δυνατότητες των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων να περιορίσουν τη χρήση του τραπεζικού χρήματος ήταν μεγαλύτερες από αυτές των νοικοκυριών. Αντιστοίχως, την περίοδο μετά τα μέσα του 2015 οι οικονομικές εξελίξεις, πιθανότατα κατά πρώτο λόγο η εισαγωγή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, είχαν συγκριτικά εντονότερη επίδραση στη ζήτηση καταθέσεων εκ

μέρους των επιχειρήσεων, μάλλον διότι το όριο στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς ήταν πολύ περισσότερο δεσμευτικό για τις επιχειρήσεις παρά για τα νοικοκυριά, δεδομένου του τυπικού μεγέθους των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης. Επίσης, η ευρεία διάδοση των συναλλαγών με χρεωστικές/πιστωτικές κάρτες, την οποία κατέστησε αναγκαία για τα νοικοκυριά η επιβολή του ορίου στις αναλήψεις μετρητών, οδήγησε παράλληλα σε σημαντική αύξηση των εισερχόμενων πληρωμών απευθείας στους τραπεζικούς λογαριασμούς των επιχειρήσεων, χωρίς να υπάρχει δυνατότητα αντίστοιχων αποσύρσεων μετρητών από τις επιχειρήσεις ή αποστολής εξερχόμενων από την επικράτεια εμβασμάτων.

Εξάλλου, το αποτέλεσμα της σύγκρισης μεταξύ της εξέλιξης των καταθέσεων αφενός των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και αφετέρου των νοικοκυριών είναι συνεπές με το γεγονός ότι κατά την περίοδο μετά τα μέσα του 2015 η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν πολύ λιγότερο αρνητική από αυτήν προς τα νοικοκυριά (σφραγιστική καθαρή ροή τραπεζικής πίστης την περίοδο Ιουλίου 2015-Δεκεμβρίου 2017: -1,0 δισεκ. ευρώ προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, -6,1 δισεκ. ευρώ προς τα νοικοκυριά). Αυτό έχει σημασία, διότι το άνοιγμα τραπεζικών πιστώσεων συμβάλλει κατ' άμεσο τρόπο στη δημιουργία χρήματος με την ευρεία έννοια, καθώς το προϊόν των δανείων πιστώνεται στους καταθετικούς λογαριασμούς των πιστούχων. Τέλος, η διαφορά μεταξύ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών ως προς την ταχύτητα επιστροφής των καταθέσεων τους στο τραπεζικό σύστημα ενδέχεται να επηρεάστηκε από τη συγκριτική εξέλιξη των αντίστοιχων επιτοκίων καταθέσεων, καθώς η υπεροχή του ύψους των επιτοκίων καταθέσεων που προσφέρονται από τις τράπεζες στα νοικοκυριά, σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις, μετριάστηκε τα τελευταία χρόνια.

Η επιβολή των περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικές καταθέσεις ανα-

χαίτισε τις μεγάλες και συνεχείς εκροές τραπεζογραμματίων από τις τράπεζες που υποκινούσε η ζήτηση εκ μέρους του κοινού με σκοπό τον αποθησαυρισμό και οι οποίες χαρακτήρισαν την ελληνική κρίση από το 2010 και εξής και κορυφώθηκαν το α' εξάμηνο του 2015 (μέση μηνιαία εκροή το α' εξάμηνο του 2015: -3 δισεκ. ευρώ). Πριν την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης, οι μεγαλύτερες εκροές τραπεζογραμματίων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα ήταν εποχικής φύσεως, λάμβαναν δηλαδή χώρα κυρίως κάθε Δεκέμβριο, προδήλως για να χρηματοδοτήσουν τις δαπάνες των νοικοκυριών κατά την εορταστική περίοδο. Παρά τις αναλήψεις τραπεζογραμματίων, κατά κανόνα το Δεκέμβριο σημειωνόταν αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών (εν μέρει ως αποτέλεσμα της καταβολής του δώρου Χριστουγέννων στους μισθωτούς και τους συνταξιούχους). Καταγραφόταν επίσης άνοδος των καταθέσεων μίας ημέρας των επιχειρήσεων, καθώς αφενός αυξάνονταν οι εισπράξεις τους κατά την εορταστική περίοδο και αφετέρου οι επιχειρήσεις μετέφεραν σε αυτούς τους λογαριασμούς ποσά από τις καταθέσεις προθεσμίας προκειμένου να βελτιώσουν τη ρευστότητα του ισολογισμού τους κατά το κλείσιμο του έτους. Κατόπιν, τον επόμενο μήνα, καταγραφόταν σημαντική επιστροφή τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα, παράλληλα όμως με υποχώρηση των καταθέσεων μίας ημέρας τόσο των επιχειρήσεων όσο και των νοικοκυριών (που περιλαμβάνουν τις καταθέσεις ταμειευτηρίου).

Από την άλλη πλευρά, μετά την εισαγωγή του πλέγματος περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, εκτός από σχεδόν εξάλειψη των εκροών, παρατηρήθηκε επίσης σημαντικός περιορισμός των κατά μήνα εισροών τραπεζογραμματίων. Μάλιστα, οι μεγαλύτερες εισροές τραπεζογραμματίων κατά το 2016 και το 2017 καταγράφηκαν την περίοδο Μαΐου-Σεπτεμβρίου. Κατά το μέτρο τούτο, οι εισροές μάλλον δεν προκύπτουν από επανακατάθεση, εκ μέρους κατοίκων, τραπεζογραμματίων που είχαν αποθησαυριστεί πολύ πριν (π.χ. κατά τις πρώιμες φάσεις της ελληνικής κρίσης), αλλά

σε σημαντική έκταση συνδέονται με τραπεζογραμμάτια τα οποία έχουν εισκομίσει οι ξένοι επισκέπτες και χρησιμοποιήσει για πραγματοποίηση δαπανών στη διάρκεια των διακοπών τους στη χώρα μας.

Κατά τους μήνες που σημειώθηκαν εισροές τραπεζογραμμάτων (σε αντιδιαστολή με εκροές), αυτές έφθαναν, κατά μέσο όρο την περίοδο από τον Οκτώβριο 2009 μέχρι και το α' εξάμηνο του 2015, τα 0,9 δισεκ. ευρώ, σε σύγκριση με μέση εισροή 0,7 δισεκ. ευρώ, κατά τους μήνες που καταγράφηκαν εισροές στο τραπεζικό σύστημα, την περίοδο από το β' εξάμηνο του 2015 μέχρι το τέλος του 2017. Ωστόσο, ο περιορισμός των εκροών κατά τα τελευταία έτη ήταν δραστικότερος από τον προαναφερθέντα περιορισμό των εισροών, ώστε η συνολική καθαρή εισροή τραπεζογραμμάτων σε ετήσια βάση (δηλ. το άθροισμα των μηνιαίων εισροών μείον το άθροισμα των μηνιαίων εκροών) στο τραπεζικό σύστημα κατά το 2016 (περίπου 5 δισεκ. ευρώ), όπως και το 2017 (περί τα 7,3 δισεκ. ευρώ), ήταν σημαντικά μεγαλύτερο από την ετήσια καθαρή εισροή τραπεζογραμμάτων που πραγματοποιήθηκε το 2012, το 2013 ή το 2014 (μέσος όρος των τριών αυτών ετήσιων καθαρών εισροών: 3 δισεκ. ευρώ) που αποτέλεσαν άλλα έτη της ελληνικής κρίσης χωρίς καθαρή ετήσια εκροή τραπεζογραμμάτων. Εξάλλου, ο μέσος αριθμός συναπτόν μηνών με διαδοχικές εισροές τραπεζογραμμάτων την περίοδο μετά τα μέσα του 2015 ήταν 7 μήνες, σε σύγκριση με 5 μήνες κατά το διάστημα Οκτωβρίου 2009-Ιουνίου 2015.

Κατά συνέπεια, το ποσοστό του χρήματος με την ευρεία έννοια το οποίο αντιπροσωπεύει η εκτιμώμενη εγχώρια νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα υποχώρησε μεν κατά τα τελευταία δυόμισι έτη, αλλά διατηρείται ακόμη σημαντικά υψηλότερο (κατά 50%) από ό,τι την πενταετία 2010-2014 και κατά μείζονα λόγο έναντι της περιόδου πριν την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης (μέσο ποσοστό 2003-2009: 7%, ζώνη του ευρώ: 7,5%, μέσο ποσοστό στην Ελλάδα το 2017: 22%, στη ζώνη του ευρώ: 10%).⁵

Είναι συνεπώς εύλογο να αναμένεται ότι η επιστροφή των τραπεζογραμμάτων, που έχουν αποθησαυριστεί από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά λόγω της κλιμάκωσης της αβεβαιότητας κατά τα προηγούμενα έτη, θα επιτευχθεί ταχύτερα σε ένα περιβάλλον χωρίς περιορισμούς στο τραπεζικό σύστημα, εφόσον όμως έχει ανεπιστρεπτί ξεπεραστεί η ψυχολογία της κρίσης και έχει εξασφαλιστεί απαλλαγή από τους έντονους κλονισμούς της οικονομικής εμπιστοσύνης σε σχέση με θεμελιώδεις παραμέτρους, όπως το μέλλον της χώρας ως μέλους της ζώνης του ευρώ και η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος ως όλου. Σε περιορισμό της ζήτησης τραπεζογραμμάτων και σε αυξημένη υποκατάστασή τους με καταθέσεις επίσης θα συνέβαλλε η εξάλειψη των περιθωρίων για φοροδιαφυγή με τη χρήση φυσικού μέσου πληρωμών.

Οι εκροές καταθέσεων κατά την ελληνική κρίση, εκτός των αναλήψεων τραπεζογραμμάτων από τραπεζικούς λογαριασμούς και της πιστωτικής συστολής, ήταν επίσης παρεπόμενο μεταφορών κεφαλαίων στο εξωτερικό. Η απαγόρευση των μεταφορών νέων κεφαλαίων (δηλαδή επιπλέον των διασυννοριακών εκροών λόγω επανεξαγωγής προηγουμένως εισρευσάντων κεφαλαίων, που επιτρέπεται) για τοποθετήσεις σε χρηματοπιστωτικά στοιχεία στο εξωτερικό, είχε ως αποτέλεσμα να παύσουν σχεδόν να παρατηρούνται εκροές κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, σύμφωνα με την πληροφόρηση που παρέχουν τα στοιχεία του ισοζυγίου διεθνών χρηματοοικονομικών συναλλαγών της Ελλάδος, από το β' εξάμηνο του 2015 και εξής έχουν επιστρέψει κεφάλαια στη χώρα μας, τα οποία εκτιμάται ότι είχαν τοποθετήσει κάτοικοι (επιχειρήσεις εκτός Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, δηλ. κυρίως εκτός

⁵ Οι υπολογισμοί δεν λαμβάνουν υπόψη ότι η νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα (και συνεπώς η "υποκείμενη αληθής" τιμή του προαναφερθέντος ποσοστού) πρέπει να έχει αυξηθεί τα τελευταία έτη, λόγω αυξημένης μεταφοράς στη χώρα, εκ μέρους ταξιδιωτών, τραπεζογραμμάτων ευρώ τα οποία έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από άλλες εθνικές κεντρικές τράπεζες, εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι υπολογισμοί βασίζονται στην παραδοχή ότι το κυκλοφορούν νόμισμα στην Ελλάδα είναι μόνο τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα τα οποία έχουν εκρυσθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος.

των τραπεζών, καθώς και νοικοκυριά) σε καταθέσεις σε τράπεζες στο εξωτερικό ύψους 5,1 δισεκ. ευρώ, τα οποία αντιστοιχούν περίπου στο 1/5 των κεφαλαίων που είχαν διαρρεύσει σε τραπεζικές καταθέσεις στο εξωτερικό από την εκδήλωση της κρίσης τον Οκτώβριο του 2009. Επισημαίνεται ότι κατά τους μήνες που σημειώθηκαν εισροές επαναπατρισμού καταθέσεων, στη διάρκεια της περιόδου από το β' εξάμηνο του 2015 και μετά, το μέγεθός τους ήταν σημαντικά μικρότερο (μέση μηνιαία εισροή: 250 εκατ. ευρώ) σε σύγκριση με προηγούμενες υποπεριόδους πρόσκαιρης (όπως αποδείχθηκε εκ των υστέρων) αποκατάστασης της εμπιστοσύνης, στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης (π.χ. μέση μηνιαία εισροή την περίοδο Ιουνίου 2012-Οκτωβρίου 2014: 360 εκατ. ευρώ). Όπως και στην περίπτωση των επανακαταθέσεων τραπεζογραμματίων, η παραπάνω παρατήρηση επιβεβαιώνει τον κοινό τόπο ότι η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης είναι μόνη ικανή να διασφαλίσει μεγάλης κλίμακας επιστροφή καταθέσεων από το εξωτερικό στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Από την άλλη πλευρά, η εξέλιξη των τοποθετήσεων των κατοίκων (μη τραπεζικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών) σε τίτλους οι οποίοι έχουν εκδοθεί στο εξωτερικό χαρακτηρίστηκε επίσης από επαναπατρισμό κεφαλαίων κατά το 2016 και το 2017 (συνολικού ύψους 4,5 δισεκ. ευρώ), έναντι συνολικής καθαρής εκροής κεφαλαίων ύψους -11,5 δισεκ. ευρώ κατά τα προηγούμενα έτη της ελληνικής κρίσης, δηλ. επέστρεψε περίπου το 1/3 της σωρευτικής εκροής κεφαλαίων η οποία καταγράφηκε την περίοδο Οκτωβρίου 2009-Ιουνίου 2015. Είναι αξιοσημείωτο ότι, σε αντίθεση με ό,τι παρατηρήθηκε με την επανακατάθεση αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων και τον επαναπατρισμό καταθέσεων των κατοίκων από το εξωτερικό, το μέσο ύψος των μηνιαίων εισροών κεφαλαίων τη διετία 2016-2017 (210 εκατ. ευρώ) ήταν σημαντικά υψηλότερο από τις μηνιαίες εισροές κατά τις προηγούμενες υποπεριόδους ηρεμίας στη διάρκεια του διαστήματος από τον Οκτώβριο 2009 μέχρι το τέλος του 2015 (π.χ. Σεπτέμβριος 2012-Οκτώ-

βριος 2014: εισροή 100 εκατ. ευρώ ανά μήνα κατά μέσο όρο).

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Το υφιστάμενο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αντιπροσώπευε, κατά μέσο όρο το 2017, περίπου 2/5 του συνόλου των πιστώσεων που έχουν χορηγήσει οι εγχώριες τράπεζες και παραμένουν ακόμη ανεξόφλητες (είτε εξυπηρετούνται κανονικά είτε όχι).⁶ Η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (δηλ. η διαφορά μεταξύ του ύψους των νέων πιστώσεων που χορηγήθηκαν από τις τράπεζες μείον το ύψος των χρεολυσίων που κατέβαλαν οι επιχειρήσεις προς τις τράπεζες), το 2017, ήταν, σε μέση μηνιαία βάση, +21 εκατ. ευρώ (2016: -3 εκατ. ευρώ), σημαντικά βελτιωμένη έναντι των προηγούμενων ετών της ελληνικής κρίσης (2010-2015: σχεδόν -200 εκατ. ευρώ, όπου το αρνητικό πρόσημο σημαίνει ότι οι καταβολές χρεολυσίων από τους δανειολήπτες προς τις τράπεζες υπερέβαιναν τις νέες εκταμιεύσεις πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών).⁷ Μάλιστα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής αυτού του πιστωτικού μεγέθους ήταν, κατά μέσο όρο το 2017, κατά τι ισχυρότερος σε σύγκριση με το μέσο δωδεκάμηνο ρυθμό το 2016 (-0,1% έναντι -0,5%) και πλησιέστερος προς αυτούς κατά τις αρχικές φάσεις της ελληνικής κρίσης (2011: +0,1%). Κατά μέσο όρο, το ύψος της τραπεζικής χρηματοδότησης η

6 Στο σύνολο των χορηγηθεισών πιστώσεων συμπεριλαμβάνονται και οι διακρατούμενοι από τις τράπεζες ομολογιακοί τίτλοι (μη τραπεζικών επιχειρήσεων).

7 Η μηνιαία καθαρή ροή λαμβάνεται ως η μεταβολή, μεταξύ διαδοχικών μηνών, του υφιστάμενου υπολοίπου των δανείων, άλλων πιστώσεων, συμπεριλαμβανομένων αυτών χωρίς καθορισμένη λήξη, και χρεογράφων στη λογιστική κατάσταση της τράπεζας. Γίνονται κατάλληλες διορθώσεις ώστε τυχόν αναταξινομήσεις πιστώσεων (μεταξύ πιστούχων ή δανειστών τραπεζών σε διαφορετικούς τομείς – π.χ. το 2016 το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, το οποίο εθεωρείτο μέχρι εκείνη τη στιγμή ότι ανήκει στον τομέα των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, αναταξινομήθηκε στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, με αποτέλεσμα οι πιστώσεις που έχει χορηγήσει να παύσουν να προσμετρούνται στην τραπεζική χρηματοδότηση), μεταβολές στις τιμές των τίτλων στην κατοχή των τραπεζών, διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών ή διαγραφές επισφαλών απαιτήσεων να μη μεταφοράζονται σε μεταβολές της καθαρής ροής τραπεζικής χρηματοδότησης. Τέλος, λαμβάνεται ο μέσος όρος των μηνιαίων καθαρών ροών κατά τις πολύμηνες περιόδους οι οποίες έχουν επιλεγεί προς εξέταση.

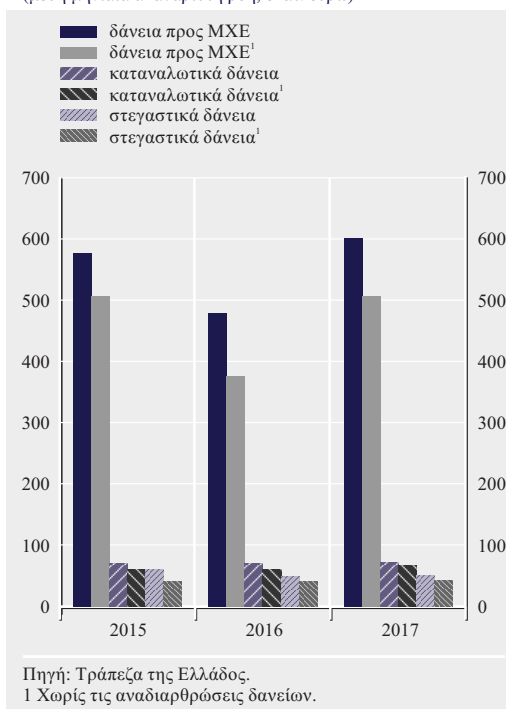
οποία έχει χορηγηθεί προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε σχεδόν αμείωτο το 2017 έναντι του προηγούμενου έτους, μετά από μακρά περίοδο κατ' έτος συρρίκνωσης (2010-2016).

Από την άλλη πλευρά, η μέση ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε μηνιαία βάση, δηλ. οι εκ μέρους των τραπεζών νέες εκταμιεύσεις δανείων με καθορισμένη λήξη (τα οποία αντιπροσωπεύουν τα 3/4 του συνόλου), χωρίς να αφαιρείται η αντίρροπη ροή αποπληρωμών εκ μέρους των δανειοληπτών που είχαν συνάψει δάνεια κατά το παρελθόν, ήταν αυξημένη κατά 25%-35% το 2017 έναντι του 2016 (το υψηλότερο ποσοστό προκύπτει όταν δεν περιλαμβάνονται στα νέα δάνεια όσα χορηγούνται για την αναχρηματοδότηση-αναδιάρθρωση παλαιών χρεών των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς τις τράπεζες) (βλ. Διάγραμμα VII.10). Συνεπώς, η στήριξη την οποία παρέχουν μέσω των δανειοδοτικών τους προγραμμάτων οι τράπεζες προς τις επιχειρήσεις (εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα) ενισχύθηκε σημαντικά, ταυτόχρονα ωστόσο με αύξηση το 2017, έναντι του προηγούμενου έτους, των πληρωμών χρεολυσίων προς τις τράπεζες επί υφιστάμενων πιστώσεων.

Η ενίσχυση αυτή των πιστοδοτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών βρίσκεται σε συνάφεια με: (α) τη θετική εξέλιξη του ΑΕΠ – η οποία τελεί σε αμφίδρομη σχέση με (β) την ανάκαμψη της εμπιστοσύνης – και (γ) τη συνεχιζόμενη αποκλιμάκωση των δανειακών επιτοκίων, όσον αφορά την επιχειρηματική πίστη. Βρίσκεται επίσης σε συνέπεια με (δ) τη διεύρυνση των δυνατοτήτων των τραπεζών να χορηγήσουν χρηματοδότηση, καθώς έχει από ετών ενισχυθεί η κεφαλαιακή τους βάση, ενώ από τα τέλη του 2016 έχει γίνει εμφανές ότι εντείνονται οι προσπάθειες των τραπεζών για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Είχε προηγηθεί (και συνεχίζεται ακόμη) σταδιακός, αλλά πολύπλευρος εμπλουτισμός του σχετικού νομοθετικού-διοικητικού πλαισίου εκ μέρους

Διάγραμμα VII.10 Τραπεζικά δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια (2015-2017)

(μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή, εκατ. ευρώ)

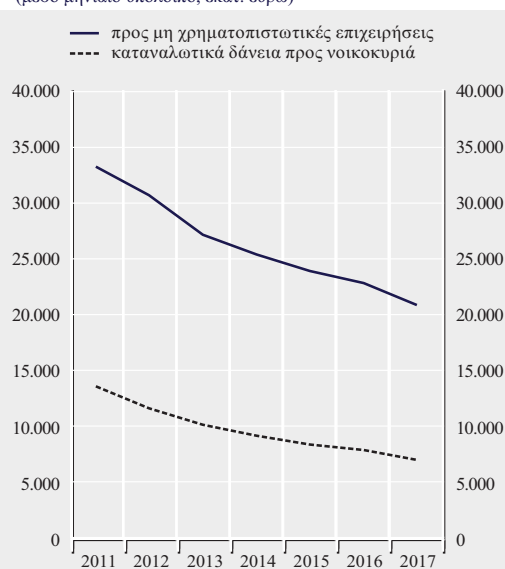


της Πολιτείας σε εκπλήρωση της συμφωνίας με τους διεθνείς εταίρους της χώρας. Ορισμένες (όχι όλες ωστόσο) από αυτές τις επιδράσεις είναι εφικτό να ανιχνευθούν στο πλαίσιο οικονομετρικού υποδείγματος, όπως περιγράφεται παρακάτω. Βεβαίως, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι το υπόλοιπο των πιστωτικών διευκολύνσεων χωρίς προκαθορισμένη λήξη, των οποίων έχουν κάνει χρήση οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, υποχώρησε κατά περίπου 10% μεταξύ 2016 και 2017 (βλ. Διάγραμμα VII.11).

Το υπόλοιπο των πιστώσεων που έχουν χορηγηθεί από τις εγχώριες τράπεζες προς τα νοικοκυριά για χρηματοδότηση καταναλωτικών δαπανών αντιπροσώπευε περίπου 1/10 της συνολικής υφιστάμενης τραπεζικής χρηματοδότησης κατά μέσο όρο το 2017, ενώ το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων αντιστοιχούσε σε πάνω από 1/4. Η ακαθάριστη ροή καταναλωτικών δανείων με προκαθορισμένη

Διάγραμμα VII.11 Τραπεζικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια (2011-2017)

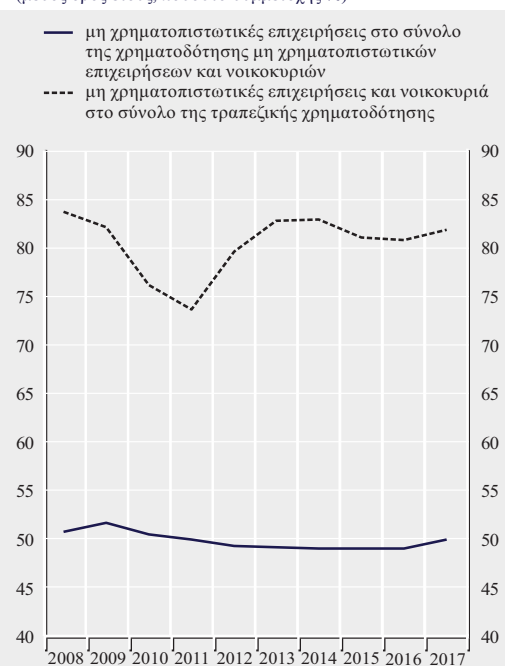
(μέσο μηνιαίο υπόλοιπο, εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VII.12 Μερίδιο συμμετοχής στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση (2008-2017)

(μέσος όρος έτους, ποσοστό συμμετοχής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

διάρκεια παρέμεινε, κατά μέσο όρο σε μηνιαία βάση, σταθερή μεταξύ 2015, 2016 και 2017. Κατά το ίδιο διάστημα, το υφιστάμενο υπόλοιπο της καταναλωτικής πίστης χωρίς προκαθορισμένη διάρκεια υποχωρούσε. Η ακαθάριστη ροή στεγαστικών δανείων ήταν, σε μέση μηνιαία βάση, το 2017 σχεδόν όση και το 2016. Οι συγκρίσεις αυτές δεν φανερώνουν αξιόλογη ενδυνάμωση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των εγχώριων τραπεζών.

Από την άλλη πλευρά, η μέση μηνιαία καθαρή ροή καταναλωτικής πίστης ήταν λιγότερο αρνητική το 2017 από ό,τι το 2016 και τα αμέσως προηγούμενα έτη. Ομοίως, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής της καταναλωτικής πίστης ήταν κατά μέσο όρο λιγότερο αρνητικός.

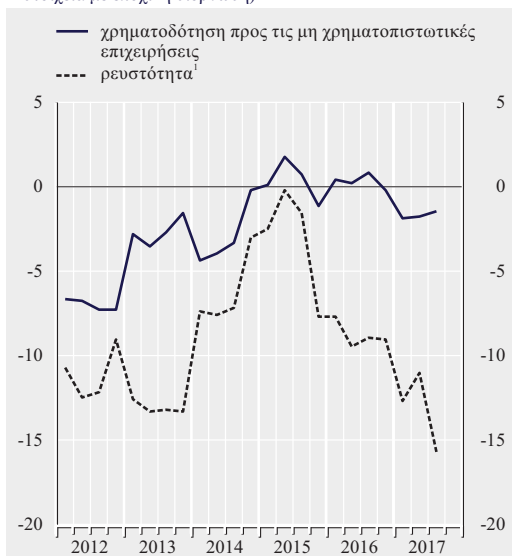
Η καθαρή ροή στεγαστικών δανείων ήταν επίσης λιγότερο αρνητική σε μέση μηνιαία βάση σε σύγκριση με το 2016 (περίπου -160 εκατ. ευρώ, έναντι -200 εκατ. ευρώ), όπως εξάλλου και ο αντίστοιχος δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής (μέσος όρος 2017: -3,1%, 2016: -3,4%). Η ένταση με την οποία συρρικνώνεται το υφιστάμενο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης η οποία έχει χορηγηθεί για την απόκτηση κατοικίας ή για καταναλωτικές δαπάνες εκ μέρους των νοικοκυριών φαίνεται να μετριάστηκε κάπως μεταξύ 2016 και 2017.

Η διαφορική εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συγκριτικά με αυτήν προς τα νοικοκυριά, σύμφωνα με τις ακαθάριστες ροές, αλλά και τους δωδεκάμηνους ρυθμούς μεταβολής, είχε ως συνέπεια να καταγραφεί αύξηση του μεριδίου των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση (μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών) (βλ. Διάγραμμα VII.12). Επιπροσθέτως, οι επιχειρήσεις άντλησαν χρηματοδότηση απευθείας από τους αποταμιευτές με τη διάθεση ομολογιακών τίτλων στη διεθνή αλλά και την εγχώρια αγορά (βλ. Κεφάλαιο ΙΧ).

Η επίδραση την οποία είχαν επιλεγμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες στην εξέλιξη του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρη-

Διάγραμμα VII.13 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, σε πραγματικούς όρους, στοιχεία με εποχική διόρθωση)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ (για το δείκτη τιμών καταναλωτή).

1 Χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα/ΕΛΑ, καταθέσεις, διατραπεζικά δάνεια από το εξωτερικό και έκδοση ομολόγων.

ματοπιστωτικές επιχειρήσεις και προς τα νοικοκυριά, από το δ' τρίμηνο του 2016 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2017, διερευνήθηκε με τη χρήση δύο οικονομετρικών υποδειγμάτων, ενός για κάθε επιμέρους τομέα.⁸

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, σε πραγματικούς όρους, κατά την περίοδο από το δ' τρίμηνο του 2016 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2017 ήταν κατά μέσο όρο -1,3% (στοιχεία ΕΚΤ, με εποχική διόρθωση) (βλ. Διάγραμμα VII.13). Η επάνοδος του ετήσιου ρυθμού του πραγματικού ΑΕΠ σε θετικές τιμές τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2017 συνέβαλε αυξητικά στο συνολικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής των επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους. Η συμβολή αυτή υπολογίζεται σε 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας κατά μέσο όρο για τα τέσσερα τρίμηνα μέχρι το γ' τρίμηνο του 2017. Τούτο σημαίνει ότι, εάν υποθετικά το ΑΕΠ είχε παραμείνει αμετάβλητο αντί να αυξηθεί, ο ετήσιος ρυθμός μετα-

βολής των επιχειρηματικών δανείων σε πραγματικούς όρους κατά την περίοδο αυτή θα ήταν κατά μέσο όρο -1,9%, δηλαδή πιο αρνητικός σε σύγκριση με το ρυθμό που καταγράφηκε (-1,3%).

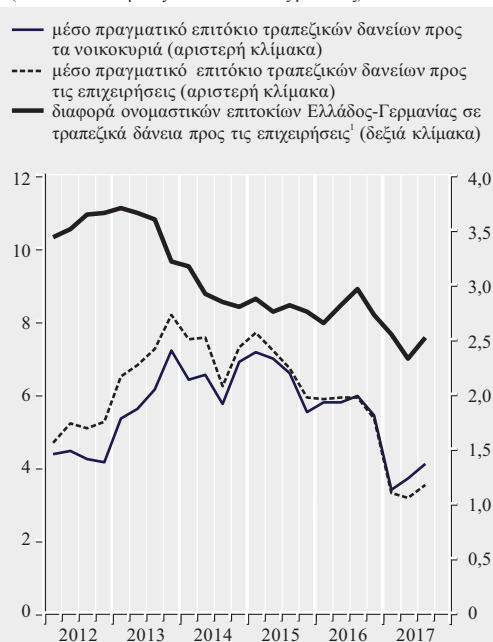
Η συμβολή της ετήσιας μείωσης της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος⁹ (σε πραγματικούς όρους, κατά μέσο όρο κατά 12,1%) τα τέσσερα τρίμηνα μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2017 στο μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της επιχειρηματικής πίστης εκτιμάται ότι ήταν αρνητική και μάλιστα σημαντική, κατά προσέγγιση -7,3 ποσοστιαίες μονάδες. Αντίθετα, θετική συμβολή στη μεταβολή των δανείων, της τάξεως των 2,8 ποσοστιαίων μονάδων, υπολογίζεται ότι είχε η μείωση του πραγματικού επιτοκίου τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VII.14). Παρομοίως, θετική συμβολή στη μεταβολή των δανείων, κατά περίπου 0,9 της ποσοστιαίας μονάδας, υπολογίζεται ότι είχε η μείωση της διαφοράς μεταξύ του τραπεζικού επιτοκίου των δανείων προς τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα και του αντίστοιχου επιτοκίου στη Γερμανία, η οποία αντανάκλα τον πιστωτικό κίνδυνο στην ελληνική οικονομία (ετήσια μείωση κατά 44 μονάδες βάσης, δηλ.

8 Σχετικά με τα υποδείγματα και τις μεταβλητές οι οποίες περιλαμβάνονται, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική - Ενδιάμεση Έκθεση 2016*, Δεκέμβριος 2016, σελ. 128.

9 Η ρευστότητα μπορεί να προσεγγιστεί από το ύψος των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων πόρων τους οποίους αντλεί το ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνολικά (προς αναδανεισμό) μέσω διατραπεζικού δανεισμού από το εξωτερικό, συγγέντρωσης τραπεζικών καταθέσεων, εκδόσεων τραπεζικών χορογράφων και προσφυγής στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία χορηγεί ρευστά διαθέσιμα προς τα λοιπά πιστωτικά ιδρύματα είτε ως μέρος του Ευρωσυστήματος είτε σε έκτακτη βάση με δική της ευθύνη. Η προαναφερθείσα μείωση της ρευστότητας προέκυψε, επιπλέον της επίδρασης της ανόδου του επιπέδου των τιμών, κυρίως από την περιστολή της χρηματοδότησης από την κεντρική τράπεζα στην οποία είχαν πρόσβαση τα πιστωτικά ιδρύματα. Η χρήση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος ως ερμηνευτικής μεταβλητής συνεπάγεται, όπως κατά κανόνα απαιτείται για την κατασκευή υποδείγματος, απλούστευση της πραγματικότητας. Ειδικότερα, όταν χρησιμοποιείται η εν λόγω μεταβλητή, δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφορετικών πηγών από τις οποίες αντλούν χρηματοδότηση οι τράπεζες όσον αφορά την καταλληλότητά τους να στηρίζουν τις πιστωτικές δραστηριότητες των τραπεζών. Για παράδειγμα, η αντλούμενη από στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ρευστότητα είναι ευκατό να υποστηρίξει μεσοπρόθεσμη επέκταση των δανειοδοτικών προγραμμάτων των τραπεζών. Τουναντίον, η έκτακτη χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα, αν και μπορεί να ανακυκλώνεται, δεν είναι σκόπιμο να υποστηρίξει μια μεσοπρόθεσμη επέκταση των χορηγήσεων. Συνεπώς, μεταβολές στη διάρθρωση της συνολικά αντλούμενης εκ μέρους των τραπεζών ρευστότητας, η οποία έχει δεδομένο ύψος, στην πραγματικότητα ενδέχεται να ενθαρρύνουν τροποποιήσεις στη δανειοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών.

Διάγραμμα VII.14 Επιτόκια τραπεζικών πιστώσεων και διαφορά τραπεζικού επιτοκίου Ελλάδος-Γερμανίας (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ποσοστά % ετησίως και ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ (για το δείκτη τιμών καταναλωτή) και ΕΚΤ (για τα επιτόκια της Γερμανίας).
 1 Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (πλην αλληλόχρεων λογαριασμών και υπεραναλήψεων από λογαριασμούς ύψους) μέχρι 1 εκατ. ευρώ, με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως 1 έτος.

κατά 15%, σε 2,50% το γ' τρίμηνο του 2017). Τέλος, η συμβολή της ετήσιας μεταβολής του περιθωρίου μεταξύ του επιτοκίου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και του επιτοκίου καταθέσεων (-7,4%) στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των δανείων υπολογίζεται ότι ήταν κατά μέσο όρο μηδέν κατά την περίοδο υπό επισκόπηση. Αναλυτικότερα, η θετική συμβολή κατά τα δύο τρίμηνα δ' τρίμηνο 2016-α' τρίμηνο 2017 αντισταθμίστηκε πλήρως από την αρνητική συμβολή που καταγράφηκε το β' και το γ' τρίμηνο του 2017.

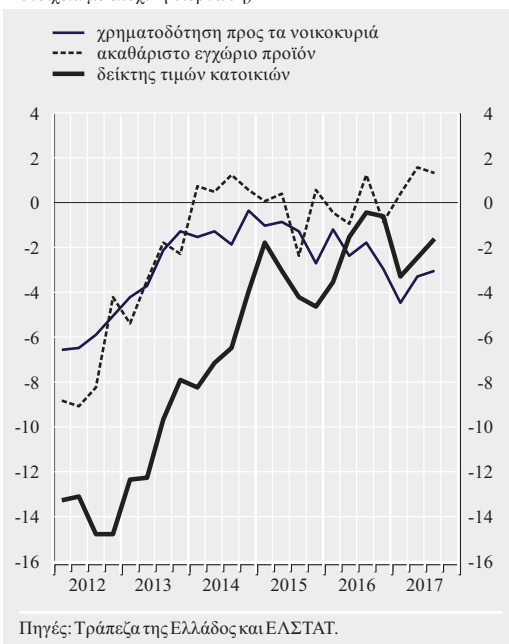
Σε ό,τι αφορά την τραπεζική πίστη προς τα νοικοκυριά, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής σε πραγματικούς όρους κατά την περίοδο από το δ' τρίμηνο του 2016 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2017 ήταν κατά μέσο όρο -3,4% (βλ. Διάγραμμα VII.15). Αρνητική, της τάξεως της -1,7

ποσοστιαίας μονάδας, εκτιμάται ότι ήταν κατά μέσο όρο την ίδια περίοδο η συμβολή του ετήσιου ρυθμού ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ στο ρυθμό μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης¹⁰ προς τα νοικοκυριά. Στην τρέχουσα συγκυρία, ενδέχεται ορισμένα νοικοκυριά μετά από μια ενίσχυση του ΑΕΠ και του εισοδήματός τους να τείνουν να αποπληρώνουν το υπόλοιπο των καρτών τους και των άλλων δανείων τους, δηλαδή να μην εμφανίζουν διάθεση για ανάληψη νέων χρεών δεδομένων των προγενέστερων πιέσεων κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Είναι γεγονός ότι κατά κανόνα παρατηρείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ της συχνότητας των καθυστερήσεων που καταγράφονται στα δανειακά χαρτοφυλάκια των τραπεζών – η οποία είναι ιδιαιτέρως υψηλή όσον αφορά την καταναλωτική πίστη (βλ. ενότητα 5) και της ευρωστίας της οικονομικής δραστηριότητας, της ανόδου του επιπέδου απασχόλησης κ.ο.κ. (βλ. Ειδικό θέμα VII.1). Εξάλλου, μια άνοδος του ΑΕΠ δεν συμπίπτει πάντοτε με αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, στο οποίο συνυπολογίζονται και οι αυξημένες πληρωμές των φόρων εισοδήματος. Για παράδειγμα, το α' και το β' τρίμηνο του 2017 το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών μειώθηκε ετησίως, σε αντίθεση με το πραγματικό ΑΕΠ το οποίο αυξήθηκε. Εξάλλου, τη διετία 2015-2016 το διαθέσιμο εισόδημα είχε καταγράψει πιο έντονα αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής σε σύγκριση με το ΑΕΠ (μεταβολή κατά μέσο όρο την περίοδο 2015-2016 – διαθέσιμο εισόδημα: -1,7%, ΑΕΠ: -0,3%). Η πρόσφατη πορεία του δείκτη τιμών κατοικιών εκτιμάται ότι δεν επηρέασε ουσιαστικά τη μέση ετήσια μεταβολή των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά κατά την υπό εξέταση περίοδο. Οι αρνητικές επιδράσεις στο ρυθμό μείωσης των δανείων προς τα νοικοκυριά από τη μεταβολή του εν λόγω δείκτη το α' και το β' τρίμηνο του 2017 υπολογίζεται ότι αντιστάθμισαν πλήρως

¹⁰ Σύμφωνα με άσκηση προσομοίωσης με τη χρήση του υποδείγματος, μια αύξηση του ΑΕΠ βραχυχρόνια, σε ορίζοντα ενός έτους, προκαλεί μείωση του υπολοίπου των δανείων προς τα νοικοκυριά σε πραγματικούς όρους. Επισημαίνεται ότι, σύμφωνα με το υπόδειγμα, μακροπρόθεσμα η συνολική επίδραση στο υπόλοιπο των δανείων από μια άνοδο στο εισόδημα είναι τελικώς θετική, παρά την αρχική μείωση.

Διάγραμμα VII.15 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά, ΑΕΠ και δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2017)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, σε πραγματικούς όρους, στοιχεία με εποχική διόρθωση)



τις θετικές συμβολές οι οποίες καταγράφηκαν την υπόλοιπη περίοδο. Οι θετικές επιδράσεις οφείλονται σε βελτιώσεις στη βραχυπρόθεσμη δυναμική του δείκτη την οποία καταγράφει το Διάγραμμα VII.15.

Σε ό,τι αφορά το πραγματικό επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, η συμβολή της μείωσής του (κατά 185 μονάδες βάσης) στο μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής του υπολοίπου των δανείων εκτιμάται θετική, κατά προσέγγιση 1,3 ποσοστιαία μονάδα, την επισκοπούμενη περίοδο. Τέλος, λοιποί παράγοντες όπως το περιθώριο επιτοκίου δανείων-καταθέσεων και η ρευστότητα εκτιμάται ότι δεν είχαν καμία επίδραση στο ρυθμό μείωσης της χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά.¹¹

Καθώς η ενίσχυση της εμπιστοσύνης και η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας θα προχωρούν παράλληλα, η ζήτηση πιστώσεων, αλλά και η πιστοδοτική ικανότητα του τραπεζικού συστήματος θα αυξάνονται. Ιδιαίτερα κρίσιμη για τη δυνατότητα του τραπεζικού

συστήματος να ικανοποιήσει τη ζήτηση πιστώσεων είναι η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, όπως αναλύεται στην ενότητα 5 του παρόντος κεφαλαίου. Η αναμενόμενη σταθεροποίηση των τιμών στην αγορά κατοικιών θα υποβοηθήσει την ενίσχυση της ζήτησης και της προσφοράς στεγαστικών δανείων, ενώ η άνοδος της απασχόλησης θα τροφοδοτήσει ειδικότερα την εξέλιξη της καταναλωτικής πίστης. Πέρα από την επάρκεια της κεφαλαιακής βάσης, η πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών εξαρτάται και από τη διαθεσιμότητα προς τις τράπεζες αποταμιευτικών πόρων, δηλ. κυρίως τη διαθεσιμότητα καταθέσεων αλλά και διατραπεζικών δανείων. Οι ίδιοι παράγοντες οι οποίοι προαναφέρθηκε ότι θα οδηγήσουν (ανεξάρτητα από την εξέλιξη των καταθέσεων) σε ενίσχυση της ζήτησης και της προσφοράς πιστώσεων αναμένεται να συντελέσουν επίσης στην αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα (κυρίως των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, που από κοινού αντιπροσωπεύουν άνω του 80% του συνόλου των καταθέσεων) στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα κατά τα επόμενα έτη. Η προαναφερθείσα αναμενόμενη εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας και της εμπιστοσύνης θα συμβάλει σε τόνωση της ζήτησης καταθέσεων και έτσι σε αυξημένες επανακαταθέσεις αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων και επαναπαρισμό κεφαλαίων από το εξωτερικό. Εξάλλου, καθυτή η αναμενόμενη αύξηση της ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης θα οδηγήσει αυτόματα στη δημιουργία νέου τραπεζικού χρήματος. Τέλος, η διαθεσιμότητα διεθνών διατραπεζικών πόρων για το εγχώριο πιστωτικό σύστημα θα επηρεαστεί θετικά από την εν γένει εξέλιξη της οικονομικής εμπιστοσύνης προς τη χώρα μας και ειδικότερα από την αντίληψη των αγορών σχετικά με τη φερεγγυότητα των ελληνικών τραπεζών, την οποία διαμορφώνουν οι προοπτικές όσον αφορά την αντιμετώπιση του προβλήματος των καθυστερήσεων. Η διαθεσι-

¹¹ Το μέρος των ρυθμών μεταβολής στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά το οποίο δεν εξηγείται από τους οικονομικούς παράγοντες που προαναφέρθηκαν αφορά τη συμβολή των καταλοίπων του υποδείγματος, τα οποία ενδεχομένως ακόμη περιλαμβάνουν τις αρνητικές επιδράσεις από τους περιορισμούς που επιβλήθηκαν στο τραπεζικό σύστημα.

μότητα εν γένει διεθνών πόρων (συμπεριλαμβανομένων αυτών που διοχετεύονται μέσω της αγοράς κεφαλαίων) συνδέεται με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ και, λιγότερο, παγκοσμίως. Η διαθεσιμότητα θα τείνει να περιορισθεί εάν η νομισματική πολιτική αυστηροποιηθεί και το ύψος της υπερβάλλουσας ρευστότητας στην ενιαία αγορά χρήματος υποχωρήσει.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Τα κύρια χαρακτηριστικά της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 ήταν η βελτίωση της κερδοφορίας προ φόρων, η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο, η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών και η μικρή υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων σύμφωνα με τους τεθέντες στόχους, με το απόθεμά τους ωστόσο να παραμένει ιδιαίτερα υψηλό.

Ειδικότερα, τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) αυξήθηκαν κατά 8,2% (βλ. Πίνακα VII.1), λόγω της οριακής βελτίωσης των εσόδων και της περαιτέρω υποχώρησης του λειτουργικού κόστους. Τα καθαρά έσοδα επηρεάστηκαν θετικά από:

(α) τον περιορισμό της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος και την περαιτέρω αποκλιμάκωση των επιτοκίων καταθέσεων, με τα εν λόγω μεγέθη να υπεραντισταθμίζουν τη μείωση των εσόδων από τόκους εξαιτίας της υποχώρησης των υπολοίπων των πιστώσεων προς την οικονομία αλλά και της μείωσης των εσόδων από το χαρτοφυλάκιο ομολόγων,

(β) την ενίσχυση των καθαρών εσόδων από προμήθειες ως αποτέλεσμα των αυξημένων εσόδων από προμήθειες λιανικής τραπεζικής και της μείωσης των καταβαλλόμενων στο Ελληνικό Δημόσιο προμηθειών επί ομολόγων του Πυλώνα II του ν. 3723/2008,¹² δεδομένου ότι οι τράπεζες εξόφλησαν μέρος αυτών των υποχρεώσεών τους,

(γ) την καταγραφή κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις,

(δ) την περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους, ως αποτέλεσμα κυρίως της μείωσης των εξόδων προσωπικού, και

(ε) τη μείωση των μη επαναλαμβανόμενων ζημιών.

Οι ανωτέρω εξελίξεις συνέβαλαν ώστε τα καθαρά έσοδα να διαμορφωθούν σε επίπεδο υψηλότερο του σχηματισμού νέων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, μολονότι αυτές αυξήθηκαν έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2016. Τα κέρδη πριν από φόρους ανήλθαν σε 287 εκατ. ευρώ, σημαντικά βελτιωμένα έναντι του 2016, αν και παραμένουν ισχνά. Εξαιτίας των ζημιών από διακοπτόμενες δραστηριότητες, οι τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν ζημίες ύψους περίπου 80 εκατ. ευρώ μετά από φόρους και διακοπτόμενες δραστηριότητες.

Επισημαίνεται ότι τα καθαρά έσοδα από τόκους συνεχίζουν να αποτελούν τη βασική πηγή εσόδων, συμβάλλοντας το 80% αυτών, γεγονός που καθιστά αναγκαία τη σταδιακή διαφοροποίηση των πηγών εσόδων, δεδομένων του αρνητικού ρυθμού πιστωτικής επέκτασης και της δραστηριοποίησης των ελληνικών τραπεζών κυρίως στην εγχώρια αγορά.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, το Σεπτέμβριο του 2017 ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση ανήλθε σε 17,2% (Δεκέμβριος 2016: 17%) και ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε 17,1% (Δεκέμβριος 2016: 16,9%), διατηρούμενος σε επίπεδο υψηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (περίπου 15%). Επισημαίνεται ότι το σταθμισμένο για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικό αποτελεί το 89% του συνολικού σταθμισμένου ενεργητικού. Υπενθυμίζεται επίσης ότι το α' εξάμηνο του 2018 θα διεξαχθεί άσκηση προσομοίωσης

¹² Πρόκειται για τραπεζικά ομόλογα την εξόφληση των οποίων εγγυάται το Ελληνικό Δημόσιο έναντι προμήθειας καταβλητέας από τις εκδότριες τράπεζες.

Πίνακας VII.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζικών ομίλων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεάμηνο 2016	Εννεάμηνο 2017	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	6.353	6.456	1,6
Καθαρά έσοδα από τόκους	5.250	5.166	-1,6
- Έσοδα από τόκους	7.357	6.832	-7,1
- Έξοδα τόκων	-2.107	-1.666	-20,9
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.103	1.290	17,0
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	774	918	18,5
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	203	261	28,4
- Λοιπά έσοδα	125	112	-11,0
Λειτουργικά έξοδα	-3.353	-3.211	-4,2
Δαπάνες προσωπικού	-1.776	-1.656	-6,8
Διοικητικά έξοδα	-1.300	-1.279	-1,6
Αποσβέσεις	-277	-276	-0,3
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)	3.000	3.245	8,2
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-2.677	-2.819	5,3
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-114	-116	1,6
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-61	-24	-60,8
Κέρδη προ φόρων	148	287	93,5
Φόροι	-58	-124	113,5
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) από διακοπτόμενες δραστηριότητες ²	-2.824	-243	-91,4
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) μετά από φόρους	-2.734	-80	-97,1

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις τραπεζικών ομίλων.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Οι ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού (π.χ. Finansbank το 2016).

