

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2014



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2014



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2014



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2014



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η Τράπεζα της Ελλάδος στην προηγούμενη Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής, τον Ιούνιο του 2014, είχε εκτιμήσει, με βάση τις υφιστάμενες τότε ενδείξεις, ότι η οικονομία είχε εισέλθει σε φάση σταθεροποίησης, γεγονός που καθιστούσε πολύ πιθανή την επάνοδο της οικονομίας σε τροχιά ανάκαμψης.

Η εκτίμηση αυτή επιβεβαιώθηκε, καθώς μετά από έξι χρόνια συνεχούς και μεγάλης πτώσης, το ΑΕΠ εμφανίζει το β' και το γ' τρίμηνο του 2014 θετικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής, με αποτέλεσμα την αύξησή του κατά 0,6% το εννιάμηνο του 2014 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2013. Κινητήριες δυνάμεις αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση των εξαγωγών και η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό.

Συγκεκριμένα, το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014:

- Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν σε ετήσια βάση κατά 8,4%. Οι τουριστικές υπηρεσίες και η ναυτιλία είναι βασικοί τομείς που παρουσίασαν ισχυρή εξαγωγική δυναμική.
- Η ιδιωτική κατανάλωση ενισχύθηκε σε ετήσια βάση κατά 1,5%.
- Οι επενδύσεις σε μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό αυξήθηκαν κατά 8,4%, μετά από πέντε χρόνια συνεχούς μείωσης.

Σημαντικές θετικές εξελίξεις αποτελούν η αύξηση της εξαρτημένης απασχόλησης κατά 1,5% και η μείωση του αριθμού των ανέργων κατά 1,6% το α' εξάμηνο του 2014 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2013. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας, αν και μειώθηκε, εξακολουθεί να είναι ιδιαίτερα υψηλό.

Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας συνεχίζει να υποχωρεί και το 2014, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα κόστους κατά 20% από το 2010 έως σήμερα. Όμως, και η διαρθρωτική αντα-

γωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παρουσιάζει ενδείξεις βελτίωσης, όπως προκύπτει από σχετικούς δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας και άλλων διεθνών οργανισμών.

Με βάση τα μέχρι σήμερα δεδομένα, εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε 0,7% το 2014, ενώ προβλέπεται να επιταχυνθεί σε 2,5% ή και ελαφρώς υψηλότερα το 2015, αν ληφθεί υπόψη η πρόσφατη μείωση της τιμής του πετρελαίου στη διεθνή αγορά. Επιπλέον, αναμένεται να συνεχιστεί η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, με την επίτευξη πλεονάσματος περίπου 1,5% του ΑΕΠ το 2014.

Εκτιμάται επίσης ότι είναι δυνατή η υπερκάλυψη του δημοσιονομικού στόχου του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής σε επίπεδο Γενικής Κυβέρνησης για τρίτο συναπτό έτος, γεγονός που καταδεικνύει ότι η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών είναι διατηρήσιμη.

* * * *

Ο ρυθμός μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας θα παραμείνει σχετικά χαμηλός το 2014, ενώ αναμένεται να ενισχυθεί ελαφρά το 2015. Οι προβλέψεις αυτές υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες. Παρά τη σταδιακή βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών από τις αρχές του έτους, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι (από την Ουκρανία-Ρωσία και τη Μέση Ανατολή) για την παγκόσμια ανάπτυξη αυξήθηκαν και επιβάρυναν την εξωτερική ζήτηση και την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, η υποχώρηση του πληθωρισμού, η εξασθένηση της οικονομικής ανάκαμψης, η καταγραφή καθ' όλη τη διάρκεια του 2014 προοδευτικής υποχώρησης των πληθωριστικών προσδοκιών, καθώς και η υποτονική νομισματική και πιστωτική επέκταση, οδήγησαν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη λήψη πρόσθετων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Τα μέτρα στοχεύουν στην αποτροπή μιας παρατεταμένης υποχώρησης του επιπέδου των τιμών, καθώς μια τέτοια εξέλιξη θα

έθετε σε λειτουργία ένα φαύλο κύκλο ύφεσης και αποπληθωρισμού.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι ομόφωνο στην πρόθεσή του να εντείνει τη χρήση των ήδη θεσπισμένων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής ή και να εισαγάγει και άλλα μη συμβατικά μέτρα, εφόσον είναι συμβατά με το Καταστατικό της ΕΚΤ, προκειμένου να αποτρέψει τον κίνδυνο ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να εξακολουθήσει επί πολύ να διαμορφώνεται στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα.

* * * *

Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, διαμορφώνονται θετικές προοπτικές για το επόμενο έτος. Ειδικότερα, το 2015 αναμένονται ενίσχυση της επενδυτικής ζήτησης και περαιτέρω αύξηση της εξαγωγικής δραστηριότητας που, όπως εκτιμάται, θα προσδώσουν μονιμότερα χαρακτηριστικά στην αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας.

Στη θετική προοπτική των επενδύσεων για το 2015 συνηγορούν και οι εξής παράγοντες: (α) η αξιοποίηση της ρευστότητας του ΕΣΠΑ και των χρηματοδοτήσεων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, (β) η ικανοποιητική εξέλιξη των έργων υποδομής και (γ) η επιτάχυνση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων.