ακραίων καταστάσεων για τις τέσσερις συστημικές ελληνικές τράπεζες σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών για την πανευρωπαϊκή άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, ενώ από την αρχή του 2018 θα τεθεί σε εφαρμογή το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (ΔΠΧΠ 9/IFRS 9)¹³ στις ευρωπαϊκές τράπεζες, η επίπτωση του οποίου για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες εκτιμάται σε αύξηση των προβλέψεων κατά περίπου 4-5 δισεκ. ευρώ, ποσό το οποίο θα επιμεριστεί σε διάρκεια πέντε ετών.

Βελτιωμένες ήταν οι συνθήκες ρευστότητας για τις ελληνικές τράπεζες κατά τη διάρκεια του 2017, καθώς παρατηρήθηκε σταδιακή αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων, ιδίως

μετά τους δύο πρώτους μήνες του έτους, ενώ τον Οκτώβριο του 2017 τρεις τράπεζες άντλησαν, για πρώτη φορά μετά το 2014, κεφάλαια ύψους 1.750 εκατ. ευρώ από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με την έκδοση καλυμμένων ομολογιών. Επίσης, τον Ιανουάριο του 2018 μία ακόμη τράπεζα εξέδωσε καλυμμένο ομόλογο ύψους 500 εκατ. ευρώ. Εξάλλου, όπως προαναφέρθηκε, συνεχίστηκε ο περιορισμός

¹³ Το νέο λογιστικό πρότυπο για τα χρηματοοικονομικά μέσα (ΔΠΧΠ 9) καταργεί την έννοια του ζημιόγνου γεγονότος κατά ΔΛΠ 39 ως προϋπόθεση για την αναγνώριση πιστωτικών ζημιών. Πλέον δεν είναι απαραίτητο να υπάρξει αντιζημιωτική απόδειξη απομείωσης αξίας του περιουσιακού στοιχείου προκειμένου να αναγνωριστούν πιστωτικές ζημιές. Αντ' αυτού, η οικονομική οντότητα (π.χ. μια τράπεζα) αναγνωρίζει πάντοτε τις αναμενόμενες πιστωτικές ζημιές και ενημερώνει σε κάθε περίοδο αναφοράς τις σχετικές προβλέψεις απομείωσης, ώστε να αντικατοπτρίζουν τις μεταβολές στον πιστωτικό κίνδυνο του περιουσιακού στοιχείου από την αρχική αναγνώρισή του ("υπόδειγμα αναμενόμενων πιστωτικών ζημιών - expected credit loss model").

της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης παροχής ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος.

Αναφορικά με την ποιότητα του εγχώριου χαρτοφυλακίου δανείων, τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ) ανήλθαν το Σεπτέμβριο του 2017 σε 100,4 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 5,9 δισεκ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου του 2016. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ οφείλεται κυρίως σε διαγραφές δανείων (4,4 δισεκ. ευρώ) και πωλήσεις (1,8 δισεκ. ευρώ),¹⁴ αλλά και σε αποπληρωμές μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (1,8 δισεκ. ευρώ). Αρνητικά ωστόσο συνέβαλε στην προαναφερθείσα βελτίωση το γεγονός ότι η δημιουργία νέων ροών μη εξυπηρετούμενων δανείων (8,1 δισεκ. ευρώ) ξεπέρασε τις πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση στο παρελθόν αλλά άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται (5,3 δισεκ. ευρώ). Ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων εμφάνισε οριακή μόνο μείωση (Σεπτέμβριος 2017: 44,6%, Δεκέμβριος 2017: 44,8%), εξαιτίας της μείωσης του συνολικού υπολοίπου των δανείων. Μεγαλύτερη ποσοστιαία μείωση εμφάνισε ο λόγος των δανείων¹⁵ σε καθυστέρηση¹⁶ προς το σύνολο των δανείων (Σεπτέμβριος 2017: 31,1%, Δεκέμβριος 2016: 32%).¹⁷

Αναλυτικότερα, ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό ΜΕΑ καταγράφεται στα δάνεια προς πολύ μικρές επιχειρήσεις και επαγγελματίες (66,5%), στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (59%) και στα καταναλωτικά δάνεια (53,2%). Λιγότερο υψηλό ποσοστό καταγράφεται στα στεγαστικά δάνεια (43,3%) και ακόμη χαμηλότερο στα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (24,4%). Μεταξύ των δανείων προς επιχειρήσεις, το ποσοστό των ΜΕΑ διαμορφώνεται σε όλους τους κλάδους σε πολύ υψηλό επίπεδο, με εξαίρεση τους κλάδους της δημόσιας διοίκησης (0,8%), των πετρελαιοειδών (3,8%) και της ενέργειας (4,9%), οι οποίοι αποτελούν αθροιστικά το 11,2% του συνόλου των επιχειρηματικών δανείων. Οι κλάδοι που αντιπροσωπεύουν

μεγάλο μερίδιο (π.χ. εμπόριο, βιομηχανία, κατασκευές) συνεχίζουν να εμφανίζουν υψηλότερα ποσοστά (57,6%, 46,5% και 52,2% αντίστοιχα) μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Μικρή βελτίωση παρατηρήθηκε στον κλάδο των καταλυμάτων (λόγω των ευνοϊκών εξελίξεων όσον αφορά τον τουρισμό), ο σχετικός δείκτης (42,7%) ωστόσο παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο.

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΑ, αμετάβλητα στο επίπεδο του τέλους 2016 παρέμειναν τα δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”),¹⁸ τα οποία αποτελούν περίπου το 30% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Δυσκολότερα ως προς τη διαχείριση είναι τα δάνεια των οποίων οι δανειακές συμβάσεις έχουν ήδη καταγγεληθεί από τις τράπεζες και τα οποία αποτελούν περίπου το 45,5% των ΜΕΑ, καθώς και εκείνα για τα οποία οι δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία, με το μεγαλύτερο μέρος αυτών να αφορά στεγαστικά (9 δισεκ. ευρώ) και καταναλωτικά δάνεια (3,3 δισεκ. ευρώ).

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θετικό παραμένει το γεγονός ότι οι τράπεζες εφαρμόζουν πλέον κατά πρώτο λόγο λύσεις ρυθμίσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, αν και στην πλειονότητα των περιπτώσεων επιλέγεται μόνο η λύση της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής, και δευτερευόντως οριστικής διευθέτησης, με έμφαση στη διαγραφή δανείων. Οι δύο αυτές κατηγορίες ρυθμίσεων συνεχίζουν να αντιπροσω-

¹⁴ Το μεγαλύτερο μέρος αφορά πώληση δανείων από μη συστημική τράπεζα το γ' τρίμηνο του έτους. Σε πωλήσεις δανείων προχώρησαν και άλλες τράπεζες μετά το Σεπτέμβριο του 2017.

¹⁵ Περιλαμβάνονται και πάσης φύσεως πιστωτικές διευκολύνσεις χωρίς προκαθορισμένη ημερομηνία λήξεως.

¹⁶ Ως δάνεια σε καθυστέρηση θεωρούνται τα δάνεια που εμφανίζουν καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών ή η δανειακή τους σύμβαση έχει καταγγεληθεί.

¹⁷ Όσον αφορά τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, παρατηρήθηκε μείωση στα επιχειρηματικά δάνεια (Σεπτέμβριος 2017: 28,3%, Δεκέμβριος 2016: 30,3%) και στην καταναλωτική πίστη (Σεπτέμβριος 2017: 42,5%, Δεκέμβριος 2016: 43,2%) και αύξηση στα στεγαστικά δάνεια (Σεπτέμβριος 2017: 32,7%, Δεκέμβριος 2016: 31,3%).

¹⁸ Ως αβέβαιης είσπραξης χαρακτηρίζονται είτε (α) τα δάνεια που επί του παρόντος δεν εμφανίζουν καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών, εντούτοις οι τράπεζες θεωρούν ότι υπάρχουν βάσιμες ενδείξεις για δυσκολίες των δανειοληπτών σχετικά με την εμπρόθεση αποπληρωμή τους, είτε (β) τα δάνεια που έχουν ρυθμιστεί πρόσφατα και γι' αυτό χορίζουν στενότερης παρακολούθησης για εύλογο χρονικό διάστημα.

πεύουν μερίδιο επί του συνόλου των λύσεων ελαφρώς άνω του 60%.¹⁹

Θετικό επίσης είναι το γεγονός ότι το ποσοστό κάλυψης των ΜΕΑ από τις συσσωρευμένες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, αν και υποχώρησε οριακά κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου, παραμένει ελαφρώς χαμηλότερο του 50%, ενώ, αν προστεθεί στις συσσωρευμένες προβλέψεις και η αξία των εξασφαλίσεων που έχουν ληφθεί από τις τράπεζες έναντι των εν λόγω δανείων, τότε το ποσοστό κάλυψης προσεγγίζει το 100%. Επιπροσθέτως, ο δείκτης Texas²⁰ διαμορφώθηκε σε 129,2%, ποσοστό που είναι σημαντικά υψηλότερο του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Προβληματισμό δημιουργεί, και ταυτόχρονα αναδεικνύει τις δυσκολίες στην προσπάθεια διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το γεγονός ότι (α) το ήμισυ σχεδόν των δανείων με καθυστέρηση άνω των 90 ημερών (χωρίς να συμπεριλαμβάνονται οι καταγεγραμμένες απαιτήσεις) αφορούν περιπτώσεις με καθυστέρηση μεγαλύτερη των δύο ετών, καθώς και ότι (β) σημαντικό ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης ("forborne exposures") εμφανίζουν εκ νέου καθυστέρηση. Ειδικότερα, περίπου στο 42% των ρυθμίσεων βραχυπρόθεσμου τύπου και στο 32% εκείνων μακροπρόθεσμου τύπου, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Χαρακτηριστικό είναι επίσης το γεγονός ότι η αποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων δεν εμφανίζει σημαντικές διαφορές σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Φαίνεται δηλαδή ότι οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες δεν επαρκούν για να εξηγήσουν τη χαμηλή αποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων, καθώς, παρά την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, επί του παρόντος τα προβλήματα στην εξυπηρέτηση ρυθμισθέντων δανείων εξακολουθούν. Επίσης, ο δείκτης εξυγίανσης (cure rate), δηλαδή το μερίδιο του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων (όπως είχε διαμορφωθεί στο τέλος του 2016) που άρχισε να εξυπηρετείται κανονικά ξανά εντός του 2017, παραμένει χαμηλότερος του δείκτη αθέ-

τησης (default rate), δηλαδή του ποσοστού του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο οποίο αντιστοιχούν τα δάνεια που άρχισαν να παρουσιάζουν καθυστέρηση (άνω των 90 ημερών) εντός του 2017. Στον αντίποδα, θετική εξέλιξη αποτελεί η αυξανόμενη στροφή των τραπεζών σε λύσεις ρυθμίσεων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα.

Είναι προφανές από τα ανωτέρω ότι η μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει η σημαντικότερη πρόκληση που έχει να αντιμετωπίσει ο τραπεζικός κλάδος τα επόμενα χρόνια. Η προσπάθεια των τραπεζών στην κατεύθυνση αυτή αντανάκλαται στους αναθεωρημένους επιχειρησιακούς στόχους που υπέβαλαν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2017.²¹ Σύμφωνα με αυτούς, ο στόχος για το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο τέλος του 2019 διαμορφώνεται σε 64,6 δισεκ. ευρώ (από 66,4 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά). Η βελτίωση αυτή εκτιμάται ότι θα προέλθει από την επίσπευση πώλησης δανείων, κυρίως στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο και σε μικρότερο βαθμό στο καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο, καθώς επίσης και μέσω αύξησης των διαγραφών, κυρίως στο

¹⁹ Στις μακροπρόθεσμες ρυθμίσεις κατατάσσονται όσες ισχύουν για διάρκεια μεγαλύτερη των δύο ετών και στοχεύουν στη μείωση της τοκοχρεολυτικής δόσης ή/και της δανειακής επιβάρυνσης, λαμβάνοντας υπόψη συντηρητικές παραδοχές για τη μελλοντική ικανότητα αποπληρωμής του δανειολήπτη μέχρι τη λήξη του προγράμματος αποπληρωμής. Οι ρυθμίσεις αυτής της κατηγορίας μπορεί να περιλαμβάνουν μείωση του επιτοκίου, επιμήκυνση της διάρκειας αποπληρωμής του δανείου, διαχωρισμό οφειλής σε τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι μπορεί να αποπληρώσει και σε τμήμα το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα, μερική διαγραφή οφειλής, λειτουργική αναδιάρθρωση μιας επιχείρησης κ.λπ. Αντίθετα, βραχυπρόθεσμοι τύποι ρυθμίσεων θεωρούνται όσοι έχουν διάρκεια μικρότερη των δύο ετών, καθώς αφορούν περιπτώσεις όπου οι δυσκολίες αποπληρωμής κρίνονται βραχυπρόθεσμα ως προσωρινές. Ενδεικτικά, οι βραχυπρόθεσμοι τύποι ρυθμίσεων περιλαμβάνουν κεφαλαιοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών, καταβολή μόνο τόκων κατά τη διάρκεια καθορισμένης βραχείας περιόδου, περίοδο χάριτος κ.λπ. Τέλος, ως λύση οριστικής διευθέτησης ορίζεται οποιαδήποτε μεταβολή του είδους της συμβατικής σχέσης μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και δανειολήπτη ή ο τερματισμός αυτής, με στόχο την οριστική τακτοποίηση της απαίτησης έναντι του δανειολήπτη, όπως π.χ. διαγραφή οφειλής, ρευστοποίηση με πλειστηριασμό, εξωδικαστικός διακανονισμός κ.λπ.

²⁰ Ο εν λόγω δείκτης συνδέει τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα με τους οικονομικούς πόρους που έχει στη διάθεσή της μια τράπεζα για να απορροφήσει περαιτέρω ζημιές από προβληματικά στοιχεία ενεργητικού της και υπολογίζεται ως ο λόγος των συνολικών μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το άθροισμα των συσσωρευμένων προβλέψεων και των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων.

²¹ Αναλυτική παρουσίαση των στόχων βλ. στην Έκθεση για τους Επιχειρησιακούς Στόχους Μη Εξυπηρετούμενων Ανοιγμάτων, http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Nov17_Report_Operational_Targets_for_NPEs_GR.pdf.

χαρτοφυλάκιο λιανικής. Στον αντίποδα ωστόσο, οι τράπεζες πραγματοποίησαν συντηρητικότερες εκτιμήσεις όσον αφορά τις καθαρές εισροές ΜΕΑ, αλλά και την αποκατάσταση της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (curing) σε σύγκριση με την προηγούμενη υποβολή στοιχείων,²² καθώς ενσωμάτωσαν στα υποδείγματά τους χειρότερες μακροοικονομικές υποθέσεις σε σύγκριση με την προηγούμενη υποβολή (ρυθμός αύξησης ΑΕΠ, διαθέσιμο εισόδημα), οι οποίες επηρέασαν το ρυθμό εκ νέου αθέτησης (re-default rate) και τις καθαρές εισροές ΜΕΑ.

Παρά την αναμενόμενη μείωση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 35% στο τέλος του 2019 (από 33,9% που ήταν ο αρχικός στόχος), εξαιτίας της αναθεώρησης προς τα κάτω του εκτιμώμενου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης και της διενέργειας αυξημένων διαγραφών και πωλήσεων δανείων. Η σημαντικότερη συμβολή στην επίτευξη του εν λόγω στόχου αναμένεται να προέλθει από το χαρτοφυλάκιο των επιχειρηματικών δανείων.

Θετικό είναι το γεγονός ότι έχει αρθεί το μεγαλύτερο μέρος των θεσμικών εμποδίων που δυσχέραιναν την αποτελεσματικότερη διαχείριση των ΜΕΑ, ενώ έχει πρόσφατα απλουστευθεί το νομοθετικό πλαίσιο αδειοδότησης εταιριών διαχείρισης πιστωτικών απαιτήσεων, με δέκα εταιρίες να έχουν ήδη λάβει άδεια λειτουργίας. Το β' εξάμηνο του 2017 πραγματοποιήθηκαν και οι πρώτες πωλήσεις δανειακών χαρτοφυλακίων, οι οποίες αφορούσαν κυρίως επιχειρηματικά δάνεια και καταναλωτικά δάνεια χωρίς εξασφαλίσεις.

Επιπλέον, τον Αύγουστο του 2017 τέθηκε σε λειτουργία η ηλεκτρονική πλατφόρμα για τον εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης οφειλών και στο τέλος Νοεμβρίου του 2017 τέθηκε σε λειτουργία η πλατφόρμα για τους ηλεκτρονικούς πλειστηριασμούς ακινήτων. Η λειτουργία της εν λόγω πλατφόρμας θα συμβάλει στη βελτίωση της τιμολόγησης των υπό ρευστοποίηση εξασφαλίσεων, οι οποίες αναπόφευκτα χάνουν την αξία τους (π.χ. λόγω φυσικής φθοράς) όσο αναβάλλεται η εκποίησή τους, γεγονός που δυσχεραίνει την ανάπτυξη μιας ενεργού δευτερογενούς αγοράς δανείων. Το βραχύ μέχρι σήμερα διάστημα ενεργοποίησης του εξωδικαστικού μηχανισμού και των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών ακινήτων δεν επαρκεί ακόμη για την εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά την αποτελεσματικότητά τους, ωστόσο οι πρώτες ενδείξεις υποδηλώνουν ότι απαιτείται περισσότερη αποφασιστικότητα και επιτάχυνση των προσπαθειών όλων των εμπλεκόμενων.

Τέλος, οι τράπεζες πρέπει να διευρύνουν το ταχύτερο δυνατόν τις λύσεις που προτείνουν στους δανειολήπτες και να προχωρήσουν στη λήψη πιο δραστικών αποφάσεων, ιδίως όσον αφορά τις ενέργειες αναδιάρθρωσης βιώσιμων επιχειρήσεων, τον εντοπισμό των στρατηγικών κακοπληρωτών και την εφαρμογή οριστικής λύσης για τις μη βιώσιμες επιχειρήσεις οι οποίες διατηρούνται τεχνητά στη ζωή, καθώς η βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος δεν αρκεί από μόνη της για τη μείωση των ΜΕΑ σε σχέση με τους επιχειρησιακούς στόχους που έχουν τεθεί (βλ. Πλαίσιο VII.1).

²² Η χαμηλότερη αποκατάσταση της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων σχετίζεται σε ένα βαθμό και με τα υψηλότερα ποσά πωλήσεων και διαγραφών.

Πλαίσιο VII.1

ΔΑΝΕΙΑ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ: ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ, ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΥΚΛΟ

Δάνεια σε καθυστέρηση – η ευρωπαϊκή διάσταση του προβλήματος και μέτρα αντιμετώπισης

Τα τελευταία χρόνια και ιδίως μετά την ίδρυση της Τραπεζικής Ένωσης, έχει παρατηρηθεί σημαντική πρόοδος στην αντιμετώπιση των προβλημάτων των ισολογισμών των τραπεζών, με σοβα-

ρότερο μεταξύ αυτών το πρόβλημα των υψηλών επιπέδων μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ). Αν και το πρόβλημα των ΜΕΔ είναι πιο έντονο σε ορισμένες χώρες,¹ το συνολικό μέγεθος των ΜΕΔ σε ευρωπαϊκό επίπεδο² δεν επιτρέπει τον εφησυχασμό των ευρωπαϊκών θεσμών τόσο για την αντιμετώπιση του υπάρχοντος αποθέματος ΜΕΔ όσο και για τη δημιουργία των κατάλληλων δικλίδων ασφαλείας ώστε να αποτραπεί η εμφάνιση τέτοιας έκτασης προβλήματος στο μέλλον.

Το 2017 έλαβαν χώρα σημαντικές εξελίξεις σε εποπτικό και θεσμικό επίπεδο αναφορικά με την αντιμετώπιση του προβλήματος των ΜΕΔ. Η πρώτη σημαντική εξέλιξη αφορά τις “Κατευθυντήριες γραμμές προς τις τράπεζες σχετικά με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια” που εξέδωσε ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός το Μάρτιο.³ Οι εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές συνδέονται με ολόκληρο τον κύκλο διαχείρισης των ΜΕΔ και καλύπτουν θεματικές ενότητες όπως η διαμόρφωση στρατηγικής για τα ΜΕΔ, η εσωτερική οργάνωση των τραπεζών, η διαμόρφωση εναλλακτικών λύσεων ρύθμισης, η καταγραφή και παρακολούθηση των ΜΕΔ, η αποτίμηση των εξασφάλισεων, ο σχηματισμός προβλέψεων και η διενέργεια διαγραφών.⁴

Η δεύτερη σημαντική εξέλιξη σε ευρωπαϊκό επίπεδο ήταν η δημοσιοποίηση της έκθεσης σχετικά με τα ΜΕΔ που καταρτίστηκε από την υποομάδα της Επιτροπής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών της ΕΕ (Financial Services Committee).⁵ Οι προτάσεις της έκθεσης επικεντρώνονται σε τέσσερις τομείς:

α. Ενίσχυση της εποπτείας,⁶ για να διασφαλιστεί ότι οι εποπτικές αρχές είναι εξοπλισμένες με τα απαραίτητα μέσα ώστε να επιβλέπουν τη διαχείριση των ΜΕΔ, αλλά και να αναγνωρίζουν και να καταγράφουν εγκαίρως τις σχετικές προβλέψεις.

β. Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των πλαισίων αφερεγγυότητας και είσπραξης οφειλών, με στόχο τη μείωση του χρόνου και την αύξηση της τιμής ανάκτησης από τα ΜΕΔ.⁷

γ. Ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς ΜΕΔ.⁸

1 Περίπου το 1/4 των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) εμφανίζει ποσοστό ΜΕΔ υψηλότερο του 10%.

2 Με βάση στοιχεία των τραπεζών που παρακολουθεί η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, το Σεπτέμβριο του 2017 το ύψος των ΜΕΔ, σε επίπεδο ΕΕ, ανερχόταν σε περίπου 850 δισεκ. ευρώ.

3 https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.en.pdf.

4 Υπενθυμίζεται ότι οι ελληνικές τράπεζες εφάρμοζαν ήδη σημαντικό μέρος αυτών των κατευθύνσεων, δεδομένου του ενισχυμένου εποπτικού πλαισίου που είχε διαμορφωθεί με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 42/2014 της Τράπεζας της Ελλάδος.

5 <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9854-2017-INIT/en/pdf>. Σημειώνεται ότι στην εν λόγω υποομάδα συμμετείχαν στελέχη από το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών και την Τράπεζα της Ελλάδος.

6 Όπως για παράδειγμα η άμεση εφαρμογή των κατευθυντήριων γραμμών του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού, η ενίσχυση των εποπτικών αρμοδιοτήτων όσον αφορά την πολιτική προβλέψεων των τραπεζών για τα ΜΕΔ (π.χ. μέσω αφαιρετικών στοιχείων στα ίδια κεφάλαια), η εφαρμογή συγκεκριμένων εργαλείων για μελλοντικές ροές ΜΕΔ (π.χ. αυτόματη αφαίρεση του ελλείμματος εποπτικών προβλέψεων από τα ίδια κεφάλαια κ.λπ.), η ενίσχυση των διαδικασιών δανειοδότησης και η αναβάθμιση των πρακτικών πιστοληπτικής αξιολόγησης, η εφαρμογή εποπτικών εργαλείων στις τράπεζες που έχουν υψηλό επίπεδο ΜΕΔ (π.χ. επισκόπηση δανειακών φακέλων μέσω επιτόπιων ελέγχων, στοχοθεσία κ.λπ.).

7 Σε συνάρτηση με αυτούς τους στόχους, είναι αναγκαία η βελτίωση της διαφάνειας των δεδομένων αφερεγγυότητας και η μεγαλύτερη διαθεσιμότητα δεδομένων για τις τράπεζες, τους επενδυτές και τους διαχειριστές δανείων (π.χ. να υπάρχουν διαθέσιμα συγκριτικά στοιχεία μεταξύ των χωρών όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών, τα ποσοστά ανάκτησης κ.λπ.). Επίσης, στο στάδιο της διαπραγμάτευσης βρίσκεται και η πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το πλαίσιο αναδιάρθρωσης και δεύτερης ενκαιρίας και να διευκολύνονται σε εθνικό επίπεδο οι διαδικασίες ταχείας ανάκτησης του ενεχύρου μέσω και εξωδικαστικών μηχανισμών διευθέτησης. Παράλληλα, πρέπει να ληφθούν επαρκείς πρωτοβουλίες για την ενίσχυση του δυναμικού του δικαστικού σώματος ώστε να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα των εκκρεμών υποθέσεων.

8 Στην ανάπτυξη των δευτερογενών αγορών ΜΕΔ θα συμβάλει α) η εφαρμογή ενισχυμένων απαιτήσεων γνωστοποίησης σχετικά με την ποιότητα του ενεργητικού ώστε να αυξηθεί η διαφάνεια μέσω πιο λεπτομερών δεδομένων (π.χ. AQR, EBA transparency exercise κ.λπ.), β) η εξέταση δημιουργίας ειδικών πλατφορμών για συναλλαγές σε ΜΕΔ, μέσω των οποίων θα διευρυνθεί και το σύνολο των συμμετεχόντων στην εν λόγω αγορά, αλλά ενδεχομένως και γ) η σύσταση εθνικών εταιριών διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού (asset management companies – AMC). Για το τελευταίο, σε ευρωπαϊκό επίπεδο έχει συσταθεί ειδική τεχνική ομάδα εμπειρογνομόνων που εξεργάζεται προτάσεις για την ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς δανείων και το σχέδιο οδηγιών (blueprint) για τις AMC, στο οποίο θα περιγράφονται με σαφήνεια κάποιες βασικές αρχές, όπως π.χ. η περίμετρος και το είδος των στοιχείων, ο τρόπος τιμολόγησης, η κεφαλαιακή διάρθρωση των AMC, η χρονική διάρκεια μέσα στην οποία θα πρέπει να γίνει η διαχείριση του χαρτοφυλακίου, η χρονική διάρκεια της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, τα χαρακτηριστικά διακυβέρνησης και λειτουργίας των AMC κ.λπ.

δ. Προώθηση της αναδιάρθρωσης των τραπεζών και γενικότερα του τραπεζικού τομέα μέσω ενθάρρυνσης της διασυνοριακής αλλά και της εκτός τραπεζικού συστήματος δανειοδότησης, καθώς και των εξαγορών και συγχωνεύσεων, ενώ οι αδύναμες τράπεζες θα πρέπει να οδηγούνται στην “έξοδο” με οργανωμένο και θεσμοθετημένο τρόπο.

Βάσει των ανωτέρω, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τόνισε στα συμπεράσματα της 11ης Ιουλίου 2017 ότι μια ολοκληρωμένη προσέγγιση που συνδυάζει ένα μίγμα συμπληρωματικών δράσεων πολιτικής, σε εθνικό αλλά και σε ευρωπαϊκό επίπεδο ανάλογα με την περίπτωση, είναι ο πλέον αποτελεσματικός τρόπος για να αντιμετωπιστούν τα υφιστάμενα αποθέματα ΜΕΔ, καθώς και η εμφάνιση και συσσώρευση νέων ΜΕΔ στους ισολογισμούς των τραπεζών. Στην κατεύθυνση αυτή δρομολογήθηκαν ενέργειες και οδικός χάρτης για την αντιμετώπιση του προβλήματος των ΜΕΔ. Μεταξύ των ενεργειών αυτών, αναμένεται η έκδοση κατευθυντήριων γραμμών για τις τράπεζες τόσο αναφορικά με την παρακολούθηση των ηλεκτρονικών φακέλων με στοιχεία των τραπεζικών δανείων (loan tapes), καθορίζοντας τις ελάχιστες λεπτομερείς πληροφορίες που θα απαιτούνται από τις τράπεζες σχετικά με τα πιστωτικά τους ανοίγματα εντός του χαρτοφυλακίου συναλλαγών, όσο και αναφορικά με τη χορήγηση και την παρακολούθηση των δανείων από τις τράπεζες, με έμφαση σε ζητήματα όπως η διαφάνεια και η εκτίμηση της οικονομικής προσιτότητας του δανείου για το δανειολήπτη.

Επίσης, με στόχο την ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς ΜΕΔ, θα εξεταστούν, στο πλαίσιο της εν εξελίξει επανεξέτασης των CRR/CRD IV, προληπτικοί μηχανισμοί στήριξης για την αντιμετώπιση ενδεχόμενης ελλιπούς δημιουργίας προβλέψεων, αλλά και οι δυνατότητες δημιουργίας πλατφορμών συναλλαγών, και θα ενισχυθούν οι υποδομές δεδομένων, με ενιαία και τυποποιημένα στοιχεία για τα ΜΕΔ. Ως προς το τελευταίο, το Δεκέμβριο του 2017 η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών δημοσίευσε υποδείγματα για υποβολή δεδομένων από τις τράπεζες σχετικά με τις πωλήσεις ΜΕΔ.⁹ Τέλος, θα εφαρμοστούν και για τα λιγότερο σημαντικά ιδρύματα της Τραπεζικής Ένωσης κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα ΜΕΔ ανάλογες με εκείνες που εφαρμόζουν τα σημαντικά ιδρύματα, με στοχευμένες προσαρμογές όπου ενδείκνυται, ενώ το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου θα αναπτύξει μακροπροληπτικές προσεγγίσεις για την πρόληψη της εμφάνισης προβλημάτων ΜΕΔ σε ολόκληρο το σύστημα, με έμφαση στις δυνητικές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Αποκλιμάκωση των δανείων σε καθυστέρηση στην Ελλάδα – Επιχειρησιακοί στόχοι και οικονομικός κύκλος

Στα προαναφερθέντα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου επισημαίνεται ότι τα σημερινά υψηλά ποσοστά ΜΕΔ σε ορισμένα κράτη-μέλη ενδέχεται, λόγω του μεγέθους τους, να μη μπορέσουν να μειωθούν με ικανοποιητικό ρυθμό, παρά την οικονομική ανάκαμψη. Στην εκτενή σχετική βιβλιογραφία¹⁰ έχει τεκμηριωθεί ισχυρή σχέση μεταξύ ΜΕΔ και οικονομικών μεταβλητών, όπως το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) και το ποσοστό ανεργίας, αλλά και μεταξύ ΜΕΔ και χαρακτηριστικών των τραπεζών όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, η αποτελεσματικό-

⁹ Βλ. <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eba-work-on-npls>. Τα υποδείγματα αυτά δεν αποτελούν πίνακες εποπτικής αναφοράς, αλλά στόχος τους είναι να χρησιμεύσουν ως κοινό πρότυπο πληροφόρησης για την αγορά σχετικά με τις πωλήσεις ΜΕΔ σε ολόκληρη την ΕΕ. Η διαδεδομένη χρήση των υποδειγμάτων αναμένεται να διευρύνει την βάση επενδύτων, να μειώσει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά ΜΕΔ, να βελτιώσει την ποιότητα και τη διαθεσιμότητα των απαιτούμενων πληροφοριών, να βοηθήσει στην αποτίμηση και να διευκολύνει τη δημιουργία δευτερογενούς αγοράς ΜΕΔ.

¹⁰ Ενδεικτικά βλ. Charalambakis, E., Dendramis, Y. and Tzavalis E. (2017), “On the determinants of NPLs: Lessons from Greece”, Bank of Greece, Working Paper No. 220, Monokrousos, P., Thomakos, D. and Alexopoulos, T. (2016), “High NPLs in Greece: Outcome of an unprecedented recession or lending practices of domestic credit institutions in the pre-crisis era”, Working Paper, Eurobank Global Markets Research, Anastasiou, D., Louri, H. and Tsonas, M. (2016), “Determinants of non-performing loans: Evidence from Euro-area countries”, *Finance Research Letters*, 18, 116-119, Louzis, D.P., Vouldis, A.T. and V. Metaxas (2012), “Macroeconomic and Bank-Specific Determinants of Non-Performing Loans in Greece: A Comparative Study of Mortgage, Business and Consumer Loan Portfolios”, *Journal of Banking and Finance*, 36, 1012-1027. Επίσης, για μία πρώτη προσπάθεια πρόβλεψης της πορείας των ΜΕΔ στην Ελλάδα, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, “Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013, Πλαίσιο VII.1 “Δάνεια σε καθυστέρηση: προσδιοριστικοί παράγοντες και προτάσεις πολιτικής”.

τητα, ο βαθμός κινδύνου, η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης κ.λπ. Στη βάση αυτή και λαμβάνοντας υπόψη τους επιχειρησιακούς στόχους των ελληνικών τραπεζών για την αποκλιμάκωση των ΜΕΔ, αλλά και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ),¹¹ διενεργήθηκε εμπειρική ανάλυση που επιχειρεί, μέσω εναλλακτικών οικονομετρικών τεχνικών, να εκτιμήσει κατά πόσον η εκτιμώμενη θετική οικονομική συγκυρία για τα επόμενα έτη επαρκεί για να επιτευχθεί η μείωση του αποθέματος των ΜΕΔ και ΜΕΑ όπως προβλέπεται βάσει των επιχειρησιακών στόχων των ελληνικών τραπεζών.

Ειδικότερα, εφαρμόζοντας εναλλακτικές οικονομετρικές προσεγγίσεις (παλινδρόμηση εναλλασσόμενων συνθηκών, μπεϊζιανή παλινδρόμηση),¹² εξετάστηκε η επίδραση μακροοικονομικών μεταβλητών (ρυθμός μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας, της ανεργίας, των τιμών ακινήτων, των εξαγωγών, της ιδιωτικής κατανάλωσης, του επιπέδου τιμών) στο ποσοστό αθέτησης των χαρτοφυλακίων δανείων (επιχειρηματικών, στεγαστικών, καταναλωτικών) των ελληνικών τραπεζών.¹³

Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν συνολικά ότι το ποσοστό αθέτησης σχετίζεται αρνητικά με το ρυθμό μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας (με χρονική υστέρηση), τη μεταβολή του δείκτη τιμών των ακινήτων και το ρυθμό μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης και θετικά με τον πληθωρισμό και την ανεργία.¹⁴

Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας τις πρόσφατες οικονομικές προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2018 και το 2019 για τις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές των υποδειγμάτων, εκτιμήθηκαν οι μελλοντικοί καθαροί ρυθμοί αθέτησης (δηλαδή οι ρυθμοί αθέτησης συνυπολογιζόμενων των δανείων που “θεραπεύονται”, δηλαδή εκείνων που αναταξινομούνται από το χαρτοφυλάκιο των μη εξυπηρετούμενων σε εκείνο των εξυπηρετούμενων) ανά χαρτοφυλάκιο με βάση αποκλειστικά την εξέλιξη των μακροοικονομικών μεγεθών.¹⁵ Οι ανωτέρω εκτιμήσεις χρησιμοποιήθηκαν για να προβλεφθεί η επίδραση των μακροοικονομικών μεταβλητών αποκλειστικά στις αναταξινομήσεις δανείων μεταξύ των κατηγοριών εξυπηρετούμενων και μη εξυπηρετούμενων και να συγκριθούν οι αναταξινομήσεις με τους τεθέντες επιχειρησιακούς στόχους των τραπεζών σε επίπεδο συστήματος για τη μείωση των ΜΕΑ. Υπενθυμίζεται ότι σύμφωνα με τους επιχειρησιακούς στόχους για την περίοδο τέλος Ιουνίου 2017-τέλος Δεκεμβρίου 2019, η νέα ροή ΜΕΑ εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 20,1 δισεκ. ευρώ, ενώ το ύψος των δανείων που θα αναταξινομηθούν από μη εξυπηρετούμενα σε εξυπηρετούμενα ανέρχεται σε 21,1 δισεκ. ευρώ (βλ. το διάγραμμα).

Από την ανάλυση του συνδυαστικού προβλεπτικού υποδείγματος¹⁶ προκύπτει ότι, συνολικά για την περίοδο β' εξαμήνου 2017-2019, η βελτίωση των οικονομικών συνθηκών από μόνη της θα συμ-

11 Αναλυτικότερα για τους επιχειρησιακούς στόχους, βλ. Ενότητα 5 του παρόντος κεφαλαίου, καθώς και την Έκθεση για τους Επιχειρησιακούς Στόχους Μη Εξυπηρετούμενων Ανοιγμάτων, http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Nov17_Report_Operational_Targets_for_NPEs_GR.pdf.

12 Αναλυτικότερα για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας, βλ. Petropoulos, A., Siakoulis, V., Mylonas, D. and Klamargias, A. (2018), “A combined statistical framework for forecasting default rates of Greek Financial Institutions credit portfolios, Bank of Greece, Working Paper (υπό έκδοση).

13 Για το ποσοστό αθέτησης χρησιμοποιήθηκαν τριμηνιαία στοιχεία του ετήσιου ποσοστού αθέτησης δανείων (των νέων ΜΕΑ σε μία περίοδο προς το υπόλοιπο των εξυπηρετούμενων δανείων στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου) για την περίοδο 2007-2016 (μέχρι και πριν την περίοδο των επιχειρησιακών στόχων) για κάθε χαρτοφυλάκιο δανείων.

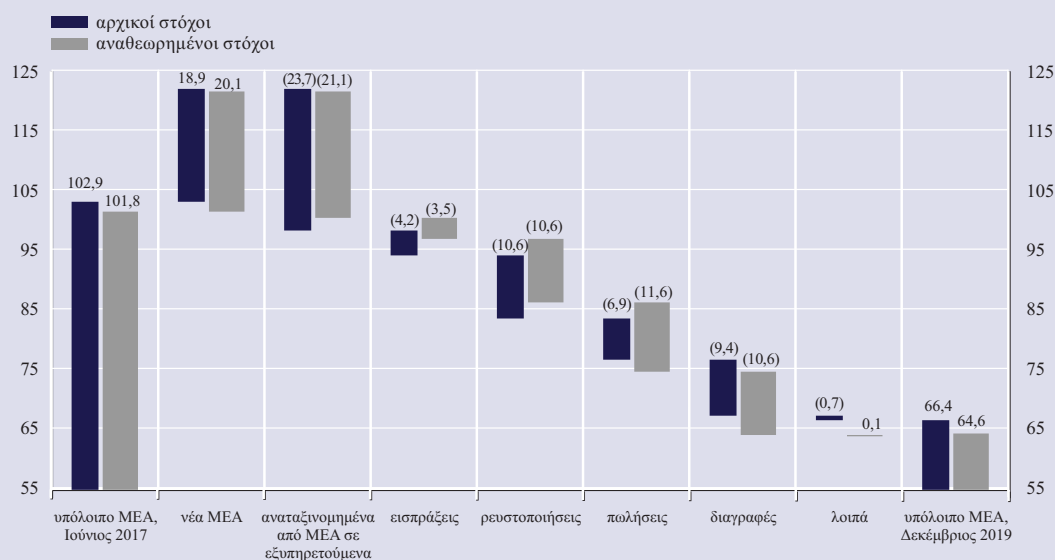
14 Σημειώνεται ότι το μέγεθος και η στατιστική σημαντικότητα των εκτιμώμενων συντελεστών διαφοροποιείται ανά χαρτοφυλάκιο δανείων. Επίσης, στις εκτιμήσεις έχει συμπεριληφθεί και μία ψευδομεταβλητή ως μεταβλητή ελέγχου για το 2015 ως έτος ανατάραξης λόγω της τραπεζικής αργίας και της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

15 Από την ανάλυση εξαιρούνται τα ποσά μείωσης των ΜΕΔ που αφορούν ενέργειες διαχείρισης από πλευράς τραπεζών (π.χ. πωλήσεις, ρευστοποιήσεις κ.λπ.).

16 Συνολικά, το τελικώς εφαρμοζόμενο υπόδειγμα προκύπτει με βάση το σταθμισμένο μέσο όρο των διαφορετικών υποδειγμάτων που εφαρμόστηκαν και των διαφορετικών συνδυασμών ανεξάρτητων μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν (βλ. και υποσημείωση 12 για τη μεθοδολογία).

Στόχοι μεταβολής υπολοίπου μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) μεταξύ Ιουνίου 2017 και Δεκεμβρίου 2019

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι παρενθέσεις υποδηλώνουν μείωση υπολοίπου.

βάλει μεν στον περιορισμό του ρυθμού αύξησης των ΜΕΑ, αλλά δεν επαρκεί για να οδηγήσει σε αρνητικό πρόσημο τους καθαρούς ρυθμούς αθέτησης. Ενδεικτικά, σύμφωνα με το ως άνω αναφερόμενο υπόδειγμα και με την υπόθεση της μη ενεργού διαχείρισης των ΜΕΔ, εκτιμάται ότι θα μπορούσε να προκύψει απόκλιση από τους επιχειρησιακούς στόχους περίπου 9 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2019 για το σύνολο των ΜΕΑ. Συνεπώς, στην περίπτωση που οι τράπεζες επαναπαυθούν στις θετικές προβλέψεις για τα μακροοικονομικά μεγέθη και κωλυσιεργήσουν στην εφαρμογή ενεργητικών μεθόδων διαχείρισης των ΜΕΑ, θα θέσουν σε κίνδυνο την επιτυχή υλοποίηση του σχεδίου μείωσης των ΜΕΑ, η επίτευξη του οποίου είναι κεφαλαιώδους σημασίας για το αύριο του τραπεζικού τομέα και της ελληνικής οικονομίας.

Δεδομένου ότι η Πολιτεία έχει προχωρήσει στην άρση πληθώρας θεσμικών εμποδίων που δυσχέραιναν στο παρελθόν την αποτελεσματική διαχείριση των ΜΕΑ, επιβάλλεται οι τράπεζες να εντείνουν τις προσπάθειές τους στην κατεύθυνση της πιο ενεργού και αποτελεσματικής διαχείρισης των ΜΕΔ μέσω της παροχής στοχευόμενων λύσεων αναδιάρθρωσης δανείων, λαμβάνοντας υπόψη και την πραγματική ικανότητα αποπληρωμής από πλευράς των δανειοληπτών.

6 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

6.1 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΑΓΟΡΑΣ

Σύμφωνα με στοιχεία για τις 30.9.2017, στην ελληνική αγορά ιδιωτικής ασφάλισης δραστηριοποιούνται 43 ασφαλιστικές επιχειρήσεις,²³ έναντι 45 το 2016,²⁴ οι οποίες κατηγο-

ριοποιούνται βάσει της άδειας λειτουργίας και των ασφαλιστικών τους εργασιών ως εξής:

- 3 επιχειρήσεις ασφαλίσεων ζωής

²³ Εξαιρουμένων των αλληλασφαλιστικών συνεταιρισμών του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 1 του άρθρου 7 του ν. 4364/2016.

²⁴ Η μείωση του αριθμού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κατά 2 εντός του 2017 οφείλεται στην ανάκληση της άδειας λειτουργίας της International Life Ανώνυμος Εταιρία Γενικών Ασφαλίσεων και της International Life Ανώνυμη Εταιρία Ασφαλίσεων Ζωής.

- 23 επιχειρήσεις ασφαλίσεων κατά ζημιών
- 17 επιχειρήσεις που ασκούν ταυτόχρονα δραστηριότητες ασφαλίσεων ζωής και κατά ζημιών.

Εκ των 43 ασφαλιστικών επιχειρήσεων, 40 επιχειρήσεις υπόκεινται στις διατάξεις της Φερεγγυότητας II, ενώ 3 εξαιρούνται λόγω μικρού μεγέθους.

Εκ των 40 επιχειρήσεων, 16 ασφαλιστικές επιχειρήσεις ανήκουν σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στο εξωτερικό και 6 σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στην Ελλάδα. Επίσης, 4 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται ενεργά σε λοιπές χώρες της ΕΕ με καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών.

Στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται²⁵ επιπλέον 171 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ είτε μέσω υποκαταστημάτων είτε με καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, τα οποία εποπτεύονται, ως προς τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους. Στα τέλη του 2016, η ετήσια παραγωγή τους συγκέντρωνε ποσό εγγεγραμμένων ασφαλιστρών 543 εκατ. ευρώ, αποτελώντας ποσοστό 13,3% του συνόλου της ασφαλιστικής αγοράς.

Τα οικονομικά μεγέθη που εκτίθενται στη συνέχεια αφορούν μόνο την εγχώρια ασφαλιστική αγορά των 40 επιχειρήσεων που υπόκεινται στην κατά Φερεγγυότητα II εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Η εγχώρια ασφαλιστική αγορά χαρακτηρίζεται από σημαντική συγκέντρωση, ιδιαίτερα στις εταιρίες ασφαλίσεων ζωής, καθώς οι 5 μεγαλύτερες εξ αυτών κατέχουν το 79% της αγοράς, σε όρους τεχνικών προβλέψεων. Το μερίδιο αγοράς για τις 5 μεγαλύτερες ασφαλιστικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις ασφαλίσεις κατά ζημιών ανέρχεται σε 43%, σε όρους ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών.

Η παραγωγή ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών δραστηριοτήτων ζωής την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 ανήλθε σε 1,2 δισεκ. ευρώ, μειωμένη κατά 4,1% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Οι ασφαλίσεις ζωής που συνδέονται με επενδύσεις (unit-linked) εμφανίζουν μια μικρή ανάκαμψη μετά την αρνητική επίδραση της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, με τα σχετικά ακαθάριστα εγγεγραμμένα ασφαλιστρα να αποτελούν ποσοστό 17% επί των συνολικών ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών δραστηριοτήτων ζωής, έναντι 15% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Τα ασφαλιστρα των δραστηριοτήτων ασφαλίσεων κατά ζημιών ανήλθαν την ίδια περίοδο σε 1,4 δισεκ. ευρώ, με το μεγαλύτερο ποσοστό εξ αυτών να καταγράφεται στη δραστηριότητα ασφάλισης αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων (40%), ενώ ακολουθεί η δραστηριότητα πυρός (21%).

Η ανωτέρω ασφαλιστική παραγωγή προέρχεται κυρίως από ασφαλιστικούς πράκτορες και συμβούλους (50%) και δευτερευόντως από τις τράπεζες (bankassurance) (27,5%). Σημαντικό είναι να τονιστεί ότι οι άμεσες πωλήσεις από τις ίδιες τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, χωρίς τη διαμεσολάβηση τρίτου, ανέρχεται σε περίπου 10% της συνολικής παραγωγής.

Το σύνολο του ενεργητικού των εποπτευόμενων ασφαλιστικών επιχειρήσεων ανήλθε σε 16,4 δισεκ. ευρώ στις 30.9.2017, παρουσιάζοντας αύξηση 4,4% συγκριτικά με τις 30.9.2016, εκ των οποίων 7,1 δισεκ. ευρώ αφορούσαν τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα (43%), 2,3 δισεκ. ευρώ αφορούσαν τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα (14%) και 2,3 δισεκ. ευρώ αφορούσαν επενδύσεις για ασφαλίσεις τον επενδυτικό κίνδυνο των οποίων φέρουν οι ασφαλισμένοι (unit-linked), εκ των οποίων 68% επενδεδυμένα σε αμοιβαία κεφάλαια και 24% σε χρηματικά διαθέσιμα και καταθέσεις.

Η ως άνω αύξηση του ενεργητικού προήλθε κυρίως από τις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής (5,0%), ενώ για τις επι-

²⁵ Πηγή: ΕΙΟΠΑ.

χειρήσεις που ασκούν αποκλειστικά εργασίες ασφαλίσεων κατά ζημιών το ποσοστό αύξησης ήταν μόνο 0,9%.

Αντίστοιχα, οι συνολικές υποχρεώσεις ανήλθαν σε 13,1 δισεκ. ευρώ, με το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων να διαμορφώνεται σε 11,9 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 8,8 δισεκ. ευρώ αφορούσαν ασφαλίσεις δραστηριοτήτων ζωής και 3,1 δισεκ. ευρώ ασφαλίσεις κατά ζημιών. Εκ των τεχνικών προβλέψεων ζωής, το 62,9% αφορά ασφαλίσεις με συμμετοχή στα κέρδη και το 27,3% αφορά ασφαλίσεις ζωής που συνδέονται με επενδύσεις.

Στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, ο δείκτης ζημιών της αγοράς στις 30.9.2017 ανήλθε στο 45% των αντίστοιχων δεδουλευμένων ασφαλιστρών της ίδιας περιόδου και ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) ανήλθε στο 46%. Ειδικότερα, αναφορικά με τις ασφαλίσεις αστικής ευθύνης από χερσαία οχήματα, ο δείκτης ζημιών της αγοράς ανήλθε στο 48% των αντίστοιχων δεδουλευμένων ασφαλιστρών, ενώ ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) ανήλθε σε 42%, με τους δύο δείκτες να εμφανίζουν αύξηση περίπου 3% σε σύγκριση με το τέλος Σεπτεμβρίου του 2016.

Αναφορικά με την ποιότητα των κεφαλαίων της ασφαλιστικής αγοράς, σημειώνεται ότι το 95% των επιλέξιμων κεφαλαίων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων ταξινομούνται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1). Η συνολική Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας (SCR) διαμορφώθηκε σε 1,7 δισεκ. ευρώ στις 30.9.2017, με τα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3,2 δισεκ. ευρώ. Επιπροσθέτως, η Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση (MCR) για το σύνολο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 636 εκατ. ευρώ, με τα αντίστοιχα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3,0 δισεκ. ευρώ.

Σε επίπεδο ομίλων, η Τράπεζα της Ελλάδος εποπτεύει 4 ασφαλιστικούς ομίλους με τελική μητρική επιχείρηση στην Ελλάδα.²⁶ Στους εν λόγω ομίλους περιλαμβάνονται 8 (ασφαλιστικές και μη) επιχειρήσεις με έδρα στην

Ελλάδα και 6 με έδρα στην Κύπρο ή τη Ρουμανία. Το συνολικό ύψος της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας (SCR) των 4 εξ αυτών στις 30.6.2017 ανήλθε σε 569 εκατ. ευρώ, ενώ τα επιλέξιμα ίδια κεφάλαιά τους διαμορφώθηκαν σε 1,1 δισεκ. ευρώ.

6.2 Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ ΣΤΟ ΝΕΟ ΕΠΟΠΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Με τον όρο “προστασία του καταναλωτή” περιγράφεται η επιδίωξη για τη δημιουργία νομικού πλαισίου που ευνοεί την προσφορά στον καταναλωτή κατά το δυνατόν οικονομικά προσιτού σε εκείνον προϊόντος, παρέχοντάς του ταυτόχρονα τη μέγιστη δυνατή προστασία.

Για την επίτευξη των ανωτέρω στόχων, οι δράσεις που υλοποιούνται σε ευρωπαϊκό και σε εθνικό επίπεδο έχουν κατά βάση δύο συμπληρωματικούς δρόμους: ο πρώτος είναι η ενίσχυση της φερεγγυότητας των παρόχων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και ο δεύτερος συνδέεται με τον τρόπο προώθησης των προϊόντων και την πληροφόρηση που παρέχεται στον καταναλωτή ώστε να λάβει την απόφασή του.

Το πλαίσιο της φερεγγυότητας έχει σκοπό την ενίσχυση της προστασίας των καταναλωτών ασφαλιστικών υπηρεσιών, μέσω της διασφάλισης ότι οι πάροχοι θα τιμήσουν τις υποχρεώσεις τους και ότι οι καταναλωτές θα λάβουν τις παροχές που αναμένεται να λάβουν.

Ο τρόπος προώθησης των ασφαλιστικών προϊόντων και η πληροφόρηση των καταναλωτών σηματοδοτείται από την εφαρμογή εντός του 2018 δύο νομοθετικών κειμένων που αναλύονται ακολούθως.

6.2.1 Κανονισμός 1286/2014 για το Έγγραφο Βασικών Πληροφοριών στις επενδύσεις που βασίζονται σε ασφάλιση

Από την 1.1.2018 έχει τεθεί σε εφαρμογή ο ευρωπαϊκός Κανονισμός 1286/2014, ο οποίος

²⁶ Ένας όμιλος έχει μόνο εγχώριες δραστηριότητες, σε αντίθεση με τους άλλους τρεις, οι οποίοι καταγράφουν εργασίες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

είναι άμεσα εφαρμοστέος σε όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ και αφορά την υποχρέωση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων να διαθέτουν στους ενδιαφερόμενους να αγοράσουν ένα ασφαλιστικό προϊόν με επενδυτικά χαρακτηριστικά ένα έγγραφο το οποίο περιέχει όλες εκείνες τις βασικές πληροφορίες που χρειάζονται για να αποφασίσουν αν θα προχωρήσουν στην εν λόγω επένδυσή τους. Κομβικό σημείο του εν λόγω εγγράφου είναι ο βαθμός τυποποίησης και ομοιόμορφης παρουσίασης των βασικών αυτών πληροφοριών, έτσι ώστε να διευκολύνεται η άμεση σύγκριση τόσο μεταξύ αντίστοιχων προϊόντων που διατίθενται από άλλες ασφαλιστικές επιχειρήσεις όσο και με λοιπές διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές.

Το ως άνω έγγραφο βασικών πληροφοριών δεν αποτελεί υλικό εμπορικής προώθησης και οι πληροφορίες που περιλαμβάνει είναι όλες εκείνες που μπορούν να βοηθήσουν τον ενδιαφερόμενο να κατανοήσει τη φύση, τους κινδύνους, το κόστος, καθώς και τα δυνητικά κέρδη και ζημιές ενός ασφαλιστικού προϊόντος με επενδυτικά χαρακτηριστικά, όπως επίσης και να τον βοηθήσουν να το συγκρίνει με αντίστοιχα άλλα προϊόντα.

Πυρήνας των πληροφοριών που περιλαμβάνονται στο έγγραφο είναι ο συνοπτικός δείκτης κινδύνου του εν λόγω προϊόντος, ο οποίος αποτελεί οδηγό για το επίπεδο κινδύνου του προϊόντος. Ο δείκτης αυτός καταδεικνύει πόσο πιθανόν είναι ο ασφαλισμένος να απολέσει χρήματα από το προϊόν αυτό, είτε λόγω δυσμενών κινήσεων στις αγορές (κίνδυνος αγοράς) είτε διότι η ασφαλιστική επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να καταβάλει το ασφάλισμα (πιστωτικός κίνδυνος). Λαμβάνει δε τιμές σε μια επταβάθμια κλίμακα όπου 1 είναι η χαμηλότερη κατηγορία κινδύνου και 7 η υψηλότερη.

6.2.2 Η Οδηγία 2016/97 για τη διανομή των ασφαλιστικών προϊόντων

Εντός του 2018 αναμένεται η εφαρμογή της ευρωπαϊκής Οδηγίας 2016/97/ΕΕ που αφορά τη διανομή των ασφαλιστικών προϊόντων.

Στο επίκεντρο της ρύθμισης τίθεται ο σχεδιασμός των ασφαλιστικών προϊόντων από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα οποία θα πρέπει να απευθύνονται σε σαφώς καθορισμένες ομάδες πελατών, λαμβάνοντας υπόψη τις ασφαλιστικές τους ανάγκες.

Η κάθε ασφαλιστική επιχείρηση οφείλει να διασφαλίζει ότι τα προϊόντα της επιτυγχάνουν υψηλό βαθμό ικανοποίησης του καταναλωτή στον οποίο απευθύνονται, να επιλέγει τα κατάλληλα για τη διανομή κάθε προϊόντος δίκτυα και να μεριμνά για την προώθηση των προϊόντων της στις στοχευόμενες ομάδες καταναλωτών και τέλος να παρακολουθεί την πορεία τους και να τα αναθεωρεί εφόσον συντρέχουν λόγοι.

Επιπλέον, με την ανωτέρω ρύθμιση καθορίζονται θέματα που άπτονται της διανομής ασφαλιστικών προϊόντων, ώστε να διασφαλίζεται ότι αυτά προωθούνται με βάση τις ανάγκες και τα συμφέροντα των καταναλωτών, από διανομείς που διαθέτουν την απαραίτητη τεχνογνωσία για την εργασία αυτή.

6.3 ΟΙ ΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Σύμφωνα με το νέο εποπτικό πλαίσιο, από το 2017 οι ελληνικές ασφαλιστικές επιχειρήσεις δημοσιεύουν ετησίως έκθεση αναφοράς με τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση και την κατάσταση φερεγγυότητάς τους (Solvency and Financial Condition Report – SFCR), ενισχύοντας τη διαφάνεια και την πληροφόρηση του καταναλωτικού κοινού.

Το 2017 τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των ασφαλιστικών επιχειρήσεων παρέμειναν σε σταθερό επίπεδο και οι δείκτες φερεγγυότητας στις 31.12.2017 αναμένεται να βελτιωθούν και λόγω της θετικής πορείας των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Ο κίνδυνος που σχετίζεται με το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και τη συνακόλουθη αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων (search for yield) παραμένει υψηλός κυρίως για τις

ασφαλιστικές επιχειρήσεις ζωής, ιδίως δε για τις περιπτώσεις συμβολαίων που περιλαμβάνουν υψηλές εγγυήσεις επιτοκίων. Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ζωής, με στόχο τον περιορισμό των συνεπειών από τον εν λόγω κίνδυνο, πέρα από τις δράσεις που ήδη έχουν υλοποιήσει και σχετίζονται με προσαρμογές της επενδυτικής τους στρατηγικής, προχωρούν σε τροποποίηση των ασφαλιστικών προϊόντων που διαθέτουν στην αγορά με περαιτέρω μείωση των επιτοκίων που εγγυώνται και με έμφαση στην προώθηση ασφαλίσεων που συνδέονται με επενδύσεις

τον επενδυτικό κίνδυνο των οποίων φέρουν αποκλειστικά οι ασφαλισμένοι.

Χαρακτηριστική είναι η τάση που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του 2017 και σχετίζεται με την προσαρμογή των παραδοσιακών προϊόντων ζωής που διαθέτουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις (ισόβιες ασφαλίσσεις θανάτου, ασφαλίσσεις επιβίωσης, συνταξιοδοτικά προγράμματα κ.ά.), ώστε να μην παρέχουν πλέον τη δυνατότητα στους νέους πελάτες τους να απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις πέραν εκείνων που είναι εγγυημένες μέσω σύμβασης απόδοσης.

VIII ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η άσκηση μακροπροληπτικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος έχει ως απώτερο στόχο τη συμβολή στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου, μέσω της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς του και της μείωσης της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων.

Στο πλαίσιο αυτό, κατά τη διάρκεια του 2017 η Τράπεζα της Ελλάδος: α) καθόρισε το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας (Countercyclical Capital Buffer – CCyB) για την Ελλάδα, για το β', γ' και δ' τρίμηνο του 2017, καθώς και για το α' τρίμηνο του 2018, σε “μηδέν τοις εκατό” (0%), κατόπιν σύμφωνης γνώμης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, β) προσδιόρισε τα λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα (Other Systemically Important Institutions – O-SII) στην Ελλάδα για το έτος 2017, εφαρμόζοντας τις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA/GL/2014/10), και γ) καθόρισε το ποσοστό του αποθέματος ασφαλείας O-SII, για το έτος 2018, σε “μηδέν τοις εκατό” (0%).¹

Επιπροσθέτως, η Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο της συμμόρφωσής της με τις Συντάξεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) αξιολογεί την αναγκαιότητα και σκοπιμότητα της εθελοντικής εφαρμογής των μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής άλλων κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στη βάση της αμοιβαιότητας (βλ. Πλαίσιο VIII.1).

I ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΝΤΙΚΥΚΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ

Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας καλύπτεται από κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) και εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο των πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων που είναι εκτεθειμένα σε πιστωτικό κίνδυνο.² Αποβλέπει στην αντιμετώπιση της υπερχυκλικότητας (procyclicality) της πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, δηλαδή στη διαμόρφωση κατάλληλου επιπέδου πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, τόσο

στην ανοδική όσο και στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας κυμαίνεται μεταξύ 0% και 2,5%, βαθμονομημένο σε βήματα 0,25% ή πολλαπλάσια του 0,25%.³

Στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, ο καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0% οδηγεί στη δημιουργία ενός αποθέματος κεφαλαίων πέραν των ελάχιστων απαιτούμενων στο πλαίσιο της μικροπροληπτικής εποπτείας, επιτυγχάνοντας την πρόληψη και τον περιορισμό της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης. Αντίθετα, στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, η μείωση του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας αποδεδειγμένα μέρος του συσσωρευμένου αποθέματος ασφαλείας και κατά συνέπεια δύναται να ενθαρρύνει την παροχή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, αμβλύνοντας τις επιπτώσεις της ύφεσης.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 127), είναι αρμόδια για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα σε τριμηνιαία βάση, με πρώτη εφαρμογή από το α' τρίμηνο του 2016. Οι αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας λαμβάνονται κατόπιν σύμφωνης γνώμης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η Τράπεζα της Ελλάδος με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής (ΠΕΕ) 55/18.12.2015⁴ δια-

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 31.1.2018.
² Το συνολικό ποσό ανοιγμάτων σε κίνδυνο υπολογίζεται σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 92 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.
³ Για τους σκοπούς της παραγράφου 2 του άρθρου 130 του ν. 4261/2014, η εντεταλμένη αρχή μπορεί να καθορίζει το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 2,5% του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο, εφόσον αυτό δικαιολογείται κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 127 του ν. 4261/2014.
⁴ ΠΕΕ 55/18.12.2015 με θέμα “Εφαρμογή αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στην Ελλάδα – Καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για το πρώτο (1ο) τρίμηνο έτους 2016”.

μόρφωσε και δημοσιοποίησε τη μεθοδολογία της για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας. Η μεθοδολογία αυτή στηρίζεται στη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2014/1.

Το εκάστοτε ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίζεται κυρίως λαμβάνοντας υπόψη την τιμή του δείκτη “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, όπως αυτός ορίζεται στη Σύσταση ΕΣΣΚ/2014/1. Ο δείκτης αυτός εκφράζει την απόκλιση του λόγου των πιστώσεων προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) από τη μακροπρόθεσμη τάση του. Αναλυτικότερα, σε πρώτη φάση υπολογίζεται ο λόγος των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων και δανείων (δηλαδή των πιστώσεων), όπως προκύπτουν από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία παθητικού του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα, προς το άθροισμα των τεσσάρων τελευταίων τριμηνιαίων παρατηρήσεων του ΑΕΠ (υπολογιζόμενου σε ονομαστική αξία, χωρίς εποχική διόρθωση). Σε δεύτερη φάση υπολογίζεται η μακροπρόθεσμη τάση του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ με την εφαρμογή του φίλτρου εξομάλυνσης Hodrick-Prescott. Η “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” προκύπτει ως η διαφορά του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ από τη μακροπρόθεσμη τάση του. Υψηλή θετική τιμή της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” δηλώνει υπερβολική πιστωτική επέκταση σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ, η οποία δημιουργεί αυξημένους κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, συντείνοντας στον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0%.

Πέραν της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, η Τράπεζα της Ελλάδος εξετάζει επικουρικά έντεκα πρόσθετους δείκτες για την παρακολούθηση της δημιουργίας και συσσώρευσης του κυκλικού συστημικού κινδύνου.⁵ Οι δείκτες αυτοί ομαδοποιούνται σε έξι περιοχές:

α) Πιστωτικές εξελίξεις, όπου παρακολουθούνται η ποσοστιαία μεταβολή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και ο λόγος του υπολοίπου της χρηματοδότησης προς το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές.

β) Δανειακή επιβάρυνση του ιδιωτικού τομέα, όπου παρακολουθούνται ο λόγος του υπολοίπου της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς το ΑΕΠ και ο λόγος του υπολοίπου των δανείων προς τα νοικοκυριά προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημά τους.

γ) Ευρωσιτία των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως εκφράζεται από το δείκτη μόχλευσης.

δ) Τιμολόγηση του κινδύνου, όπου παρακολουθείται η εξέλιξη του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και του κλαδικού δείκτη των τραπεζών.

ε) Δυνητική υπερεκτίμηση των τιμών των ακινήτων, όπου παρακολουθείται η εξέλιξη των τιμών των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων (γραφείων και καταστημάτων).

στ) Εξωτερικές ανισορροπίες, όπως αντανακλώνται στην εξέλιξη του λόγου του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ.

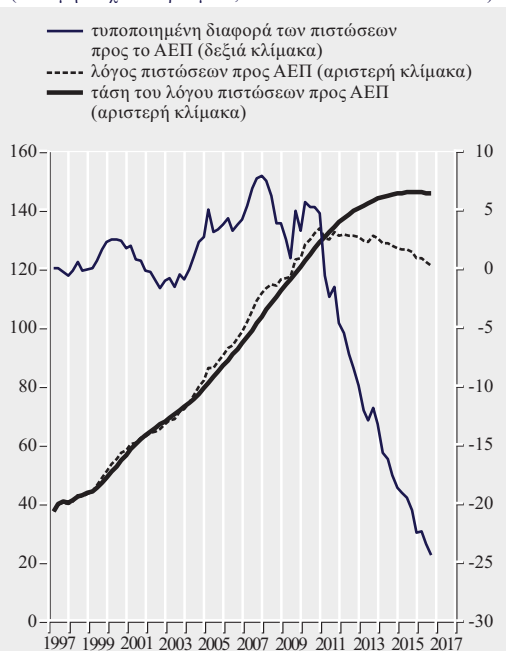
Στην περίπτωση της Ελλάδος, η “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” παραμένει σε αρνητικό έδαφος από το 2011 (βλ. Διάγραμμα VIII.1), διατηρώντας πτωτική τάση μέχρι και το β' τρίμηνο του 2017 (-24,5).

Επιπροσθέτως, η ανάλυση των πρόσθετων δεικτών που εξετάζει η Τράπεζα της Ελλάδος επιβεβαιώνει την εκτίμηση περί της απουσίας υπέρμετρης πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης. Οι περισσότεροι δείκτες δείχνουν τάσεις σταθεροποίησης που συνάδουν με τη σταδιακή βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος και των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

⁵ Βλ. για αναλυτικούς ορισμούς ΠΕΕ 55/18.12.2015.

Διάγραμμα VIII.1 Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ

(ΑΕΠ μη εποχικά διορθωμένο, Hodrick-Prescott one-sided filter)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Κατά συνέπεια, η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στο “μηδέν τοις εκατό” (0%) κατά τη διάρκεια του 2017, αλλά και το α’ τρίμηνο του 2018.⁶ Δεδομένου ότι το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίστηκε στο χαμηλότερο δυνατό επίπεδο, δεν επηρεάστηκαν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων.

2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΛΟΙΠΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (O-SII) ΚΑΙ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ O-SII

Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 124), είναι αρμόδια για τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (Other Systemically Important Institutions – O-SII)⁷

μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα. Ο προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων διενεργείται σε ετήσια βάση, προκειμένου να εξεταστεί αν είναι σκόπιμη η εφαρμογή σε αυτά αποθέματος ασφαλείας O-SII.⁸

Το απόθεμα ασφαλείας O-SII αποβλέπει στον περιορισμό των συστημικών επιπτώσεων λόγω εσφαλμένων κινήτρων, με σκοπό τη μείωση του ηθικού κινδύνου (moral hazard), δηλαδή στον περιορισμό της υπερβολικής ανάληψης κινδύνων από το πιστωτικό ίδρυμα όταν αυτό προσδοκά ότι, λόγω της συστημικής του σημασίας, αυτό δεν θα αφεθεί να καταρρεύσει. Το απόθεμα ασφαλείας O-SII συνίσταται σε κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) και το ποσοστό του καθορίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος σε ύψος έως 2% επί του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο.⁹ Το ύψος του αποθέματος ασφαλείας O-SII επανεξετάζεται τουλάχιστον ετησίως.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον προσδιορισμό των O-SII, εφαρμόζει τη μεθοδολογία που περιλαμβάνεται στις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EAT – EBA/GL/2014/10)¹⁰. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή, οι αρμόδιες αρχές υπολογίζουν σχετικές βαθμολογίες (scores) που υποδηλώνουν τη συστημική σημασία κάθε τράπεζας βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Τα κριτήρια αυτά αφορούν το μέγεθος, τη σημασία της λειτουργίας του πιστωτικού ιδρύματος για την οικονομία, την πολυπλοκότητα και το βαθμό διασύνδεσης του ιδρύματος με το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

⁶ Βλ. ΠΕΕ 107/19.12.2016, 115/15.3.2017, 119/15.6.2017, 122/12.9.2017 και 127/11.12.2018.

⁷ Τα λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα αντιδιαστέλλονται προς εκείνα τα οποία χαρακτηρίζονται ως παγκοσμίως συστημικά σημαντικά ιδρύματα (Globally Systemically Important Institutions – G-SII).

⁸ Ο προσδιορισμός των O-SII διενεργείται σε ατομική, υποενοποιημένη ή ενοποιημένη βάση, ανάλογα με την περίπτωση, και το απόθεμα ασφαλείας O-SII καθορίζεται αναλόγως.

⁹ Βλ. υποσημείωση 2 παραπάνω.

¹⁰ Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131 παράγραφος 3 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD) σχετικά με τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (O-SII), EAT, 16 Δεκεμβρίου 2014.

Στα τέσσερα αυτά κριτήρια αντιστοιχούν υποχρεωτικοί δείκτες, οι οποίοι θα πρέπει να χρησιμοποιούνται κατ' ελάχιστον από τις αρμόδιες αρχές κατά τον υπολογισμό της βαθμολογίας κάθε πιστωτικού ιδρύματος. Η βαθμολογία κάθε πιστωτικού ιδρύματος εκφράζεται σε μονάδες βάσης (μ.β.). Τα πιστωτικά ιδρύματα με βαθμολογία ίση ή υψηλότερη των 350 μ.β. χαρακτηρίζονται ως O-SII. Το κατώφλι αυτό δύναται να αυξηθεί έως τις 425 μ.β. ή να μειωθεί έως τις 275 μ.β., προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι ιδιαιτερότητες του τραπεζικού τομέα κάθε κράτους-μέλους και να διασφαλιστεί ομοιογένεια στα O-SII που προσδιορίζονται με τον τρόπο αυτό βάσει της συστημικής τους σημασίας. Επίσης, παρέχεται στις αρμόδιες αρχές η δυνατότητα να προσδιορίζουν ως O-SII και επιπλέον οντότητες βάσει πρόσθετων ποιοτικών ή/και ποσοτικών δεικτών συστημικού κινδύνου.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον υπολογισμό της βαθμολογίας των ελληνικών τραπεζών,¹¹ χρησιμοποίησε αποκλειστικά τους υποχρεωτικούς δείκτες βαθμολόγησης (βλ. Πίνακα VIII.1) και επέλεξε ως κατώφλι τις 350 μονάδες βάσης. Για το έτος 2017 προσδιορίστηκαν ως O-SII τα ακόλουθα πιστωτικά ιδρύματα:

- Άλφα Τράπεζα Α.Ε.
- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- Τράπεζα Eurobank Ergasias Α.Ε.
- Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.

Με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 126/15.11.2017, η Τράπεζα της Ελλάδος απο-

Πίνακας VIII.1 Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση

Κριτήριο	Δείκτες	Συντελεστής στάθμησης
Μέγεθος	Σύνολο στοιχείων ενεργητικού	25%
Σημασία	Αξία εγγυητών πράξεων πληρωμής	8,33%
	Καταθέσεις ιδιωτικού τομέα από καταθέτες εντός ΕΕ	8,33%
	Δάνεια ιδιωτικού τομέα σε δανειολήπτες εντός ΕΕ	8,33%
Πολυπλοκότητα/ Διασπορά δραστηριότητα	Αξία εξωχρηματοπιστωτικών παραγώγων (ονομαστική)	8,33%
	Διακρατικές υποχρεώσεις	8,33%
	Διακρατικές απαιτήσεις	8,33%
Διασύνδεση	Υποχρεώσεις εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33%
	Στοιχεία ενεργητικού εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33%
	Χρεωστικοί τίτλοι	8,33%

Πηγή: Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131 παράγραφος 3 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD) σχετικά με τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (O-SII), EAT, 16 Δεκεμβρίου 2014.

φάσισε να καθορίσει για όλα τα προαναφερόμενα O-SII το απόθεμα ασφαλείας O-SII για το έτος 2018 σε 0%. Για την απόφαση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος έλαβε υπόψη της, μεταξύ άλλων, την ανάγκη επανεκκίνησης της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας από τις τράπεζες.

¹¹ Από την εν λόγω αξιολόγηση εξαιρέθηκαν, αφού λήφθηκαν υπόψη ο βαθμός σημαντικότητας και το μέγεθός τους, τρεις μικρές εμπορικές τράπεζες (Aegean Baltic Bank A.T.E., Credicom Consumer Finance Τράπεζα Α.Ε., Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος Α.Ε.), καθώς και οι συνεταιριστικές τράπεζες.

Πλαίσιο VIII.1

ΕΘΕΛΟΝΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΤΡΩΝ ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΒΑΣΗ ΤΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), η μακροπροληπτική πολιτική ασκείται σε εθνικό επίπεδο με πρωτοβουλία της εκάστοτε εθνικής μακροπροληπτικής αρχής. Τα μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής που υιοθετεί η μακροπροληπτική αρχή ενός κράτους-μέλους εφαρμόζονται επί των εθνικών

φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (ΦΠΧ),¹ δηλαδή επί των εγχώριων ΦΠΧ και των θυγατρικών αλλοδαπών ΦΠΧ. Κατά συνέπεια, οι αλλοδαποί ΦΠΧ που παρέχουν διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε κράτος-μέλος είτε απευθείας είτε μέσω των υποκαταστημάτων τους δεν δεσμεύονται από τα μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής του εν λόγω κράτους-μέλους. Το γεγονός αυτό δύναται, υπό προϋποθέσεις, να περιορίσει την αποτελεσματικότητα της εφαρμογής της μακροπροληπτικής πολιτικής, να νοθεύσει τους όρους ανταγωνισμού και να προκαλέσει αρνητικές εξωτερικότητες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε άλλα κράτη-μέλη.

Αναλυτικότερα, αν το μερίδιο των αλλοδαπών ΦΠΧ που παρέχουν διασυνοριακά ή μέσω υποκαταστημάτων χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες είναι μεγάλο, τότε το πεδίο εφαρμογής ενός συγκεκριμένου μέτρου μακροπροληπτικής πολιτικής εντός του κράτους-μέλους περιορίζεται, με αποτέλεσμα να μην αποτρέπεται αποτελεσματικά η συσσώρευση συστημικού κινδύνου. Επιπροσθέτως, οι παραπάνω αλλοδαποί ΦΠΧ αποκτούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των εγχώριων ΦΠΧ και των ΦΠΧ που δραστηριοποιούνται μέσω θυγατρικών, καθώς για παράδειγμα οφείλουν να τηρούν χαμηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις που απορρέουν από μακροπροληπτικά μέτρα. Το πλεονέκτημα αυτό προκαλεί στρέβλωση του ανταγωνισμού και επιπλέον δημιουργεί κίνητρα για καταχρηστική επιλογή ευνοϊκότερου πλαισίου προληπτικής εποπτείας (“κανονιστικό αρμπιτράζ”), για παράδειγμα μέσω της μετατροπής μίας θυγατρικής σε υποκατάστημα. Συνδυναστικά αυτό μπορεί να οδηγήσει σε διεύρυνση του μεριδίου αγοράς των εν λόγω αλλοδαπών ΦΠΧ στο κράτος-μέλος, μειώνοντας περαιτέρω την αποτελεσματικότητα της ασκούμενης μακροπροληπτικής πολιτικής. Τέλος, μέσω της ανάληψης αυξημένων κινδύνων από αλλοδαπούς ΦΠΧ, δύναται να επηρεαστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και στις χώρες καταγωγής τους, αν οι δραστηριότητες που επηρεάζονται είναι συστημικά σημαντικές για τις χώρες καταγωγής.

Το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο της ΕΕ βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην εθελοντική αμοιβαιότητα των μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής. Υποχρεωτική αναγνώριση προβλέπεται από τον ν. 4261/2014 και τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 575/2013² μόνο για τα παρακάτω μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής: (α) αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας (CCyB) μέχρι του 2,5%, (β) ορισμός υψηλότερου συντελεστή στάθμισης κινδύνου (risk weight) για τα χρηματοδοτικά ανοίγματα με εξασφάλιση επί οικιστικού ή εμπορικού ακινήτου και (γ) ορισμός υψηλότερης ελάχιστης τιμής “ζημίας σε περίπτωση αθέτησης” (LGD) για τα χρηματοδοτικά ανοίγματα με εξασφάλιση επί ακινήτων. Για τα υπόλοιπα μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής προβλέπεται εθελοντική αμοιβαιότητα.

Στο πλαίσιο αυτό, για να εξασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα και η ομοιομορφία της μακροπροληπτικής πολιτικής, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) εξέδωσε τη Σύσταση 2015/2, με την οποία θέσπισε διαδικασίες για τη συστηματική αξιολόγηση των διασυνοριακών επιδράσεων των μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής και για την εθελοντική εφαρμογή των εν λόγω μέτρων στη βάση της αμοιβαιότητας. Απώτερος στόχος είναι το ίδιο σύνολο μακροπροληπτικών απαιτήσεων να εφαρμόζεται στην ίδια κατηγορία χρηματοδοτικών ανοιγμάτων σε ένα κράτος-μέλος, ανεξάρτητα από τη νομική μορφή και τον τόπο εγκατάστασης του ΦΠΧ. Η εθελοντική αμοιβαιότητα έχει μεγαλύτερη σημασία για εκείνα τα μέτρα μακροπρολη-

1 Ως εθνικοί φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών θεωρούνται οι φορείς στους οποίους έχει δοθεί άδεια ίδρυσης και λειτουργίας από την αρμόδια εποπτική αρχή κάθε κράτους-μέλους (π.χ. Τράπεζα της Ελλάδος, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την Ελλάδα). Οι υπηρεσίες είναι τραπεζικής, πιστωτικής, ασφαλιστικής, επενδυτικής φύσεως ή σχετικές με ατομικές συντάξεις ή με πληρωμές.

2 Με τον ν. 4261/2014 ενσωματώθηκε στην εθνική νομοθεσία η Οδηγία 2013/36/ΕΕ σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων (Capital Requirements Directive – CRD IV). Ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων (Capital Requirements Regulation) περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, διατάξεις σχετικά με μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής και το πεδίο εφαρμογής τους.

πικτής πολιτικής που εφαρμόζονται με βάση τον τύπο του ανοίγματος (σε αντιδιαστολή με τα μέτρα που εφαρμόζονται επί συγκεκριμένων οντοτήτων). Οι μακροπροληπτικές αρχές, όποτε το κρίνουν σκόπιμο, αιτούνται μέσω του ΕΣΣΚ την εθελοντική εφαρμογή μακροπροληπτικών μέτρων στο πλαίσιο της αμοιβαιότητας από άλλα κράτη-μέλη. Το σχετικό αίτημα περιλαμβάνει “όριο σημαντικότητας” (materiality threshold), δηλαδή ποσοτικό όριο κάτω από το οποίο το άνοιγμα μεμονωμένου ΦΠΧ στον εν λόγω μακροπροληπτικό κίνδυνο που εντοπίζεται στη χώρα εφαρμογής του μέτρου μακροπροληπτικής πολιτικής θεωρείται από την αρχή εφαρμογής ήσσονος σημασίας (Σύσταση ΕΣΣΚ/2017/4).

Κατά τη διάρκεια του 2016 το ΕΣΣΚ συνέστησε, κατόπιν αιτήματος των αρμόδιων μακροπροληπτικών αρχών, την εφαρμογή των ακόλουθων μέτρων από τα κράτη-μέλη στη βάση της αμοιβαιότητας:

- Βέλγιο (ΕΣΣΚ/2016/3): προσαύξηση στάθμισης κινδύνου πέντε ποσοστιαίων μονάδων στα ανοίγματα σε ενυπόθηκα δάνεια στο Βέλγιο για εκείνα τα πιστωτικά ιδρύματα που χρησιμοποιούν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων (Internal Ratings-Based (IRB) approach).
- Εσθονία (ΕΣΣΚ/2016/4): επιβολή ποσοστού αποθέματος ασφαλείας συστημικού κινδύνου (Systemic Risk Buffer – SRB) μίας ποσοστιαίας μονάδας στα εγχώρια ανοίγματα όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν άδεια λειτουργίας στην Εσθονία.

Στις παραπάνω περιπτώσεις η Τράπεζα της Ελλάδος δεν προχώρησε σε αμοιβαιότητα των εν λόγω μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής, εξαιτίας των αμελητέων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων στα συγκεκριμένα κράτη-μέλη.

Το 2017 δεν υπήρξε κάποιο αίτημα από κράτος-μέλος της ΕΕ για εφαρμογή μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής στη βάση της αμοιβαιότητας. Τον Ιανουάριο του 2018 το ΕΣΣΚ, κατόπιν αιτήματος της Φινλανδίας, συνέστησε (ΕΣΣΚ/2018/1) την επιβολή ελάχιστου μέσου συντελεστή στάθμισης 15% για τα δάνεια με εξασφάλιση επί οικιστικού ακινήτου των πιστωτικών ιδρυμάτων που εφαρμόζουν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB approach) για τον υπολογισμό κεφαλαιακών απαιτήσεων αναφορικά με τα εν λόγω χρηματοδοτικά ανοίγματα στη Φινλανδία. Το σχετικό όριο σημαντικότητας (materiality threshold) που πρότεινε η μακροπροληπτική αρχή της Φινλανδίας είναι 1 δισεκ. ευρώ. Δεδομένου ότι τα χρηματοδοτικά ανοίγματα της Τράπεζας Eurobank Ergasias A.E. και της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος A.E., δηλαδή των δύο ελληνικών τραπεζών που χρησιμοποιούν την εν λόγω προσέγγιση, στη Φινλανδία είναι αμελητέα και σε κάθε περίπτωση κάτω από το όριο σημαντικότητας που έχει τεθεί, η Τράπεζα της Ελλάδος δεν προτίθεται να λάβει κάποιο μέτρο στη βάση της αμοιβαιότητας.

ΙΧ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Συνολικά το 2017 τόσο οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων, κρατικών και εταιρικών, όσο και οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών εμφάνισαν βελτίωση. Σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της εξέλιξης αυτής ήταν η υποχώρηση της αβεβαιότητας λόγω της προόδου που σημειώθηκε στις αξιολογήσεις του ελληνικού προγράμματος. Θετικά συνέβαλαν και οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες που παρατηρήθηκαν διεθνώς. Θα πρέπει ωστόσο να ληφθεί υπόψη ότι ορισμένοι από τους παράγοντες που έχουν διαμορφώσει τις προαναφερθείσες ιδιαίτερα ευνοϊκές συνθήκες αναμένεται σταδιακά να αντιστραφούν.

Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2017 επικράτησαν διεθνώς ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες, συνολικά, λόγω των διευκολυντικών νομισματικών πολιτικών, σε συνδυασμό με τη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα. Έτσι, ενισχύθηκε η ροπή των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων και αυξήθηκαν οι τιμές των μετοχών, ενώ οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Επίσης, οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων τίτλων των κρατών με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση κινήθηκαν ανοδικά, επηρεαζόμενες περισσότερο θετικά από τις αυξήσεις επιτοκίων διαφόρων κεντρικών τραπεζών.² Θα πρέπει ωστόσο να ληφθεί υπόψη ότι ορισμένοι από τους παράγοντες που έχουν διαμορφώσει τις προαναφερθείσες ιδιαίτερα ευνοϊκές συνθήκες αναμένεται σταδιακά να αντιστραφούν.

Αναφορικά με τις εγχώριες εξελίξεις, το 2017 οι αποδόσεις των ελληνικών, κρατικών και εταιρικών, ομολόγων μειώθηκαν σημαντικά, ενώ οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών αυξήθηκαν, εξελίξεις στις οποίες συνέβαλαν, εκτός από τις ευνοϊκές διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, η βελτίωση των προοπτικών της χώρας και η αποτίμηση των ιδιοσυγκρατικών κινδύνων σε χαμηλότερα επίπεδα. Η συναλλακτική δραστηριότητα παραμένει ωστόσο υποτονική. Ενδεχόμενη συνέχιση της βελτίωσης των αποτιμήσεων των

εισηγμένων εταιριών και της μείωσης των αποδόσεων των ομολόγων αναμένεται να συμβάλει θετικά στη χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας.

2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

2.1 ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Το 2017, η περαιτέρω βελτίωση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι οποίες είχαν διαμορφωθεί σε επεκτατικά επίπεδα τα προηγούμενα έτη λόγω των διευκολυντικών νομισματικών πολιτικών, σε συνδυασμό με τη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, ενίσχυσε τη ροπή των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων. Σε συνάφεια με τις μακροοικονομικές συνθήκες διεθνώς, η σταδιακή μεταβολή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής διαφόρων κεντρικών τραπεζών, με περιορισμό ή και παύση των προγραμματών αγοράς τίτλων και αύξηση των επιτοκίων, αποτέλεσε βασικό παράγοντα διαμόρφωσης των αποδόσεων στις αγορές ομολόγων.

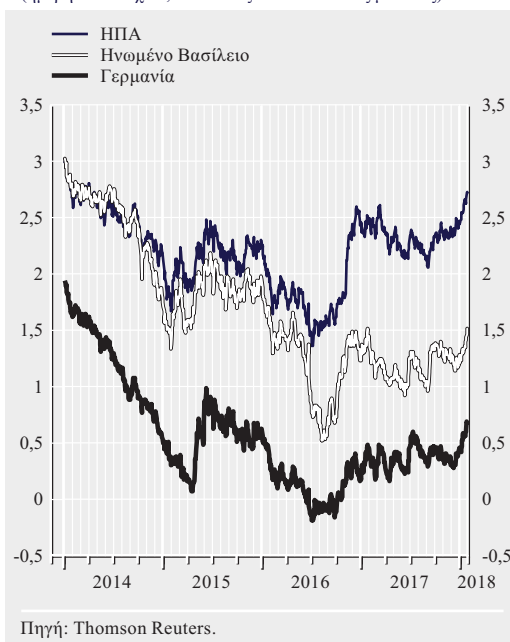
Στις ΗΠΑ, η περαιτέρω βελτίωση των οικονομικών συνθηκών, που οδήγησε στη σταθεροποίηση της αγοράς εργασίας σε επίπεδα πλήρους απασχόλησης συνέβαλε, ώστε η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC), στις συνεδριάσεις της το Μάρτιο, τον Ιούνιο και το Δεκέμβριο του 2017, να αποφασίσει την αύξηση του εύρους-στόχου των επιτοκίων για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια κατά 75 μονάδες βάσης συνολικά το 2017, διαμορφώνοντας το εύρος του επιτοκίου σε 1,25%-1,5%. Οι αυξήσεις του επιτοκίου για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια σε σύγκριση με τις αποδόσεις των πιο μακροπρόθεσμων τίτλων είχαν σε μεγάλο βαθμό προεξοφληθεί από τους επενδυτές, όπως φαίνεται και από την πορεία των αποδόσεων, ιδίως των τίτλων 2ετούς διάρκειας,

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 9.2.2018.

² Εκτός από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, και άλλες κεντρικές τράπεζες ανεπτυγμένων οικονομιών, όπως η Τράπεζα της Αγγλίας και η Τράπεζα του Καναδά, αύξησαν τα βασικά επιτόκια τους μέσα στο 2017.

Διάγραμμα ΙΧ.1 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Γερμανίας (Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



με αποτέλεσμα την αύξηση της απόδοσης των εν λόγω τίτλων κατά 70 μ.β. κατά τη διάρκεια του 2017 (σε 1,88% στο τέλος του έτους). Από την άλλη πλευρά, η απόδοση του ομοσπονδιακού ομολόγου αναφοράς 10ετούς διάρκειας των ΗΠΑ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη στο τέλος του 2017 (2,41%) σε σύγκριση με το τέλος του 2016, έχοντας αντιστρέψει το τελευταίο τετράμηνο του έτους την υποχώρηση των αποδόσεων που είχε παρατηρηθεί μέχρι τις αρχές Σεπτεμβρίου (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.1).

Έτσι, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων (10ετών) και βραχυπρόθεσμων (2ετών) ομολογιακών τίτλων για τις ΗΠΑ μειώθηκε στο τέλος του 2017 κατά 75 μονάδες βάσης, στις 53 μ.β., σε σύγκριση με τις αρχές του 2017. Ταυτόχρονα, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων με διαβάθμιση BBB και εταιρικών τίτλων με αντίστοιχη διάρκεια αλλά διαβάθμιση AAA διαμορφώθηκε σε 70 μ.β. στο τέλος του 2017, επίπεδο που είναι το χαμηλότερο μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και κατατάσσεται

στο χαμηλότερο τεταρτημόριο της κατανομής της εν λόγω διαφοράς αποδόσεων.

Στη ζώνη του ευρώ, η διαμόρφωση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών και η ισχυρότερη του αναμενομένου οικονομική δραστηριότητα, λόγω μεταξύ άλλων της πολιτικής αγοράς τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, συνεχίζουν να συμβάλλουν θετικά στη σύγκλιση των αποδόσεων των ομολόγων. Έτσι, οι αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν κατά περίπου 22 μ.β. από την αρχή του έτους (0,42% στο τέλος του 2017), εξέλιξη στην οποία συνέβαλε και η μετάδοση των ανοδικών τάσεων που επικράτησαν στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ από το Σεπτέμβριο και μετά. Τα ομόλογα των λεγόμενων κρατών της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ εξακολούθησαν να ευνοούνται από το πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ, καθώς οι αποδόσεις τους συνέχισαν την πτωτική τους τάση, ενώ η επίδραση από τις κατά περιόδους διαταράξεις, κυρίως λόγω πολιτικών εξελίξεων,³ ήταν σχετικά μικρή. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι ιδιοσυγκρατικοί παράγοντες οδήγησαν σε υποχώρηση των αποδόσεων. Σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα διατηρήθηκαν οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου στη ζώνη του ευρώ καθ' όλη τη διάρκεια του 2017, εξέλιξη στην οποία έχουν επίσης συμβάλει μεταξύ άλλων οι αγορές τέτοιων τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Το 2018 αναμένονται νέες αυξήσεις επιτοκίων τόσο από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ όσο και από άλλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς και περαιτέρω μείωση του ύψους των αγορών τίτλων από τις κεντρικές τράπεζες που συνεχίζουν την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης. Επί του παρόντος, οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης υποδηλώνουν την εκτίμηση των επενδυτών για τουλάχιστον δύο νέες αυξήσεις του στόχου για το εύρος του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων στις ΗΠΑ κατά το 2018. Στις αρχές του 2018 παρατηρήθηκε άνοδος των αποδόσεων σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων. Επισημαίνεται βέβαια ότι η μει-

³ Όπως π.χ. οι εξελίξεις στην Καταλονία και η προκήρυξη εκλογών στην Ιταλία.

ωση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ αντανάκλα τις εκτιμήσεις των επενδυτών ότι ο οικονομικός κύκλος στις ΗΠΑ βρίσκεται σε προχωρημένο στάδιο ανάκαμψης, καθώς η ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου στις ΗΠΑ διανύει ήδη το 9ο έτος μετά την έναρξη της ανάκαμψης.⁴

2.2 ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Στις αγορές μετοχών, κύρια χαρακτηριστικά αποτέλεσαν τα χαμηλά επίπεδα μεταβλητότητας και η καταγραφή ισχυρά θετικών αποδόσεων. Ενδεικτικά, όσον αφορά τη μεταβλητότητα, οι δείκτες VIX (που διαμορφώνονται από τις τιμές των συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης επί της μεταβλητότητας του δείκτη τιμών μετοχών S&P 500) και VSTOXX (για το δείκτη τιμών ευρωπαϊκών μετοχών EURO STOXX 50) μειώθηκαν, κατά μέσο όρο, το 2017 κατά 30% και 37% αντίστοιχα σε σχέση με τα μέσα επίπεδα του 2016. Επισημαίνεται ότι οι συνθήκες χαμηλής μεταβλητότητας, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, ευνοούν τη διαμόρφωση αποκλίσεων των αποτιμήσεων των μετοχών από τη δίκαιη αποτίμησή τους.

Ως προς τις αποδόσεις, καλύτερες επιδόσεις εμφάνισαν οι αγορές των αναδυόμενων οικονομιών (ενδεικτικά, ο δείκτης MSCI Emerging Markets παρουσίασε κατά το έτος 2017 απόδοση 34,3%), οι οποίες επωφελήθηκαν από την εξασθένιση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου και την άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.⁵ Ισχυρά θετικές επιδόσεις κατά το έτος 2017 κατέγραψαν οι τιμές των μετοχών και στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη (S&P 500: 19,4%, Stoxx Europe 600: 7,7%), εξέλιξη που συνεχίστηκε και τον Ιανουάριο του 2018, ενώ στις αρχές Φεβρουαρίου του 2018 παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση της μεταβλητότητας και πτώση στις τιμές των μετοχών διεθνώς.

3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) μειώθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του 2017, αρχικά ως αποτέλεσμα

της προόδου των αξιολογήσεων του ελληνικού προγράμματος και εν συνεχεία μετά την επιτυχή ανταλλαγή των ομολόγων που είχαν εκδοθεί στο πλαίσιο της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement – PSI) στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους το 2012 με 5 νέους τίτλους, λήξης από το 2023 έως το 2042, καθώς εκτιμάται ότι η ανταλλαγή συνέβαλε στη βελτίωση της εμπορευσιμότητας, δηλ. στη βάρυνση της αγοράς, των ΟΕΔ.

Συγκεκριμένα, το α' τρίμηνο του 2017 οι αποδόσεις του 10ετούς ομολόγου παρέμειναν γύρω στο 7%, ενώ σταδιακά από τα μέσα Μαΐου του 2017, οπότε και σημειώθηκε πρόοδος στις συνομιλίες με τα τεχνικά κλιμάκια που εκπροσωπούν τους διεθνείς πιστωτές ώστε να διαφαίνεται πλέον ως βέβαιη η θετική ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, παρατηρήθηκε σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων. Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του τρέχοντος προγράμματος συνοδεύθηκε και από αναθεωρήσεις επί τα βελτίω της πιστοληπτικής διαβάθμισης του ελληνικού δημόσιου χρέους.⁶

Μετά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης στα μέσα Ιουνίου του 2017, οι αποδόσεις υποχώρησαν περαιτέρω μέχρι τα μέσα Ιουλίου, με συνέπεια να ευνοήσουν την έκδοση νέου τίτλου 5ετούς διάρκειας. Συγκεκριμένα, στις 25 Ιουλίου 2017 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε ένα νέο 5ετές ομόλογο, συνολικής αξίας 3 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 1.426 εκατ. ευρώ αφορούσαν άντληση χρηματοδότησης με διάθεση νέων κεφαλαίων, ενώ τα εναπομένοντα 1.574 εκατ. ευρώ αφορούσαν παράταση στην καταβολή υποχρεώσεων, καθώς πραγματοποιήθηκε ανταλλαγή τίτλων με το παλαιότερο 5ετές ομόλογο λήξης 2019. Εκ νέου υποχώρηση των αποδόσεων των ΟΕΔ, όλων των διαρκειών, παρα-

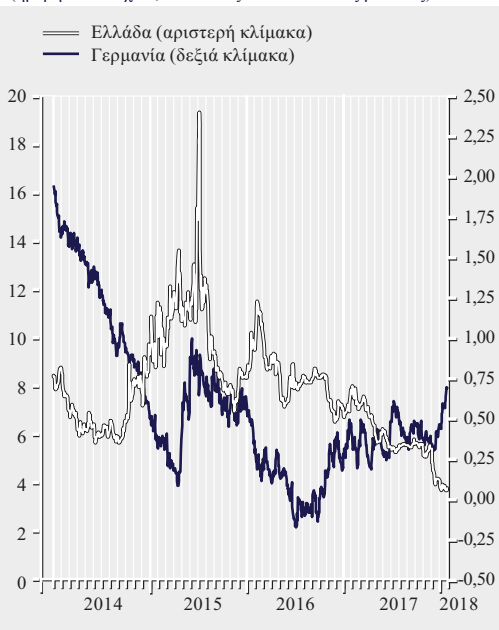
4 Βλ. National Bureau of Economic Research, <http://nber.org/cycles/>.

5 Για παράδειγμα, η τιμή του βαρελίου του αργού πετρελαίου τύπου Brent παρουσίασε αύξηση 17,7% κατά τη διάρκεια του 2017.

6 Στις 23.6.2017 η Moody's αναβάθμισε την αξιολόγηση της Ελλάδος σε Caa2 από Caa3, με θετικές προοπτικές, ενώ στις 18.8.2017 η Fitch αναβάθμισε την αξιολόγηση του ελληνικού δημόσιου χρέους σε B-, με θετικές προοπτικές, από CCC. Τέλος, στις 21.7.2017 η Standard and Poor's μετέβαλε τις προοπτικές της τρέχουσας αξιολόγησης (B-) του ελληνικού χρέους από σταθερές σε θετικές, ενώ πιο πρόσφατα, στις 20.1.2018, προχώρησε σε νέα αναβάθμιση (B).

Διάγραμμα ΙΧ.2 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου (Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



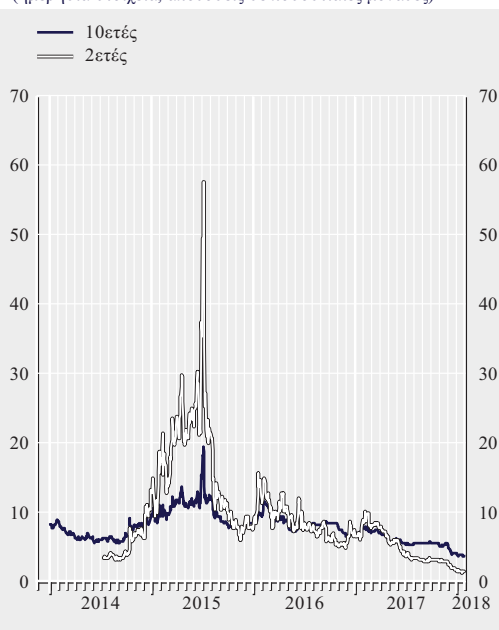
Πηγή: Thomson Reuters.

τηρήθηκε στις αρχές Νοεμβρίου, συνδεδεμένη με την εν αναμονή ανακοίνωση της πρόκλησης για την ανταλλαγή τίτλων από τον ΟΔΔΗΧ στις 15 Νοεμβρίου 2017. Στην ανταλλαγή συμμετείχαν τελικώς επενδυτές που διακρατούσαν ποσοστό 86% των υφιστάμενων τίτλων, αξίας 25,8 δισεκ. ευρώ. Οι νέοι τίτλοι εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στην εγχώρια δευτερογενή αγορά και στις συνδεδεμένες με αυτή πλατφόρμες του εξωτερικού στις 5 Δεκεμβρίου 2017.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων, στο τέλος του 2017 οι αποδόσεις των τίτλων 10ετούς διάρκειας είχαν διαμορφωθεί σε 4,12%, δηλ. 291 μ.β. χαμηλότερα από το επίπεδο στις αρχές του 2017, ενώ η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας υποχώρησε κατά 313 μ.β. και διαμορφώθηκε σε 370 μ.β. (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.2). Υποχώρηση των αποδόσεων καταγράφηκε στους τίτλους όλων των διαρκειών, ενώ ταυτόχρονα η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχει σταθεροποιηθεί σε θετικά επί-

Διάγραμμα ΙΧ.3 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Thomson Reuters.

πεδα, υποδηλώνοντας τη βελτίωση των οικονομικών προσδοκιών. Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ 10ετούς και 2ετούς ομολόγου διαμορφώθηκε στο τέλος του 2017 σε περίπου 240 μ.β. από -73 μ.β. στο τέλος του 2016 (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.3).

Τον Ιανουάριο του 2018 η απόδοση του 10ετούς ομολόγου υποχώρησε περαιτέρω. Ωστόσο, στις αρχές Φεβρουαρίου κινήθηκε ανοδικά εν μέσω των αναταράξεων στις διεθνείς αγορές, καθώς τα ελληνικά ομόλογα παραμένουν ιδιαίτερα ευαίσθητα σε συστημικούς και ιδιοσυγκρατικούς κινδύνους (απόδοση στις 9.2.2018: 4,11%).

Η συναλλακτική δραστηριότητα παρέμεινε υποτονική στην εγχώρια αγορά, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να διατηρείται περίπου στα επίπεδα του 2016 (2 εκατ. ευρώ), ωστόσο παρατηρήθηκε αύξηση των συναλλαγών σε ελληνικά κρατικά ομόλογα στο εξωτερικό, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2017 η μέση ημερήσια αξία

αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (329 εκατ. ευρώ) υπερδιπλασιάστηκε σε σύγκριση με το 2016 (109 εκατ. ευρώ).

Το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση, σε τακτά χρονικά διαστήματα, εντόκων γραμματίων, με σκοπό την αναχρηματοδότηση προηγούμενων εκδόσεων που έληγαν (αξία εκδόσεων, 2017: 39,4 δισεκ. ευρώ, 2016: 41 δισεκ. ευρώ), ενώ παρατηρήθηκε μείωση του μέσου κόστους δανεισμού (2,6%) σε σύγκριση με τις αντίστοιχες εκδόσεις του 2016 (2,8%). Σημειώνεται ωστόσο ότι η μείωση άρχισε να γίνεται πιο εμφανής το β' εξάμηνο του έτους και συνεχίστηκε και στις αρχές του 2018, με το επιτόκιο των πιο πρόσφατων εκδόσεων εντόκων γραμματίων 3μηνης και 6μηνης διάρκειας να διαμορφώνεται σε 0,99% και 1,13% αντίστοιχα. Τέλος, στις 8.2.2018 ολοκληρώθηκε η διαδικασία του βιβλίου προσφορών για την έκδοση 7ετούς ομολόγου, μέσω της οποίας αντλήθηκαν 3 δισεκ. ευρώ με τοκομερίδιο 3,375% και με απόδοση στην έκδοση 3,5%.

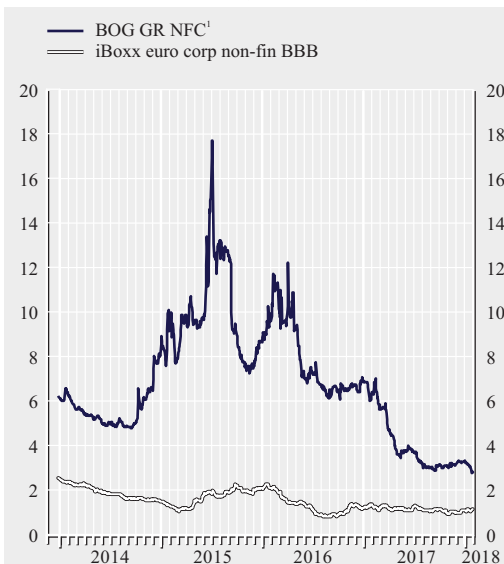
4 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι αποτιμήσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε διεθνείς κεφαλαιαγορές συνέχισαν να βελτιώνονται και κατά το 2017. Οι αποδόσεις ακολούθησαν σταθερά καθοδική τάση από την αρχή του έτους, ανεξάρτητα από γεγονότα που κατά περιόδους επηρέασαν τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Η απόδοση του δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος BOG GR NFC μειώθηκε κατά περίπου 353 μ.β. την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2017 (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.4). Έτσι, το κόστος δανεισμού υποχώρησε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, 3% ή και λιγότερο, από τις αρχές Αυγούστου, τόσο λόγω της βελτίωσης στις αποτιμήσεις των υφιστάμενων εκδόσεων όσο και ως συνέπεια του συγκριτικώς χαμηλού επιτοκίου των νέων εκδόσεων. Την ίδια περίοδο, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από άλλα κράτη-

Διάγραμμα ΙΧ.4 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (BOG GR NFC) και Thomson Reuters Datastream (iBoxx euro corp non-fin BBB).

1 Ο δείκτης απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων από το Δεκέμβριο του 2012 και ύστερα. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο *Οικονομικό Δελτίο*, 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014, σελ. 69-90. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC).

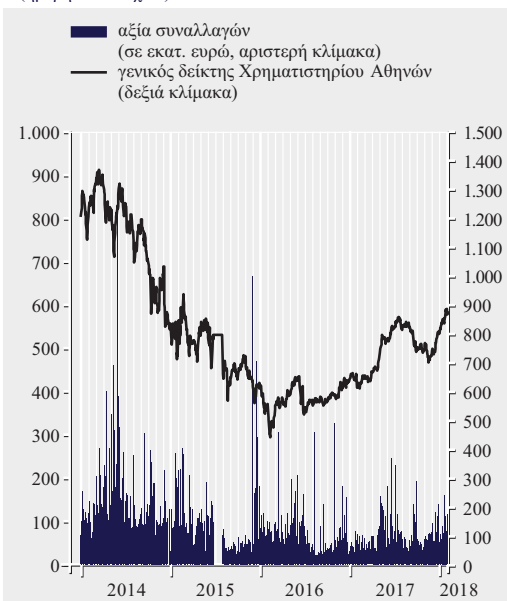
μέλη της ζώνης του ευρώ δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά, παραμένοντας και αυτές σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, με την απόδοση του δείκτη iBoxx για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με διαβάθμιση BBB να διαμορφώνεται στο τέλος Δεκεμβρίου του 2017 σε 1,1%.

Ελαφρώς ανοδικά κινήθηκαν οι αποδόσεις στις αρχές του 2018 (απόδοση BOG GR NFC στις 9.2.2018: 3,02%). Η εξέλιξη αυτή επήλθε σε συνάφεια με τη μικρή αύξηση που παρατηρήθηκε στις αποδόσεις των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων άλλων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ (απόδοση iBoxx euro corp non-fin BBB στις 9.2.2018: 1,29%).

Κατά συνέπεια, τόσο το 2017 όσο και στις αρχές του 2018 επήλθε βελτίωση των συνθη-

Διάγραμμα ΙΧ.5 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2018)

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές, με βάση την Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας, ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

κών χρηματοδότησης των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων με έκδοση ομολόγων, ως αποτέλεσμα κυρίως της υποχώρησης των εκλαμβανόμενων από τους επενδυτές κινδύνων που σχετίζονται με τη χώρα προέλευσης. Στο κλίμα αυτό διευκολύνονται η χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων και η αναχρηματοδότηση του τραπεζικού δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων με θετικές προοπτικές ανάπτυξης.

Ειδικότερα όσον αφορά τις εκδόσεις, το 2017 πραγματοποιήθηκαν τρεις εκδόσεις διεθνών ομολόγων συνολικής αξίας 1,1 δισεκ. ευρώ, με σκοπό κυρίως την αναχρηματοδότηση προγενέστερου δανεισμού.⁷ Καταγράφηκε επίσης σημαντική αύξηση της εκδοτικής δραστηριότητας στην εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων που λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών, καθώς εκδόθηκαν πέντε νέοι εταιρικοί τίτλοι το 2017,⁸ συνολικής αξίας 616 εκατ. ευρώ, με μέσο σταθμικό κουπόνι 3,4%.

Η σταδιακή ενεργοποίηση της εγχώριας αγοράς εταιρικών ομολόγων θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική για τις προοπτικές χρηματοδότησης υγιών ελληνικών επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, ιδίως δε αν ληφθεί υπόψη και το γεγονός ότι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές, όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), σκοπεύουν να επενδύσουν σημαντικά ποσά σε περιφερειακές εκδόσεις ομολόγων στην Ευρώπη.

Εφόσον ακολουθηθούν βέλτιστες διεθνείς πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, λογοδοσίας και εφαρμογής του θεσμικού πλαισίου, ώστε να επενδύσουν κεφάλαια στην ελληνική αγορά διεθνείς θεσμικοί επενδυτές, η ρευστότητα των τίτλων θα βελτιωθεί και έτσι θα ενισχυθούν οι δυνατότητες των εγχώριων επιχειρήσεων να αντλήσουν χρηματοδότηση.

5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Θετικές ήταν οι εξελίξεις και στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) κατά το 2017, με τις τιμές των μετοχών να ακολουθούν ανοδική τάση από το Μάρτιο του 2016 και μετά (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.5). Ειδικότερα, οι τιμές των μετοχών στο ΧΑ κινήθηκαν έντονα ανοδικά κατά το α' εξάμηνο του 2017, καταγράφοντας επιδόσεις καλύτερες από εκείνες του δείκτη Stoxx Europe 600. Η τάση αυτή ανακόπηκε πρόσκαιρα κατά το γ' τρίμηνο, μεταξύ άλλων λόγω ανησυχιών των επενδυτών για ενδεχόμενη ανάγκη νέας ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών το 2018, οι οποίες μετριάστηκαν από τα τέλη Σεπτεμβρίου του 2017, δηλαδή αφότου η ΕΚΤ επισήμανε ότι δεν υφίσταται ανάγκη διενέργειας ελέγχου ποιότητας ενεργητικού και

⁷ Η πρώτη έκδοση, ύψους 350 εκατ. ευρώ, με λήξη το 2022 και κουπόνι 3,25%, πραγματοποιήθηκε από τη Motor Oil, η δεύτερη, ύψους 500 εκατ. ευρώ, με λήξη το 2024 και κουπόνι 5,25%, πραγματοποιήθηκε από την Intralot, ενώ η τρίτη, ύψους 250 εκατ. ευρώ, με λήξη το 2024 και κουπόνι 2,375%, από την Titan Global Finance, θυγατρική του ομίλου Τιτάν.

⁸ Από τις εταιρίες ΟΠΑΠ, Μυτιληναίος, Τέρνα Ενεργειακή, Systems Sunlight και MLS Multimedia.

οριοθέτησε το χρονοδιάγραμμα το οποίο θα ακολουθήσει η πανευρωπαϊκή άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

Έτσι, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε θετική απόδοση 24,7% κατά το έτος 2017 (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.5), με το δείκτη τιμών των μετοχών βιομηχανικών αγαθών και υπηρεσιών να καταγράφει ετήσια απόδοση 54,4% και το δείκτη τιμών των τραπεζικών μετοχών να ανακάμπτει προς το τέλος του έτους και να καταγράφει τελικώς ετήσια απόδοση 4,6%. Στις αρχές του 2018 ο ΓΔΧΑ συνέχισε την ανοδική πορεία του (απόδοση 1.1-9.2.2018: 3,3%).

Σε χαμηλά επίπεδα παρέμεινε ωστόσο η συναλλακτική δραστηριότητα, με τη μέση ημερήσια αξία του όγκου συναλλαγών να διαμορφώνεται σε 58,7 εκατ. ευρώ (2016: 61,5 εκατ. ευρώ). Μέχρι το τέλος του 2017 η διακύμανση των τιμών των μετοχών μειώθηκε κατά 45%, διαμορφώνοντας και στην ελληνική αγορά συνθήκες χαμηλής μεταβλητότητας, οι οποίες συμβάδιζαν με τις συνθήκες που επικρατούσαν στις αγορές μετοχών διεθνώς (βλ. ενότητα 2.2 του παρόντος κεφαλαίου). Τέλος, στις αρχές Φεβρουαρίου του 2018 η μεταβλητότητα στο ΧΑ αυξήθηκε σημαντικά, εξέλιξη που αναδεικνύει την ευαισθησία των τιμών των μετοχών στα επεισόδια αύξησης της μεταβλητότητας διεθνώς.

5.2 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η αποδοτικότητα των εισηγμένων επιχειρήσεων (σε όρους κερδών πριν από φόρους, τόκους και αποσβέσεις – EBITDA) εμφανίζεται οριακά βελτιωμένη το α' εξάμηνο του

2017 σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2016. Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της εξέλιξης αυτής ήταν η αύξηση των πωλήσεων, η αποτελεσματική συγκράτηση των δαπανών και η διεύρυνση των καθαρών περιθωρίων κέρδους ορισμένων επιχειρήσεων. Καλύτερες επιδόσεις εμφάνισαν οι επιχειρήσεις έντασης κεφαλαίου (ενέργεια, βιομηχανία, πρώτες ύλες, υπηρεσίες κοινής ωφέλειας). Στον αντίποδα, προβληματισμό δημιουργεί ο συγκριτικά μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων που εμφανίζουν είτε αρνητικά ίδια κεφάλαια είτε διεύρυνση ζημιών σε μία περίοδο κατά την οποία το ΑΕΠ κατέγραφε θετικούς ρυθμούς ανόδου.

Σημειώνεται ότι ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων ανά μετοχή (P/EBITDA) και ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τα έσοδα από την πώληση προϊόντων ανά μετοχή (P/Sales) αυξήθηκαν το 2017 σε σύγκριση με το 2016, καθώς η βελτίωση στις αποτιμήσεις ήταν μεγαλύτερη από εκείνη στα θεμελιώδη μεγέθη, ιδίως για τους βιομηχανικούς και συγγενείς κλάδους όπως ο κλάδος της ενέργειας. Συνολικά, σε επίπεδο αποτιμήσεων, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά συνεχίζει να υπολείπεται των αποτιμήσεων του πανευρωπαϊκού δείκτη Stoxx Europe 600. Οι εν λόγω αποκλίσεις στις αποτιμήσεις εκτιμάται ότι συνδέονται περισσότερο με την επίπτωση που είχε η μακρά περίοδος ύφεσης στην αποτίμηση των ελληνικών επιχειρήσεων και λιγότερο με τις προοπτικές ανάπτυξής τους, καθώς τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αυξημένο ενδιαφέρον για εξαγορές και συγχωνεύσεις (βλ. Πλαίσιο ΙΧ. 1), το οποίο συνήθως συνδέεται με τον οικονομικό κύκλο.

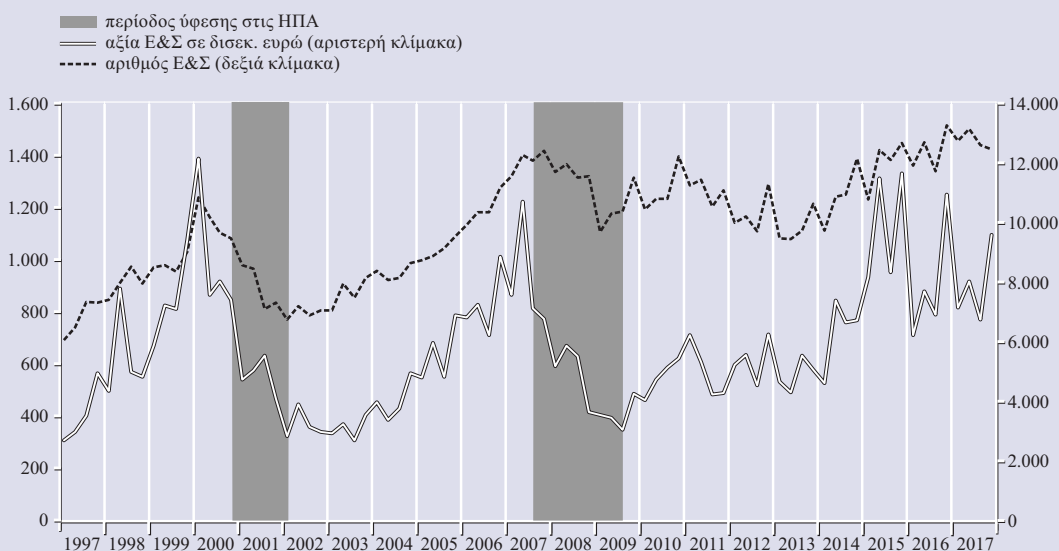
Πλαίσιο ΙΧ.1

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ, ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Μία από τις σημαντικότερες στρατηγικές αποφάσεις που μπορούν να λάβουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να αποκτήσουν ή να επανξήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα είναι η απόφαση που αφορά τη συμμετοχή τους σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις (E&S). Σε παγκόσμιο επίπεδο, ο αριθμός και το ύψος των E&S είναι αρκετά ευμετάβλητα διαχρονικά και σχετίζονται συνήθως

Διάγραμμα Α Αξία και πλήθος ολοκληρωμένων και εκκρεμών Ε&Σ στην παγκόσμια οικονομία (1997-2017)

(τριμηνιαία στοιχεία)



Πηγές: Thomson Reuters και NBER.

με τον οικονομικό κύκλο (βλ. Διάγραμμα Α).¹ Κατά τη σχετικά πιο πρόσφατη περίοδο, η χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε πριν από δέκα περίπου χρόνια συνέβαλε στη σημαντική υποχώρηση της δραστηριότητας Ε&Σ παγκοσμίως. Με τη σταδιακή ανάκαμψη της επενδυτικής εμπιστοσύνης, η οποία υποστηρίχθηκε και από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική, ξεκίνησε από το 2013 ένας νέος ανοδικός κύκλος Ε&Σ.

Στο παρόν πλαίσιο εξετάζεται η εξέλιξη των Ε&Σ στις οποίες συμμετέχουν ελληνικές επιχειρήσεις,² είτε ως εταιρίες-στόχοι είτε ως εξαγοραζόμενες εταιρίες, κατά την περίοδο 2007-2017, με σκοπό να διερευνηθεί αρχικά αν οι τάσεις που καταγράφονται διεθνώς παρατηρούνται και στην Ελλάδα και ακολούθως να αναλυθούν τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των Ε&Σ (π.χ. αν κατευθύνονται προς συγκεκριμένους κλάδους, αν οι επενδυτές είναι εγχώριοι ή ξένοι κ.λπ.) ώστε να αντληθούν συμπεράσματα σχετικά με τη συμβολή τους στην αναδιάρθρωση του παραγωγικού προτύπου της ελληνικής οικονομίας και στην ενίσχυση της χρηματοοικονομικής θέσης των ελληνικών επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, σύμφωνα με σχετικές μελέτες,³ οι Ε&Σ από ξένους επενδυτές, που οδηγούν σε αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων, σχετίζονται θετικά με το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης των οικονομιών των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, το νομικό πλαίσιο προστασίας των δικαιωμάτων μειοψηφίας και την ποιότητα και διαφάνεια των οικονομικών καταστάσεων των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων.

Η κύρια πηγή των δεδομένων της ανάλυσης είναι η βάση δεδομένων Thomson Reuters,⁴ ενώ χρησιμοποιούνται και στοιχεία ξένων άμεσων επενδύσεων του Ισοζυγίου Πληρωμών που συλ-

1 Ενδεικτικά, σύμφωνα με τους Martynova και Renneboog, η σχετική με τις Ε&Σ δραστηριότητα ακολουθεί μακροχρόνια κυκλική συμπεριφορά, με τις ανοδικές φάσεις να σχετίζονται με θετικό επενδυτικό κλίμα. Βλ. Martynova, M. and L. Renneboog (2008), "A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?", *Journal of Banking and Finance*, 32, 2148-2177.

2 Ως ελληνικές επιχειρήσεις θεωρούνται αυτές που έχουν έδρα στην Ελλάδα, καθώς και οι επιχειρήσεις που έχουν έδρα στο εξωτερικό αλλά ελέγχονται από επιχείρηση με έδρα στην Ελλάδα.

3 Βλ. Rossi, S. and P. Volpin (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.

4 Τα στοιχεία αφορούν το διάστημα από 1.1.2007 έως 6.11.2017.

λέγει η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως επίσης και στοιχεία αποκρατικοποιήσεων από την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το έτος 2018. Το αρχικό δείγμα περιείχε 1.371 ανακοινώσεις για Ε&Σ στις οποίες συμμετείχε τουλάχιστον μία ελληνική επιχείρηση του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Από τις ανακοινώσεις αυτές, σε τελική συμφωνία κατέληξαν οι 961. Για τις εν λόγω συναλλαγές αντλήθηκαν δεδομένα που αφορούν: (α) το είδος της συναλλαγής,⁵ (β) την αξία της συναλλαγής, (γ) τον κλάδο δραστηριοποίησης των αντισυμβαλλομένων (αγοραστών/επενδυτών και εξαγοραζόμενων), (δ) τη χώρα προέλευσης των αντισυμβαλλομένων και (ε) το αν η συναλλαγή συνίσταται σε αποκρατικοποίηση ή Ε&Σ εντός του αμιγώς ιδιωτικού τομέα. Ο τελικός αριθμός των συναλλαγών για τις οποίες υπήρχε πλήρης διαθέσιμη πληροφορία ανήλθε σε 411.⁶

Τάσεις των Ε&Σ με συμμετοχή ελληνικών επιχειρήσεων

Τρία είναι τα βασικά συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση του αριθμού και της αξίας των ελληνικών Ε&Σ (βλ. Διάγραμμα Β). Πρώτον, ο αριθμός των συναλλαγών κατέγραψε πτωτική τάση που ανακόπηκε το έτος 2013, κατά το οποίο παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος. Στη συνέχεια, ο αριθμός υποχώρησε εκ νέου την περίοδο 2014-2015 λόγω ιδιοσυγκρατικών παραγόντων και επανήλθε σε ανοδική πορεία τα τελευταία δύο έτη (βλ. Διάγραμμα Β1), συμβαδίζοντας με την πορεία της οικονομίας. Δεύτερον, η αξία των συναλλαγών, που προσωρινά φάνηκε να ανακάμπτει το 2013,⁷ δεν ακολουθεί τις διεθνείς τάσεις (βλ. Διάγραμμα Α), παραμένοντας, αν εξαιρεθούν οι συναλλαγές που αφορούν αποκρατικοποιήσεις, σχετικά στάσιμη και σε ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα⁸ που υπολείπονται σημαντικά από τα προ κρίσης επίπεδα (βλ. Διάγραμμα Β2), γεγονός όμως που είναι αναμενόμενο λόγω της επίπτωσης της κρίσης στις αποτιμήσεις.

Τρίτον, παρατηρείται αυξημένη συμμετοχή (σε αριθμό και αξία) των επενδυτών εξωτερικού (βλ. Διαγράμματα Β3 και Β4), με το μέσο ποσοστό της περιόδου 2013-2017 να κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με την περίοδο μέχρι το 2012. Το γεγονός αυτό είναι δυνατόν να σηματοδοτεί αύξηση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας, ενώ αντανάκλα ενδεχομένως την αυξανόμενη ελκυστικότητά της, αλλά και τη δυνατότητα των ξένων επενδυτών να αντλούν κεφάλαια για επενδύσεις πιο εύκολα από ό,τι οι εγχώριες επιχειρήσεις.

Κλαδική ανάλυση συναλλαγών

Αναφορικά με την κλαδική κατανομή των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα Γ),⁹ τα τελευταία χρόνια αυξάνονται οι συναλλαγές σε κλάδους που σχετίζονται με τη βιομηχανική παραγωγή, ενώ σταδιακά μειώνονται οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε εμπο-

5 Τα είδη των συναλλαγών είναι: 1) συγχώνευση, όταν δύο επιχειρήσεις αποφασίζουν τη λειτουργική ενοποίησή τους, 2) εξαγορά πλειοψηφικού μεριδίου, όταν εξαγοράζονται μετοχές σε ποσοστό >50% του μετοχικού κεφαλαίου, 3) εξαγορά εναπομένουσας συμμετοχής, όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση έχει ήδη πλειοψηφικό πακέτο μετοχών, 4) μερική εξαγορά, όταν αποκτάται μειοψηφικό πακέτο (<50%), και 5) εξαγορά στοιχείων ενεργητικού, όταν η συναλλαγή αφορά εξαγορά συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων και όχι συμμετοχή στο κεφάλαιο της επιχείρησης.

6 Από την ανάλυση εξαιρούνται οι Ε&Σ μεταξύ επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα, τόσο διότι η ανάλυση στοχεύει στην καταγραφή των τάσεων της πραγματικής οικονομίας όσο και διότι τα συγκριτικά υψηλότερα μεγέθη των συναλλαγών του χρηματοπιστωτικού τομέα θα διαστρέβλωναν τη γενικότερη εικόνα της ανάλυσης. Στην ανάλυση συμπεριλαμβάνονται ωστόσο οι περιπτώσεις εκείνες όπου ένα από τα δύο μέρη αποτελεί επιχείρηση του μη χρηματοπιστωτικού τομέα και το άλλο μέρος επιχείρηση του χρηματοπιστωτικού τομέα (π.χ. περιπτώσεις πώλησης μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από τράπεζες). Επίσης, στην ανάλυση δεν περιλαμβάνονται οι Ε&Σ που σχετίζονται με την ποτοπόρο ναυτιλία, λόγω της ιδιαιτερότητας του κλάδου και του περιορισμένου όγκου διαθέσιμων στοιχείων.

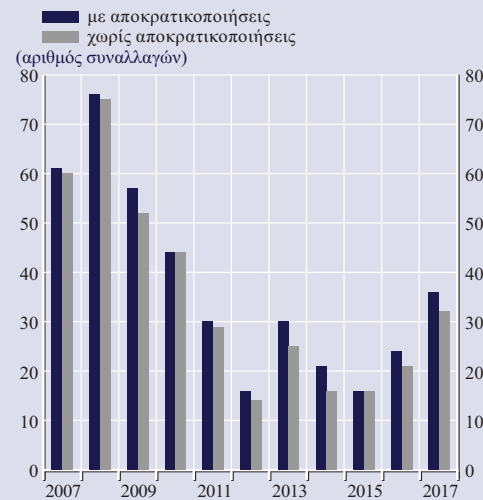
7 Σημειώνεται ότι, λόγω της υποχώρησης του αριθμού αλλά και της αξίας των συναλλαγών, τα μεγέθη επηρεάζονται σημαντικά από συναλλαγές συγκριτικά υψηλότερης αξίας. Ενδεικτικά, σημαντικό μέρος της ανάκαμψης της αξίας των συναλλαγών το 2013 οφείλεται σε δύο συναλλαγές.

8 Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να διατηρείται και το μέσο ύψος συναλλαγής σε χαμηλά επίπεδα. Ενδεικτικά, εξαιρουμένων των αποκρατικοποιήσεων, το μέσο ύψος συναλλαγής για το 2016 ανήλθε σε 21 εκατ. ευρώ, ενώ το 2017 αυξήθηκε οριακά σε 24 εκατ. ευρώ.

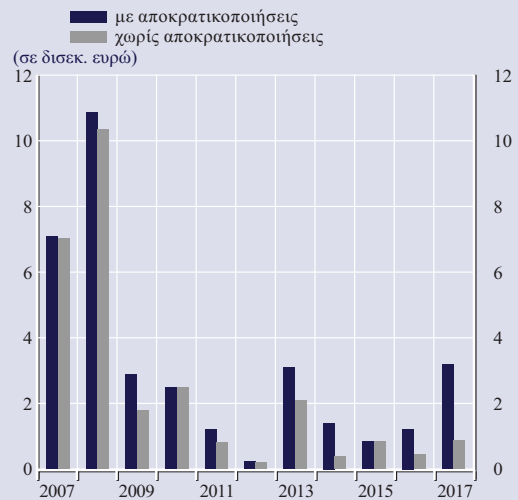
9 Σημειώνεται ότι η ανάλυση δεν περιλαμβάνει τις συναλλαγές που συνδέονται με τις αποκρατικοποιήσεις, καθώς μεμονωμένες συναλλαγές (όπως για παράδειγμα η ιδιωτικοποίηση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων το 2017) αλλοιώνουν τη γραφική απεικόνιση των αποτελεσμάτων αναφορικά με την αξία, χωρίς ωστόσο επί της ουσίας να μεταβάλλονται τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της ανάλυσης.

Διάγραμμα Β Αριθμός και αξία Ε&Σ με συμμετοχή ελληνικής εταιρίας την περίοδο 2007-2017

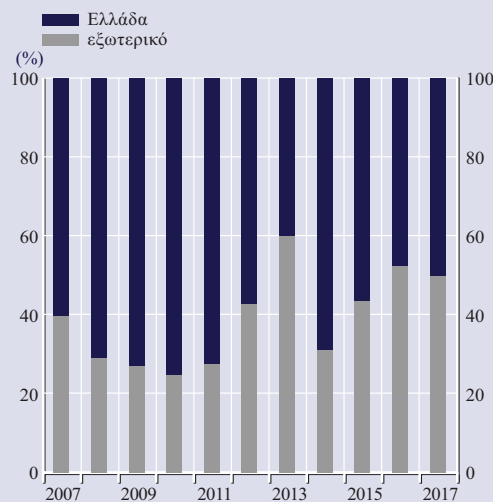
Β1. Αριθμός Ε&Σ



Β2. Αξία Ε&Σ

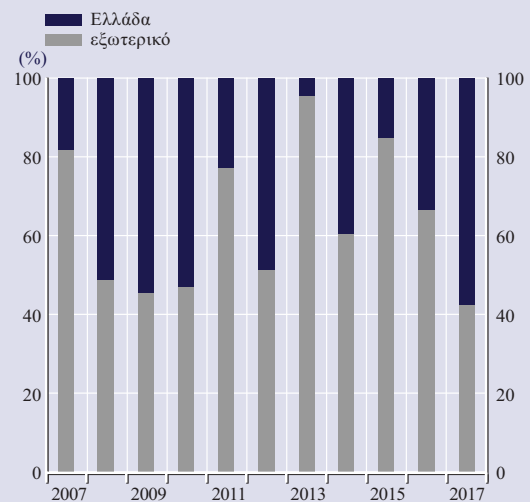


Β3. Συμβολή στον αριθμό συναλλαγών ανά καταγωγή του επενδυτή



Σημείωση: Στοιχεία χωρίς αποκρατικοποιήσεις.

Β4. Συμβολή στην αξία συναλλαγών ανά καταγωγή του επενδυτή



Σημείωση: Στοιχεία χωρίς αποκρατικοποιήσεις.

Πηγή: Thomson Reuters, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

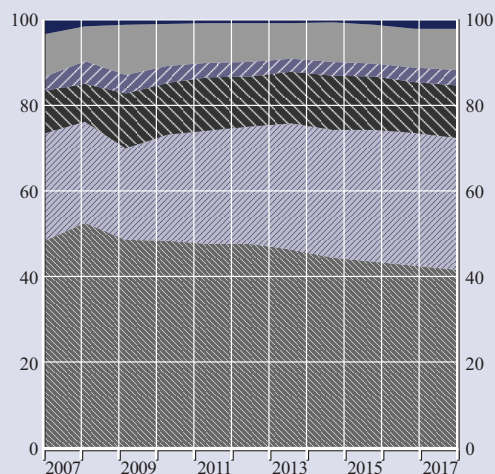
ρικούς κλάδους, σε σχέση με το σύνολο. Επίσης, με βάση τον αριθμό των συναλλαγών, η ποσοστιαία συμμετοχή των κλάδων τηλεπικοινωνιών και τεχνολογίας μένει σχετικά σταθερή μετά το 2009, ενώ με βάση την αξία των συναλλαγών, η μεγάλη συμμετοχή των εν λόγω κλάδων εμφανίζει μείωση. Άξιο λόγου όμως είναι ότι το έτος 2017 παρατηρήθηκε σημαντικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό για εξαγορά ελληνικών επιχειρήσεων τεχνολογίας. Επίσης, παρατηρείται ότι τα δύο τελευταία χρόνια οι συναλλαγές, τόσο σε αριθμό όσο και σε αξία, διαχέονται σε περισσότερους κλάδους, ενώ αύξηση εμφανίζουν συνολικά οι συναλλαγές που αφορούν ξеноδοχεία και ακίνητα.

Διάγραμμα Γ Αθροιστική κατανομή των Ε&Σ ανάλογα με τον κλάδο-στόχο την περίοδο 2007-2017

(%)

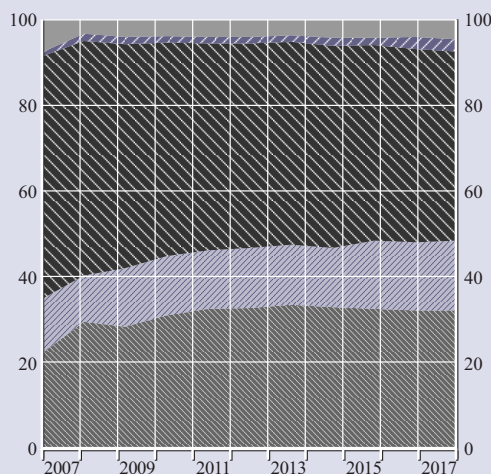
Γ1. Εξέλιξη της συμμετοχής κάθε κλάδου στο συνολικό αριθμό Ε&Σ

λοιπά
 ακίνητα
 ξενοδοχεία
 τεχνολογία & τηλεπικοινωνίες



Γ2. Εξέλιξη της συμμετοχής κάθε κλάδου στη συνολική αξία Ε&Σ

βιομηχανικοί κλάδοι
 εμπορικοί κλάδοι



Πηγή: Thomson Reuters, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Στοιχεία χωρίς αποκρατικοποιήσεις. Σε κάθε έτος παρουσιάζεται ο σωρευτικός αριθμός (Γ1)/σωρευτική αξία (Γ2) των Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν σε κάθε κλάδο ως προς το σωρευτικό αριθμό (Γ1)/σωρευτική αξία (Γ2) των Ε&Σ όλων των κλάδων.

Σημαντικά συμπεράσματα προκύπτουν και από την κατηγοριοποίηση των Ε&Σ σε οριζόντιες ή κάθετες,¹⁰ δηλαδή με βάση το αν οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε εταιρικές συναλλαγές Ε&Σ δραστηριοποιούνται σε ίδιους ή διαφορετικούς κλάδους αντίστοιχα. Ο λόγος των κάθετων προς τις οριζόντιες Ε&Σ δείχνει ότι υπάρχει μεγάλη αύξηση των συναλλαγών μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους, σε σχέση με τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται από ομοειδείς επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα Δ).

Η τάση αυτή είναι δυνατόν να οδηγήσει σε εκμετάλλευση συνεργειών μεταξύ των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στις κάθετες συναλλαγές. Με βάση τα ευρήματα μελέτης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ,¹¹ οι κάθετες Ε&Σ είναι πιο πιθανόν να οδηγήσουν σε αύξηση του παραγόμενου προϊόντος της οικονομίας στην οποία πραγματοποιούνται. Βέβαια, σύμφωνα με την ίδια μελέτη, τόσο οι οριζόντιες Ε&Σ, που πραγματοποιούνται με σκοπό την αύξηση του μεριδίου αγοράς, όσο και οι κάθετες Ε&Σ, που αποσκοπούν στην εκμετάλλευση συνεργειών και την αύξηση της παραγωγικότητας, οδηγούν στην αύξηση της κερδοφορίας και την ενίσχυση της ευρωστίας των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων.

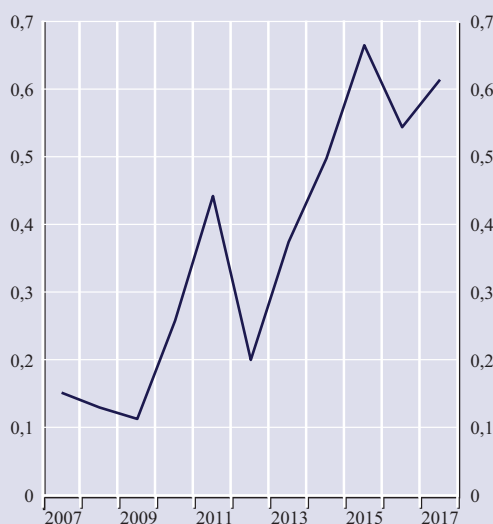
Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, η δραστηριότητα Ε&Σ με τη συμμετοχή ελληνικών επιχειρήσεων, η οποία υπέστη σημαντικό πλήγμα κατά τη διάρκεια της κρίσης, δείχνει σταδιακή αναθέρμανση του ενδιαφέροντος Ελλήνων και ξένων επενδυτών για την ελληνική οικονομία. Συγκεκριμένα, η αύξηση

¹⁰ Στις περιπτώσεις οριζόντιων Ε&Σ, δηλαδή μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε ομοειδείς κλάδους, στόχος είναι η απόκτηση δεσποζουσας θέσης στην αγορά ή/και η επίτευξη οικονομικών κλίμακας, ενώ στις κάθετες Ε&Σ (π.χ. η εξαγορά ενός προμηθευτή) στόχος είναι η επέκταση σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας και η διασύνδεση των διαύλων παραγωγής και διανομής.

¹¹ Βλ. Blonigen, B. and J. Pierce (2016), "Evidence for the effects of mergers and acquisitions on market power and efficiency", NBER Working Paper No 22750.

Διάγραμμα Δ Λόγος κάθετων προς οριζόντιες Ε&Σ (2007-2017)



Πηγή: Thomson Reuters, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Στοιχεία χωρίς αποκρατικοποιήσεις. Ο λόγος έχει υπολογιστεί βάσει του αριθμού των Ε&Σ. Έχουν αποκλειστεί οι συναλλαγές που αφορούν ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων (conglomerates).

κλάδων, κυρίως σχετιζόμενων με τη βιομηχανική παραγωγή, εξέλιξη η οποία, σε συνδυασμό με την αύξηση των κάθετων Ε&Σ, είναι δυνατόν να ενισχύσει την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα.

Η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων και των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση της δραστηριότητας Ε&Σ με την κινητοποίηση και εγχώριων δυνάμεων που μέχρι πρόσφατα περιορίζονταν, κυρίως λόγω δυσχερειών στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση. Τέλος, η συνεχής βελτίωση της ποιότητας της πληροφοροφόρησης και η αποφυγή αναταράξεων στο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον εκτιμάται ότι θα ενισχύσουν τη δραστηριότητα Ε&Σ, με προφανείς θετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα και ευρωστία των ελληνικών επιχειρήσεων και κατ' επέκταση της ελληνικής οικονομίας.

του αριθμού των συναλλαγών, που λόγω αβεβαιότητας ανακόπηκε μεταξύ 2014 και 2015, επανήλθε σε ανοδική πορεία τα δύο τελευταία έτη, αν και υπολείπεται σημαντικά των προ κρίσης μεγεθών. Θετική εξέλιξη αποτελεί και η συμμετοχή επενδυτών από το εξωτερικό σε αποκρατικοποιήσεις. Το γεγονός ότι η αξία των συναλλαγών χωρίς να περιλαμβάνονται οι αποκρατικοποιήσεις διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα, παρά την πρόσκαιρη μικρή ανάκαμψη του 2013, αντανακλά την επίπτωση στην αξία των ελληνικών επιχειρήσεων που είχε η μακρά περίοδος ύφεσης.

Κατά συνέπεια, η αύξηση του αριθμού των Ε&Σ τα τελευταία χρόνια μπορεί να θεωρηθεί ενδεικτική μιας τάσης για αναδιάταξη του επιχειρηματικού χάρτη στην ελληνική οικονομία, ενώ η αυξανόμενη συμμετοχή επενδυτών από το εξωτερικό στη συνολική δραστηριότητα είναι δυνατόν να οδηγήσει σε αύξηση της τεχνογνωσίας των ελληνικών επιχειρήσεων και της παρουσίας τους στη διεθνή οικονομία. Επίσης, οι Ε&Σ των τελευταίων ετών πραγματοποιούνται σε ευρύ φάσμα παραγωγικών

Χ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ¹

Το 2017 ήταν ένα δύσκολο έτος όσον αφορά την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Χαρακτηρίστηκε από εκτιμήσεις για άνοδο των παγκόσμιων εκπομπών του διοξειδίου του άνθρακα, μετά από μια τριετία μείωσης, και από την απόφαση της κυβέρνησης των ΗΠΑ να αποδεσμευθεί από τη Συμφωνία των Παρισίων. Ταυτόχρονα όμως, αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες από άλλες χώρες, αλλά και από μεγάλες επιχειρήσεις, για την εντατικοποίηση της παγκόσμιας προσπάθειας. Στο επιστημονικό πεδίο, συνεχίστηκε η δημοσίευση σημαντικών αναλύσεων για το φαινόμενο της ανθρωπογενούς κλιματικής αλλαγής, καθώς και εκθέσεων που υποδεικνύουν τις μεγάλες εμπέλειες δράσεις που είναι αναγκαίες – πέραν των δεσμεύσεων που έχουν ήδη αναλάβει οι χώρες-μέλη του ΟΗΕ – προκειμένου να συγκρατηθεί η αύξηση της θερμοκρασίας έως το 2100 κάτω των 2 βαθμών Κελσίου.

Στην Ελλάδα, τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (2016) δείχνουν ότι συνεχίζεται η μείωση των εκπομπών. Στον τομέα της πολιτικής, το Σεπτέμβριο του 2017 συστάθηκε το Εθνικό Συμβούλιο για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή, στο οποίο μετέχουν και μέλη της ΕΜΕΚΑ.

Ι ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ: ΜΕΤΡΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ

Στον τομέα της πολιτικής για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, οι επιλογές της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ απασχόλησαν ιδιαίτερα την παγκόσμια κοινή γνώμη και τις κυβερνήσεις των άλλων χωρών στη διάρκεια του 2017. Ήδη από τις 28 Μαρτίου, με εκτελεστικό διάταγμα του προέδρου Ντ. Τραμπ,² καταργήθηκαν τα εκτελεστικά διατάγματα που είχε υπογράψει ο προηγούμενος πρόεδρος Μπ. Ομπάμα προκειμένου να εξασφαλίσει την τήρηση των δεσμεύσεων των ΗΠΑ για τη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου. Την 1η Ιουνίου ο πρόεδρος Τραμπ ανακοίνωσε την αποδέσμευση των ΗΠΑ από τη Συμφωνία των Παρισίων.³ Οι άλλες μεγάλες

χώρες διαφοροποιήθηκαν, τόσο στη σύνοδο των G7 στη Σικελία στις 26-27 Μαΐου όσο και στη σύνοδο των G20 στο Αμβούργο στις 7-8 Ιουλίου. Το ανακοινωθέν της δεύτερης συνόδου “διαπιστώνει” την αποδέσμευση των ΗΠΑ από τη Συμφωνία των Παρισίων και ταυτόχρονα χαρακτηρίζει emphatically την τελευταία “μη αναστρέψιμη” (irreversible).⁴

Στις 6-18 Νοεμβρίου 2017 πραγματοποιήθηκε στη Βόννη η 23η Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για την κλιματική αλλαγή (COP23).⁵ Σ’ αυτήν δεν ελήφθησαν σημαντικές αποφάσεις, έγινε όμως προεργασία ώστε να ολοκληρωθούν εντός του 2018 οι κανόνες και οι διαδικασίες για την εφαρμογή από κάθε χώρα των προβλέψεων της Συμφωνίας των Παρισίων. Η επόμενη Διάσκεψη (COP24), που θα γίνει στις 3-14 Δεκεμβρίου 2018 στο Κατοβίτσε της Πολωνίας, θα αξιολογήσει ακριβώς την αποτελεσματικότητα των εθνικών πολιτικών. Αξίζει να σημειωθεί ότι στη διάρκεια της COP23 δημοσιεύθηκε έκκληση-προειδοποίηση 15.000 επιστημόνων από όλον τον κόσμο,⁶ που καλεί τις κυβερνήσεις να λάβουν δραστικά μέτρα για τη σωτηρία του περιβάλλοντος και την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Λίγο νωρίτερα, ένα συνέδριο της Παπικής Ακαδημίας Επιστημών του Βατικανού εξέδωσε μια σημαντική διακήρυξη για την υγεία των ανθρώπων, την υγεία του πλανήτη, την κλιματική αλλαγή και τη ρύπανση της ατμόσφαιρας.⁷

Στις 12 Δεκεμβρίου 2017, με πρωτοβουλία του προέδρου της Γαλλίας Εμμ. Μακρόν, πραγματοποιήθηκε στο Παρίσι, δύο χρόνια μετά

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 23.1.2018.

2 Βλ. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-executive-order-promoting-energy-independence-economic-growth>.

3 Βλ. <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/06/01/statement-president-trump-paris-climate-accord>.

4 “G20 Leaders’ Declaration – Shaping an Interconnected World”, Hamburg, 7-8.7.2017, παράρτ. 24-25.

5 Για τις αποφάσεις της Διάσκεψης σχετικά με επιμέρους θέματα, βλ. <http://unfccc.int/2860.php#cop23decisions>.

6 “World Scientists’ Warning to Humanity: A Second Notice”, βλ. <https://academic.oup.com/bioscience/article-abstract/doi/10.1093/biosci/bix125/4605229>. Αυτή η “δεύτερη προειδοποίηση” αποτελεί συνέχεια της πρώτης, που είχε υπογραφεί από 1.700 επιστήμονες το 1992.

7 Pontifical Academy of Sciences, “Declaration of the Health of People, Health of Planet and Our Responsibility”, Climate Change, Air Pollution and Health Workshop, 2-4.11.2017, βλ. <http://www.pas.va/content/accademia/en/events/2017/health/declaration.html>.

την υπογραφή της ομώνυμης Συμφωνίας, η Σύνοδος Κορυφής “Ένας Πλανήτης” (One Planet Summit), με τη συμμετοχή πολιτικών ηγετών από πολλές χώρες,⁸ στελεχών μεγάλων ιδιωτικών επιχειρήσεων, εκπροσώπων διεθνών χρηματοοικονομικών οργανισμών και άλλων φορέων. Στη σύνοδο συζητήθηκαν ιδιαίτερα: (α) η ανάγκη για ένταση της προσπάθειας κρατών, ιδιωτικού τομέα και διεθνών οργανισμών και (β) οι τρόποι χρηματοδότησης των δράσεων για μείωση των εκπομπών, αλλαγή του ενεργειακού προτύπου και προώθηση της έρευνας για τις απαραίτητες νέες τεχνολογίες. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στη δέσμευση που ανέλαβαν πολλά και σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οργανισμοί από όλον τον κόσμο να ασκούν πίεση στις άλλες επιχειρήσεις για διαφάνεια όσον αφορά τις επιπτώσεις της δραστηριότητάς τους στις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου.⁹ Στις 8 Δεκεμβρίου περισσότεροι από 150 οικονομολόγοι και γνωστές πολιτικές προσωπικότητες δημοσίευσαν έκκληση προς τους αρχηγούς κρατών και κυβερνήσεων της ΕΕ να διαπραγματευθούν το ταχύτερο μια συμφωνία για να εξασφαλιστεί την επόμενη 30ετία η αναγκαία χρηματοδότηση της ενεργειακής μετάβασης στην Ευρώπη.¹⁰ Από την πλευρά του, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 14 Δεκεμβρίου χαιρέτισε τα αποτελέσματα της Συνόδου Κορυφής ως προς την αύξηση της δημόσιας και ιδιωτικής χρηματοδότησης της κλιματικής δράσης. Ακόμη, επαναβεβαίωσε με έμφαση ότι η ΕΕ και τα κράτη-μέλη δεσμεύονται για την πλήρη και ταχεία εφαρμογή της Συμφωνίας των Παρισίων και θα συνεχίσουν να παίζουν ηγετικό ρόλο στον αγώνα κατά της κλιματικής αλλαγής.¹¹

Σε επίπεδο πραγματικών εξελίξεων, το κυριότερο γεγονός του 2017 ήταν η άνοδος των παγκόσμιων εκπομπών του διοξειδίου του άνθρακα, μετά από μια τριετία μείωσης. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Global Carbon Project που δημοσιεύθηκαν το Νοέμβριο,¹² οι παγκόσμιες εκπομπές αυξήθηκαν κατά 2% περίπου, κυρίως λόγω της αύξησης των εκπομπών της Κίνας, ενώ οι εκπομπές της ΕΕ μειώθηκαν μόνο κατά 0,2%. Περίπου ταυτόχρονα

δημοσιεύθηκε η ετήσια έκθεση του ΟΗΕ για το “χάσμα των εκπομπών”.¹³ Το κύριο συμπέρασμα της είναι “ότι χρειάζονται επειγόντως τόσο ταχύτερη δράση βραχυχρόνια όσο και διευρυμένος φιλόδοξος εθνικός σχεδιασμός μακροχρόνια, προκειμένου να παραμείνουν εφικτοί οι στόχοι της Συμφωνίας των Παρισίων – και ότι είναι διαθέσιμες οι πρακτικές και αποτελεσματικές από πλευράς κόστους επιλογές που καθιστούν κάτι τέτοιο δυνατό”. Εξάλλου, η συνεχιζόμενη επέκταση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας παγκοσμίως ασκεί σύνθετες επιδράσεις στην αγορά ενέργειας – τόσο στις τιμές όσο και στο μεταβαλλόμενο παραγωγικό πρότυπο.

Σε άλλες εκθέσεις διεθνών οργανισμών ή επιστημονικών φορέων που δημοσιεύθηκαν το 2017 αναδεικνύονται, μεταξύ άλλων, και τα εξής: (α) Έχει ιδιαίτερη σημασία η συνεχής βελτίωση των μεθόδων μέτρησης του συνολικού κοινωνικού κόστους των εκπομπών του διοξειδίου του άνθρακα.¹⁴ (β) Είναι “εξαιρετικά πιθανό” ότι η άνοδος της θερμοκρασίας τουλάχιστον από τα μέσα του 20ού αιώνα έχει ως κύρια αιτία την ανθρώπινη δραστηριότητα

8 Στη σύνοδο συμμετείχε και ο πρωθυπουργός της Ελλάδας Αλ. Τσίπρας, ο οποίος στις 12.12.2017 επαναβεβαίωσε ότι η Ελλάδα τηρεί τις δεσμεύσεις της για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τόνισε ότι “η ΕΕ είναι η ατμομηχανή για τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις”.

9 Είχε προηγηθεί στις 29 Ιουνίου 2017 η δημοσίευση “Συστάσεων” του Task Force on Climate-related Financial Disclosures, ειδικής ομάδας εργασίας υπό τον Michael Bloomberg, που συγχροτήθηκε το Δεκέμβριο του 2015 από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board – όργανο υπαγόμενο στους G20), στο οποίο προεδρεύει ο Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας Mark Carney. Οι “Συστάσεις” αφορούν τη διαφάνεια – συγκεκριμένα την “αποτελεσματική δημοσιοποίηση” (effective disclosure) των χρηματοοικονομικών κινδύνων που συνδέονται με το κλίμα.

10 Collectif Climat 2020, “Call for a European Finance-Climate Pact” και “The First 150 Signatories of the Call for a European Finance-Climate Pact”, Δεκέμβριος 2017, βλ. <https://climat-2020.eu/en/call/>. Οι υπογράφοντες μεταξύ άλλων προτείνουν αξιοποίηση της νομοματικής πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς και ευρωπαϊκό φόρο 5% επί των κερδών για να χρηματοδοτηθούν η έρευνα και η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής.

11 Συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, 14.12.2017 (<http://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2016/12/15/euco-conclusions-final/>).

12 Βλ.: (α) R.B. Jackson et al., “Warning signs for stabilizing global CO₂ emissions”, *Environmental Research Letters*, 13.11.2017, (β) Global Carbon Project, *Carbon Budget 2017*, 13.11.2017, http://www.globalcarbonproject.org/carbonbudget/17/files/GCP_CarbonBudget_2017.pdf, και (γ) “A sharp reality check on the climate challenge”, *Financial Times*, κύριο άρθρο 14.11.2017.

13 UN Environment, *The Emissions Gap Report 2017*, 31.10.2017.

14 National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine (2017), *Valuing Climate Damages: Updating Estimation of the Social Cost of Carbon Dioxide*.

και “δεν υπάρχει πειστική εναλλακτική εξήγηση”.¹⁵ (γ) Είναι σημαντικές οι αρνητικές συνέπειες της κλιματικής αλλαγής (περιλαμβανομένων των ακραίων καιρικών φαινομένων) για την κατανομή του εισοδήματος και την ανθρωπίνη υγεία.¹⁶

Από τις ερευνητικές εργασίες που δημοσιεύθηκαν το 2017, ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η εργασία των Diffenbaugh et al. που επιβεβαιώνει ότι η κλιματική αλλαγή έχει ασκήσει

σημαντική επίδραση στα ακραία καιρικά φαινόμενα που παρατηρούνται.¹⁷

¹⁵ U.S. Global Change Research Program, *Climate Science Special Report - Fourth National Climate Assessment (NCA4), Volume I*, <https://science2017.globalchange.gov/>, 3.11.2017.

¹⁶ (α) Asian Development Bank (ADB) and the Potsdam Institute for Climate Impact Research (PIK), *A Region at Risk - The Human Dimensions of Climate Change in Asia and the Pacific*, Ιούλιος 2017, (β) IMF, “The Effects of Weather Shocks on Economic Activity: How Can Low-Income Countries Cope”, κεφ. 3 του *World Economic Outlook*, (γ) OECD/International Energy Agency, *Energy Access Outlook 2017 - From Poverty to Prosperity*, Οκτώβριος 2017.

¹⁷ Noah S. Diffenbaugh et al., “Quantifying the influence of global warming on unprecedented extreme climate events”, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, online 24.4.2017.

Πλαίσιο Χ.Ι

ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗΣ ΑΛΛΑΓΗΣ

Οι περιβαλλοντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει σήμερα ο πλανήτης είναι σημαντικότερες από ποτέ. Σύμφωνα με την έκθεση του World Economic Forum¹ για το 2017, οι τρεις² μεταξύ των πέντε σοβαρότερων παγκόσμιων κινδύνων είναι περιβαλλοντικοί και όλοι τους σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή.

Η κλιματική αλλαγή

Από το τέλος του 19ου αιώνα άρχισε η άνοδος της θερμοκρασίας του πλανήτη, η οποία με διακυμάνσεις συνεχίζεται έως τις ημέρες μας και ένα σημαντικό μέρος της αποδίδεται στην αλλαγή της σύστασης της ατμόσφαιρας λόγω της ανθρωπίνης δραστηριότητας. Αυτή η ανθρωπογενής συνιστώσα της κλιματικής αλλαγής έχει συνδεθεί με τη χρήση ορυκτών καυσίμων και τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα.

Οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής είναι σημαντικές και ήδη ορατές σε περιβαλλοντικό, οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο. Οι σχετικές μελέτες καταδεικνύουν τους κινδύνους που απειλούν το φυσικό και το δομημένο περιβάλλον, διαπιστώνοντας ότι η κλιματική αλλαγή θα έχει δυσμενείς έως εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις στους περισσότερους τομείς της οικονομίας.³

Οι παρούσες και μελλοντικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής είναι τέτοιες που είναι αδύνατον να συνεχίσουμε να επιλέγουμε το σενάριο της μη δράσης (“business as usual”). Χρειάζεται να μετριάσουμε το φαινόμενο της κλιματικής αλλαγής και να μειώσουμε δραστικά τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου, προωθώντας παράλληλα μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα και ορθής ενεργειακής διαχείρισης.

Όμως, ο χαρακτήρας και η σοβαρότητα των επιπτώσεων των ακραίων κλιματικών φαινομένων δεν εξαρτώνται μόνο από τα ίδια τα φαινόμενα, αλλά και από το πόσο εκτεθειμένοι και ευάλωτοι

¹ <http://reports.weforum.org/global-risks-2017/the-matrix-of-top-5-risks-from-2007-to-2017/>.

² Αυτοί οι τρεις κίνδυνοι είναι τα ακραία καιρικά φαινόμενα, οι μεγάλες φυσικές καταστροφές και η αδυναμία τόσο του μετριασμού της κλιματικής αλλαγής όσο και της προσαρμογής σε αυτήν.

³ ΕΜΕΚΑ (2011), *Οι περιβαλλοντικές, οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στην Ελλάδα*, Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής, Τράπεζα της Ελλάδος, http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Πληρης_Εκθεση.pdf, Stern, N. (2007), *The economics of climate change: The Stern review*, Cambridge University Press, Cambridge, και Στουρνάρας, Γ. (2017), “Κλιματική αλλαγή: προκλήσεις, κίνδυνοι και ευκαιρίες”, ομιλία σε δείπνο του 23ου Ετήσιου Συνεδρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οικονομολόγων του Περιβάλλοντος και των Φυσικών Πόρων (EAERE).

είμαστε σε αυτά.⁴ Ως εκ τούτου, πέρα από το μετριασμό της κλιματικής αλλαγής, καλούμαστε να διαχειριστούμε τους κινδύνους που απορρέουν από αυτήν και να προσαρμοστούμε.

Η παγκόσμια διάσταση της λύσης

Τα παραδοσιακά περιβαλλοντικά προβλήματα έχουν τοπική εμβέλεια.⁵ Στην περίπτωση της κλιματικής αλλαγής όμως, η οποία θεωρείται η μεγαλύτερη εξωτερικότητα,⁶ η συγγέντρωση των αερίων του θερμοκηπίου στην ατμόσφαιρα καθορίζεται από το σύνολο των εκπομπών που προέρχονται από όλες τις πηγές σε όλες τις χώρες. Επομένως, οι όποιες λύσεις θα πρέπει να είναι παγκόσμιες. Καθώς το πρόβλημα αφορά ένα δημόσιο αγαθό,⁷ υπάρχουν κίνητρα για την ανάληψη συλλογικής δράσης, παράλληλα όμως, δεδομένου ότι το πρόβλημα δεν μπορεί να λυθεί μεμονωμένα, δημιουργεί και κίνητρα εκμετάλλευσης των ωφελειών από όσους δεν αναλαμβάνουν δράση (“free-riding”) και άρα δυσκολίες στην εφαρμογή των διεθνών κλιματικών συμφωνιών.

Επειδή μεγάλο μέρος των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής θα το υποστούν οι μελλοντικές γενιές, η ισότητα, η δικαιοσύνη και η καταπολέμηση της φτώχειας είναι βασικά ζητήματα της διεθνούς πολιτικής για την κλιματική αλλαγή. Ανακύπτουν επίσης ηθικά ζητήματα όσον αφορά το πώς κατανέμεται το διαθέσιμο υπόλοιπο των εκπομπών άνθρακα,⁸ πώς εφαρμόζεται η αρχή “ο ρυπαίνων πληρώνει” και πώς μπορεί να δεσμευθεί (και να επιβαρυνθεί) η σημερινή γενιά ώστε να διαφυλάξει το περιβάλλον προς χάριν των επερχόμενων.

Το 2015 στο Παρίσι οι χώρες δεσμεύθηκαν να μειώσουν τις εκπομπές άνθρακα και να περιορίσουν την άνοδο της μέσης θερμοκρασίας του πλανήτη.⁹ Η Συμφωνία των Παρισίων, η οποία τέθηκε σε ισχύ τον Οκτώβριο του 2016, προωθεί την ευθυγράμμιση μεταξύ των χωρών με κοινό σκοπό την ανάληψη φιλόδοξων δράσεων για την καταπολέμηση της κλιματικής αλλαγής και την προσαρμογή στις επιπτώσεις της, προβλέποντας επίσης την παροχή αυξημένης στήριξης προς τις αναπτυσσόμενες χώρες. Παρότι οι στόχοι που περιέχονται σ’ αυτήν τη συμφωνία δεν είναι νομικά δεσμευτικοί, οι χώρες που την έχουν κυρώσει έχουν ταυτόχρονα συμφωνήσει σε μια δεσμευτικού χαρακτήρα διαδικασία παρακολούθησης και υποβολής εκθέσεων, καθώς και σε μια πενταετή επαναξιολόγηση της συλλογικής προόδου.¹⁰

Όμως, οι τρέχουσες επιστημονικές μελέτες δείχνουν ότι απαιτείται ακόμη μεγαλύτερη προσπάθεια και δέσμευση¹¹ των χωρών για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Παρόλο που οι κλιματικές δράσεις έχουν επιταχυνθεί σημαντικά, οι στόχοι που έχουν τεθεί σήμερα μπορεί να μην επαρκούν για να συγκρατηθεί η άνοδος της θερμοκρασίας κάτω από το όριο των 2 βαθμών Κελσίου. Συνεπώς χρειάζεται να αναθεωρηθούν εγκαίρως τα ποσοστά εκπομπών ανά χώρα με βάση ένα παγκόσμιο πλαίσιο που θα κατατείνει στην ευρεία “απανθρακοποίηση” των εθνικών ενεργειακών συστημάτων.

4 IPCC (2012), *Managing the Risks of Extreme Events and Disasters to Advance Climate Change Adaptation. A Special Report of Working Groups I and II of the Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)*.

5 Π.χ. η ατμοσφαιρική ρύπανση μιας κινεζικής πόλης δεν έχει άμεσο αντίκτυπο σε κάποια πόλη άλλης ηπείρου.

6 Tol, R.S.J. (2009), “The Economic Effects of Climate Change”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No 2, Spring 2009, σελ. 29-51, <http://www.ssc.wisc.edu/~walker/wp/wp-content/uploads/2012/09/Tol2009.pdf>.

7 IPCC (2001) *Third Assessment Report: Climate Change, Working Group III: Mitigation*, <http://www.ipcc.ch/ipccreports/tar/wg3/index.php?idp=383>.

8 IPCC (2007), *Climate Change 2007: Working Group I: The Physical Science Basis, 7.3.2.2 Uptake of CO2 by Natural Reservoirs and Global Carbon Budget*, https://www.ipcc.ch/publications_and_data/ar4/wg1/en/ch7s7-3-2-2.html.

9 Η Συμφωνία των Παρισίων είναι διαθέσιμη στη διεύθυνση: http://unfccc.int/files/essential_background/convention/application/pdf/english_paris_agreement.pdf.

10 http://unfccc.int/paris_agreement/items/9485.php.

11 Spencer, T. and R. Pierfederici (2015), *Beyond the numbers: Understanding the transformation induced by INDCs*, Studies No 05/2015, Iddri - MILES Project Consortium, διαθέσιμο στη διεύθυνση: <http://www.iddri.org/Publications/Beyond-the-numbers-Understanding-the-transformation-induced-by-INDCs>.

Κίνδυνοι και ευκαιρίες

Σ' αυτήν την πορεία υπάρχουν σαφώς σημαντικοί κίνδυνοι, αλλά και ευκαιρίες: υλικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, καθώς και κίνδυνοι που συνδέονται με τη διαδικασία μετάβασης προς μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα. Κατά τη διαδικασία αυτή, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να αντιμετωπίσουν πρόσθετα κόστη και σοβαρές δυσλειτουργίες. Ταυτόχρονα όμως διανοίγονται ευκαιρίες που συνδέονται με τη δημιουργία επενδύσεων σε νέα προϊόντα, στην εξοικονόμηση ενέργειας και σε νέες υποδομές.

Κατά τη μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα, είναι αναγκαία η διαφάνεια και η δημοσιοποίηση των στοιχείων τα οποία θα επιτρέψουν στις αγορές να αναλάβουν το δικό τους ρόλο σ' αυτή τη διαδικασία,¹² να ενσωματώσουν στις τιμές τους το κόστος του επιχειρείν και τον κίνδυνο που συνδέεται με την κλιματική αλλαγή, αλλά και να αξιολογήσουν τις νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες.

Σε αυτό το πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει αναγνωρίσει ότι η σωστή μέτρηση και εποπτεία των χρηματοοικονομικών κινδύνων που πηγάζουν από την κλιματική αλλαγή και τους περιβαλλοντικούς παράγοντες είναι αποφασιστικής σημασίας για την προώθηση της βιώσιμης ανάπτυξης και τη διαφύλαξη της σωστής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹³ Επιπλέον, σύμφωνα με την ενδιάμεση έκθεση¹⁴ της ομάδας εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη βιώσιμη χρηματοδότηση (Ιούλιος 2017), οι ευρωπαϊκές τράπεζες μπορούν να παίξουν σημαντικό ρόλο στη μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα (π.χ. μειώνοντας την έκθεση του ενεργητικού τους σε επενδύσεις υψηλών εκπομπών άνθρακα), ενώ οι εποπτικές αρχές από την πλευρά τους θα μπορούσαν να ρυθμίσουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις ανάλογα με τους κινδύνους βιωσιμότητας των επενδύσεων τις οποίες αφορούν τα στοιχεία ενεργητικού των τραπεζών. Στην ίδια έκθεση τονίζεται ότι το κανονιστικό πλαίσιο της προληπτικής εποπτείας μπορεί να ενδυναμωθεί με την εισαγωγή παραμέτρων βιωσιμότητας στη διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης (Πυλώνας I) και στη διαφάνεια και τη δημοσιοποίηση στοιχείων σχετικών με τους κινδύνους (Πυλώνας II).

12 Όπως αναφέρουν σε άρθρο τους οι Mark Carney (διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας) και Michael Bloomberg (πρόεδρος της ομάδας εργασίας για τη δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών θεμάτων που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή), "[...] η δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων είναι απαραίτητη, προκειμένου να υπάρξει μια λύση στην κλιματική αλλαγή η οποία θα βασίζεται στις αγορές. Μια αγορά που θα λειτουργεί σωστά θα ενσωματώνει στις τιμές της τους κινδύνους που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή και θα ανταμείβει τις επιχειρήσεις που τους μετριάζουν. Καθώς οι επιπτώσεις της γίνονται πιο συχνές και η δημόσια πολιτική πιο ενεργητική, η κλιματική αλλαγή αποτελεί πλέον έναν ουσιώδη κίνδυνο για τον οποίο δεν υπάρχει ορθή δημοσιοποίηση.", *The Guardian*, 14.12.2016 (<https://www.theguardian.com/commentisfree/2016/dec/14/bloomberg-carney-profit-from-climate-change-right-information-investors-deliver-solutions>).

13 Βλ. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.mepletter171010_Urtasun.en.pdf?utm_medium=email&utm_source=nefoundation&utm_content=8+-+response&utm_campaign=banks-22-Nov&source=banks-22-Nov.

14 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf.

2 ΕΚΠΟΜΠΕΣ ΑΕΡΙΩΝ ΤΟΥ ΘΕΡΜΟΚΗΠΙΟΥ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΕΕ-28¹⁸

Οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου για το σύνολο της ΕΕ-28 το 2015 ήταν κατά 23,6% κάτω από τα επίπεδα του 1990 (-1.337 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂), φθάνοντας στο χαμηλότερο επίπεδο της περιόδου 1990-2015. Η μείωση αυτή καταγράφηκε παρά την αύξηση κατά 50% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος την ίδια περίοδο. Αυτό οφείλεται εν

μέρει στην αύξηση των μεριδίων των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, στη χρήση καυσίμων μικρότερης έντασης σε άνθρακα στο ενεργειακό μίγμα, στη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης, στις διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία, καθώς και στην οικονομική

18 Η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ισλανδία συμφώνησαν να αναφέρουν από κοινού τις εθνικές εκπομπές τους αερίων του θερμοκηπίου κατά τη δεύτερη περίοδο δέσμευσης του Πρωτοκόλλου του Κιότο, όπως αντανακλάται και στη Συμφωνία της Ντόχα. Γι' αυτό και όπου εδώ γίνεται λόγος για "ΕΕ-28" νοείται ότι περιλαμβάνεται και η Ισλανδία.

κρίση. Ελαφρώς μεγαλύτερη ήταν η σωρευτική μείωση και για την περίοδο 1990-2016 (-24,2%, προσωρινά στοιχεία). Η ΕΕ λοιπόν είναι σε καλό δρόμο σχετικά με την κάλυψη των στόχων του 2020 για το κλίμα και την ενέργεια, καθώς οι εκπομπές αερίων του θερ-

μοκηπίου έχουν ήδη μειωθεί πέρα από το στόχο μείωσης κατά 20% σε σχέση με τα επίπεδα του 1990. Ωστόσο, οι εκτιμήσεις του Global Carbon Project υποδηλώνουν ότι υπήρξε πολύ μικρή μείωση το 2017 (βλ. ενότητα 1 του παρόντος κεφαλαίου).

Πίνακας Χ.1 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου¹

(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO₂)

Χώρες	1990	2015	Μεταβολή 2014-2015	Μεταβολή 2015-2016	Μεταβολή 1990-2015	Μεταβολή 1990-2016
	(εκατ. τόνοι)		(ποσοστιαίες μεταβολές)			
Αυστρία	78,8	78,9	3,2	0,5	0,1	0,5
Βέλγιο	146,3	117,4	2,9	0,6	-19,7	-19,2
Βουλγαρία	103,7	61,5	6,9	-5,0	-40,7	-43,7
Γαλλία	547,1	457,1	0,8	1,3	-16,5	-15,3
Γερμανία	1.250,9	901,9	-0,3	0,4	-27,9	-27,6
Δανία	70,4	48,3	-4,9	2,8	-31,3	-29,4
Ελλάδα	103,1	95,7	-3,7	-2,7	-7,1	-9,6
Εσθονία	40,4	18,0	-14,4	6,9	-55,3	-52,3
Ην. Βασίλειο	796,8	506,8	-3,7	-6,0	-36,4	-40,3
Ιρλανδία	56,1	59,9	3,7	4,0	6,7	11,0
Ισπανία	287,8	335,7	3,5	-3,5	16,6	12,5
Ισλανδία	3,5	4,5	1,9	0,0	28,1	28,1
Ιταλία	519,9	433,0	2,3	0,4	-16,7	-16,4
Κροατία	31,2	23,5	2,0	-3,9	-24,6	-27,5
Κύπρος	5,6	8,4	0,1	4,9	50,0	57,3
Λεττονία	26,2	11,3	1,0	-7,6	-56,8	-57,7
Λιθουανία	48,0	20,1	1,1	-4,6	-58,2	-60,1
Λουξεμβούργο	12,7	10,3	-4,5	-2,4	-19,3	-21,3
Μάλτα	2,4	2,2	-24,0	-13,5	-6,5	-19,2
Ολλανδία	221,4	195,2	4,1	0,7	-11,8	-11,2
Ουγγαρία	93,9	61,1	5,6	0,7	-34,9	-34,5
Πολωνία	467,9	385,8	0,8	1,3	-17,5	-16,4
Πορτογαλία	59,6	68,9	7,1	-3,5	15,7	11,6
Ρουμανία	246,3	116,4	0,9	-3,3	-52,7	-54,3
Σλοβακία	74,5	41,3	1,5	-0,6	-44,6	-44,9
Σλοβενία	18,6	16,8	1,3	4,1	-9,5	-5,8
Σουηδία	71,6	53,7	-0,3	-0,1	-25,1	-25,2
Τσεχία	197,9	127,9	1,0	-1,8	-35,4	-36,5
Φινλανδία	71,3	55,6	-6,0	5,8	-22,1	-17,6
ΕΕ-28 + Ισλανδία²	5.653,9	4.317,4	0,5	-0,7	-23,6	-24,2

Πηγές: European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2015 and inventory report 2017*. Για το 2016: European Environment Agency, *Approximated EU GHG inventory: Proxy GHG emission estimates for 2016*.

1 Σύνολο εκπομπών εξαιρουμένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία".

2 Η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ισλανδία συμφώνησαν να αναφέρουν από κοινού τις εθνικές τους εκπομπές αερίων θερμοκηπίου κατά τη δεύτερη περίοδο δέσμευσης του Πρωτοκόλλου του Κιότο, όπως αντανάκλαται και στη Συμφωνία της Ντόχα.

Οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου το 2016 παρουσίασαν σε ετήσια βάση μικρή μείωση 0,7%, έναντι μικρής αύξησης 0,5% το 2015 (βλ. Πίνακα Χ.1). Η μείωση μεταξύ του 2015 και του 2016 (-30,6 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂), έναντι αύξησης μεταξύ του 2014 και του 2015 κατά 23,2 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO₂, προήλθε κυρίως από τις μειώσεις των ρύπων στο Ην. Βασίλειο και στην Ισπανία (μερίδια συμμετοχής στους συνολικούς ρύπους: 11,7% και 7,8% αντίστοιχα). Οι μειώσεις στο Ην. Βασίλειο προέρχονται κατά κύριο λόγο από τον τομέα της ενέργειας και ειδικότερα από την αλλαγή καυσίμου από άνθρακα σε φυσικό αέριο, η οποία περιόρισε στο ήμισυ την κατανάλωση στερεών καυσίμων. Παρά τις σημαντικές μειώσεις στις παραπάνω χώρες, η συνολική μείωση των χωρών της ΕΕ-28 ήταν συγκρατημένη, καθώς στη Γαλλία και στη Γερμανία, που είναι οι δύο μεγαλύτεροι ρυπαντές, οι εκπομπές ρύπων αυξήθηκαν. Η αύξηση στη Γαλλία οφείλεται κυρίως στη μεγαλύτερη χρήση ενέργειας σε όλους τους τομείς του κλάδου παραγωγής ενέργειας, ενώ στη Γερμανία οφείλεται στη μεγαλύτερη χρήση ενέργειας στον κλάδο των μεταφορών.

Οι ρύποι μειώθηκαν στην πλειονότητα των κλάδων μεταξύ 1990 και 2015, με τις μεγαλύτερες μειώσεις να προέρχονται από την παραγωγή ηλεκτρισμού και θερμότητας, τη μεταποίηση και τον οικιακό τομέα (-373, -279 και -126 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂ αντίστοιχα) μεταξύ άλλων λόγω της βελτίωσης της ενεργειακής απόδοσης των εργοστασιακών μονάδων, καθώς και της εξοικονόμησης ενέργειας στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Στη μείωση των ρύπων που παρατηρήθηκε σε πολλούς βιομηχανικούς κλάδους επέδρασε και η οικονομική ύφεση που ξεκίνησε το 2008. Αντίθετα, οι κλάδοι των μεταφορών, της ψύξης και του κλιματισμού εμφάνισαν τις υψηλότερες αυξήσεις (142 και 97 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂ αντίστοιχα).¹⁹

Το 2015, για το μεγαλύτερο μέρος των αερίων του θερμοκηπίου που εκπέμπονται στην ΕΕ-28 ευθύνονταν η Γερμανία, το Ην. Βασίλειο, η Γαλλία και η Ιταλία, οι οποίες μείωσαν

το μερίδιό τους έναντι του 1990 (στο 53,2% από 55,1%), ενώ στην πλειοψηφία των χωρών καταγράφονται ποσοστά συμμετοχής κάτω του 2%.²⁰ Πάντως, η Γερμανία και το Ην. Βασίλειο την περίοδο 1990-2015 πραγματοποίησαν τις μεγαλύτερες απόλυτες μειώσεις (-349,0 και -290,1 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂ αντίστοιχα). Σημαντική όμως ήταν και η μείωση των ρύπων σε ορισμένες χώρες με μικρή συμβολή, όπως η Ρουμανία και η Τσεχία (-129,9 και -70,0 εκατ. τόνοι, με μερίδια συμμετοχής 2,7% και 3,0% αντίστοιχα).

Όσον αφορά την ποσοστιαία κατανομή των έξι αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ-28 το 2015, το διοξείδιο του άνθρακα (CO₂) κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο (81,2%), αυξημένο έναντι του 1990 (79,0%). Ακολουθούν με μικρότερα ποσοστά, 10,7% και 5,8% αντίστοιχα, το μεθάνιο (CH₄) και το υποξείδιο του αζώτου (N₂O), τα οποία μείωσαν τα αντίστοιχα ποσοστά τους σε σχέση με το 1990 (13,1% και 7,1%). Ταυτόχρονα, το διοξείδιο του άνθρακα εμφάνισε τη μεγαλύτερη μείωση, ενώ σημαντικές ήταν και οι μειώσεις του υπεροξειδίου του άνθρακα και του μεθανίου, αντικατοπτρίζοντας τα χαμηλότερα επίπεδα των εξορμητικών δραστηριοτήτων και τον περιορισμό των εκπομπών από τη διαχείριση των απορριμμάτων. Ειδικότερα, οι εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα διαμορφώθηκαν το 2015 σε 3.506 εκατ. τόνους (μείωση κατά 21,5% σε σχέση με το 1990), ενώ οι εκπομπές μεθανίου και υποξειδίου του αζώτου σε 464 και 250 τόνους ισοδύναμου CO₂ (μειωμένες κατά 37,2% και 37,3% αντίστοιχα έναντι του 1990).

Όπως φαίνεται στον Πίνακα Χ.2, οι δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια αποτελούν τη μεγαλύτερη πηγή αερίων του θερμοκηπίου, με ποσοστό 77,9% το 2015 για την ΕΕ-28 (3.362 εκατ. τόνοι ισοδύναμου

¹⁹ European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2015 and inventory report 2017*.

²⁰ Τα μερίδια συμμετοχής της Γερμανίας, του Ην. Βασιλείου, της Γαλλίας και της Ιταλίας το 2015 ήταν 20,9%, 11,7%, 10,6% και 10,0% αντίστοιχα (έναντι 22,1%, 14,0%, 9,7% και 9,2% το 1990). Οι χώρες με τη μικρότερη συμβολή είναι η Μάλτα, η Κύπρος, η Λεττονία, το Λουξεμβούργο, η Εσθονία και η Σλοβενία, με ποσοστά συμμετοχής που κυμαίνονται μεταξύ 0,1% και 0,4%.

Πίνακας Χ.2 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου ανά κατηγορία σε ΕΕ-28¹ και Ελλάδα

(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO₂)

	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΕΕ-28										
Ενέργεια	4.341	4.075	4.009	4.113	3.795	3.648	3.605	3.518	3.333	3.362
Βιομηχανικές διεργασίες	518	498	454	461	392	389	376	374	380	376
Γεωργία	549	479	465	441	426	427	425	428	435	438
Απόβλητα	241	246	231	203	170	164	159	151	145	140
Λοιπά	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Έμμεσες εκπομπές CO ₂	4,39	3,71	2,71	2,35	2,01	1,91	1,84	1,72	1,65	1,66
Σύνολο*	5.654	5.302	5.162	5.221	4.785	4.630	4.567	4.472	4.294	4.317
Ελλάδα										
Ενέργεια	77	82	97	107	93	92	88	78	74	71
Βιομηχανικές διεργασίες	11	14	15	15	12	10	11	12	12	12
Γεωργία	10	9	9	9	9	9	8	8	8	8
Απόβλητα	5	5	5	5	5	5	4	4	5	4
Σύνολο*	103,1	109,1	126,3	136,3	118,3	115,3	112,0	102,4	99,4	95,7

Πηγές: European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2015 and inventory report 2017*. Για την Ελλάδα: Ministry of Environment and Energy, *Climate Change Emissions Inventory*, April 2017.

1 Η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ισλανδία συμφώνησαν να αναφέρουν από κοινού τις εθνικές τους εκπομπές αερίων θερμοκηπίου κατά τη δεύτερη περίοδο δέσμευσης του Πρωτοκόλλου του Κιότο, όπως αντανακλάται και στη Συμφωνία της Ντόχα. Επομένως, ο όρος "ΕΕ-28" περιλαμβάνει και την Ισλανδία.

* Σύνολο εκπομπών εξαιρουμένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία".

CO₂). Δεύτερη σε σπουδαιότητα πηγή είναι η γεωργία με μερίδιο 10,1% (438 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂), ενώ ακολουθούν οι βιομηχανικές διεργασίες και τα απόβλητα, με μερίδια 8,7% και 3,2% (376 και 140 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂ αντίστοιχα).²¹

Στην Ελλάδα, μεταξύ 1990 και 2007 ήταν ανοδική η τάση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου – αντανακλώντας κυρίως τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου λόγω της οικονομικής ανάπτυξης και τη σημαντική μεγέθυνση του τομέα των υπηρεσιών. Αντίθετα, από το 2008 και μετά παρατηρήθηκε συνεχής πτωτική πορεία και το 2015 το επίπεδο των ρύπων έφθασε κάτω και από τα επίπεδα του 1990. Το 2016 συνεχίστηκε η μείωση των εκπομπών (-2,7%, έναντι -3,7% το 2015) και η Ελλάδα ήταν η χώρα που εμφάνισε την τέταρτη μεγαλύτερη απόλυτη μείωση (-2,5 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO₂). Η πτωτική τάση των εκπομπών την περίοδο 2008-2015 οφείλεται κυρίως στην οικονομική ύφεση, αλλά και στην επίδραση

των δράσεων μετριασμού (αύξηση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ), της ενεργειακής αποτελεσματικότητας και της βελτίωσης των μέσων μαζικής μεταφοράς). Η μείωση των εκπομπών προήλθε κυρίως από τις δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια και το 2015 οι εκπομπές αερίων από το συγκεκριμένο κλάδο αποτελούσαν το 74,2% των συνολικών ρύπων και ήταν μειωμένες κατά 7,6% σε σχέση με τα επίπεδα του 1990.²² Επίσης, το 2015 το διοξείδιο του άνθρακα αφορούσε το 78,3% των συνολικών εκπομπών, μειωμένο κατά 10,1% σε σχέση με τα επίπεδα του 1990, ενώ το μεθάνιο και το υποξείδιο του αζώτου είχαν μερίδια 10,7% και 4,7% και οι εκπομπές τους ήταν μειωμένες έναντι του 1990 κατά 6,3% και 39,3% αντίστοιχα.

²¹ Οι ετήσιες μεταβολές έναντι του 1990 ήταν -22,6% για τις δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια, -20,2% για τη γεωργία, -27,4% για τις βιομηχανικές διεργασίες και -41,9% για τα απόβλητα.

²² Δεύτερη σε σπουδαιότητα πηγή αερίων του θερμοκηπίου είναι οι βιομηχανικές διεργασίες με μερίδιο 12,4%, ενώ ακολουθούν η γεωργία και τα απόβλητα, με μερίδια 8,7% και 4,7% αντίστοιχα.

Όσον αφορά δράσεις σχετικές με το περιβάλλον, την ενέργεια και την κλιματική αλλαγή, καθώς και συναφείς νομοθετικές ρυθμίσεις, κατά τη διάρκεια του 2017 και τον Ιανουάριο του 2018 μεταξύ άλλων καταγράφονται οι εξής:

- Ιούλιος-Αύγουστος 2017: Προχωρεί στην Τήλο το βραβευμένο από την ΕΕ έργο TILOS, δηλαδή η κατασκευή του πρώτου υβριδικού σταθμού στην Ελλάδα, που θα συνδυάζει την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας από ΑΠΕ με την αποθήκευσή της σε μπαταρίες.²³ Ανάλογο έργο προωθείται στην περιοχή Αμαρίου Ρεθύμνης.²⁴

- 6 Οκτωβρίου 2017: Πραγματοποιείται συνάντηση της Ομάδας Εργασίας της Επιτροπής Ενέργειας της Ακαδημίας Αθηνών με θέμα “Ενεργειακές προοπτικές της Ελλάδας το 2030 με ορίζοντα το 2050”.²⁵

- 17 Ιανουαρίου 2018: Ψηφίζεται ο ν. 4513/2018 για τις ενεργειακές κοινότητες, που αποσκοπεί στην υποστήριξη της καινοτομίας, τη βελτίωση της ενεργειακής αποδοτικότητας, την ενίσχυση της διείσδυσης των ΑΠΕ και της αυτοπαραγωγής, την αύξηση της τοπικής αποδοχής των έργων ΑΠΕ, τη μείωση του ενεργειακού κόστους για νοικοκυριά και ΜΜΕ και την ενίσχυση της αλληλεγγύης και της κοινωνικής οικονομίας.

3 ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΜΕΚΑ ΤΟ 2017

Οι δράσεις της Επιτροπής Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος εστιάστηκαν και το 2017 στα θέματα της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή.

Εθνικό Συμβούλιο για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή (ΕΣΠ)

Το Σεπτέμβριο του 2017 συστάθηκε²⁶ το Εθνικό Συμβούλιο για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή (ΕΣΠ), στο οποίο από την

ΕΜΕΚΑ συμμετέχουν οι καθηγητές Χ. Ζερεφός, Ι. Ζιώμας και Ε. Σαρτζετάκης. Το ΕΣΠ αποτελεί το κεντρικό γνωμοδοτικό όργανο του κράτους για το συντονισμό, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση των πολιτικών προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή.²⁷

Life Integrated Projects 2017: Ενίσχυση της εφαρμογής των πολιτικών προσαρμογής σε ολόκληρη την Ελλάδα

Στη νέα πρόταση χρηματοδότησης έργου οκταετούς διάρκειας από το ευρωπαϊκό πρόγραμμα LIFE IP που υπέβαλε το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας αποδίδεται ιδιαίτερη σημασία στη συμμετοχή της ΕΜΕΚΑ.

Τιμητικές διακρίσεις το 2017

- Το Ευρωπαϊκό Κέντρο Περιβαλλοντικής Έρευνας και Κατάρτισης του Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών απένειμε στην ΕΜΕΚΑ τιμητικό βραβείο για τη λίαν επιτυχή συμμετοχή της στον τομέα της κατάρτισης του Εθνικού Σχεδιασμού και της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή.

- Το QualityNet Foundation, στο πλαίσιο του θεσμού Bravo Sunstainability Awards, ο οποίος εντάσσεται στην Προτοβουλία

²³ “Η Τήλος αλλάζει τα δεδομένα στην ενέργεια”, *Το Βήμα*, 23.7.2017. Επίσης: “Tilos, la petite ile grecque pleine d’énergie”, *Le Monde*, 24.8.2017.

²⁴ “Ο υβριδικός σταθμός που θα δίνει καθαρή ενέργεια στην Κρήτη”, *Τα Νέα*, 13.1.2018.

²⁵ Δελτίο τύπου της Ακαδημίας Αθηνών, συνοδευόμενο από σύνοψη των πορισμάτων και εισηγήσεων της συνάντησης, 21.11.2017, <http://www.academyofathens.gr/el/announcements/press-releases/20171121>.

²⁶ Σύμφωνα με την υπουργική απόφαση 4 που δημοσιεύθηκε στο ΦΕΚ Β’ 3246/15.9.2017 και το άρθρο 44 του ν. 4414/2016.

²⁷ Στις αρμοδιότητές του περιλαμβάνονται: (α) η εξειδίκευση των πολιτικών προσαρμογής με βάση διεθνείς συμφωνίες και πολιτικές της ΕΕ και η εισήγηση σχετικών πολιτικών, μέτρων, δράσεων ή/και απαραίτητων νομοθετικών ρυθμίσεων, (β) η εξειδίκευση τυχόν οριζόντιων πολιτικών που περιλαμβάνονται στην Εθνική Στρατηγική για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή (ΕΣΠΚΑ) και ιδίως αυτών που αφορούν θέματα ευαισθητοποίησης, ενημέρωσης και εκπαίδευσης, (γ) η παροχή γνώμης για την αναθεώρηση ή τροποποίηση της ΕΣΠΚΑ και των Περιφερειακών Σχεδίων για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή (ΠεΣΠΚΑ), (δ) η γνωμοδότηση για κάθε θέμα σχετικό με την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, που παραπέμπεται σε αυτό από τον Υπουργό Περιβάλλοντος και Ενέργειας.

Sustainable Greece 2020 και έχει ως στόχο να ενθαρρύνει το διάλογο για τα θέματα βιώσιμης ανάπτυξης και υπεύθυνης επιχειρηματικότητας στη χώρα μας, απένειμε την τιμητική διάκριση Βιώσιμης Ανάπτυξης στην Τράπεζα της Ελλάδος για τη σύσταση της ΕΜΕΚΑ.

Εκπόνηση νέας μελέτης

Η ερευνητική ομάδα της ΕΜΕΚΑ, σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ανέλαβε την εκπόνηση μελέτης με θέμα “Οικονομική πολιτική (περιλαμβανομένης της νομισματικής πολιτικής) και κλιματική αλλαγή”, που προβλέπεται να ολοκληρωθεί σε δύο χρόνια. Στόχος της μελέτης είναι η δημιουργία ενός δυναμικού-στοχαστικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας (DSGE) για τη διερεύνηση της σχέσης της οικονομίας με την κλιματική μεταβολή και τις αντίστοιχες πολιτικές. Αυτό θα έχει τη δομή ενός ολοκληρωμένου υποδείγματος αξιολόγησης (Integrated Assessment Model – IAM). Τέτοιου τύπου υποδείγματα περιλαμβάνουν δύο αλληλεπιδρώντα πεδία, στην περίπτωσή μας την οικονομία και το κλίμα. Η καινοτομία της μελέτης είναι ότι στην ενότητα της οικονομίας θα ενσωματώνεται και ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας. Η επιλογή αυτή αναμένεται να συμβάλει στην προώθηση της κλιματικής μακροοικονομικής θεωρίας και να συνεισφέρει νέες ιδέες στο σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής. Έχει ήδη ολοκληρωθεί η πρώτη φάση της μελέτης, ενώ προετοιμάζεται σχετική έκδοση στη σειρά ειδικών μελετών της Τράπεζας.

Ετήσιο Συνέδριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οικονομολόγων του Περιβάλλοντος και των Φυσικών Πόρων (EAERE 2017)

Η ΕΜΕΚΑ συμμετείχε στο 23ο Ετήσιο Συνέδριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οικονομολόγων του Περιβάλλοντος και των Φυσικών Πόρων (EAERE 2017), διοργανώνοντας τη συνεδρία με θέμα “Κλιματική Αλλαγή στην Ελλάδα: Επιπτώσεις και Πολιτικές”, που έγινε στην Αθήνα στις 28.6-1.7.2017. Στο συνέδριο συμμετείχαν 800 οικονομολόγοι, υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής και ερευνητές από όλον τον κόσμο, ενώ μεταξύ των ομιλητών ήταν και ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος.²⁸

Δίκτυο Λύσεων των Ηνωμένων Εθνών για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (Sustainable Development Solutions Network – SDSN)

Το Δίκτυο Λύσεων των Ηνωμένων Εθνών για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (UNSDSN) προωθεί την πρακτική επίλυση προβλημάτων για την αειφόρο ανάπτυξη, συμπεριλαμβανομένων του σχεδιασμού και της εφαρμογής των 17 Στόχων Αειφόρου Ανάπτυξης (SDGs), όπως εγκρίθηκαν το 2015 από τα Ηνωμένα Έθνη. Στο πλαίσιο της έναρξης στην Αθήνα των εργασιών του Ελληνικού Δικτύου (SDSN Greece), η ΕΜΕΚΑ διοργάνωσε στις 7.9.2017 τη συνεδρία “Κλιματική αλλαγή: πολιτικές περιορισμού και προσαρμογής στη Μεσόγειο”.

²⁸ Με θέμα “Κλιματική αλλαγή: προκλήσεις, κίνδυνοι και ευκαιρίες”. Βλ. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/Speeches/DispItem.aspx?Item_ID=446&List_ID=b2e9402e-db05-4166-9f09-e1b26a1c6f1b.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ
ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

ΚΑΙ Η ΕΚΘΕΣΗ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΩΝ



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
ΕΚΘΕΣΗ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΩΝ	5-9
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ.....	10-11
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	12
ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	13-65

Προς τους Μετόχους της ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

Έκθεση επί του Ελέγχου επί των Οικονομικών Καταστάσεων

Γνώμη

Έχουμε ελέγξει τις οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (η Τράπεζα), οι οποίες αποτελούνται από τον ισολογισμό της 31ης Δεκεμβρίου 2017, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και τον πίνακα διάθεσης κερδών της χρήσεως που έληξε την ημερομηνία αυτή, καθώς και τις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων που περιλαμβάνουν και περιήληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών και μεθόδων.

Κατά τη γνώμη μας, οι συνημμένες οικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν εύλογα, από κάθε ουσιώδη άποψη, την οικονομική θέση της Τράπεζας της Ελλάδος κατά την 31η Δεκεμβρίου 2017 και την χρηματοοικονομική της επίδοση για την χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές που έχει καθορίσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), με την “Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2016/2249 της 3.11.2016 (ΕΚΤ/2016/34)”, όπως αυτές έχουν υιοθετηθεί από την Τράπεζα στο άρθρο 54Α του Καταστατικού της και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες της ΕΚΤ.

Βάση για γνώμη

Διενεργήσαμε τον έλεγχο μας σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου (ΔΠΕ). Οι ευθύνες μας, σύμφωνα με τα πρότυπα αυτά περιγράφονται περαιτέρω στο τμήμα της έκθεσής μας “Ευθύνες ελεγκτή για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων”. Είμαστε ανεξάρτητοι από την Τράπεζα σύμφωνα με τον Κώδικα Δεοντολογίας για Επαγγελματίες Ελεγκτές - Λογιστές του Συμβουλίου Διεθνών Προτύπων Δεοντολογίας Ελεγκτών (Κώδικας IESBA) και τις απαιτήσεις δεοντολογίας που σχετίζονται με τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων στην Ελλάδα και έχουμε εκπληρώσει τις δεοντολογικές μας υποχρεώσεις σύμφωνα με τις απαιτήσεις αυτές και με τον Κώδικα IESBA. Πιστεύουμε ότι τα ελεγκτικά τεκμήρια που έχουμε αποκτήσει είναι επαρκή και κατάλληλα για να παρέχουν βάση για τη γνώμη μας.

Σημαντικότερα θέματα ελέγχου

Τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου είναι εκείνα τα θέματα που, κατά την επαγγελματική μας κρίση, ήταν εξέχουσας σημασίας στον έλεγχο μας επί των οικονομικών καταστάσεων της τρέχουσας χρήσεως. Τα θέματα αυτά αντιμετωπίστηκαν στο πλαίσιο του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων ως σύνολο, για τη διαμόρφωση της γνώμης μας επί αυτών και δεν εκφέρουμε ξεχωριστή γνώμη για τα θέματα αυτά.

Σημαντικότερα θέματα ελέγχου	Πώς αξιολογήσαμε κατά τον έλεγχο μας τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου
Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων	
Εξαιτίας της σημαντικότητας του μεγέθους των προβλέψεων αυτών στις οικονομικές καταστάσεις, της πολυπλοκότητας της διαδικασίας εκτίμησης καθώς και της άσκησης κρίσιμων κρίσεων και εκτιμήσεων θεωρήσαμε ότι οι προβλέψεις αποτελούν μια σημαντική περιοχή για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας. (Παθητικό - Σημείωση 12 “Προβλέψεις” των οικονομικών καταστάσεων)	<p>Αξιολογήσαμε τις πολιτικές, την μεθοδολογία και τις εσωτερικές δικλίδες ελέγχου που έχει υιοθετήσει η Τράπεζα σχετικά με την εκτίμηση προβλέψεων.</p> <p>Αξιολογήσαμε αν η μεθοδολογία, που έχει χρησιμοποιηθεί για τη επιμέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων, έχει εφαρμοστεί κατάλληλα και με συνέπεια.</p> <p>Αξιολογήσαμε την καταλληλότητα και το εύλογο των σημαντικών παραδοχών και μοντέλων που χρησιμοποιήθηκαν για την επιμέτρηση των κινδύνων. Στην διαδικασία της αξιολόγησης αυτής χρησιμοποιήσαμε ειδικούς εμπειρογνώμονες (risk specialists).</p>

Πρόβλεψη για δαπάνες παροχών προς ασφαλισμένους

Η εκτίμηση της επάρκειας της πρόβλεψης για δαπάνες παροχών ασφαλισμένων περιλαμβάνει την χρήση σημαντικών παραδοχών και αναλογιστικών υποθέσεων, όπως το εφαρμοστέο θεσμικό πλαίσιο, το επιτόκιο προεξόφλησης, την μελλοντική αύξηση αποδοχών και συντάξεων και ως εκ τούτου θεωρήσαμε ότι αποτελεί σημαντική περιοχή για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας (Παθητικό - Σημείωση 12 “Προβλέψεις” των οικονομικών καταστάσεων).

Αξιολογήσαμε την μεθοδολογία και τις εσωτερικές δικλίδες ελέγχου που έχει υιοθετήσει η Τράπεζα σχετικά με την εκτίμηση της πρόβλεψης για τις δαπάνες παροχών προς ασφαλισμένους.

Αξιολογήσαμε αν η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε έχει εφαρμοστεί κατάλληλα και με συνέπεια.

Αξιολογήσαμε την καταλληλότητα και το εύλογο των σημαντικών παραδοχών και αναλογιστικών υποθέσεων που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση της πρόβλεψης για δαπάνες παροχών προς ασφαλισμένους, όπως το θεσμικό πλαίσιο, το προεξοφλητικό επιτόκιο και την μελλοντική αύξηση αποδοχών και συντάξεων. Στην διαδικασία της αξιολόγησης αυτής χρησιμοποιήσαμε ειδικούς εμπειρογνώμονες (αναλογιστές).

Ελέγξαμε την ακρίβεια και την πληρότητα των υποκείμενων δεδομένων που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της πρόβλεψης και σε δειγματοληπτική βάση ελέγξαμε την ακρίβεια των δεδομένων αυτών.

Άλλα θέματα

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας για την προηγούμενη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2016 ελέγχθηκαν από άλλο τακτικό ελεγκτή - Ορκωτό Ελεγκτή - Λογιστή, ο οποίος εξέδωσε έκθεση ελέγχου με μη διαφοροποιημένη γνώμη, την 20η Ιανουαρίου 2017.

Πληροφορίες πέραν των οικονομικών καταστάσεων και της έκθεσης του ελεγκτή επί αυτών

Η Διοίκηση είναι υπεύθυνη για τις άλλες πληροφορίες. Οι άλλες πληροφορίες παρουσιάζονται στην Έκθεση του Διοικητή χρήσης 2017, αλλά δεν αφορούν στις οικονομικές καταστάσεις και την έκθεση του ελεγκτή επί αυτών. Η Έκθεση του Διοικητή αναμένεται να τεθεί στην διάθεση μας μετά την ημερομηνία της έκθεσης ελέγχου.

Η γνώμη μας επί των οικονομικών καταστάσεων δεν καλύπτει τις παραπάνω άλλες πληροφορίες και δεν εκφέρουμε οποιοδήποτε μορφής συμπέρασμα διασφάλισης επί αυτών.

Σε συνδυασμό με τον έλεγχό μας επί των οικονομικών καταστάσεων, η ευθύνη μας είναι να διαβάσουμε τις άλλες πληροφορίες όταν τεθούν υπόψιν μας, όπως ορίστηκαν ανωτέρω, έτσι ώστε να εξετάσουμε αν οι άλλες πληροφορίες είναι ουσιωδώς ασυνεπείς με τις οικονομικές καταστάσεις ή με τη γνώση που έχουμε αποκτήσει κατά τον έλεγχο, ή διαφαίνεται να είναι ουσιωδώς εσφαλμένες.

Εάν, όταν διαβάσουμε την Έκθεση του Διοικητή, καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ουσιώδες σφάλμα σε αυτή, έχουμε την υποχρέωση να γνωστοποιήσουμε το θέμα στους υπευθύνους για τη διακυβέρνηση της Τράπεζας.

Ευθύνες της Διοίκησης και των υπευθύνων για τη διακυβέρνηση για τις Οικονομικές Καταστάσεις

Η Διοίκηση έχει την ευθύνη για την κατάρτιση και εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές που έχει καθορίσει η ΕΚΤ, όπως αυτές έχουν υιοθετηθεί από την Τράπεζα στο άρθρο 54Α του Καταστατικού της και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες της ΕΚΤ και για εκείνες τις

δικλίδες εσωτερικού ελέγχου που η Διοίκηση καθορίζει ως απαραίτητες, ώστε να καθίσταται δυνατή η κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων απαλλαγμένων από ουσιώδες σφάλμα, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος.

Κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, η Διοίκηση είναι υπεύθυνη για την αξιολόγηση της ικανότητας της Τράπεζας να συνεχίσει την δραστηριότητα της, γνωστοποιώντας, όπου συντρέχει τέτοια περίπτωση, τα θέματα που σχετίζονται με τη συνεχιζόμενη δραστηριότητα και την χρήση της λογιστικής βάσης της συνεχιζόμενης δραστηριότητας.

Οι υπεύθυνοι για την διακυβέρνηση έχουν την ευθύνη εποπτείας της διαδικασίας οικονομικής αναφοράς της Τράπεζας.

Ευθύνες Ελεγκτή για τον Έλεγχο των Οικονομικών Καταστάσεων

Οι στόχοι μας, είναι να αποκτήσουμε εύλογη διασφάλιση για το κατά πόσον οι οικονομικές καταστάσεις στο σύνολο τους είναι απαλλαγμένες από ουσιώδες σφάλμα, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος και να εκδώσουμε έκθεση ελεγκτή, η οποία περιλαμβάνει τη γνώμη μας. Η εύλογη διασφάλιση συνιστά διασφάλιση υψηλού επιπέδου, αλλά δεν είναι εγγύηση ότι ο έλεγχος που διενεργείται σύμφωνα με τα ΔΠΕ, θα εντοπίζει πάντα ένα ουσιώδες σφάλμα, όταν αυτό υπάρχει. Σφάλματα δύναται να προκύψουν από απάτη ή από λάθος και θεωρούνται ουσιώδη όταν, μεμονωμένα ή αθροιστικά, θα μπορούσε εύλογα να αναμένεται ότι θα επηρέαζαν τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών που λαμβάνονται με βάση αυτές τις οικονομικές καταστάσεις.

Κατά τον έλεγχο μας, σύμφωνα με τα ΔΠΕ, ασκούμε επαγγελματική κρίση και διατηρούμε επαγγελματικό σκεπτικισμό καθ' όλη τη διάρκεια του ελέγχου. Επίσης:

- Εντοπίζουμε και αξιολογούμε τους κινδύνους ουσιώδους σφάλματος στις οικονομικές καταστάσεις, που οφείλεται είτε σε απάτη, είτε σε λάθος, σχεδιάζοντας και διενεργώντας ελεγκτικές διαδικασίες που ανταποκρίνονται στους κινδύνους αυτούς και αποκτούμε ελεγκτικά τεκμήρια που είναι επαρκή και κατάλληλα για να παρέχουν βάση για τη γνώμη μας. Ο κίνδυνος μη εντοπισμού ουσιώδους σφάλματος που οφείλεται σε απάτη είναι υψηλότερος από αυτόν που οφείλεται σε λάθος, καθώς η απάτη μπορεί να εμπεριέχει συμπαιγνία, πλαστογραφία, εσκεμμένες παραλείψεις, ψευδείς διαβεβαιώσεις ή παράκαμψη των εσωτερικών δικλίδων ελέγχου.
- Κατανοούμε τις εσωτερικές δικλίδες ελέγχου που σχετίζονται με τον έλεγχο, με σκοπό το σχεδιασμό ελεγκτικών διαδικασιών κατάλληλων για τις περιστάσεις, αλλά όχι με σκοπό την διατύπωση γνώμης επί της αποτελεσματικότητας των εσωτερικών δικλίδων ελέγχου της Τράπεζας.
- Αξιολογούμε την καταλληλότητα των λογιστικών πολιτικών και μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν και του εύλογου των λογιστικών εκτιμήσεων και των σχετικών γνωστοποιήσεων που έγιναν από τη Διοίκηση.
- Συμπεραίνουμε για τη καταλληλότητα της χρήσης από τη Διοίκηση της λογιστικής αρχής της συνεχιζόμενης δραστηριότητας και, με βάση τα ελεγκτικά τεκμήρια για το εάν υπάρχει ουσιώδης αβεβαιότητα σχετικά με γεγονότα ή συνθήκες που μπορεί να υποδηλώνουν ουσιώδη αβεβαιότητα, ως προς την ικανότητα της Τράπεζας να συνεχίσει την δραστηριότητά της. Εάν συμπεράνουμε ότι υφίσταται ουσιώδης αβεβαιότητα, είμαστε υποχρεωμένοι στην έκθεση μας να επιστήσουμε την προσοχή στις σχετικές γνωστοποιήσεις των οικονομικών καταστάσεων, ή εάν αυτές οι γνωστοποιήσεις είναι ανεπαρκείς να διαφοροποιήσουμε τη γνώμη μας. Τα

συμπεράσματα μας βασίζονται σε ελεγκτικά τεκμήρια που αποκτήθηκαν μέχρι την ημερομηνία της έκθεσης ελέγχου. Ωστόσο, μελλοντικά γεγονότα ή συνθήκες ενδέχεται να έχουν ως αποτέλεσμα η Τράπεζα να παύσει να λειτουργεί ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα.

- Αξιολογούμε τη συνολική παρουσίαση, δομή και περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένων των γνωστοποιήσεων, και κατά πόσο οι οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν τις υποκείμενες συναλλαγές και τα γεγονότα με τρόπο που να επιτυγχάνεται η εύλογη παρουσίαση.

Μεταξύ άλλων θεμάτων, κοινοποιούμε στους υπευθύνους για τη διακυβέρνηση της Τράπεζας, το σχεδιαζόμενο εύρος, το χρονοδιάγραμμα καθώς και τα σημαντικά ευρήματα του ελέγχου, συμπεριλαμβανομένων τυχόν σημαντικών αδυναμιών στις εσωτερικές δικλίδες ελέγχου, που εντοπίσαμε κατά τη διάρκεια του ελέγχου μας.

Επιπλέον, δηλώνουμε προς τους υπευθύνους για τη διακυβέρνηση της Τράπεζας, ότι έχουμε συμμορφωθεί με τις σχετικές απαιτήσεις δεοντολογίας περί ανεξαρτησίας και γνωστοποιούμε σε αυτούς όλες τις σχέσεις και άλλα θέματα που μπορεί εύλογα να θεωρηθεί ότι επηρεάζουν την ανεξαρτησία μας και τα σχετικά μέτρα προστασίας, όπου συντρέχει τέτοια περίπτωση.

Από τα θέματα που γνωστοποιήθηκαν στους υπευθύνους για τη διακυβέρνηση της Τράπεζας, καθορίζουμε τα θέματα που ήταν εξέχουσας σημασίας για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της τρέχουσας χρήσης και ως εκ τούτου αποτελούν τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου. Περιγράφουμε τα θέματα αυτά στην έκθεση ελεγκτή, εκτός εάν νόμος ή κανονισμός αποκλείει τη δημοσιοποίηση ενός θέματος ή όταν, σε εξαιρετικά σπάνιες περιπτώσεις, διαπιστώσουμε ότι ένα θέμα δεν θα έπρεπε να γνωστοποιηθεί με την έκθεσή μας, διότι ενεργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο θα αναμενόταν εύλογα ότι οι αρνητικές επιπτώσεις θα υπερτερούσαν από τα οφέλη δημοσίου συμφέροντος μιας τέτοιας δημοσιοποίησης.

Έκθεση επί Άλλων Νομικών και Κανονιστικών Απαιτήσεων

- 1) Λαμβάνοντας υπόψη ότι η Διοίκηση έχει την ευθύνη για την κατάρτιση την Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου χρήσης 2017, κατ' εφαρμογή των διατάξεων της παραγράφου 5 του άρθρου 2 του Ν. 4336/2015 (μέρος Β), σημειώνουμε ότι:
 - α) κατά τη γνώμη μας, το περιεχόμενο της Έκθεσης Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου χρήσης 2017 έχει συνταχθεί σύμφωνα με το Καταστατικό της Τράπεζας και τις διατάξεις του 43α του Κ.Ν.2190/1920 αντιστοιχεί με τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις της χρήσης που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2017.
 - β) με βάση τη γνώση που αποκτήσαμε κατά τον έλεγχό μας, για την Τράπεζα της Ελλάδος και το περιβάλλον της, δεν έχουμε εντοπίσει ουσιώδες σφάλμα στην Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου χρήσης 2017.
- 2) Η γνώμη μας επί των οικονομικών καταστάσεων είναι συνεπής με τη Συμπληρωματική Έκθεσή μας προς την Επιτροπή Ελέγχου της Τράπεζας, σύμφωνα με το άρθρο 11 του Κανονισμού 537/2014.
- 3) Διοριστήκαμε για πρώτη φορά ως τακτικοί ελεγκτές - Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές της Τράπεζας με την από 24 Φεβρουαρίου 2017 απόφαση της ετήσιας τακτικής γενικής συνέλευσης

των μετόχων της Τράπεζας. Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας για την προηγούμενη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2016 ελέγχθηκαν από άλλο τακτικό ελεγκτή - Ορκωτό Ελεγκτή - Λογιστή, ο οποίος εξέδωσε έκθεση ελέγχου με μη διαφοροποιημένη γνώμη, την 20η Ιανουαρίου 2017.

- 4) Δεν έχουμε παράσχει μη ελεγκτικές υπηρεσίες, οι οποίες σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 1 του Κανονισμού ΕΕ αριθ. 537/2014 απαγορεύονται και παραμείναμε ανεξάρτητοι από την Τράπεζα καθ' όλη τη διάρκεια διενέργειας του ελέγχου μας.
- 5) Δεν έχουμε παράσχει υπηρεσίες προς την Τράπεζα της Ελλάδος, επιπρόσθετα του τακτικού ελέγχου, κατά την περίοδο από 1^η Ιανουαρίου 2017 μέχρι την ημερομηνία αυτής της έκθεσης ελέγχου και πέραν των όσων γνωστοποιούνται στην σημείωση “Υπηρεσίες ανεξάρτητου Ορκωτού Ελεγκτή – Λογιστή” των οικονομικών καταστάσεων.

22 Ιανουαρίου 2018

Δέσποινα Ξενάκη
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 14161
Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών
Ελεγκτών Λογιστών
Φραγκοκκλησιάς 3α & Γρανικού
151 25 Μαρούσι
Α.Μ. ΣΟΕΛ: Ε 120

Μιχάλης Καραβάς
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 13371
Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών
Ελεγκτών Λογιστών
Φραγκοκκλησιάς 3α & Γρανικού
151 25 Μαρούσι
Α.Μ. ΣΟΕΛ: Ε 120

Στην Ελλάδα, η “Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών”, η “Deloitte Business Solutions Ανώνυμη Εταιρία Συμβούλων Επιχειρήσεων” και η “Deloitte Accounting Compliance & Reporting Services A.E.” (από κοινού εφεξής “Deloitte Ελλάδας”) είναι υπό-αδειούχοι της Deloitte Touche Tohmatsu Limited, μιας ιδιωτικής Βρετανικής εταιρίας περιορισμένης ευθύνης (“DTTL”), της οποίας οι εταιρίες-μέλη είναι νομικά χωριστές και ανεξάρτητες οντότητες. Η Deloitte Ελλάδας μαζί με την Deloitte Ιταλίας ανήκουν πλέον και λειτουργούν υπό την εταιρία μέλος του δικτύου της Deloitte στην Κεντρική Μεσόγειο. Παρακαλούμε επισκεφθείτε την ιστοσελίδα www.deloitte.com/about για να ενημερωθείτε για το παγκόσμιο δίκτυο των εταιριών μελών μας.

ΑΡ. Γ.Ε.ΜΗ.: 001223601000

© 2018 Όλα τα δικαιώματα κατοχυρωμένα.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31^{ης} ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2017

ΕΤΟΣ ΕΝΕΝΗΚΟΣΤΟ

(σε ευρώ)

Ε Ν Ε Ρ Γ Η Τ Ι Κ Ο	31.12.2017	31.12.2016
1. Χρησός και απαιτήσεις σε χρυσό	5.190.832.297	5.261.753.291
2. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	2.597.159.265	2.578.715.907
2.1 Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)	685.692.703	737.322.397
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις	1.911.466.562	1.841.393.510
3. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	271.455.735	204.874.084
3.1 Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης	15.920.425	16.419.464
3.2 Λοιπές απαιτήσεις	255.535.310	188.454.620
4. Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	23.489	23.659
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια	23.489	23.659
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
5. Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	12.059.000.000	22.953.000.000
5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	680.000.000	15.430.000.000
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	11.100.000.000	7.500.000.000
5.3 Αντιστρεπτέες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτέες πράξεις	0	0
5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	279.000.000	23.000.000
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων	0	0
6. Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ	21.614.898.570	43.665.037.526
7. Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ	73.944.793.921	57.197.297.804
7.1 Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	60.624.764.994	42.484.409.198
7.2 Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ	13.320.028.927	14.712.888.606
8. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης	5.717.976.316	6.353.182.528
9. Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος	1.914.063.363	1.854.318.415
9.1 Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ	564.765.496	564.765.496
9.2 Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ	1.178.260.606	1.178.260.606
9.3 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ	0	0
9.4 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δόσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	0	0
9.5 Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	171.037.261	111.292.313
10. Στοιχεία ενεργητικού υπό τακτοποίηση	85.254	0
11. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	2.130.224.128	2.316.135.103
11.1 Κέρματα ζώνης ευρώ	63.463.487	59.834.993
11.2 Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού	564.103.667	792.236.542
11.3 Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού	97.185.041	95.176.220
11.4 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού	102.453	45.122
11.5 Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα	817.745.677	779.083.565
11.6 Λοιπά στοιχεία	587.623.803	589.758.661
Σ Υ Ν Ο Λ Ο Ε Ν Ε Ρ Γ Η Τ Ι Κ Ο Υ	125.440.512.338	142.384.338.317

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	31.12.2017	31.12.2016
1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	31.111.777.700	29.929.190.200
2. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής	1.959.800.623	907.409.514
2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)	1.959.800.623	876.909.514
2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	0	0
2.3 Καταθέσεις προθεσμίας	0	0
2.4 Αντιστρεπτέες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	0	30.500.000
3. Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ	0	0
4. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ	12.397.028.127	9.527.107.565
4.1 Γενική κυβέρνηση	11.090.282.518	8.269.754.053
4.2 Λοιπές υποχρεώσεις	1.306.745.609	1.257.353.512
5. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	2.423.950.875	2.461.327.349
6. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	711.599.699	751.912.348
7. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	2.415	2.754
7.1 Καταθέσεις και λοιπές υποχρεώσεις	2.415	2.754
7.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
8. Λογαριασμός ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ	0	0
9. Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος	64.160.258.188	85.571.386.262
9.1 Υποχρεώσεις συνδεόμενες με την έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ	0	0
9.2 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ	4.758.609.980	13.314.137.100
9.3 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δόσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	59.401.648.208	72.257.249.162
9.4 Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	0	0
10. Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση	913.852	1.004.753
11. Λοιπές υποχρεώσεις	1.068.668.202	1.226.620.075
11.1 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού	544	21.829
11.2 Δεδουλευμένα έξοδα και προεπισπραχθέντα έσοδα	71.722.619	26.548.519
11.3 Λοιπά στοιχεία	996.945.039	1.200.049.727
12. Προβλέψεις	7.600.331.097	7.477.308.544
13. Λογαριασμοί αναπροσαρμογής	3.412.541.786	3.715.573.000
14. Μετοχικό Κεφάλαιο και Αποθεματικά	593.639.774	815.495.953
14.1 Μετοχικό κεφάλαιο	111.243.362	111.243.362
14.2 Τακτικό αποθεματικό	111.243.362	111.243.362
14.3 Έκτακτο αποθεματικό	84.500.000	84.500.000
14.4 Ειδικό αποθεματικό από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων	285.443.789	507.247.856
14.5 Λοιπά ειδικά αποθεματικά	1.209.261	1.261.373
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	125.440.512.338	142.384.338.317

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

(σε ευρώ)

	2017	2016
1. Καθαροί τόκοι - έσοδα	1.157.858.591	1.494.479.484
1.1 Τόκοι - έσοδα	1.199.436.654	1.513.993.949
1.2 Τόκοι - έξοδα	-41.578.063	-19.514.465
2. Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, αποσβέσεις και προβλέψεις για κινδύνους	12.676.418	17.841.267
2.1 Πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις	12.676.418	17.841.267
2.2 Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων	-4.530.231	-32.995.688
2.3 Μεταφορά από πρόβλεψη έναντι πιστωτικών κινδύνων και κινδύνων από τη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του χρυσού	4.530.231	32.995.688
3. Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	78.042.738	81.860.972
3.1 Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	80.936.433	84.141.588
3.2 Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες	-2.893.695	-2.280.616
4. Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές	38.841.503	38.863.345
5. Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος	140.265.261	82.785.679
6. Λοιπά έσοδα	14.021.505	12.426.688
Σύνολο καθαρών εσόδων	1.441.706.016	1.728.257.435
7. Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών	-268.665.229	-258.636.323
8. Λοιπές δαπάνες διαχείρισης	-53.937.156	-48.939.789
9. Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων παγίων στοιχείων ενεργητικού	-14.742.577	-14.948.548
10. Δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος	-1.610.438	-8.939.682
11. Λοιπά έξοδα	-52.341.066	0
12. Προβλέψεις	-108.609.347	-304.443.890
Σύνολο εξόδων	-499.905.813	-635.908.232
ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ	941.800.203	1.092.349.203

ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

(Άρθρο 71 του Καταστατικού)

(σε ευρώ)

	2017	2016
Μέρισμα προς πληρωμή: 0,47712 ευρώ ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές	9.477.934	9.477.934
Φόρος μερισμάτων (συντελεστής 29%, άρθρα 47 και 58 του Ν. 4172/2013, όπως ισχύουν)	3.871.269	3.871.269
Υπόλοιπο περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	928.451.000	1.079.000.000
	941.800.203	1.092.349.203

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

I. ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος καταρτίζονται, σύμφωνα με το άρθρο 54Α του Καταστατικού της, με βάση τους λογιστικούς κανόνες και τις λογιστικές μεθόδους που ισχύουν κάθε φορά για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), όπως καθορίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) με την Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2016/2249 της 3.11.2016 (ΕΚΤ/2016/34).

Οι κανόνες αυτοί βασίζονται σε ευρέως αποδεκτές λογιστικές αρχές και έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να καλύπτουν με το βέλτιστο τρόπο τις ανάγκες των εθνικών κεντρικών τραπεζών (ΕθνΚΤ) του Ευρωσυστήματος, στις ιδιαίτερες συνθήκες λειτουργίας τους.

Για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες και τις οδηγίες της ΕΚΤ ή που η εφαρμογή τους δεν είναι υποχρεωτική αλλά συνιστώμενη, ακολουθούνται είτε οι συστάσεις της ΕΚΤ είτε οι διατάξεις του Καταστατικού της Τράπεζας, ο Κ.Ν. 2190/1920 “Περί ανωνύμων εταιριών” και ο Ν. 4308/2014 “Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις” (άρθρα 3 έως και 15, πλην της παρ. 14 του άρθρου 5).

Η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει Ισολογισμό, Κατάσταση Αποτελεσμάτων, Πίνακα Διάθεσης Κερδών και Προσάρτημα. Δεδομένου του ειδικού ρόλου που επιτελεί η Τράπεζα της Ελλάδος ως Κεντρική Τράπεζα της χώρας, η δημοσίευση κατάστασης ταμειακών ροών δεν θα παρείχε στους αναγνώστες των οικονομικών καταστάσεων χρήσιμες πρόσθετες πληροφορίες.

II. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Οι βασικές λογιστικές αρχές οι οποίες ισχύουν για το Ευρωσύστημα (ΕΚΤ και ΕθνΚΤ των χωρών της ζώνης του ευρώ), και κατά συνέπεια εφαρμόζονται και από την Τράπεζα της Ελλάδος, είναι οι εξής: η αρχή της πραγματικής οικονομικής κατάστασης και διαφάνειας, η αρχή της συντηρητικότητας, η αρχή του ουσιώδους των λογιστικών γεγονότων, η αρχή της συνέπειας και συγκρισιμότητας, η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων/εξόδων (η αρχή του δεδουλευμένου) και η αρχή της αναγνώρισης γεγονότων που επήλθαν μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού.

III. ΣΥΝΟΨΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ

Αναγνώριση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού

Ένα στοιχείο του ενεργητικού ή του παθητικού αναγνωρίζεται στον ισολογισμό όταν:

- οποιοδήποτε μελλοντικό οικονομικό όφελος που συνδέεται με αυτό αναμένεται να οδηγήσει σε εισροή ή εκροή για την Τράπεζα της Ελλάδος,
- όλοι οι κίνδυνοι και τα οφέλη που συνδέονται με το εν λόγω στοιχείο του ενεργητικού ή του παθητικού έχουν μεταβιβαστεί στην Τράπεζα της Ελλάδος και
- η αξία του στοιχείου του ενεργητικού ή του παθητικού είναι δυνατόν να μετρηθεί με αξιόπιστο τρόπο.

Λογιστική καταγραφή των συναλλαγών

Οι λογαριασμοί τηρούνται με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους (κτήσης), εκτός των εμπορεύσιμων χρεογράφων που αποτιμώνται στις αγοραίες τιμές (πλην των χαρτοφυλακίων που έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και των χαρτοφυλακίων για σκοπούς νομισματικής πολιτικής), του χρυσού και όλων των στοιχείων εντός και εκτός ισολογισμού εκφρασμένων σε ξένο νόμισμα.

Οι συναλλαγές που αφορούν χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού καταγράφονται στους λογαριασμούς την ημερομηνία διακανονισμού τους.

Οι συναλλαγές που αφορούν χρηματοοικονομικά στοιχεία σε ξένο νόμισμα, εκτός των άμεσων (spot) συναλλαγών επί τίτλων, καταγράφονται με βάση τη μέθοδο της οικονομικής προσέγγισης, σύμφωνα με την οποία:

- Την ημερομηνία συμφωνίας της συναλλαγής (transaction/trade date) γίνεται καταχώρηση του ποσού της συναλλαγής σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως).
- Την ημερομηνία διακανονισμού της συναλλαγής (settlement/value date) αντιλογίζονται οι εγγραφές στους λογαριασμούς τάξεως και γίνονται εγγραφές σε λογαριασμούς του ισολογισμού.

Σημειώνεται ότι η θέση κάθε ξένου νομίσματος, τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημίες που προκύπτουν από τις καθαρές πωλήσεις, καθώς και το μέσο κόστος, υπολογίζονται την ημερομηνία συμφωνίας της συναλλαγής. Οι δεδουλευμένοι τόκοι των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα, καθώς και οι σχετικές διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο υπολογίζονται και λογιστικοποιούνται σε ημερήσια βάση επηρεάζοντας αντίστοιχα τη συναλλαγματική θέση.

Αποτίμηση Στοιχείων Ενεργητικού και Παθητικού

Απαιτήσεις και υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα και χρυσό

Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις της Τράπεζας σε συνάλλαγμα και χρυσό αποτιμώνται με βάση τις ισχύουσες ισοτιμίες της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού που αναφέρονται σε δελτίο συναλλαγματικών ισοτιμιών της ΕΚΤ. Τα έσοδα και τα έξοδα μετατρέπονται σε ευρώ με την ισοτιμία που ίσχυε κατά το χρόνο της συναλλαγής. Η αναπροσαρμογή της αξίας των απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα γίνεται χωριστά κατά νόμισμα, συμπεριλαμβανομένων των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων.

Η αναπροσαρμογή της αξίας, με βάση την αγοραία τιμή, των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που εκφράζονται σε συνάλλαγμα παρουσιάζεται χωριστά από την αναπροσαρμογή της αξίας τους λόγω μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Για τον χρυσό δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφορών από αναπροσαρμογή της τιμής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Λογιστικοποιείται μία και μόνη αποτίμηση της αξίας του χρυσού με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού, όπως αυτή αναφέρεται σε δελτίο συναλλαγματικών ισοτιμιών της ΕΚΤ και προκύπτει από την ισχύουσα τιμή του χρυσού σε δολάρια ΗΠΑ στην αγορά του Λονδίνου στο τέλος του έτους, σε συνάρτηση με την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ την ίδια ημερομηνία.

Χρεόγραφα

- Τα χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος (κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις αποσβεσθείσες υπέρ ή υπό το άρτιο διαφορές) και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους.
- Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα αποτιμώνται στις αγοραίες τιμές της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού, χωριστά για κάθε τίτλο (κατά ISIN), εφόσον δεν έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και δεν διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Τυχόν δικαιώματα προαίρεσης ενσωματωμένα στα χρεόγραφα δεν θα πρέπει να διαχωρίζονται για σκοπούς αποτίμησης.
- Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και οι μη εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους.
- Οι μη ρευστοποιήσιμες μετοχές καθώς και συμμετοχικοί τίτλοι που διακρατούνται ως μόνιμες επενδύσεις αποτιμώνται στο κόστος κτήσης.

Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία

Στα πάγια στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνονται τα ακίνητα (οικόπεδα, κτήρια και εγκαταστάσεις κτηρίων, κτήρια υπό κατασκευή), τα έπιπλα, τα έργα τέχνης, τα μηχανήματα, ο ηλεκτρονικός εξοπλισμός και οι ασώματες ακινητοποιήσεις. Τόσο τα ακίνητα όσο και ο κινητός εξοπλισμός και οι ασώματες ακινητοποιήσεις εμφανίζονται στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένα με τις αποσβέσεις και τυχόν απομειώσεις, εκτός των οικοπέδων, των κτηρίων υπό κατασκευή και των έργων τέχνης που δεν αποσβένονται.

Σύμφωνα με την λογιστική πολιτική της Τράπεζας, τυχόν απομειώσεις στα ακίνητά της (οικόπεδα και κτήρια) γίνονται σε βάρος του ειδικού αποθεματικού από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων, που είχε δημιουργηθεί στο παρελθόν.

Οι αποσβέσεις διενεργούνται με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης για όλη τη διάρκεια της προσδοκώμενης ωφέλιμης ζωής του πάγιου στοιχείου.

Η εκτιμώμενη ωφέλιμη ζωή των πάγιων στοιχείων ανά κατηγορία, έχει ως εξής:

Κτήρια – εγκαταστάσεις κτηρίων	40	έτη
Λοιπός εξοπλισμός	4-12	έτη
Ασώματες ακινητοποιήσεις και έξοδα πολυετούς απόσβεσης	4-5	έτη

Αναγνώριση εσόδων

- Τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στο οικονομικό έτος το οποίο αφορούν, ανεξάρτητα από το χρόνο είσπραξης ή πληρωμής τους.
- Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και οι πραγματοποιηθείσες ζημίες από πράξεις επί συναλλάγματος, χρυσού και χρεογράφων μεταφέρονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα εν λόγω κέρδη και ζημίες υπολογίζονται με βάση το μέσο κόστος των αντίστοιχων στοιχείων κατά την ημερομηνία πραγματοποίησής τους.

- Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη (κέρδη από αποτίμηση) δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts).

- Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες (ζημίες από αποτίμηση), κατά το ποσό που υπερβαίνουν προηγούμενα κέρδη από αποτίμηση, τα οποία έχουν καταγραφεί στον αντίστοιχο λογαριασμό αναπροσαρμογής, μεταφέρονται στο τέλος της χρήσεως στο λογαριασμό αποτελεσμάτων και δεν αντλογίζονται έναντι νέων εξ αποτιμήσεως κερδών επόμενων χρήσεων. Επίσης, μη πραγματοποιηθείσες ζημίες που αφορούν οποιοδήποτε χρεόγραφο ή νόμισμα ή διαθέσιμα σε χρυσό δεν συμψηφίζονται με μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από άλλα χρεόγραφα ή νομίσματα ή χρυσό. Το μέσο κόστος του χρηματοοικονομικού στοιχείου από το οποίο θα προκύψουν μη πραγματοποιηθείσες ζημίες στο τέλος του έτους προσαρμόζεται στη συναλλαγματική ισοτιμία ή στην αγοραία τιμή που ίσχυε στο τέλος του έτους.

- Οι διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο που προκύπτουν από αγορασθέντες τίτλους υπολογίζονται και εμφανίζονται ως τμήμα των εσόδων από τόκους και αποσβένονται κατά την εναπομένουσα συμβατική διάρκεια ζωής των χρεογράφων σύμφωνα με τη μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR-internal rate of return).

- Οι ζημίες από απομείωση μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως και δεν αντλογίζονται τα επόμενα έτη, εκτός εάν η απομείωση ελαττώνεται και η μεταβολή αυτή μπορεί να συσχετιστεί με παρατηρήσιμο γεγονός που επήλθε μετά την καταγραφή της αρχικής απομείωσης.

Στοιχεία εκτός ισολογισμού

Οι τίτλοι και τα περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ που περιλαμβάνονται στους λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως) αποτυπώνονται στην ονομαστική τους αξία.

Οι πράξεις εκτός ισολογισμού χρηματοοικονομικών μέσων σε συνάλλαγμα (προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος, τα προθεσμιακά σκέλη των πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων και άλλες πράξεις επί νομισμάτων που συνεπάγονται την ανταλλαγή ορισμένου νομίσματος έναντι άλλου σε μελλοντική ημερομηνία) περιλαμβάνονται στην καθαρή συναλλαγματική θέση για τον υπολογισμό του μέσου κόστους αγοράς και των συναλλαγματικών κερδών και ζημιών.

Παροχές προς ασφαλισμένους

Η Τράπεζα διατηρεί προγράμματα παροχών σε ασφαλισμένους (εν ενεργεία και συνταξιούχους), τα οποία διαχωρίζονται σε προγράμματα καθορισμένων παροχών και σε προγράμματα καθορισμένων εισφορών.

Τα προγράμματα καθορισμένων παροχών σχετίζονται με την αποζημίωση εν ενεργεία προσωπικού λόγω αποχώρησης, καθώς και την παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης για το σύνολο των ασφαλισμένων και οι σχετικές υποχρεώσεις προσδιορίζονται βάσει αναλογιστικής μελέτης που εκπονείται από ανεξάρτητη αναλογιστική εταιρία χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της προβλεπόμενης μονάδας υποχρέωσης (projected unit credit method). Η σχετική υποχρέωση εμφανίζεται στο κονδύλι των Προβλέψεων “Πρόβλεψη για δαπάνες παροχών προς ασφαλισμένους”. Η διαφορά που προκύπτει από την επιμέτρηση της παρούσας αξίας της υποχρέωσης καταχωρείται εξ ολοκλήρου στα αποτελέσματα χρήσεως.

Ως προγράμματα καθορισμένων εισφορών προς τους ασφαλισμένους, η Τράπεζα διατηρεί το πρόγραμμα γονικής παροχής και το πρόγραμμα μετεργασιακών παροχών. Οι εισφορές προς τα προγράμματα αυτά καταχωρούνται στο κονδύλι “Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών” της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως.

Συγχρόνως, η Τράπεζα, ως φορέας κοινωνικής ασφάλισης, διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία όλων των προαναφερόμενων προγραμμάτων και ως εκ τούτου τα περιουσιακά αυτά στοιχεία ενσωματώνονται στο Ενεργητικό της Τράπεζας.

Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία

Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αποτελούν το Ευρωσύστημα, εκδίδουν τραπεζογραμμάτια ευρώ.¹ Η συνολική αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ κατανέμεται στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων.²

Επί της συνολικής αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία, το 8% θεωρείται ότι εκδίδεται από την ΕΚΤ, ενώ το υπόλοιπο 92% κατανέμεται στις ΕθνΚΤ με βάση την κλείδα συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα. Το μερίδιο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ που αναλογεί στην Τράπεζα της Ελλάδος απεικονίζεται στην κατάσταση του ισολογισμού στο στοιχείο 1 του παθητικού “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”.

Η διαφορά μεταξύ της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ που κατανέμεται σε κάθε ΕθνΚΤ, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων, και της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ που αυτή πράγματι θέτει σε κυκλοφορία, δημιουργεί έντοκα υπόλοιπα,³ απαιτήσεων ή υποχρεώσεων εντός του Ευρωσυστήματος. Οι εν λόγω απαιτήσεις ή υποχρεώσεις απεικονίζονται αντίστοιχα στα στοιχεία του ισολογισμού “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ”.

Από το έτος υιοθέτησης του ευρώ μέχρι και τα επόμενα πέντε έτη, τα υπόλοιπα των ΕθνΚΤ εντός του Ευρωσυστήματος που δημιουργήθηκαν από την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ προσαρμόζονται για λόγους υπολογισμού του νομισματικού εισοδήματος προκειμένου να μην προκύψουν σημαντικές μεταβολές στο νομισματικό εισόδημα των ΕθνΚΤ σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια.

Τα ποσά των προσαρμογών υπολογίστηκαν αφού ελήφθησαν υπόψη οι διαφορές μεταξύ του μέσου όρου της αξίας των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία κάθε ΕθνΚΤ κατά την περίοδο αναφοράς (η περίοδος αυτή αναφέρεται στη χρονική περίοδο 24 μηνών, η έναρξη της οποίας τίθεται 30 μήνες πριν από την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος από το αντίστοιχο κράτος-μέλος) και του μέσου όρου της αξίας των τραπεζογραμμάτων που θα αναλογούσαν σε καθεμιά από τις ΕθνΚΤ κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

¹ Απόφαση της ΕΚΤ της 13ης Δεκεμβρίου 2010 σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμμάτων ευρώ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2010/29), ΕΕ L35, 9.2.2011, σελ. 26, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

² Με τον όρο “κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων” νοείται το 92% του μεριδίου συμμετοχής κάθε ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος στο συνολικά καταβληθέν κεφάλαιο της ΕΚΤ από όλες τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος.

³ Απόφαση της ΕΚΤ της 3ης Νοεμβρίου 2016 σχετικά με την κατανομή του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών με νόμισμα το ευρώ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2016/36).

Η συνεχιζόμενη έκτοτε προσαρμογή των υπολοίπων, κατά ένα πολύ μικρό ποσό, οφείλεται στις αντίστοιχες προσαρμογές που γίνονται στα υπόλοιπα των ΕθνΚΤ που εντάσσονται στο Ευρωσύστημα και οι οποίες επηρεάζουν και τα υπόλοιπα των ήδη ενταγμένων ΕθνΚΤ. Στην κλειόμενη χρήση οι προσαρμογές προέρχονται από την ένταξη των ΕθνΚΤ της Λεττονίας (1.1.2014) και της Λιθουανίας (1.1.2015).

Τα έσοδα και τα έξοδα από τόκους που απορρέουν από τις εν λόγω απαιτήσεις/υποχρεώσεις εκκαθαρίζονται μέσω των λογαριασμών της ΕΚΤ και απεικονίζονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως στο στοιχείο “Καθαροί τόκοι - έσοδα” κάθε ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος.

Υπόλοιπα εντός του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών/Υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος

Τα υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ προκύπτουν από διασυνοριακές συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης (με εντολέα και αποδέκτη κυρίως ιδιωτικές επιχειρήσεις). Οι συναλλαγές αυτές κατά κύριο λόγο πραγματοποιούνται μέσω του TARGET2⁴ δημιουργώντας διμερή υπόλοιπα σε λογαριασμούς τηρούμενους μεταξύ των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτά τα διμερή υπόλοιπα συμψηφίζονται καθημερινά με την ΕΚΤ, ώστε κάθε ΕθνΚΤ να εμφανίζεται με μία καθαρή διμερή θέση έναντι της ΕΚΤ και μόνο. Τα εκφρασμένα σε ευρώ υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος έναντι της ΕΚΤ που συνδέονται με το TARGET2 εμφανίζονται στον ισολογισμό ως μία καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση στο στοιχείο του ενεργητικού ή παθητικού “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)”.

Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ έναντι ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ που δεν πραγματοποιούνται μέσω TARGET2 εμφανίζονται είτε στο στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων της ζώνης ευρώ” είτε στο στοιχείο του παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων της ζώνης ευρώ”.

Διάφορα άλλα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος εκφρασμένα σε ευρώ (όπως η ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ προς τις ΕθνΚΤ και η αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος) εμφανίζονται στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος ως μία καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση στο στοιχείο του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)” ή στο στοιχείο του παθητικού “Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”.

Οι απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ περιλαμβάνονται στο στοιχείο του ενεργητικού “Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ”.

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος που προκύπτουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ από τις ΕθνΚΤ όταν αυτές γίνονται μέλη του Ευρωσυστήματος είναι εκφρασμένα σε ευρώ και περιλαμβάνονται στο στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ”.

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος, που προκύπτουν από την κατανομή των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ μεταξύ των ΕθνΚΤ, περιλαμβάνονται συμψηφιστικά σε ένα

⁴ TARGET2: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system (Διερωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο).

στοιχείο, είτε ενεργητικού είτε παθητικού, ως “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ”.

Διανομή των κερδών της ΕΚΤ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει αποφασίσει ότι τα έσοδα της ΕΚΤ από το εκδοτικό της δικαίωμα που απορρέουν από το 8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ, τα οποία της έχουν κατανεμηθεί, και τα έσοδα από τα χρεόγραφα που έχει αγοράσει για σκοπούς νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme-SMP), του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme-CBPP3), του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP), καθώς και του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP), αποδίδονται στις ΕθνΚΤ και καταγράφονται εντός του οικονομικού έτους το οποίο αφορούν.

Η ΕΚΤ διανέμει τα συγκεκριμένα έσοδα τον Ιανουάριο του επόμενου έτους, με τη μορφή ενδιάμεσης διανομής κερδών,⁵ εκτός εάν το Διοικητικό της Συμβούλιο αποφασίσει διαφορετικά. Τα έσοδα αυτά διανέμονται εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ, εκτός αν αυτά υπερβαίνουν το καθαρό κέρδος της ΕΚΤ για το έτος και αν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίσει να μεταφέρει ποσά για την ενίσχυση της πρόβλεψης της ΕΚΤ έναντι πιστωτικού κινδύνου και κινδύνων από τη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του χρυσού. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί ακόμη να αποφασίσει να χρεώσει τα κόστη που έχουν βαρύνει την ΕΚΤ και σχετίζονται με την έκδοση και διαχείριση των τραπεζογραμματίων ευρώ έναντι των εσόδων από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ.

Το ποσό που διανέμεται στις ΕθνΚΤ περιλαμβάνεται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, στο στοιχείο “Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές”.

Γεγονότα μετά την ημερομηνία κλεισίματος του Ισολογισμού

Τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού προσαρμόζονται για γεγονότα που έλαβαν χώρα μεταξύ της ημερομηνίας τέλους χρήσης και της ημερομηνίας έγκρισης των οικονομικών καταστάσεων, εφόσον επηρεάζουν ουσιωδώς την οικονομική κατάσταση της Τράπεζας κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού. Στην περίπτωση γεγονότων που λαμβάνουν χώρα μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού και δεν επηρεάζουν τα μεγέθη του ισολογισμού, αλλά η σπουδαιότητά τους είναι τέτοια ώστε η μη γνωστοποίησή τους θα επηρέαζε τη δυνατότητα των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων να διαμορφώνουν ορθές εκτιμήσεις και να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις, τα εν λόγω γεγονότα θα αναφέρονται στις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων.

⁵ Απόφαση της ΕΚΤ της 15.12.2014 σχετικά με την ενδιάμεση διανομή του εισοδήματος της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2014/57) με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, ΕΕ L53, 25.2.2015, σελ. 24.

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Ε Ν Ε Ρ Γ Η Τ Ι Κ Ο

1. Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό

Διαθέσιμα και απαιτήσεις σε χρυσό	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
Βάρος σε χιλιάδες ουγγιές	4.798,0	4.791,9	6,1
Βάρος σε τόνους	149,2	149,1	0,1
Αξία χρυσού σε εκατ. ευρώ	5.190,8	5.261,8	-71,0

Στη μερίδα αυτή περιλαμβάνονται:

- τα διαθέσιμα της Τράπεζας σε χρυσό διεθνών προδιαγραφών και χρυσές λίρες Αγγλίας (3.631,0 χιλιάδες ουγγιές),
- οι απαιτήσεις σε χρυσό έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (985,6 χιλιάδες ουγγιές), οι οποίες απορρέουν από τη συμμετοχή της Ελλάδος στο ΔΝΤ (καταβολή από την Τράπεζα στο ΔΝΤ για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου του μεριδίου συμμετοχής του σε χρυσό),
- ο χρυσός μη διεθνών προδιαγραφών και τα χρυσά νομίσματα (181,4 χιλιάδες ουγγιές).

Μέρος των διαθεσίμων σε χρυσό φυλάσσεται σε τράπεζες του εξωτερικού.

Τα διαθέσιμα και οι απαιτήσεις σε χρυσό σημείωσαν μικρή αύξηση 6,1 χιλ. ουγγιές ως αποτέλεσμα κυρίως της αγοραπωλησίας χρυσών λιρών Αγγλίας και χρυσών νομισμάτων. Η μείωση κατά 71,0 εκατ. της αξίας τους σε ευρώ οφείλεται κυρίως στην αποτίμηση του χρυσού.

Η αποτίμηση του χρυσού γίνεται με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού στο τέλος του έτους. Η τιμή αυτή αναφέρεται σε δελτίο συναλλαγματικών ισοτιμιών της ΕΚΤ και προκύπτει από την ισχύουσα τιμή του χρυσού σε δολάρια ΗΠΑ στην αγορά του Λονδίνου στο τέλος του έτους, σε συνάρτηση με την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ την ίδια ημερομηνία. Στις 29.12.2017 η τιμή του χρυσού ανά ουγγιά ανήλθε σε 1.081,881 ευρώ, έναντι 1.098,046 ευρώ στις 30.12.2016.

Το εξ αποτιμήσεως αποτέλεσμα, που προέκυψε από τη σύγκριση της αξίας του χρυσού στις 29.12.2017 με το μέσο κόστος κτήσης, ανέρχεται σε 3.362,3 εκατ. ευρώ και περιλαμβάνεται στο στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”. Το ποσό αυτό αφορά μη πραγματοποιηθέν κέρδος και αποτελεί αποθεματικό ασφαλείας έναντι πιθανών δυσμενών εξελίξεων στη διακύμανση της τιμής του χρυσού.

2. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται απαιτήσεις σε ειδικά τραπεζικά δικαιώματα (SDR) έναντι του ΔΝΤ, υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες του εξωτερικού (ανταποκριτές), προθεσμιακές καταθέσεις, τοποθετήσεις σε τίτλους, καθώς και η αξία των ξένων τραπεζογραμμάτων που βρίσκονται στα ταμεία της Τράπεζας.

2.1 Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)

Οι απαιτήσεις αυτές απορρέουν από την εν γένει συμμετοχή της Ελλάδος στο ΔΝΤ.

Ειδικότερα, στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται:

- τα διαθέσιμα στο ΔΝΤ σε SDR,
- το μερίδιο της συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ σε SDR (μέρος της Quota).

Και τα δύο αυτά ποσά αντιστοιχίζονται στο παθητικό με ισόποσες υποχρεώσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (στοιχείο 6 “Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ”).

Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ (σε εκατ.)	31.12.2017		31.12.2016		Μεταβολή	
	SDR	Ευρώ	SDR	Ευρώ	SDR	Ευρώ
Διαθέσιμα σε SDR	4,5	5,3	5,7	7,2	-1,2	-1,9
Μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ σε SDR (μέρος της Quota)	572,9	680,4	572,8	730,1	0,1	-49,7
Σύνολο	577,4	685,7	578,5	737,3	-1,1	-51,6

• Διαθέσιμα σε SDR

Τα διαθέσιμα σε SDR προήλθαν από κατανομές SDR του ΔΝΤ προς τη χώρα μας, που έγιναν κυρίως το 2009 στο πλαίσιο της γενικής κατανομής SDR ύψους αντίστοιχου των 250 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ προς όλες τις χώρες-μέλη του ΔΝΤ, όπως αυτή εγκρίθηκε από το Συμβούλιο των Διοικητών του ΔΝΤ στις 7.8.2009 και τέθηκε σε ισχύ στις 28.8.2009.

Η εν λόγω κατανομή είχε ως σκοπό την παροχή ρευστότητας στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα με την ενίσχυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών-μελών του ΔΝΤ. Η κατανομή πραγματοποιήθηκε κατ' αναλογία προς τα ισχύοντα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του ΔΝΤ.

• Μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (Quota) σε SDR

Στο λογαριασμό αυτό εμφανίζεται το μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ που είναι εκφρασμένο σε SDR και αποτελεί μέρος της συνολικής συμμετοχής της χώρας σε αυτό.

Οι παραπάνω απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ αποτιμήθηκαν με την ισοτιμία του SDR έναντι του ευρώ όπως αναφέρεται σε δελτίο συναλλαγματικών ισοτιμιών της ΕΚΤ της 29.12.2017, (1 SDR=1,1876 ευρώ, έναντι 1 SDR=1,2746 ευρώ στις 30.12.2016).

2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ, οι οποίες αφορούν: προθεσμιακές καταθέσεις, υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια καθώς και ξένα τραπεζογραμμάτια που βρίσκονται στα ταμεία της Τράπεζας.

Κατηγορίες απαιτήσεων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Προθεσμιακές καταθέσεις σε τράπεζες του εξωτερικού	910,5	676,8	233,7
Υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού	37,1	16,0	21,1
Εμπορεύσιμοι τίτλοι (ομόλογα/έντοκα γραμμάτια) που δεν διακρατούνται μέχρι τη λήξη τους	951,7	1.125,1	-173,4
Ξένα τραπεζογραμμάτια στα ταμεία της Τράπεζας	12,2	23,5	-11,3
Σύνολο	1.911,5	1.841,4	70,1

Στις 31.12.2017 το μεγαλύτερο μέρος των παραπάνω απαιτήσεων αφορούσε τοποθετήσεις σε δολάρια ΗΠΑ καθώς και λίρες Αγγλίας.

Οι εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμήθηκαν με τις μέσες αγοραίες τιμές της 29.12.2017 κατά ISIN (International Security Identification Number) και προέκυψαν εξ αποτιμήσεως ζημιές ύψους 2,0 εκατ. ευρώ, οι οποίες μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα χρήσεως και καλύφθηκαν από την πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων.

3. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ

Πρόκειται για απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου από χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων και προθεσμιακές καταθέσεις σε τράπεζες του εξωτερικού.

3.1 Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης

Στις απαιτήσεις αυτές περιλαμβάνονται το δάνειο σε δολάρια ΗΠΑ και το δάνειο με ρήτρα χρυσού, τα οποία έχουν χορηγηθεί στο Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του σε διεθνείς οργανισμούς (εκτός ΔΝΤ).

Κατηγορίες απαιτήσεων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Δάνειο σε δολάρια ΗΠΑ	0,8	1,1	-0,3
Δάνειο με ρήτρα χρυσού	15,1	15,3	-0,2
Σύνολο	15,9	16,4	-0,5

3.2 Λοιπές απαιτήσεις

Κατηγορίες απαιτήσεων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
Προθεσμιακές καταθέσεις	255,5	188,5	67,0
Σύνολο	255,5	188,5	67,0

Στις 31.12.2017 το μεγαλύτερο μέρος των παραπάνω απαιτήσεων αφορούσε καταθέσεις κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ καθώς και λίρες Αγγλίας.

4. Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια

Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα έντοκων τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες εξωτερικού το σύνολο των οποίων είχε διαμορφωθεί στις 31.12.2017 σε 23,5 χιλ. ευρώ (2016: 23,7 χιλ. ευρώ).

5. Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών χορηγήσεων της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Η συνολική χρηματοδότηση σε επίπεδο Ευρωσυστήματος μέσω πράξεων νομισματικής πολιτικής διαμορφώθηκε στις 31.12.2017 σε 764,3 δισεκ. ευρώ. Στο πλαίσιο των πράξεων αυτών, η Τράπεζα της Ελλάδος χορήγησε στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα 12,1 δισεκ. ευρώ.

Κατηγορίες πράξεων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	680,0	15.430,0	-14.750,0
Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	11.100,0	7.500,0	3.600,0
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	279,0	23,0	256,0
Σύνολο	12.059,0	22.953,0	-10.894,0

Η χορήγηση ρευστότητας, τόσο μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης (κύριας και πιο μακροπρόθεσμης) όσο και μέσω της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, πραγματοποιείται έναντι επαρκών ασφαλειών, τις οποίες παρέχουν οι αντισυμβαλλόμενοι. Τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία διακρίνονται σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα και πρέπει να πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας που θέτει το Ευρωσύστημα.

Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ, που διενεργούν πράξεις στο πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, συμμετέχουν από κοινού στα έσοδα και τις ζημίες σύμφωνα με τις ισχύουσες κλειδές συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Ζημίες από τις πράξεις αυτές μπορεί να πραγματοποιηθούν μόνο εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος πτωχεύσει και τα διαθέσιμα που προκύπτουν από τη ρευστοποίηση του ενεχύρου δεν είναι επαρκή. Σημειώνεται πως οι ΕθνΚΤ, κατά την κρίση τους, δύνανται να δέχονται ως ασφάλεια κατηγορίες αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων για τα οποία αναλαμβάνουν εξ ολοκλήρου τον κίνδυνο.

Ειδικότερα:

5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διενεργούνται μέσω αντιστρεπτών συναλλαγών παροχής ρευστότητας με συχνότητα και διάρκεια συνήθως μίας εβδομάδας, μέσω τακτικών δημοπρασιών, και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη των στόχων της εκάστοτε εφαρμοζόμενης νομισματικής πολιτικής. Από τον Οκτώβριο του 2008 οι πράξεις αυτές διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κάλυψη του συνόλου των αιτούμενων προσφορών.

5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης

Οι πράξεις αυτές έχουν ως στόχο την παροχή στους αντισυμβαλλομένους πρόσθετης αναχρηματοδότησης πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας. Έχουν κατά κανόνα διάρκεια 3 μηνών και εντός του 2017 διενεργήθηκαν ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου και με πλήρη κάλυψη του συνόλου των αιτούμενων προσφορών.

Επίσης, το 2017 διενεργήθηκε η τελευταία εκ των τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO II), τις οποίες είχε αποφασίσει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το 2016. Οι πράξεις αυτές έχουν τετραετή διάρκεια (με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά την παρέλευση διετίας).

Στις 31.12.2017 το σύνολο των 11,1 δισεκ. ευρώ προέρχεται εξ ολοκλήρου από πράξεις TLTRO II.

5.3 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας

Οι αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας αποσκοπούν στη ρύθμιση της ρευστότητας στην αγορά και στην εξομάλυνση των επιπτώσεων στα επιτόκια από τις απροσδόκητες διακυμάνσεις της. Οι εν λόγω πράξεις δεν έχουν προκαθορισμένη συχνότητα και διάρκεια και διενεργούνται όταν αυτό απαιτείται.

5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτές πράξεις

Πρόκειται για αντιστρεπτές πράξεις ανοιχτής αγοράς που γίνονται μέσω τακτικών δημοπρασιών με σκοπό την προσαρμογή της διαρθρωτικής θέσης του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα.

5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης

Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης έχει ως σκοπό την κάλυψη προσωρινών αναγκών σε ρευστότητα των αντισυμβαλλομένων. Έχει διάρκεια μίας ημέρας, προκαθορισμένο επιτόκιο και χορηγείται έναντι ασφαλειών με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων

Σε αυτό το στοιχείο εμφανίζεται το χρηματικό αντίτιμο που καταβάλλεται στα αντισυμβαλλόμενα μέρη όταν η αγοράία αξία των χρεογράφων που έχουν δώσει ως εγγύηση για πράξεις νομισματικής πολιτικής υπερβεί ένα προκαθορισμένο περιθώριο ασφαλείας.

6. Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ

Κατηγορίες απαιτήσεων	31.12.2017 (σε εκατ. ευρώ)	31.12.2016	Μεταβολή
Υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού	2,9	1,0	1,9
Παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Emergency Liquidity Assistance - ELA)	21.612,0	43.664,0	-22.052,0
Σύνολο	21.614,9	43.665,0	-22.050,1

Στο στοιχείο αυτό, εκτός από υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες, μη σχετιζόμενων με πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής, απεικονίζεται και η παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα ELA (Emergency Liquidity Assistance) προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

Μέσω των πράξεων ELA παρέχεται ρευστότητα προς φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία αντιμετωπίζουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Οι πράξεις αυτές είναι μεν εκτός ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, πλην όμως διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ με βάση το ισχύον θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και με την έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ.

Η Τράπεζα αναλαμβάνει τους κινδύνους καθώς και τα οφέλη που συνδέονται με αυτές τις πράξεις.

Για την παροχή ELA προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, η Τράπεζα λαμβάνει ως ασφάλεια επαρκή περιουσιακά στοιχεία, ενώ παράλληλα το Ελληνικό Δημόσιο χορηγεί εγγύηση απευθείας στην Τράπεζα για το σύνολο των πράξεων αυτών.

Η παρατηρούμενη σημαντική μείωση κατά 22,1 δισεκ. ευρώ σε σχέση με τις 31.12.2016 αντανακλά τη βελτίωση της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών λαμβανομένων υπόψη των ροών που προέρχονται από καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα και την πρόσβαση των τραπεζών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

7. Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

7.1 Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται τα χρεόγραφα που έχει αποκτήσει η Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο των Προγραμμάτων Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programmes),⁶ οι τίτλοι δημοσίου χρέους στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme),⁷ καθώς και τα χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP).⁸

⁶ Απόφαση της ΕΚΤ της 2.7.2009 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP (ΕΚΤ/2009/16), ΕΕ L175, 4.7.2009, σελ.18, Απόφαση της ΕΚΤ της 3.11.2011 σχετικά με την εφαρμογή του δεύτερου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP2 (ΕΚΤ/2011/17), ΕΕ L297, 16.11.2011, σελ.70 και Απόφαση της ΕΚΤ της 15.10.2014 σχετικά με την εφαρμογή του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP3 (ΕΚΤ/2014/40), ΕΕ L335 22.10.2014, σελ. 22.

⁷ Απόφαση της ΕΚΤ της 14.5.2010 σχετικά με την υιοθέτηση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme-SMP) (ΕΚΤ/2010/5), ΕΕ L124, 20.5.2010, σελ. 8.

⁸ Απόφαση της ΕΚΤ της 4.3.2015 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP) (ΕΚΤ/2015/10) με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, ΕΕ L121, 14.5.2015, σελ. 20.

Τα χρεόγραφα αυτά αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους (impairment tests).

Το αναπόσβεστο κόστος καθώς και η αγοραία αξία (η οποία δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό ή τα αποτελέσματα χρήσης αλλά παρουσιάζεται μόνο για λόγους συγκρισιμότητας) των χρεογράφων νομισματικής πολιτικής παρατίθενται στο παρακάτω πίνακα:

Κατηγορίες χρεογράφων	31.12.2017		31.12.2016		Μεταβολή	
	Αναπόσβεστο κόστος	Αγοραία Αξία	Αναπόσβεστο κόστος	Αγοραία Αξία	Αναπόσβεστο κόστος	Αγοραία Αξία
<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>						
Πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme – CBPP)	220,7	232,9	356,9	378,7	-136,2	-145,8
Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)	5.227,2	5.296,5	5.562,8	5.593,2	-335,6	-296,7
Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP)	2.073,4	2.278,7	2.352,0	2.605,3	-278,6	-326,6
Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP)	53.103,5	53.456,7	34.212,7	34.488,6	18.890,8	18.968,1
Σύνολα	60.624,8	61.264,8	42.484,4	43.065,8	18.140,4	18.199,0

– *Χρεόγραφα στο πλαίσιο του πρώτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP)*

Οι αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος ολοκληρώθηκαν στις 30.6.2010.

– *Χρεόγραφα στο πλαίσιο του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)*

Στο πλαίσιο αυτού του Προγράμματος η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος προβαίνουν σε αγορές καλυμμένων ομολογιών σε ευρώ με σκοπό τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας.

– *Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP)*

Οι αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος τερατίστηκαν στις 6.9.2012.

– *Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP)*

Στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος και η ΕΚΤ μπορούν να αγοράσουν στη δευτερογενή αγορά χρεόγραφα σε ευρώ που εκδίδονται από κεντρικές, περιφερειακές ή τοπικές κυβερνήσεις, άλλους αναγνωρισμένους εκδότες (agencies), καθώς και από υπερεθνικούς οργανισμούς και πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος στις 31.12.2017 κατείχε μόνο ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών (supra-national securities) και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών.

Η μείωση του αναπόσβεστου κόστους των χαρτοφυλακίων του πρώτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογίων (CBPP) καθώς και του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων (SMP) που βρίσκονται στην κατοχή της Τράπεζας της Ελλάδος οφείλεται σε λήξεις χρεογράφων. Η μείωση του αναπόσβεστου κόστους του χαρτοφυλακίου του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογίων (CBPP3) είναι το καθαρό αποτέλεσμα των λήξεων και των αγορών που πραγματοποιήθηκαν το 2017. Παράλληλα συνεχίστηκαν από την Τράπεζα μέσα στο 2017 και οι αγορές χρεογράφων του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (PSPP).

Σημειώνεται ότι σε επίπεδο Ευρωσυστήματος έχει αποφασιστεί και η εφαρμογή των παρακάτω Προγραμμάτων, στα οποία όμως η Τράπεζα της Ελλάδος δεν συμμετέχει:

– *Δεύτερο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογίων του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP2)*

Το εν λόγω πρόγραμμα ολοκληρώθηκε στις 31.10.2012.

– *Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP)⁹*

– *Πρόγραμμα για τις Αγορές Εταιρικών Τίτλων (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP)¹⁰*

Το 2017 το Ευρωσύστημα συνέχισε τις αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος για τις Αγορές Περιουσιακών Στοιχείων (Asset Purchase Programme – APP), το οποίο αποτελείται από το τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογίων (CBPP3), το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (ABSPP), το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (PSPP) και το Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Τίτλων (CSPP). Ο μηνιαίος ρυθμός καθαρών αγορών από τις ΕθνΚΤ και την ΕΚΤ ήταν 80 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2017 και 60 δισεκ. ευρώ από τον Απρίλιο του 2017 μέχρι το τέλος του έτους. Τον Οκτώβριο του 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη συνέχιση των αγορών με μηνιαίο ρυθμό 30 δισεκ. ευρώ από τον Ιανουάριο του 2018 μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018 ή και αργότερα, εφόσον χρειαστεί, μέχρι να διαπιστωθεί σταθερή πορεία στην επίτευξη του επιπέδου πληθωρισμού που έχει τεθεί ως στόχος από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Οι καθαρές αγορές θα πραγματοποιηθούν παράλληλα με τις επανεπενδύσεις των τίτλων που λήγουν στο πλαίσιο του APP.

⁹ Απόφαση της ΕΚΤ της 19.11.2014 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP) (ΕΚΤ/2014/45).

¹⁰ Απόφαση της ΕΚΤ της 1.6.2016 σχετικά με την υιοθέτηση του Προγράμματος για τις Αγορές Εταιρικών Τίτλων (Corporate Sector Purchase Programme-CSPP) (ΕΚΤ/2016/16), ΕΕ L157, 15.6.2016, σελ. 28.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αξιολογεί σε τακτική βάση τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με τα χρεόγραφα χαρτοφυλακίων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής (CBPP, CBPP2, CBPP3, SMP, ABSPP, PSPP και CSPP). Κάθε χρόνο διενεργούνται έλεγχοι απομείωσης της αξίας των χρεογράφων των παραπάνω χαρτοφυλακίων, βάσει της εκτιμώμενης ανακτήσιμης αξίας στο τέλος του έτους, και εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού της ΕΚΤ, οι ζημίες από τα χαρτοφυλάκια χρεογράφων στο πλαίσιο των προγραμμαμάτων SMP, CBPP3, PSPP (μόνο για τα χρεόγραφα υπερεθνικών οργανισμών) και CSPP, εάν πραγματοποιηθούν, θα κατανέμονται εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες κλειδές συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Ως αποτέλεσμα του ελέγχου απομείωσης που πραγματοποιήθηκε στο τέλος του 2017 στο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων CSPP, αποφασίστηκε η απομείωση της αξίας ενός χρεογράφου. Σύμφωνα με την αρχή της συντηρητικότητας το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε απαραίτητο το σχηματισμό πρόβλεψης έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής (βλ. σημείωση στο στοιχείο 12 του παθητικού “Προβλέψεις”). Το συγκεκριμένο χρεόγραφο πωλήθηκε τον Ιανουάριο του 2018.

Κατά τον έλεγχο απομείωσης της αξίας των χρεογράφων των λοιπών νομισματικών χαρτοφυλακίων που διενεργήθηκε στο τέλος της χρήσης 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε πως δεν προέκυψαν λόγοι για απομείωση της αξίας σε κανένα από αυτά.

7.2 Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

Περιλαμβάνονται ομόλογα και έντοκα γραμμάτια σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από κυβερνήσεις χωρών της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένου του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΔ), καθώς και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για τα χαρτοφυλάκια που κατέχει η Τράπεζα για καθαρά επενδυτικούς σκοπούς.

Είδη χρεογράφων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
A. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα (εκτός αυτών που χαρακτηρίζονται ως διακρατούμενα έως τη λήξη τους)			
Χρεόγραφα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός ΕΔ			
Ομόλογα	1.111,8	1.364,0	-252,2
Έντοκα γραμμάτια	671,6	1.557,0	-885,4
Χρεόγραφα ΕΔ			
Έντοκα γραμμάτια	1.336,3	1.337,4	-1,1
Σύνολο	3.119,7	4.258,4	-1.138,7

Β. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα διακρατούμενα έως τη λήξη τους			
Ομόλογα ΕΔ	3.351,4	3.242,5	108,9
Ομόλογα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός ΕΔ	6.844,6	7.208,7	-364,1
Σύνολο	10.196,0	10.451,2	-255,2
Γ. Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων	4,3	3,3	1,0
Γενικό σύνολο	13.320,0	14.712,9	-1.392,9

Τα χρεόγραφα, εκτός αυτών που χαρακτηρίζονται ως διακρατούμενα έως τη λήξη τους, αποτιμήθηκαν με τις μέσες αγοραίες τιμές της 29.12.2017 κατά ISIN (International Security Identification Number). Τα εξ αποτιμήσεως κέρδη ύψους 11,5 εκατ. ευρώ που προέκυψαν, μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού).

Τα χρεόγραφα που διακρατούνται έως τη λήξη τους αποτιμήθηκαν στο αναπόσβεστο κόστος. Πρόκειται για χρεόγραφα σταθερών ή προκαθορισμένων πληρωμών και καθορισμένης διάρκειας, τα οποία η Τράπεζα προτίθεται να διακρατήσει μέχρι τη λήξη τους. Από το σχετικό έλεγχο απομείωσης, που διενεργήθηκε στο τέλος της χρήσεως 2017 από τη Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων, διαπιστώθηκε ότι δεν συντρέχουν λόγοι απομείωσης της αξίας τους.

Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτιμήθηκαν με τις τιμές κλεισίματος της 29.12.2017 και τα εξ αποτιμήσεως κέρδη που προέκυψαν, ύψους 2,6 εκατ. ευρώ, μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού).

8. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης

Κατηγορίες δανείων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Α. Έντοκα δάνεια στο ΕΔ			
Έντοκα δάνεια στο ΕΔ μέχρι 31.12.1993	489,0	570,5	-81,5
Έντοκα δάνεια στο ΕΔ από ρύθμιση οφειλών συναλλαγματικών διαφορών Ν.1083/80	2.343,8	2.734,4	-390,6
Σύνολο Α	2.832,8	3.304,9	-472,1
Β. Άτοκα Δάνεια στο ΕΔ για συμμετοχή στο ΔΝΤ	2.885,2	3.048,3	-163,1
Γενικό σύνολο	5.718,0	6.353,2	-635,2

Αφορούν μακροπρόθεσμα δάνεια σε ευρώ που έχει χορηγήσει η Τράπεζα στο Ελληνικό Δημόσιο.

- Η μείωση κατά 472,1 εκατ. ευρώ που παρατηρείται στα υπόλοιπα των εντόκων δανείων προς το Ελληνικό Δημόσιο οφείλεται στη σταδιακή αποπληρωμή τους. Σημειώνεται ότι τα εν λόγω δάνεια θα αποπληρωθούν το 2023.
- Η μείωση κατά 163,1 εκατ. ευρώ του υπολοίπου των άτοκων δανείων προς το Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του στο ΔΝΤ, οφείλεται στην ενσωμάτωση της διαφοράς από την προσαρμογή του λογαριασμού “Καταθέσεις ΔΝΤ σε Ευρώ”, λόγω μεταβολής της ισοτιμίας (υποτίμηση) του SDR έναντι του ευρώ, όπως ορίζει η σύμβαση που έχει υπογραφεί μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. σημείωση στο στοιχείο 5 του Παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ”).

Τα δάνεια για τη συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο ΔΝΤ θα επιστραφούν εξ ολοκλήρου όταν παύσει η λειτουργία του ΔΝΤ ή όταν παύσει η συμμετοχή της χώρας σε αυτό.

9. Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος

9.1 Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ

Σύμφωνα με το άρθρο 28 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ του ΕΣΚΤ είναι οι μόνιμοι εγγεγραμμένοι μεριδιούχοι του κεφαλαίου της ΕΚΤ.

Η εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ πραγματοποιείται σύμφωνα με την κλείδα κατανομής κάθε ΕθνΚΤ.

Σε κάθε ΕθνΚΤ αποδίδεται στάθμιση σε αυτή την κλείδα, η οποία ισούται με το άθροισμα:

- του 50% του μεριδίου συμμετοχής του οικείου κράτους-μέλους στο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε τρέχουσες τιμές και
- του 50% του μεριδίου συμμετοχής του στον πληθυσμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 29, παρ. 1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ).

Με βάση το ίδιο άρθρο, παρ. 3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, οι κλείδες κατανομής των ΕθνΚΤ για τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται ανά πενταετία μετά την ίδρυση του ΕΣΚΤ.

Επίσης, οι κλείδες κατανομής των ΕθνΚΤ για τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται με κάθε μεταβολή της σύνθεσης των εγγεγραμμένων μελών στο κεφάλαιό της.

Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έχουν καταβάλει πλήρως τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ σύμφωνα με τις κλείδες κατανομής τους και συμμετέχουν στα διανεμόμενα κέρδη (ή ζημίες) της.

Οι ΕθνΚΤ της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ συνεισφέρουν μόνο το 3,75% του συνολικού μεριδίου τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ για την κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 48.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ αυξάνεται αυτομάτως όταν ένα νέο μέλος (κράτος) εντάσσεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η αντίστοιχη ΕθνΚΤ εντάσσεται στο ΕΣΚΤ. Η αύξηση καθορίζεται πολλαπλασιάζοντας το υφιστάμενο ύψος του εγγεγραμμένου κεφαλαίου της ΕΚΤ με το λόγο της κλείδας συμμετοχής

της νεοεισερχόμενης ΕθνΚΤ στο ΕΣΚΤ προς το άθροισμα των κλειδών συμμετοχής των ΕθνΚΤ που είναι ήδη μέλη του ΕΣΚΤ.

Κλειδες κατανομής των ΕθνΚΤ στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ

Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες	2017 %
Banque Nationale de Belgique (Βέλγιο)	2,4778
Deutsche Bundesbank (Γερμανία)	17,9973
Eesti Pank (Εσθονία)	0,1928
Central Bank of Ireland (Ιρλανδία)	1,1607
Τράπεζα της Ελλάδος (Ελλάδα)	2,0332
Banco de España (Ισπανία)	8,8409
Banque de France (Γαλλία)	14,1792
Banca d'Italia (Ιταλία)	12,3108
Central Bank of Cyprus (Κύπρος)	0,1513
Latvijas Banka (Λεττονία)	0,2821
Lietuvos bankas (Λιθουανία)	0,4132
Banque centrale du Luxembourg (Λουξεμβούργο)	0,2030
Central Bank of Malta (Μάλτα)	0,0648
De Nederlandsche Bank (Ολλανδία)	4,0035
Oesterreichische Nationalbank (Αυστρία)	1,9631
Banco de Portugal (Πορτογαλία)	1,7434
Banka Slovenije (Σλοβενία)	0,3455
Národná banka Slovenska (Σλοβακία)	0,7725
Suomen Pankki (Φινλανδία)	1,2564
Σύνολο ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ	70,3915
Българска народна банка (Βουλγαρία)	0,8590
Česká národní banka (Τσεχία)	1,6075
Danmarks Nationalbank (Δανία)	1,4873
Hrvatska narodna banka (Κροατία)	0,6023
Magyar Nemzeti Bank (Ουγγαρία)	1,3798
Narodowy Bank Polski (Πολωνία)	5,1230
Banca Națională a României (Ρουμανία)	2,6024
Sveriges Riksbank (Σουηδία)	2,2729
Bank of England (Ηνωμένο Βασίλειο)	13,6743
Σύνολο ΕθνΚΤ εκτός της ζώνης του ευρώ	29,6085
Σύνολο	100,0000

Σημειώνεται πως οι κλειδες δεν έχουν μεταβληθεί σε σχέση με πέρυσι. Η τελευταία μεταβολή έγινε την 1.1.2014 λόγω πενταετούς αναπροσαρμογής.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται τα στοιχεία που αφορούν τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ.

Στοιχεία 31.12.2017	(σε ποσοστό %)	(σε εκατ. ευρώ)
Εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ (συμμετέχουν και οι 28 χώρες-μέλη της ΕΕ)		10.825,0
Κλείδα κατανομής της Τράπεζας της Ελλάδος στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ	2,0332	
Καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος		7.619,9
Κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα	2,88842	
Συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο της ΕΚΤ		220,1
Συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ		344,7
Συνολικό μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ στις 31.12.2017¹¹		564,8

Το μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας στο κεφάλαιο της ΕΚΤ ανέρχεται σε 220,1 εκατ. ευρώ και είναι εξ ολοκλήρου καταβεβλημένο. Αντιστοιχεί στο 2,88842% (κλείδα στο Ευρωσύστημα) του καταβεβλημένου από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος κεφαλαίου της ΕΚΤ, το οποίο ανέρχεται σε 7.619,9 εκατ. ευρώ.

Το υπόλοιπο ποσό, ύψους 344,7 εκατ. ευρώ, αφορά τη συμμετοχή της Τράπεζας στα αποθεματικά και τις εξομοιούμενες με αυτά προβλέψεις της ΕΚΤ.

9.2 Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ

Στοιχεία 31.12.2017	(σε ποσοστό %)	(σε εκατ. ευρώ)
Συνολικά συναλλαγματικά διαθέσιμα που έχουν μεταβιβαστεί στην ΕΚΤ από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος		40.792,6
Κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα	2,88842	
Απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος στις 31.12.2017 από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ¹²		1.178,3

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται οι απαιτήσεις της Τράπεζας που απορρέουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ, σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης Ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 30 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ).

¹¹ Αμετάβλητο σε σχέση με την 31.12.2016

¹² Αμετάβλητες σε σχέση με την 31.12.2016

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μεταφέρθηκαν κατ' αναλογία του μεριδίου συμμετοχής της Τράπεζας στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ με την ένταξη της χώρας στην ζώνη του ευρώ και της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αποτελούνταν κατά 85% από δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας και κατά 15% από χρυσό.

Έναντι των συναλλαγματικών διαθεσίμων που μεταφέρθηκαν, ενεγράφη απαίτηση εκφρασμένη σε ευρώ η οποία αποφέρει τόκο που υπολογίζεται με επιτόκιο ίσο με το 85% του εκάστοτε επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (η διαφορά 15% αντιστοιχεί στο μέρος της απαίτησης που προήλθε από τη μεταφορά του χρυσού και θεωρείται ότι έχει μηδενική απόδοση).¹³

9.3 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ

Στις 31.12.2017 το καθαρό ποσό από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ αποτελεί υποχρέωση της Τράπεζας και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.2 του παθητικού “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ”.

9.4 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Στις 31.12.2017 το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2) είναι πιστωτικό για την Τράπεζα και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.3 του παθητικού “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)”.

9.5 Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος έτους 2017	142,6	83,4	59,2
– από διορθώσεις νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών	-0,1	0,0	-0,1
– από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ	28,5	27,9	0,6
Σύνολο	171,0	111,3	59,7

Οι λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος, ύψους 171,0 εκατ. ευρώ, προέκυψαν ως εξής:

- Από το αποτέλεσμα που προέκυψε για την Τράπεζα από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος του οικονομικού έτους 2017,¹⁴ ύψους 142,6 εκατ. ευρώ (έσοδο). Το συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα ήταν μικρότερο του αναλογούντος με βάση τη κλειδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα.

¹³ Κατευθυντήρια γραμμή της ΕΚΤ της 3ης Νοεμβρίου 1998, όπως τροποποιήθηκε από την κατευθυντήρια γραμμή της 16ης Νοεμβρίου 2000 σχετικά με τη σύνθεση και αποτίμηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και τις λεπτομέρειες της αρχικής μεταβίβασής τους, το νόμισμα στο οποίο εκφράζονται οι ισοδύναμες απαιτήσεις και την απόδοσή τους (ΕΚΤ/2000/15), ΕΕ L336, 30.12.2000, σελ. 114.

¹⁴ Για τον υπολογισμό του ποσού της αναδιανομής του νομισματικού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα προϋπολογιστικά στοιχεία από την ΕΚΤ, κατά την ημερομηνία κατάπτωσης του ισολογισμού και έγκρισής του από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας.

Αναλυτικά:

Συγκεντρωθέν νομισματικό εισόδημα από την Τράπεζα	169,0 εκατ. ευρώ
Αναλογούν νομισματικό εισόδημα σύμφωνα με την κλείδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα	311,6 εκατ. ευρώ
Ποσό προς είσπραξη	142,6 εκατ. ευρώ

- Από το ποσό 0,1 εκατ. ευρώ που κατέβαλε η Τράπεζα από διορθώσεις που έγιναν στην αναδιανομή νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών.
- Από το ποσό 28,5 εκατ. ευρώ που εισέπραξε η Τράπεζα ως έσοδο από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ της χρήσης 2017.

10. Στοιχεία ενεργητικού υπό τακτοποίηση

Περιλαμβάνονται υπό τακτοποίηση υπόλοιπα ενδιάμεσων λογαριασμών, συνολικού ύψους 85,3 χιλ. ευρώ.

11. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού

11.1 Κέρματα ζώνης ευρώ

Στο στοιχείο αυτό παρακολουθείται η αξία των κερμάτων που υπάρχουν στα ταμεία της Τράπεζας και τα οποία έχουν εκδοθεί από τις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Αξία κερμάτων στις 31.12.2017	63,5 εκατ. ευρώ
Αξία κερμάτων στις 31.12.2016	59,8 εκατ. ευρώ
Αύξηση	3,7 εκατ. ευρώ

11.2 Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού

Αναπόσβεστη αξία πάγιων στοιχείων			
Κατηγορίες παγίων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Οικόπεδα	359,9	542,4	-182,5
Κτήρια – εγκαταστάσεις κτιρίων	170,7	215,2	-44,5
Κτήρια υπό κατασκευή	1,6	1,2	0,4
Λοιπός εξοπλισμός	15,6	17,2	-1,6
Προκαταβολές κτήσεως λοιπού εξοπλισμού & λογισμικού υπό εγκατάσταση	7,8	6,6	1,2
Ασώματες ακινητοποιήσεις και έξοδα πολυετούς απόσβεσης	8,5	9,6	-1,1
Σύνολο	564,1	792,2	-228,1

Η συνολική αξία των παγίων στις 31.12.2017 έχει μειωθεί κυρίως λόγω της απομείωσης και των αποσβέσεων που έχουν διενεργηθεί μέχρι την ημερομηνία αυτή, ενώ η μεταβολή της αξίας τους κατά τη χρήση του 2016 οφειλόταν κυρίως στη διενέργεια αποσβέσεων.

Κατά την τρέχουσα χρήση διενεργήθηκε έλεγχος απομείωσης της αξίας των ακινήτων (οικόπεδα και κτήρια). Η Τράπεζα προέβη σε απομείωση της αξίας των ακινήτων κατά 221,9 εκατ. ευρώ (ποσό 182,5 εκατ. ευρώ αφορά οικόπεδα και ποσό 39,4 εκατ. ευρώ αφορά κτήρια), η οποία βασίστηκε σε έκθεση ανεξάρτητων εκτιμητών. Σύμφωνα με τη λογιστική πολιτική της Τράπεζας, η απομείωση έγινε σε βάρος του ειδικού αποθεματικού από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων που είχε σχηματισθεί στο παρελθόν.

Οι αποσβέσεις της χρήσεως ανήλθαν στα 6,9 εκατ. ευρώ για τα κτήρια, στα 4,5 εκατ. ευρώ για το λοιπό εξοπλισμό και στα 3,3 εκατ. ευρώ για τις ασώματες ακινητοποιήσεις και τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης. Οι αποσβέσεις της περσινής χρήσεως είχαν ανέλθει στα 6,9 εκατ. ευρώ, στα 5,2 εκατ. ευρώ και στα 2,9 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.

11.3 Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού

Στα λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνονται τα περιουσιακά στοιχεία του προγράμματος ασφάλισης του προσωπικού ύψους 68,2 εκατ. ευρώ (2016: 66,2 εκατ. ευρώ), καθώς και συμμετοχές που έχει στη κατοχή της η Τράπεζα, οι οποίες αναλύονται στο παρακάτω πίνακα.

Κατηγορίες συμμετοχών	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Μετοχές σε SDR Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS)	20,9	20,9	0,0
Συμμετοχή στο ΤΕΚΕ (Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων)	5,3	5,3	0,0
Συμμετοχή στο ΔΙΑΣ (Διατραπεζικά Συστήματα ΑΕ)	2,5	2,5	0,0
Μετοχές της εταιρίας ΕΧΑΕΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ)	0,2	0,3	-0,1
Μετοχές του Οργανισμού SWIFT	0,1	0,1	0,0
Σύνολο	29,0	29,1	-0,1

11.4 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	102,5 χιλ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	45,1 χιλ. ευρώ
Αύξηση	57,3 χιλ. ευρώ

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη, τα οποία προήλθαν κυρίως από την αποτίμηση τίτλων εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου (warrants) και καταχωρήθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts). Οι τίτλοι αυτοί απεικονίζονται σε λογαριασμούς τάξεως στην ονομαστική τους αξία.

11.5 Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα

Περιλαμβάνονται οι αγορασθέντες δεδουλευμένοι τόκοι χρεογράφων και οι δεδουλευμένοι και μη εισπραχθέντες μέχρι τις 31.12.2017 πιστωτικοί τόκοι και λοιπά δεδουλευμένα έσοδα, τα οποία θα εισπραχθούν σε επόμενη χρήση καθώς και προπληρωθέντα έξοδα. Οι πιστωτικοί τόκοι αφορούν κυρίως τόκους δανείων χορηγηθέντων από την Τράπεζα στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τόκους χρεογράφων και τόκους τοποθετήσεων σε τράπεζες.

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	817,7 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	779,1 εκατ. ευρώ
Αύξηση	38,6 εκατ. ευρώ

11.6 Λοιπά στοιχεία

Στα λοιπά στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνονται τα αποθέματα του ΙΕΤΑ τέλους χρήσης, τα υπόλοιπα των προσωρινών χρεωστικών λογαριασμών, τα υπόλοιπα των δανείων προς το προσωπικό της Τράπεζας, καθώς και λοιπές διάφορες απαιτήσεις.

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	587,6 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	589,8 εκατ. ευρώ
Μείωση	2,2 εκατ. ευρώ

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζεται το αναλογούν στην Τράπεζα της Ελλάδος μερίδιο επί του συνόλου των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, υπολογιζόμενο με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων της Τράπεζας (2,6575%).

	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος	35.870,4	43.243,3	-7.372,9
μείον:			
Υποχρέωση που απορρέει από το μερίδιο που εκδίδεται για λογαριασμό της ΕΚΤ (8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ επί την κλείδα συμμετοχής στο Ευρωσύστημα) ¹⁵	-2.705,2	-2.602,4	-102,8
μείον:			
Υποχρέωση που απορρέει από την κατανομή εντός του Ευρωσυστήματος των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ ¹⁵	-2.053,4	-10.711,7	8.658,3
Αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων	31.111,8	29.929,2	1.182,6

Κατά τη διάρκεια του 2017, η συνολική αξία των τραπεζογραμμάτων που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από το Ευρωσύστημα αυξήθηκε κατά 4,0% (1.170,7 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2017, έναντι 1.126,2 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2016). Η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων ανέρχεται σε 31.111,8 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2017, έναντι 29.929,2 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2016. Η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος μειώθηκε κατά 17,0%, από 43.243,3 εκατ. ευρώ το 2016 σε 35.870,4 εκατ. ευρώ το 2017. Καθώς η πραγματική κυκλοφορία είναι μεγαλύτερη από αυτή που αναλογεί στην Τράπεζα, η διαφορά των 4.758,6 εκατ. ευρώ (13.314,1 εκατ. ευρώ το 2016) εμφανίζεται στο στοιχείο του παθητικού 9.2 “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ” (βλ. ΙΙΙ. Σύνοψη Σημαντικών Λογιστικών Πολιτικών, “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

¹⁵ Απεικονίζονται στο στοιχείο του παθητικού 9.2 “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ”.

2. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής

2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)

Οι λογαριασμοί αυτοί εμφανίζουν τις καταθέσεις των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την εκπλήρωση της υποχρέωσής τους για τήρηση ελάχιστων αποθεματικών στο Ευρωσύστημα και για την τακτοποίηση των μεταξύ τους πληρωμών. Τα υπόλοιπα των ελάχιστων αποθεματικών, που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα, εκτοκίζονται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate). Από τον Ιούνιο του 2014, το ποσό των καταθέσεων που υπερβαίνει την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών εκτοκίζεται με το μικρότερο επιτόκιο μεταξύ του μηδενικού και του ισχύοντος επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το οποίο κατά το 2017 ήταν αρνητικό (μέσο ετήσιο επιτόκιο -0,40%).

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	1.959,8 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	876,9 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	1.082,9 εκατ. ευρώ

Το μέσο υπόλοιπο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη διάρκεια του 2017 διαμορφώθηκε σε 1,4 δισεκ. ευρώ, παραμένοντας αμετάβλητο σε σχέση με το 2016.

2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων

Αφορά την πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων που παρέχει το Ευρωσύστημα στα πιστωτικά ιδρύματα, στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ειδικότερα, πρόκειται για τις καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος διάρκειας μίας ημέρας (overnight) με προκαθορισμένο επιτόκιο.

2.3 Καταθέσεις προθεσμίας

Οι καταθέσεις προθεσμίας είναι πράξεις απορρόφησης ρευστότητας στο πλαίσιο εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων με τη μορφή καταθέσεων.

2.4 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας

Πρόκειται για πράξεις που χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση μεγάλων ανισορροπιών της ρευστότητας.

2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων

Πρόκειται για καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό την κάλυψη της μείωσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χορηγηθεί στην Τράπεζα ως ασφάλεια έναντι παροχής ρευστότητας, στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (στοιχείο 5 του ενεργητικού).

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	0,0 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	30,5 εκατ. ευρώ
Μ ε ί ω σ η	30,5 εκατ. ευρώ

4. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ

4.1 Γενική κυβέρνηση

Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών του Ελληνικού Δημοσίου, των Δημόσιων Οργανισμών καθώς και του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	11.090,3 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	8.269,8 εκατ. ευρώ
Αύξηση	2.820,5 εκατ. ευρώ

Το μέσο υπόλοιπο των παραπάνω κεφαλαίων αυξήθηκε κατά τη διάρκεια του 2017 και διαμορφώθηκε σε 8,1 δισεκ. ευρώ, έναντι 5,5 δισεκ. ευρώ το 2016.

4.2 Λοιπές υποχρεώσεις

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	1.306,7 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	1.257,4 εκατ. ευρώ
Αύξηση	49,3 εκατ. ευρώ

Περιλαμβάνονται υπόλοιπα κυρίως λογαριασμών διαφόρων φορέων και οργανισμών, καθώς και υπόλοιπα λογαριασμών χρηματιστηριακών εταιριών.

5. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
- Καταθέσεις ΔΝΤ	2.204,0	2.367,1	-163,1
- Λοιπές καταθέσεις	220,0	94,2	125,8
Σύνολο	2.424,0	2.461,3	-37,3

Οι καταθέσεις ΔΝΤ περιλαμβάνουν τις καταθέσεις ποσού 2.204,0 εκατ. ευρώ (2.367,1 εκατ. ευρώ στις 31.12.2016) και αφορούν κυρίως το λογαριασμό σε ευρώ (No.1) που τηρεί το ΔΝΤ στην Τράπεζα και αντιστοιχεί στο μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ που είναι εκφρασμένο σε ευρώ (μέρος της Quota).

Η μείωση κατά 163,1 εκατ. ευρώ οφείλεται στην προσαρμογή τέλους έτους των καταθέσεων του ΔΝΤ, λόγω της μεταβολής της ισοτιμίας του SDR έναντι του ευρώ, ώστε να αντιστοιχεί στην ποσότητα SDR που καθορίζεται από το ΔΝΤ. Η τιμή ισοτιμίας έχει ληφθεί από το ΔΝΤ (1 ευρώ = 0,842126 SDR, στις 29.12.2017 έναντι 1 ευρώ = 0,784107 SDR στις 30.12.2016). Βάσει της σύμβασης που υπογράφηκε στις 2 Φεβρουαρίου 2016 μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Τράπεζας της Ελλάδος, το Ελληνικό Δημόσιο αναλαμβάνει το συναλλαγματικό κίνδυνο που προκύπτει από τις καταθέσεις του ΔΝΤ και γίνεται προσαρμογή αντίστοιχα στο υπόλοιπο του δανείου που έχει δοθεί στο Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του στο ΔΝΤ.

Στις λοιπές καταθέσεις περιλαμβάνονται κυρίως τα κεφάλαια του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων ύψους 219,2 εκατ. ευρώ (93,2 εκατ. ευρώ στις 31.12.2016).

6. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ

	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
– Υποχρέωση προς το Ελληνικό Δημόσιο σε SDR από κατανομές του ΔΝΤ	5,3	7,2	-1,9
– Υποχρέωση προς το Ελληνικό Δημόσιο (μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ - μέρος Quota - σε SDR)	680,4	730,1	-49,7
– Λοιπές υποχρεώσεις	25,9	14,6	11,3
Σύνολο	711,6	751,9	-40,3

Οι παραπάνω υποχρεώσεις προς το Ελληνικό Δημόσιο σε SDR αντιστοιχίζονται στο ενεργητικό με ισόποσες απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ (στοιχείο 2.1 “Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)”).

7. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

7.1 Καταθέσεις και λοιπές υποχρεώσεις

Πρόκειται για καταθέσεις διαφόρων φορέων και οργανισμών ύψους 2,4 χιλ. ευρώ (2016: 2,8 χιλ. ευρώ).

9. Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος

9.2 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται οι υποχρεώσεις της Τράπεζας της Ελλάδος που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ (βλ. ΙΙΙ. Σύνοψη Σημαντικών Λογιστικών Πολιτικών, “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	4.758,6 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	13.314,1 εκατ. ευρώ
	Μ ε ί ω σ η 8.555,5 εκατ. ευρώ

Το ύψος της υποχρέωσης στις 31.12.2017 διαμορφώθηκε από τα ακόλουθα μεγέθη:

- 2.705,2 εκατ. ευρώ αφορούν την αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ τα οποία έχουν εκδοθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος για λογαριασμό της ΕΚΤ (8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ θεωρείται ότι εκδίδεται για λογαριασμό της ΕΚΤ). Το μερίδιο που αντιστοιχεί στην Τράπεζα υπολογίζεται σύμφωνα με την κλειδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα. Το παραπάνω ποσό αυξήθηκε κατά 102,8 εκατ. ευρώ σε σχέση με τις 31.12.2016 (2.602,4 εκατ. ευρώ), λόγω της συνολικής αύξησης των τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία σε επίπεδο Ευρωσυστήματος.

- 2.053,4 εκατ. ευρώ αφορούν το ποσό κατά το οποίο προσαρμόστηκε (μειώθηκε) η αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα, μετά την αφαίρεση του 8% υπέρ της ΕΚΤ, ώστε το μερίδιο της Τράπεζας στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ (στοιχείο 1 του παθητικού) να αντιστοιχεί σ' αυτό που προκύπτει με βάση την κλίδα κατανομής τραπεζογραμματίων. Το 2017 το παραπάνω ποσό μειώθηκε κατά 8.658,3 εκατ. ευρώ, λόγω της μείωσης που σημειώθηκε στην αξία των τραπεζογραμματίων ευρώ που πραγματικά τέθηκαν σε κυκλοφορία από την Τράπεζα κατά τη διάρκεια του 2017 (βλ. στοιχείο 1 του παθητικού “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

9.3 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Πρόκειται για τις καθαρές υποχρεώσεις της Τράπεζας έναντι της ΕΚΤ που απορρέουν από τις διευρωπαϊκές συναλλαγές των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και τις συναλλαγές της Τράπεζας της Ελλάδος με τις λοιπές ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, με την ΕΚΤ, καθώς και με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (εκτός Ευρωσυστήματος) που συμμετέχουν στο σύστημα TARGET2 (Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο).

Το υπόλοιπο της θέσης αυτής εκτοκίζεται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate). Το μέσο ετήσιο επιτόκιο κατά το 2017 διαμορφώθηκε σε 0,0%.

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	59.401,7 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	72.257,2 εκατ. ευρώ
Μείωση	12.855,5 εκατ. ευρώ

Η δημιουργία των υποχρεώσεων αυτών χρονολογείται από την ημερομηνία ένταξης της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα (1.1.2001).

9.4 Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Στις 31.12.2017 το καθαρό αποτέλεσμα των λοιπών συναλλαγών της Τράπεζας της Ελλάδος με το Ευρωσύστημα είναι χρεωστικό (απαίτηση) και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.5 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”.

10. Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση

Περιλαμβάνονται κυρίως επιταγές και εντολές πληρωτέες που δεν έχουν ακόμη διακανονιστεί συνολικού ύψους 0,9 εκατ. ευρώ (2016: 1,0 εκατ. ευρώ).

11. Λοιπές υποχρεώσεις

11.1 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	0,5 χιλ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	21,8 χιλ. ευρώ
Μείωση	21,3 χιλ. ευρώ

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζεται το αποτέλεσμα που προέκυψε από την αναπροσαρμογή στο τέλος του έτους των εκκρεμών πράξεων σε συνάλλαγμα (spot), που παρακολουθούνται σε

λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως), σύμφωνα με τη μέθοδο της οικονομικής προσέγγισης.

11.2 Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα

Στους λογαριασμούς αυτούς περιλαμβάνονται οι δεδουλευμένοι και μη πληρωθέντες μέχρι 31.12.2017 χρεωστικοί τόκοι και λοιπά έξοδα. Οι τόκοι και τα έξοδα αυτά θα καταβληθούν σε επόμενες χρήσεις και αφορούν κυρίως διάφορους χρεωστικούς τόκους (επί του υπολοίπου πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης – TLTRO II) αμοιβές και παροχές τρίτων.

Υπόλοιπο στις 31.12.2017	71,7 εκατ. ευρώ
Υπόλοιπο στις 31.12.2016	26,5 εκατ. ευρώ
Α ύ ξ η σ η	45,2 εκατ. ευρώ

11.3 Λοιπά στοιχεία

Λοιπά στοιχεία παθητικού	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
Ποσό μερισμάτων προς διανομή τρέχουσας χρήσης	9,5	9,5	0,0
Φόρος μερισμάτων	3,9	3,9	0,0
Υπόλοιπο κερδών χρήσης περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	928,5	1.079,0	-150,5
Λοιπές υποχρεώσεις	55,0	107,7	-52,7
Σύνολο	996,9	1.200,1	-203,2

Περιλαμβάνονται τα προς καταβολή μερίσματα της οικονομικής χρήσης 2017, ο φόρος που αναλογεί επί των μερισμάτων, το υπόλοιπο κερδών χρήσης που περιέρχεται στο Ελληνικό Δημόσιο, λοιποί φόροι προς απόδοση, τα υπόλοιπα των προσωρινών πιστωτικών λογαριασμών και διαφόρων λογαριασμών υπέρ τρίτων (προμηθευτές κ.λπ.), καθώς και λοιπές υποχρεώσεις.

12. Προβλέψεις

Κατηγορίες προβλέψεων	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
α. Ειδικές προβλέψεις για πιθανούς κινδύνους εκμετάλλευσης, έκτακτες ζημιές και επισφαλείς απαιτήσεις	135,5	136,1	-0,6
β. Πρόβλεψη για δαπάνες παροχών προς ασφαλισμένους	2.155,8	2.134,5	21,3
γ. Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων	5.309,0	5.206,7	102,3
Σύνολο	7.600,3	7.477,3	123,0

Το συνολικό ύψος των προβλέψεων διαμορφώθηκε σε 7.600,3 εκατ. ευρώ.

Η πρακτική σχηματισμού προβλέψεων και αποθεματικών ακολουθείται στο πλαίσιο της εφαρμοζόμενης από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος αρχής της συντηρητικότητας. Μέσω της διενέργειας επαρκών προβλέψεων ισχυροποιείται η οικονομική θέση της Τράπεζας της Ελλάδος, ώστε αυτή να αντεπεξέρχεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στα καθήκοντα που της έχουν ανατεθεί και τους κινδύνους που αναλαμβάνει.

Η Τράπεζα επαναξιολογεί σε ετήσια βάση το σύνολο των προβλέψεων και επαναπροσδιορίζει το ύψος τους μετά από εκτίμηση των κινδύνων.

Αναλυτικά οι προβλέψεις έχουν ως εξής:

α. Ειδικές προβλέψεις για πιθανούς κινδύνους εκμετάλλευσης, έκτακτες ζημιές και επισφαλείς απαιτήσεις

Πρόκειται για ειδικές προβλέψεις που σχηματίστηκαν για την κάλυψη πιθανών κινδύνων, ζημιών, εξόδων και υποχρεώσεων που συνδέονται άμεσα με τη λειτουργία της Τράπεζας, όπως:

- διαχειριστικά ελλείμματα,
- επισφαλείς απαιτήσεις,
- εκκρεμείς αγωγές.

Ο σχηματισμός των παραπάνω ειδικών προβλέψεων προήλθε από πραγματικές ανάγκες και υποχρεώσεις, ενώ ο προσδιορισμός του ύψους των προβλέψεων έγινε μετά από εκτιμήσεις των ποσών που ενδεχομένως απαιτηθούν για την κάλυψη κινδύνων και ζημιών και των ποσών των επισφαλών απαιτήσεων που δεν θα εισπραχθούν.

β. Πρόβλεψη για δαπάνες παροχών προς ασφαλισμένους

Η σχηματισθείσα πρόβλεψη περιλαμβάνει τις υποχρεώσεις της Τράπεζας έναντι των προγραμμάτων καθορισμένων παροχών για αποζημίωση προσωπικού (Ν. 2112/20, όπως ισχύει) και για την παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης, καθώς η Τράπεζα έχει αναλάβει και ενεργεί, βάσει του Ν. 3863/2010, άρθρο 64, την κοινωνική ασφάλιση του προσωπικού της, σύμφωνα με τον οποίο ο υπολογισμός των παροχών διέπεται από τις γενικές διατάξεις των νόμων, όπως ισχύουν, σε συνδυασμό με τις διατάξεις των αντίστοιχων Καταστατικών των πρώην Ταμείων της Τράπεζας. Για την επιμέτρηση των υποχρεώσεων αυτών διενεργούνται ετησίως αναλογιστικές μελέτες από ανεξάρτητη αναλογιστική εταιρία.

Επιπρόσθετα, η Τράπεζα τηρεί προγράμματα καθορισμένων εισφορών για γονικές και μετεργασιακές παροχές. Σύμφωνα με απόφαση της Τράπεζας, οι παροχές αυτές δεν συνεπάγονται επιπλέον οικονομική επιβάρυνση της Τράπεζας πέραν της ήδη καταβαλλόμενης εργοδοτικής εισφοράς.

γ. Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων

Η Τράπεζα σχηματίζει και διατηρεί πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων που απορρέουν από τις δραστηριότητές της.

Η Τράπεζα αναγνωρίζει, επιμετρά και παρακολουθεί τους αναλαμβανόμενους κινδύνους κατόπιν σταθμίσεως και ενδελεχούς ελέγχου των δεδομένων, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείρισή τους. Στο πλαίσιο αυτό σχηματίζει προβλέψεις ακολουθώντας την πρακτική της ΕΚΤ και των άλλων ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος.

Η Τράπεζα επιμετρά τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από τα χαρτοφυλάκια των ιδίων διαθεσίμων της Τράπεζας καθώς και από τη χορήγηση δανείων εκτός του πλαισίου άσκησης νομισματικής πολιτικής.

Στους παρακολουθούμενους χρηματοοικονομικούς κινδύνους συμπεριλαμβάνονται και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Οι εν λόγω κίνδυνοι επιμετρώνται από την ΕΚΤ για κάθε ΕθνΚΤ.

Οι επιμετρήσεις διενεργούνται με τα στοιχεία της τελευταίας εργάσιμης ημέρας εκάστου έτους, εκτός από αυτές που διενεργούνται από την ΕΚΤ. Στην περίπτωση αυτή, και κατά πάγια τακτική, χρησιμοποιούνται τα στοιχεία της τελευταίας διαθέσιμης επιμέτρησης που έχει διενεργήσει η ΕΚΤ. Στην παρούσα χρήση χρησιμοποιήθηκε η επιμέτρηση με στοιχεία της 30.11.2017. Ενδεχομένως η επιμέτρηση να διαφέρει με στοιχεία τέλους χρήσης.

Για την επιμέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων χρησιμοποιείται η Αξία σε Κίνδυνο (VaR), σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99% και χρονικό ορίζοντα το ένα έτος.

Οι αναγνωρισμένοι κίνδυνοι είναι:

– *Κίνδυνος αγοράς*

Ο κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος μείωσης της αγοραίας αξίας των αποκτηθέντων από την Τράπεζα χρηματοοικονομικών μέσων εξαιτίας μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες (συναλλαγματικός κίνδυνος) ή στα επιτόκια (επιτοκιακός κίνδυνος).

– *Πιστωτικός κίνδυνος*

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος πραγματοποίησης ζημίας λόγω αδυναμίας ενός αντισυμβαλλομένου να ανταποκριθεί πλήρως ή εγκαίρως στην κάλυψη των υποχρεώσεων που έχει αναλάβει έναντι της Τράπεζας. Συμβαλλόμενα μέρη μπορεί να είναι δανειζόμενοι, εκδότες τίτλων καθώς και αποδέκτες καταθέσεων εκ μέρους της Τράπεζας.

– *Λειτουργικός κίνδυνος*

Ο λειτουργικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος επιπτώσεων στην οικονομική κατάσταση, στην επιχειρησιακή ετοιμότητα και/ή στο κύρος της Τράπεζας ως αποτέλεσμα ανεπάρκειας ή αποτυχίας των διαδικασιών, του ανθρώπινου παράγοντα, των συστημάτων ή ως αποτέλεσμα εξωτερικών γεγονότων.

Από την διαδικασία επιμέτρησης και κατά την κρίση της Διοίκησης της Τράπεζας έχουν σχηματισθεί προβλέψεις που προορίζονται να καλύψουν τους ακόλουθους κινδύνους:

- τον πιστωτικό κίνδυνο ή/και κίνδυνο αγοράς που σχετίζεται με τα χαρτοφυλάκια των ιδίων διαθεσίμων της Τράπεζας καθώς και με τη χορήγηση δανείων εκτός του πλαισίου άσκησης νομισματικής πολιτικής,
- τον πιστωτικό κίνδυνο ή/και κίνδυνο αγοράς που σχετίζεται με την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ήτοι τις πράξεις αναχρηματοδότησης των αντισυμβαλλομένων πιστωτικών ιδρυμάτων και την απόκτηση χρεογράφων στο πλαίσιο προγραμμαμάτων αγορών του Ευρωσυστήματος.

Η ΕΚΤ διεξάγει σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ έλεγχο απομείωσης της αξίας των χρεογράφων αποκτηθέντων στο πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (SMP, CBPP, CBPP2, CBPP3, PSPP, CSPP και ABSPP).

Στο πλαίσιο αυτό, κατά την κλειόμενη χρήση και ως απόρροια του ελέγχου απομείωσης που πραγματοποιήθηκε στο χαρτοφυλάκιο CSPP, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη δημιουργία πρόβλεψης, συνολικού ύψους 68,9 εκατ. ευρώ, έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής, που αφορά ένα χρεόγραφο που βρίσκεται στην κατοχή μιας ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος. Το ύψος της πρόβλεψης υπολογίστηκε λαμβάνοντας υπόψη πληροφορίες από την πώληση του χρεογράφου που πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο του 2018, σύμφωνα με το ισχύον νομικό πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών για τα μεταγενέστερα του ισολογισμού γεγονότα.¹⁶

Σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, αυτή η πρόβλεψη θα σχηματιστεί από όλες τις ΕθνΚΤ των συμμετεχόντων κρατών-μελών με βάση τις ισχύουσες κλείδες κατανομής του 2017. Ως αποτέλεσμα, η Τράπεζα σχημάτισε πρόβλεψη ύψους 2,0 εκατ. ευρώ, η οποία ισοδυναμεί με το 2,8884% της συνολικής πρόβλεψης.

13. Λογαριασμοί αναπροσαρμογής

Σύμφωνα με τους κανόνες και τις λογιστικές αρχές που έχει καθορίσει η ΕΚΤ για τις τράπεζες-μέλη του ΕΣΚΤ και ιδίως την αρχή της συντηρητικότητας, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη που προκύπτουν από την αποτίμηση του χρυσού, των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα, των χρεογράφων και των χρηματοοικονομικών μέσων εντός και εκτός ισολογισμού δεν λογίζονται ως έσοδα στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (λειτουργούν ως αποθεματικά μόνο για τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία). Αντιθέτως, οι ζημίες από αποτίμηση που προκύπτουν στο τέλος του έτους λογίζονται ως έξοδα και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως (βλ. ΙΙΙ. Σύνοψη Σημαντικών Λογιστικών Πολιτικών, “Αναγνώριση εσόδων”).

Από την αποτίμηση στο τέλος της χρήσης 2017 προέκυψαν μη πραγματοποιηθέντα κέρδη ύψους 3.412,5 εκατ. ευρώ, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων προέρχεται από τον χρυσό. Από τα εξ αποτιμήσεως κέρδη του συναλλάγματος, το μεγαλύτερο μέρος προέρχεται από τη θέση σε δολάρια ΗΠΑ. Τα κέρδη αυτά μεταφέρθηκαν στους αντίστοιχους λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts) και εμφανίζονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα.

Μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από την αποτίμηση	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– χρυσού	3.362,3	3.441,4	-79,1
– συναλλάγματος	36,0	256,4	-220,4
– χρεογράφων	11,5	16,3	-4,8
– μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων	2,6	1,5	1,1
– τίτλων warrants	0,1	0,0	0,1
Σύνολο	3.412,5	3.715,6	-303,1

14. Μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά

Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της Τράπεζας ανέρχεται σε 593,6 εκατ. ευρώ.

¹⁶ Άρθρο 4 (3) της Κατευθυντήριας Γραμμής σχετικά με το νομικό πλαίσιο για τη λογιστική παρακολούθηση και την υποβολή χρηματοοικονομικών εκθέσεων στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΚΤ/2016/34).

Αναλυτικά, το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά έχουν ως εξής:

14.1 Μετοχικό κεφάλαιο

Το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας, μετά τις αυξήσεις που έγιναν σύμφωνα με το Ν.Δ. 413/70 και 889/71, τους Ν. 542/77 και 1249/82, την Υπουργική Απόφαση Ε. 2665/88, τον Ν. 2065/92, την Υπουργική Απόφαση 1281/30.10.96 και τις Πράξεις Υπουργικού Συμβουλίου 8/4.2.2000, 32/23.5.2002, 17/4.7.2005 και 8/10.6.2008, ανέρχεται σε 111.243.362 ευρώ, διαιρούμενο σε 19.864.886 μετοχές ονομαστικής αξίας 5,60 ευρώ έκαστη.

14.2 Τακτικό αποθεματικό

Το τακτικό αποθεματικό ανέρχεται σε 111.243.362 ευρώ και είναι εξισωμένο με το μετοχικό κεφάλαιο.

14.3 Έκτακτο αποθεματικό

Το έκτακτο αποθεματικό ανέρχεται σε 84,5 εκατ. ευρώ και έχει σχηματιστεί από τα κέρδη των χρήσεων 2006, 2007, 2009 και 2010.

14.4 Ειδικό αποθεματικό από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων

Το ειδικό αυτό αποθεματικό σχηματίστηκε από την υπεραξία που προέκυψε από την αναπροσαρμογή της λογιστικής αξίας των ακινήτων της Τράπεζας στην εύλογη (αγοραία) αξία τους, κατά τις χρήσεις 2004 και 2007, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις ανεξάρτητων εκτιμητών.

Μέρος της υπεραξίας κεφαλαιοποιήθηκε κατά τις χρήσεις 2005 και 2008 με διανομή δωρεάν μετοχών στους μετόχους, ενώ μικρό μέρος, που προερχόταν από τα ακίνητα της Τράπεζας που πωλήθηκαν, μεταφέρθηκε στα κέρδη της Τράπεζας κατά τις χρήσεις 2008, 2009 και 2010.

Το υπόλοιπο του λογαριασμού στις 31.12.2017 ανέρχεται σε 285,4 εκατ. ευρώ μειωμένο κατά 221,8 εκατ. ευρώ σε σχέση με τη προηγούμενη χρήση λόγω ανάλωσής του για τη κάλυψη της ζημίας από την απομείωση των ακινήτων (οικοπέδων και κτηρίων) που διενεργήθηκε το 2017.

14.5 Λοιπά ειδικά αποθεματικά

Ανέρχονται σε 1,2 εκατ. ευρώ και αφορούν την αξία έργων τέχνης και πάγιων στοιχείων, τα οποία έχουν παραχωρηθεί δωρεάν στην Τράπεζα. Η μείωση του ειδικού αποθεματικού κατά 0,1 εκατ. ευρώ οφείλεται κυρίως στην κάλυψη ζημίας απομείωσης σε δωρεάν παραχωρηθέν ακίνητο.

Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις

Κατά την 31 Δεκεμβρίου 2017, υπήρχαν εκκρεμείς αγωγές εναντίον της Τράπεζας της Ελλάδος σε σχέση με τις εν γένει δραστηριότητές της. Κατόπιν αξιολόγησης του ισχύοντος νομικού πλαισίου και των επιμέρους επίδικων πραγματικών περιστατικών, η Διοίκηση κρίνει με βάση τις υφιστάμενες πιθανότητες ευδοκίμησης των αγωγών αυτών ότι δεν συντρέχει λόγος για οποιαδήποτε πρόσθετη πρόβλεψη στις παρούσες οικονομικές καταστάσεις πέραν της ήδη σχηματισθείσας πρόβλεψης κατά την 31.12.2017.

Επιπλέον, με βάση τις υφιστάμενες εκκρεμείς αγωγές συνταξιούχων ενδέχεται στο μέλλον να προκύψουν πρόσθετες υποχρεώσεις. Με βάση δε τις τρέχουσες πιθανότητες ευδοκίμησης των παραπάνω αγωγών, η Διοίκηση κρίνει ότι δεν απαιτείται πρόσθετη πρόβλεψη πέραν της σχηματισθείσας πρόβλεψης για δαπάνες συνταξιοδοτικών παροχών, κατά την 31.12.2017.

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ (ΤΑΞΕΩΣ)

	31.12.2017	31.12.2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
1. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου από τη διαχείριση του “Κοινού Κεφαλαίου Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων” σύμφωνα με τον Ν. 2469/97	28.415,1	29.303,7	-888,6
2. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου και λοιπά χρεόγραφα από τη διαχείριση και θεματοφύλαξη κεφαλαίων δημοσίων οργανισμών, ασφαλιστικών φορέων και ιδιωτών	4.389,7	4.413,2	-23,5
3. Περιουσιακά στοιχεία αποδεκτά από το Ευρωσύστημα ως ασφάλεια για πράξεις νομισματικής πολιτικής και παροχή ενδοημερησίας ρευστότητας	18.545,0	28.265,1	-9.720,1
4. Περιουσιακά στοιχεία αποδεκτά από την Τράπεζα της Ελλάδος ως ασφάλεια για πράξεις έκτακτης παροχής ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα	78.917,2	103.386,2	-24.469,0
5. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως*	14.773,5	32.377,9	-17.604,4
Σύνολο	145.040,5	197.746,1	-52.705,6

* Στους λοιπούς λογαριασμούς τάξεως περιλαμβάνονται κυρίως:

- Η υποσχετική επιστολή (promissory note) ύψους 9,5 δισεκ. SDR (11,3 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2017) με δικαιούχο το ΔΝΤ, που έχει εκδοθεί από τη Ελληνική Κυβέρνηση για το ανεξόφλητο υπόλοιπο των δανείων που έχει λάβει από το ΔΝΤ μέχρι 31.12.2017, στο πλαίσιο της συμφωνίας στήριξης της χώρας από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το ΔΝΤ. Η υποσχετική επιστολή δεν δημιουργεί τόκους και είναι μη διαπραγματεύσιμη. Η Ελληνική Κυβέρνηση έχει την αποκλειστική υποχρέωση αποπληρωμής του εν λόγω δανείου. Η υποσχετική επιστολή φυλάσσεται στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ενεργεί ως θεματοφύλακας (Depository) και ως δημοσιονομικός αντιπρόσωπος (Fiscal Agent) της Ελλάδος έναντι του ΔΝΤ.
- Η υποχρέωση του Ελληνικού Δημοσίου προς το ΔΝΤ από κατανομές ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων ύψους 782,4 εκατ. SDR (929,0 εκατ. ευρώ).
- Τίτλοι, χρεόγραφα και άλλες αξίες κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου προς φύλαξη.
- Εντολές ενέγγυων πιστώσεων προς εκτέλεση, εγγυητικές επιστολές τρίτων για εξασφάλιση καλής εκτέλεσης έργων ή συμβάσεων προμηθειών, κέρματα εκτός κυκλοφορίας κ.λπ.

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2017 ανήλθαν σε 941,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.092,3 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2017

ΕΣΟΔΑ

Τα **συνολικά καθαρά έσοδα** από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA), τους τόκους των χαρτοφυλακίων, τις προμήθειες και τα λοιπά έσοδα από τις εργασίες εσωτερικού και εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 1.441,7 εκατ. ευρώ, έναντι 1.728,2 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016, σημειώνοντας μείωση κατά 16,6%.

Ειδικότερα:

- Τα **καθαρά έσοδα από τόκους, χρηματοοικονομικές πράξεις και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος** διαμορφώθηκαν σε 1.310,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.595,1 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας μείωση κατά 17,8%,
- τα **καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες** μειώθηκαν κατά 4,6% και διαμορφώθηκαν σε 78,0 εκατ. ευρώ, έναντι 81,8 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση,
- τα **έσοδα από μετοχές και συμμετοχές** διαμορφώθηκαν σε 38,9 εκατ. ευρώ, παραμένοντας σταθερά σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.
- **Τέλος, τα λοιπά έσοδα** ανήλθαν σε 14,0 εκατ. ευρώ, έναντι 12,4 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

ΕΞΟΔΑ

Τα **συνολικά έξοδα** στη χρήση 2017 μειώθηκαν κατά 136,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 499,9 εκατ. ευρώ, έναντι 635,9 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016, κυρίως λόγω του σχηματισμού χαμηλότερων προβλέψεων σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.

Ειδικότερα:

- Τα **συνολικά έξοδα της Τράπεζας πλην προβλέψεων** αυξήθηκαν κατά 59,9 εκατ. ευρώ (18,1%) και διαμορφώθηκαν σε 391,3 εκατ. ευρώ, έναντι 331,4 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.
- Οι **προβλέψεις** που σχηματίστηκαν στη χρήση 2017 ανήλθαν σε 108,6 εκατ. ευρώ, μειωμένες σε σχέση με τη χρήση 2016 κατά 195,9 εκατ. ευρώ.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

1. Καθαροί τόκοι-έσοδα

Τα καθαρά έσοδα από τόκους (τόκοι-έσοδα μείον τόκοι-έξοδα) μειώθηκαν κατά 22,5% και ανήλθαν σε 1.157,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.494,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Για λόγους εναρμονισμένης παρουσίασης, οι τόκοι-έσοδα και οι τόκοι-έξοδα που προέρχονται από το ίδιο στοιχείο του ισολογισμού σχετιζόμενο με πράξεις νομισματικής πολιτικής συμψηφίζονται είτε στους τόκους-έσοδα είτε στους τόκους-έξοδα, ανάλογα με το αν το καθαρό ποσό είναι θετικό ή αρνητικό.

1.1 Τόκοι-έσοδα

Οι τόκοι-έσοδα μειώθηκαν κατά 314,6 εκατ. ευρώ και ανήλθαν σε 1.199,4 εκατ. ευρώ, έναντι 1.514,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, κυρίως λόγω της σημαντικής μείωσης των εσόδων από ειδικές χορηγήσεις σε πιστωτικά ιδρύματα μέσω πράξεων παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA).

Αναλυτικά, οι επιμέρους κατηγορίες τόκων-εσόδων έχουν ως εξής:

Τόκοι-έσοδα	2017	2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
α. από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	0,5	2,8	-2,3
β. χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	219,1	239,8	-20,7
γ. από πράξεις έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα	449,1	734,5	-285,4
δ. επενδυτικών χαρτοφυλακίων (εκτός χρεογράφων Ελληνικού Δημοσίου)	252,6	251,2	1,4
ε. επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα Ελληνικού Δημοσίου	254,3	256,1	-1,8
στ. μακροπρόθεσμων απαιτήσεων έναντι του Ελληνικού Δημοσίου	14,3	21,7	-7,4
ζ. μακροπρόθεσμων απαιτήσεων σε ευρώ από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ	0,0	0,1	-0,1
η. από δάνεια στο προσωπικό της Τράπεζας	1,4	1,4	0,0
θ. από καταθέσεις διαφόρων φορέων και οργανισμών	5,0	4,7	0,3
ι. από υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι ΠΠ ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής	0,4	0,4	0,0
κ. λοιποί τόκοι-έσοδα	2,7	1,3	1,4
Σύνολο	1.199,4	1.514,0	-314,6

Ειδικότερα:

α) Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής

Πρόκειται για τους τόκους που προέρχονται από δάνεια της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης που διενεργούνται από το Ευρωσύστημα για τη χορήγηση ρευστότητας, στο πλαίσιο της άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Αναλυτικά, οι τόκοι ανά κατηγορία πράξεων έχουν ως εξής:

Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα από πράξεις νομισματικής πολιτικής	2017	2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– από πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	0,0	2,6	-2,6
– από διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,5	0,2	0,3
Σύνολο	0,5	2,8	-2,3

Η μεταβολή στους τόκους-έσοδα από πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης οφείλεται στη μείωση του επιτοκίου των πράξεων αυτών, το οποίο ήταν μηδενικό σε όλη τη διάρκεια του 2017, ενώ το 2016 το μέσο ετήσιο επιτόκιο διαμορφώθηκε σε 0,01%.

β) Τόκοι χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

Πρόκειται για τους τόκους των χρεογράφων που αποκτήθηκαν από την Τράπεζα στο πλαίσιο του πρώτου Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για την αγορά Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme – CBPP), του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP), του τρίτου Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για την αγορά Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3), καθώς και του προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (PSPP). Το 2017 οι τόκοι αυτοί ανήλθαν σε 219,1 εκατ. ευρώ, έναντι 239,8 εκατ. ευρώ το 2016.

Αναλυτικά, οι τόκοι ανά χαρτοφυλάκιο έχουν ως εξής:

Τόκοι χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	2017	2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– Προγράμματος Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	9,4	29,2	-19,8
– Προγράμματος Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3)	30,4	26,7	3,7
– Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP)	128,3	153,4	-25,1
– Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημοσίου Τομέα (PSPP)	51,0	30,5	20,5
Σύνολο	219,1	239,8	-20,7

γ) Τόκοι από πράξεις έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα

Οι τόκοι των ειδικών χορηγήσεων προς τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω πράξεων παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) ανήλθαν σε 449,1 εκατ. ευρώ, έναντι 734,5 εκατ. ευρώ το 2016. Η σημαντική μείωση οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση του μέσου ύψους των δανείων της κατηγορίας αυτής (βλ. σημείωση στο στοιχείο 6 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ”).

δ) Τόκοι επενδυτικών χαρτοφυλακίων (εκτός χρεογράφων Ελληνικού Δημοσίου)

Το μεγαλύτερο ποσό των εσόδων από τόκους της κατηγορίας αυτής αφορά τους τόκους χρεογράφων σε ευρώ εκδόσεως κυβερνήσεων χωρών της ζώνης του ευρώ.

Τόκοι επενδυτικών χαρτοφυλακίων ανά κατηγορία επενδύσεων	2017	2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
– από χρεόγραφα	243,4	246,7	-3,3
– από προθεσμιακές καταθέσεις και τρεχούμενους λογαριασμούς	9,2	4,5	4,7
Σύνολο	252,6	251,2	1,4

Η αύξηση κατά 1,4 εκατ. ευρώ έναντι της προηγούμενης χρήσης, οφείλεται στην αύξηση της απόδοσης των τοποθετήσεων σε πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού.

ε) Τόκοι επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα Ελληνικού Δημοσίου

Οι τόκοι του χαρτοφυλακίου της Τράπεζας σε χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου σημείωσαν μείωση κατά 1,8 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (2017: 254,3 εκατ. ευρώ, 2016: 256,1 εκατ. ευρώ), λόγω μείωσης της μέσης απόδοσης των χρεογράφων που περιλαμβάνει.

στ) Τόκοι μακροπρόθεσμων απαιτήσεων έναντι του Ελληνικού Δημοσίου

Η κατηγορία αυτή αφορά τους τόκους επί των δανείων που έχει χορηγήσει η Τράπεζα προς το Ελληνικό Δημόσιο μέχρι τις 31.12.1993.

Το 2017 οι τόκοι αυτοί ανήλθαν συνολικά σε 14,3 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας μείωση κατά 7,4 εκατ. ευρώ σε σχέση με το προηγούμενο έτος (2016: 21,7 εκατ. ευρώ). Η μείωση αυτή προήλθε αφενός από τη μείωση των επιτοκίων αναφοράς βάσει των οποίων εκτοκίζονται τα δάνεια προς το Ελληνικό Δημόσιο και αφετέρου από τη μείωση του κεφαλαίου των δανείων, λόγω της σταδιακής εξόφλησής τους.

ζ) Τόκοι μακροπρόθεσμων απαιτήσεων σε ευρώ από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ

Η κατηγορία αυτή αφορά τους τόκους επί της απαίτησης σε ευρώ που προέκυψε από τη μεταφορά των συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ, σύμφωνα με το άρθρο 30 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ. Οι τόκοι αυτοί υπολογίζονται στο 85% του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Το 2017 παρουσίασαν μείωση κατά 0,1 εκατ. ευρώ έναντι της προηγούμενης χρήσης και διαμορφώθηκαν σε μηδενικό επίπεδο. Η μεταβολή οφείλεται στο γεγονός ότι το επιτόκιο εκτοκισμού τους ήταν μηδενικό το 2017.

η) Τόκοι από δάνεια στο προσωπικό της Τράπεζας

Οι τόκοι προέρχονται από δάνεια που έχουν χορηγηθεί στο προσωπικό της Τράπεζας (στεγα-στικά και οικονομικών αναγκών).

θ) Τόκοι καταθέσεων διαφόρων φορέων και οργανισμών

Ανήλθαν σε 5,0 εκατ. ευρώ, έναντι 4,7 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016. Η μεταβολή οφείλεται στην αύξηση του ύψους των καταθέσεων καθώς και στο επιτόκιο εκτοκισμού τους (αρνητικό επιτόκιο).

ι) Τόκοι από υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι ΠΙ ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής

Αναλυτικά, οι τόκοι-έσοδα ανά υποχρέωση έχουν ως εξής:

Τόκοι-έσοδα από υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι ΠΙ ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής	2017	2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
– από λογαριασμούς υποχρεωτικών καταθέσεων ΠΙ και από τρεχούμενους λογαριασμούς ΠΙ πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων	0,3	0,2	0,1
– από καταθέσεις για κάλυψη περιθωρίων	0,1	0,2	-0,1
Σύνολο	0,4	0,4	0,0

Τα υπόλοιπα των ελάχιστων αποθεματικών, που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα, εκτοκίζονται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate). Το 2017 το εν λόγω επιτόκιο ήταν μηδέν.

Με βάση απόφαση της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2014/23), από τις 11.6.2014 εφαρμόζεται αρνητικό επιτόκιο στο τμήμα των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων που υπερβαίνει το μέσο επίπεδο υποχρεωτικών καταθέσεων (ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά).

Ως αποτέλεσμα, το σύνολο των τόκων από λογαριασμούς υποχρεωτικών καταθέσεων και από τρεχούμενους λογαριασμούς πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων εμφανίζεται στους τόκους-έσοδα.

Επίσης, λόγω αρνητικών επιτοκίων προέκυψαν τόκοι-έσοδα από τις καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων ύψους 0,1 εκατ. ευρώ.

κ) Λοιποί τόκοι-έσοδα

Οι λοιποί τόκοι-έσοδα ανήλθαν σε 2,7 εκατ. ευρώ έναντι 1,3 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Περιλαμβάνονται κυρίως τόκοι-έσοδα από τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος σε προγράμματα δανεισμού χρεογράφων χαρτοφυλακίου ιδίων διαθεσίμων και νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας.

1.2 Τόκοι-έξοδα

Οι τόκοι-έξοδα αυξήθηκαν κατά 22,1 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 41,6 εκατ. ευρώ, έναντι 19,5 εκατ. ευρώ το 2016.

Αναλυτικά, οι επιμέρους κατηγορίες τόκων-εξόδων έχουν ως εξής:

Τόκοι-έξοδα	2017	2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
α. λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	0,0	9,8	-9,8
β. καθαρών υποχρεώσεων που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ	0,0	2,0	-2,0
γ. δανείων σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενων με πράξεις νομισματικής πολιτικής	41,5	7,6	33,9
δ. λοιποί τόκοι-έξοδα	0,1	0,1	0,0
Σύνολο	41,6	19,5	22,1

Ειδικότερα:

α) Τόκοι-έξοδα του λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Οι τόκοι-έξοδα του λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας με το ΕΣΚΤ υπολογίζονται επί των ημερησίων υπολοίπων του λογαριασμού δοσοληψιών της Τράπεζας της Ελλάδος με το ΕΣΚΤ (TARGET2).

Η μείωση που παρατηρείται το 2017 οφείλεται στο μηδενισμό του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ με το οποίο εκτοκίζεται το ημερήσιο υπόλοιπο.

β) Τόκοι καθαρών υποχρεώσεων που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ

Οι τόκοι της κατηγορίας αυτής διαμορφώθηκαν σε μηδενικό επίπεδο, έναντι 2,0 εκατ. ευρώ το 2016. Κατά τη διάρκεια του 2017, η αξία των τραπεζογραμματίων που πραγματικά τέθηκαν σε κυκλοφορία από την Τράπεζα ήταν μεγαλύτερη του μεριδίου που της αναλογούσε με βάση την κλειδα κατανομής τραπεζογραμματίων, αλλά σημαντικά μικρότερη σε σύγκριση με το 2016. Επί της διαφοράς που προέκυψε, η οποία αντιπροσωπεύει υποχρέωση της Τράπεζας έναντι του Ευρωσυστήματος, δεν καταβλήθηκαν τόκοι, καθώς το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης παρέμεινε μηδενικό, ενώ το 2016 καταβλήθηκαν τόκοι-έξοδα καθώς το μέσο ετήσιο επιτόκιο ήταν 0,01%.

γ) Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής

Αφορά τόκους πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης ύψους 41,5 εκατ. ευρώ έναντι 7,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Η μεταβολή οφείλεται στην αύξηση του μέσου ετήσιου υπολοίπου των πράξεων αυτών. Το 2017 οι τόκοι αυτοί προέρχονται αποκλειστικά από στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO II).

Οι πράξεις αυτές έχουν τετραετή διάρκεια (με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά την παρέλευση διετίας). Το επιτόκιο χρηματοδότησης για τις πράξεις αυτές θα καθοριστεί από το ύψος των νέων πιστώσεων που θα χορηγηθούν, σε σχέση με το προκαθορισμένο επίπεδο χορηγήσεων ανά πιστωτικό ίδρυμα, και θα κυμανθεί μεταξύ του επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης και

του επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Δεδομένου ότι το τελικό ύψος του επιτοκίου εκτοκισμού θα είναι γνωστό το 2018 και επειδή προς το παρόν δεν είναι εφικτό να υπολογιστεί αξιόπιστα, αποφασίστηκε για τον υπολογισμό του τόκου των πράξεων TLTRO II να χρησιμοποιηθεί το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (το μέσο επιτόκιο για το 2017 ήταν -0,40%), καθώς αυτό θεωρείται ότι αντανακλά με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την αρχή της συντηρητικότητας που διέπει τους λογιστικούς κανόνες του Ευρωσυστήματος.

2. Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, αποσβέσεις και προβλέψεις για κινδύνους

Το καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις στη χρήση 2017 μειώθηκε κατά 5,1 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 12,7 εκατ. ευρώ, έναντι 17,8 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Αναλυτικά, το αποτέλεσμα αυτό προέκυψε ως εξής:

2.1 Καθαρά πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις	2017	2016	Μεταβολή
	<i>(σε εκατ. ευρώ)</i>		
- από πράξεις επί συναλλάγματος	6,2	7,9	-1,7
- από πράξεις επί χρεογράφων	3,7	7,0	-3,3
- από αγοραπωλησίες χρυσών νομισμάτων	2,8	2,9	-0,1
Σύνολο	12,7	17,8	-5,1
2.2 Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων (μη πραγματοποιηθείσες ζημιές)			
- από την αποτίμηση συναλλάγματος	-2,5	-24,6	22,1
- από την αποτίμηση χρεογράφων	-2,0	-8,4	6,4
Σύνολο	-4,5	-33,0	28,5
2.3 Μεταφορά από πρόβλεψη έναντι πιστωτικών κινδύνων και κινδύνων από τη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του χρυσού	4,5	33,0	-28,5
Γενικό σύνολο	12,7	17,8	-5,1

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, η μείωση κατά 5,1 εκατ. ευρώ του καθαρού αποτελέσματος από χρηματοοικονομικές πράξεις οφείλεται κυρίως στη μείωση των κερδών από τις πράξεις χρεογράφων και συναλλάγματος.

Επίσης, στα αποτελέσματα του 2017 καταγράφηκαν και μη πραγματοποιηθείσες ζημιές από την αποτίμηση των χρεογράφων και του συναλλάγματος στο τέλος του έτους, ύψους 4,5 εκατ. ευρώ, έναντι 33,0 εκατ. ευρώ το 2016. Οι ζημιές αυτές καλύφθηκαν εξ ολοκλήρου από την πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για το σκοπό αυτό.

3. Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες

Τα καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες στη χρήση 2017 μειώθηκαν κατά 4,6% και διαμορφώθηκαν σε 78,0 εκατ. ευρώ, έναντι 81,8 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Αναλυτικά, οι επιμέρους κατηγορίες των αμοιβών και προμηθειών απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	2017	2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
3.1 Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες			
– από τη διαχείριση τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	8,3	7,5	0,8
– από τη διενέργεια εισπράξεων και πληρωμών για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου	23,2	23,8	-0,6
– από τη διαχείριση του “Κοινού Κεφαλαίου Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων Ν. 2469/97”	41,1	44,8	-3,7
– από τις υπηρεσίες εποπτείας των ιδιωτικών ασφαλιστικών εταιριών	3,6	3,6	0,0
– λοιπά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	4,7	4,4	0,3
Σύνολο	80,9	84,1	-3,2
3.2 Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες	-2,9	-2,3	-0,6
Σύνολο καθαρών εσόδων από αμοιβές και προμήθειες	78,0	81,8	-3,8

4. Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές

Τα έσοδα από μετοχές και συμμετοχές της Τράπεζας στη χρήση 2017 διαμορφώθηκαν σε 38,9 εκατ. ευρώ, στο ίδιο επίπεδο με το 2016.

Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές	2017	2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
– έσοδα από την ΕΚΤ			
α) Μερίδιο από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ	28,5	27,9	0,6
β) Μερίδιο από την τελική διανομή κερδών της ΕΚΤ	6,6	7,8	-1,2
– λοιπά έσοδα από μετοχές και συμμετοχές	3,8	3,2	0,6
Σύνολο	38,9	38,9	0,0

• **Έσοδα από την ΕΚΤ**

Από τα διανεμηθέντα έσοδα της ΕΚΤ της χρήσης 2017, που προήλθαν από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ, στην Τράπεζα αναλογεί ποσό 28,5 εκατ. ευρώ. Το μερίδιο της Τράπεζας επί του υπολοίπου των προς διανομή κερδών της ΕΚΤ της χρήσης 2016 έχει καταγραφεί στη χρήση 2017 και ανέρχεται σε 6,6 εκατ. ευρώ.

• **Λοιπά έσοδα από μετοχές και συμμετοχές**

Ανήλθαν σε 3,8 εκατ. ευρώ και αφορούν εισπραχθέντα μερίσματα για τη χρήση 2016 από τις συμμετοχές της Τράπεζας στις εταιρίες: BIS (Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών), ΔΙΑΣ (Διατραπεζικά Συστήματα Α.Ε.) και ΕΧΑΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.).

5. Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος

	2017	2016	Μεταβολή
	(σε εκατ. ευρώ)		
– Συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα	169,0	203,0	-34,0
– Αναλογούν με βάση την κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα	311,6	286,4	25,2
α) Αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος¹⁷	142,6	83,4	59,2
β) Διορθώσεις νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών	-0,3	-0,6	0,3
γ) Πρόβλεψη έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	-2,0	0,0	-2,0
Σύνολο	140,3	82,8	57,5

Κατά τη χρήση 2017 το συνολικό αποτέλεσμα της αναδιανομής ήταν θετικό για τη Τράπεζα της Ελλάδος.

Η διόρθωση του νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών, ύψους 0,3 εκατ. ευρώ, αφορά κυρίως τη διαφορά μεταξύ του προϋπολογισμένου ποσού της αναδιανομής του νομισματικού εισοδήματος του έτους 2016 και του τελικού ποσού που υπολογίστηκε και αναδιανεμήθηκε από την ΕΚΤ μετά τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας.

Νομισματικό εισόδημα είναι το εισόδημα που συγκεντρώνουν οι ΕθνΚΤ κατά την άσκηση των καθηκόντων τους στον τομέα της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Το ποσό του νομισματικού εισοδήματος κάθε ΕθνΚΤ προσδιορίζεται με υπολογισμό των πραγματικών και τεκμαρτών ετήσιων εσόδων τα οποία απορρέουν από τα στοιχεία του ενεργητικού

¹⁷ Για τον υπολογισμό του ποσού της αναδιανομής του νομισματικού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα προϋπολογιστικά στοιχεία από την ΕΚΤ κατά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού και έγκρισής του από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας.

που έχει στην κατοχή του το Ευρωσύστημα έναντι της νομισματικής βάσης. Από τα έσοδα αφαιρούνται οι τόκοι που καταβάλλονται στα στοιχεία της νομισματικής βάσης και το καθαρό αποτέλεσμα κατανέμεται στις ΕθνΚΤ με βάση την κλειδα τους.

Η νομισματική βάση αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία του παθητικού:

- τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία,
- υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής,
- υποχρεώσεις συνδεδεμένες με την έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ,
- καθαρές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2),
- δεδουλευμένοι τόκοι στο τέλος κάθε τριμήνου από στοιχεία του παθητικού που σχετίζονται με πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής διάρκειας πέραν του ενός έτους,
- υποχρεώσεις έναντι της ΕΚΤ που σχετίζονται με συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων (swap) που αποφέρουν καθαρό έσοδο για το Ευρωσύστημα,
- καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ.

Ποσά τόκων που έχουν πληρωθεί επί των παραπάνω υποχρεώσεων που αποτελούν τη νομισματική βάση αφαιρούνται από το νομισματικό εισόδημα κάθε ΕθνΚΤ.

Τα ταυτοποιημένα στοιχεία του ενεργητικού, των οποίων οι αποδόσεις λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του νομισματικού εισοδήματος, είναι τα ακόλουθα:

- δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής,
- χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Πρόκειται για χρεόγραφα πιστωτικών ιδρυμάτων χωρών της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο των Προγραμμάτων Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP, CBPP2 και CBPP3), χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων (SMP), του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων Δημοσίου Τομέα (PSPP) και του Προγράμματος Αγοράς Εταιρικών Τίτλων (CSPP). Η απόδοση των καλυμμένων ομολογιών του CBPP, του CBPP2 και του PSPP (χρεόγραφα που εκδίδονται από κεντρικές, περιφερειακές ή τοπικές κυβερνήσεις και άλλους αναγνωρισμένους εκδότες) υπολογίζεται σε ημερήσια βάση με το τελευταίο διαθέσιμο επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, ενώ για τα χρεόγραφα των προγραμμάτων SMP, CBPP3, PSPP (μόνο για τα υπερεθνικά χρεόγραφα) και CSPP υπολογίζεται η πραγματική τους απόδοση,
- απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ,
- καθαρές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2),

- καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ,
- απαιτήσεις έναντι αντισυμβαλλομένων της ζώνης του ευρώ που σχετίζονται με συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων (swap) μεταξύ της ΕΚΤ και κεντρικών τραπεζών εκτός Ευρωσυστήματος που αποφέρουν καθαρό έσοδο για το Ευρωσύστημα,
- δεδουλευμένοι τόκοι στο τέλος κάθε τριμήνου από στοιχεία του ενεργητικού που σχετίζονται με πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής διάρκειας πέραν του ενός έτους,
- ένα ελάχιστο ποσό διαθέσιμων χρυσού για κάθε ΕθνΚΤ, κατ' αναλογία της κλειδας κατανομής της. Ο χρυσός θεωρείται ότι δεν παράγει εισόδημα.

Όταν η αξία των ταυτοποιημένων στοιχείων του ενεργητικού μιας ΕθνΚΤ υπολείπεται ή υπερβαίνει την αξία της νομισματικής βάσης, η απόδοση της διαφοράς (gap), ως έσοδο ή έξοδο, υπολογίζεται σε ημερήσια βάση με το εκάστοτε ισχύον οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.

Στο τέλος κάθε οικονομικού έτους το νομισματικό εισόδημα του Ευρωσυστήματος κατανέμεται μεταξύ των ΕθνΚΤ, σύμφωνα με τις ισχύουσες κλειδες τους στο Ευρωσύστημα. Η συγκέντρωση και η αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος επιφέρει καθαρά αναδιανεμητικά αποτελέσματα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τόσο το ύψος της νομισματικής βάσης και των ταυτοποιημένων στοιχείων ενεργητικού κάθε ΕθνΚΤ όσο και τα έσοδα/έξοδα που προέρχονται από αυτά αποκλίνουν από αυτό που τους αναλογεί με βάση την κλειδα τους στο Ευρωσύστημα.

Το ποσό προς είσπραξη των 142,6 εκατ. ευρώ που προέκυψε για την Τράπεζα το 2017 οφείλεται στο γεγονός ότι το συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα το 2017, ύψους 169,0 εκατ. ευρώ, ήταν μικρότερο του αναλογούντος με βάση την κλειδα συμμετοχής της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα, το οποίο υπολογίστηκε σε 311,6 εκατ. ευρώ (βλ. υποσημείωση 14).

Ο παραπάνω τρόπος κατανομής του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος καθιερώθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2016/36).

Επίσης, στο καθαρό αποτέλεσμα συμπεριλαμβάνεται ποσό ύψους 2,0 εκατ. ευρώ που αναλογεί στην Τράπεζα από την πρόβλεψη έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής, η οποία σχετίζεται με ένα χρεόγραφο του χαρτοφυλακίου CSPP μιας ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος (βλ. σημείωση στο στοιχείο 12 του παθητικού “Προβλέψεις”).

6. Λοιπά έσοδα

Τα λοιπά έσοδα αυξήθηκαν κατά 1,6 εκατ. ευρώ και ανήλθαν σε 14,0 εκατ. ευρώ, έναντι 12,4 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Στα λοιπά έσοδα περιλαμβάνονται τα έσοδα του ΙΕΤΑ ύψους 10,1 εκατ. ευρώ που προέρχονται από την παραγωγή προϊόντων κυρίως για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου (κέρματα, διαβατήρια, έντυπα), καθώς επίσης και διάφορα άλλα έσοδα ύψους 3,9 εκατ. ευρώ που προέρχονται από τη χορήγηση πιστοποίησης επαγγελματικής επάρκειας, από έσοδα ακινήτων, από τη συμμετοχή μας στο T2S κ.λπ.

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ - ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

	2017 (σε εκατ. ευρώ)	2016	Μεταβολή
• Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών	268,7	258,6	10,1
• Λοιπές δαπάνες διαχείρισης	53,9	48,9	5,0
• Λοιπά έξοδα	52,4	0,0	52,4
• Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων παγίων στοιχείων ενεργητικού	14,7	15,0	-0,3
• Δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος	1,6	8,9	-7,3
Σύνολο εξόδων πλην προβλέψεων	391,3	331,4	59,9
• Προβλέψεις	108,6	304,5	-195,9
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ	499,9	635,9	-136,0

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΞΟΔΩΝ

Τα συνολικά έξοδα στη χρήση 2017 μειώθηκαν κατά 136,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 499,9 εκατ. ευρώ, έναντι 635,9 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016, κυρίως λόγω σχηματισμού χαμηλότερων προβλέψεων.

Ειδικότερα:

• **Τα συνολικά έξοδα πλην προβλέψεων** αυξήθηκαν κατά 59,9 εκατ. ευρώ (18,1%) και διαμορφώθηκαν σε 391,3 εκατ. ευρώ, έναντι 331,4 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Η αύξηση οφείλεται κυρίως στην καταβολή έκτακτης εισφοράς προηγούμενων χρήσεων.

Αναλυτικά:

- **Οι δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών** διαμορφώθηκαν σε 268,7 εκατ. ευρώ, έναντι 258,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, εμφανίζοντας αύξηση κατά 10,1 εκατ. ευρώ (3,9%). Στα έξοδα αυτά περιλαμβάνονται οι αμοιβές προσωπικού και οι λοιπές παροχές (2017: 164,2 εκατ. ευρώ, έναντι 158,0 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016), καθώς και πρόβλεψη για συνταξιοδοτικές παροχές (2017: 104,5 εκατ. ευρώ, έναντι 100,6 εκατ. ευρώ στη χρήση 2016).
- **Οι λοιπές δαπάνες διαχείρισης** αυξήθηκαν κατά 5,0 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 53,9 εκατ. ευρώ, έναντι 48,9 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Στα έξοδα αυτά περιλαμβάνονται κυρίως οι αναλώσεις πρώτων υλών από το ΙΕΤΑ για την παραγωγή τραπεζογραμματίων και προϊόντων για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου (κέρατα, διαβατήρια, έντυπα), τα έξοδα για επισκευές και συντηρήσεις κτηρίων και λοιπού εξοπλισμού, το κόστος συντήρησης και λειτουργίας πληροφοριακών συστημάτων, τα έξοδα δημοσιεύσεων και συνδρομών, και λοιπές τρέχουσες λειτουργικές δαπάνες.
- **Οι αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων παγίων στοιχείων ενεργητικού** μειώθηκαν κατά 0,3 εκατ. ευρώ (2,0%) και διαμορφώθηκαν σε 14,7 εκατ. ευρώ, έναντι 15,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.
- **Οι δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος** που απαιτήθηκαν στη χρήση 2017 ανήλθαν σε 1,6 εκατ. ευρώ.
- **Τα λοιπά έξοδα** ανήλθαν σε 52,4 εκατ. ευρώ και αφορούν κυρίως την έκτακτη εισφορά χρήσεων 2008 και 2009 που κατέβαλε η Τράπεζα, βάσει των διατάξεων των ν. 3808/2009 και ν. 3845/2010, καθώς και των σχετικών προσαυξήσεων.
- **Οι προβλέψεις στη χρήση 2017** ανήλθαν σε 108,6 εκατ. ευρώ και προορίζονται για την κάλυψη λειτουργικών κινδύνων και λοιπών υποχρεώσεων της Τράπεζας.

Το σύνολο του προσωπικού κατά την 31.12.2017 ανέρχεται σε 1.864 άτομα.

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ

Η ελεγκτική εταιρία Deloitte Ανώνυμη Εταιρεία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (“Deloitte”) ήταν ο νόμιμος ανεξάρτητος ορκωτός ελεγκτής λογιστής για τη χρήση που έκλεισε στις 31 Δεκεμβρίου 2017. Οι ορκωτοί ελεγκτές, πέραν των υπηρεσιών του υποχρεωτικού ελέγχου επί των οικονομικών καταστάσεων χρήσης 2017, παρείχαν και ελεγκτικές υπηρεσίες σχετικά με το ειδικό έργο ετήσιου ελέγχου του χαρτοφυλακίου των συναλλαγματικών διαθεσίμων που διαχειρίζεται η Τράπεζα για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, σύμφωνα με τις σχετικές αποφάσεις και οδηγίες αυτής.

ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

(άρθρο 71 του Καταστατικού)

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2017 ανήλθαν σε 941,8 εκατ. ευρώ, έναντι 1.092,3 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Το Γενικό Συμβούλιο προτείνει στη Γενική Συνέλευση τα κέρδη να διατεθούν ως εξής:

	2017	2016
	(σε ευρώ)	
Μέρισμα προς πληρωμή: 0,47712 ευρώ ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές	9.477.934	9.477.934
Φόρος μερισμάτων (συντελεστής 29%, άρθρα 47 και 58 του Ν. 4172/2013, όπως ισχύουν)	3.871.269	3.871.269
Υπόλοιπο περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	928.451.000	1.079.000.000
	941.800.203	1.092.349.203

Το μικτό μέρισμα της χρήσης 2017 ανέρχεται σε 0,6720 ευρώ ανά μετοχή. Στο πληρωτέο μέρισμα 0,47712 ευρώ ανά μετοχή θα γίνει παρακράτηση φόρου με συντελεστή 15% σύμφωνα με τον Ν. 4172/2013, άρθρο 64, παρ. 1, όπως ισχύει.

Αθήνα, 22 Ιανουαρίου 2018

**Για το Γενικό Συμβούλιο
Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

ΓΙΑΝΝΗΣ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΕΤΗΣΙΑΣ ΤΑΚΤΙΚΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ

(Δεν αποτελούν μέρος των οικονομικών καταστάσεων του 2017)

ΣΤΗΝ 84^η ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΣΤΙΣ 24 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2017

(ΜΕ ΠΡΟΕΔΡΟ ΤΟΝ κ. ΓΙΑΝΝΗ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑ, ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ)

1. Εγκρίθηκαν:

- η Ετήσια Έκθεση του Διοικητή, ο Ισολογισμός και οι λοιπές Οικονομικές Καταστάσεις χρήσης 2016, καθώς και η σχετική Έκθεση των Ελεγκτών,

- η διάθεση των καθαρών κερδών της χρήσης, σύμφωνα με το άρθρο 71 του Καταστατικού της Τράπεζας, που ανέρχονται στο συνολικό ποσό των ευρώ 1.092.349.203, ως εξής:

– μικτό μέρισμα προς πληρωμή €0,6720 ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές	€13.349.203.-
– υπόλοιπο περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	€1.079.000.000.-

2. Καθορίστηκαν:

- η αποζημίωση και τα οδοιπορικά έξοδα των μελών του Γενικού Συμβουλίου, καθώς και

- η αμοιβή των Ελεγκτών για τη χρήση 2017.

3. Απαλλάχθηκαν:

- από κάθε προσωπική ευθύνη τα μέλη του Γενικού Συμβουλίου και οι Ελεγκτές για τα πεπραγμένα και τη διαχείριση του έτους 2016.

4. Εκλέχθηκαν:

- **Σύμβουλοι:** Ιουλία Αρμάγου, Στέφανος Οκταποδάς, Αθανάσιος Σαββάκης και Γρηγόριος Στεργιούλης.

- **Ελεγκτής της διαχείρισης του έτους 2017:** Deloitte Ανώνυμη Εταιρεία Ορκωτών Λογιστών.