Η αναμενόμενη αποκατάσταση ομαλότερων συνθηκών χρηματοδότησης, μέσω της δυνατότητας των τραπεζών να αντλήσουν ρευστά διαθέσιμα με χαμηλά επιτόκια από το Ευρωσύστημα και να χρηματοδοτήσουν εξαγωγικές επιχειρήσεις με συγκριτικά πλεονεκτήματα, εκτιμάται ότι θα λειτουργήσει συμπληρωματικά προς τη σημαντική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας την τελευταία πενταετία, δίνοντας περαιτέρω ώθηση στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών.

Επιπροσθέτως, ενθαρρυντικές ενδείξεις για τη ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά τη διάρκεια του 2015 είναι η αύξηση της απασχόλησης, η βελτίωση της καταναλωτικής

εμπιστοσύνης, η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο και η παράλληλη επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης, καθώς και η προβλεπόμενη σταθεροποίηση των αποδοχών των εργαζομένων (μικρή αύξηση σε όρους καθαρών αποδοχών).

Οι παραπάνω θετικές προοπτικές υπόκεινται ωστόσο σε εγγώριους και διεθνείς κινδύνους και αβεβαιότητες, που ενδέχεται να επιβαρύνουν το επιχειρηματικό κλίμα τους επόμενους μήνες, να καθυστερήσουν ή και να αναστείλουν την ανάπτυξη. Γι' αυτό η οικονομική πολιτική θα πρέπει παραμένει επικεντρωμένη στη διατήρηση και ενδυνάμωση της τρέχουσας δυναμικής με σκοπό την οριστική έξοδο από την κρίση. Συνεπώς απαιτείται να συνεχιστεί η προσπάθεια με κύρια έμφαση στις ακόλουθες προτεραιότητες:

(α) Επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών προκειμένου να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός και η καινοτομία, να αυξηθεί η ευελιξία των τιμών και να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα. Οι δράσεις αυτές θα βελτιώσουν την ελκυστικότητα της χώρας ως τόπου προορισμού άμεσων ξένων επενδύσεων και θα συμβάλουν στην επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας σε ανταγωνιστικές και βιώσιμες επιχειρήσεις.

(β) Εξορθολογισμό της λειτουργίας του κράτους με έμφαση στην επιτάχυνση της διοικητικής μεταρρύθμισης, την εύρυθμη λειτουργία της δικαιοσύνης, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας, την απλοποίηση των διαδικασιών με σκοπό τη μείωση του διοικητικού φόρτου για τους πολίτες και τις επιχειρήσεις, καθώς και την πάταξη των φαινομένων διαφθοράς.

(γ) Ενίσχυση των ενεργητικών πολιτικών στην αγορά εργασίας με ιδιαίτερη έμφαση στην εκπαίδευση και κατάρτιση, προκειμένου να βελτιωθεί η πιθανότητα επαναπρόσληψης ατόμων που βρίσκονται στο περιθώριο της αγοράς εργασίας, όπως οι μακροχρόνια άνεργοι και οι νέοι που έχουν επηρεαστεί δραματικά από την αύξηση της ανεργίας.

(δ) Συνέχιση της δημοσιονομικής προσπάθειας και τα επόμενα χρόνια. Η κύρια έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην **αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής** μέσω ενδυνάμωσης της φορολογικής διοίκησης, έτσι ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και να ενισχυθεί το αίσθημα κοινωνικής δικαιοσύνης. Επίσης, θα πρέπει να επανεξεταστεί η σκοπιμότητα ύπαρξης εκείνων των εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις άμεσης και έμμεσης φορολογίας οι οποίες δεν δικαιολογούνται με κριτήρια κοινωνικά ή/και αναπτυξιακά. Μέριμνα θα πρέπει να ληφθεί **για τη βιωσιμότητα των ασφαλιστικών ταμείων**, ενώ και στον τομέα αυτό θα πρέπει να επανεξεταστεί το καθεστώς των ποικίλων εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις. Οι ανωτέρω παρεμβάσεις θα επιτρέψουν **τη σταδιακή μείωση των συντελεστών φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων** προκειμένου να τονωθεί η οικονομική δραστηριότητα με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο.

* * * *

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αντανακλάται σταδιακά και στα μεγέθη των ελληνικών εμπορικών τραπεζών. Η οργανική κερδοφορία εμφανίζει μικρή αλλά σταθερή βελτίωση, ενώ η κεφαλαιακή επάρκεια, μετά τις επιτυχημένες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και τα σχέδια αναδιάρθρωσης που υλοποιούν οι τέσσερις συστημικές τράπεζες, έχει διαμορφωθεί σε ικανοποιητικό επίπεδο. Αυτό επιβεβαιώθηκε και από τα αποτελέσματα της Συνολικής Αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, που διεξήγαγε η ΕΚΤ σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, τα οποία ανακοινώθηκαν στις 26 Οκτωβρίου 2014.

Ωστόσο, παρά την αύξηση της καταθετικής βάσης, την ισχυρή κεφαλαιακή βάση και την επανάκτηση εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών πρόσβασης στη διατραπεζική αγορά και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, το τραπεζικό σύστημα συνεχίζει να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, με κυριότερη τη δυσμενή επίδραση που ασκεί στην πιστοδοτική ικανότητα

των τραπεζών η ύπαρξη μεγάλου αποθέματος προβληματικών δανείων στο ενεργητικό τους. Σε συνδυασμό με την ασθενή ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων, τούτο έχει ως συνέπεια η πιστωτική επέκταση προς την πραγματική οικονομία να παραμένει αρνητική, γεγονός που δρα ανασταλτικά για την αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας.

Συνεπώς, η **αποτελεσματική διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση αποτελεί άμεση προτεραιότητα**. Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα καλείται σήμερα να προχωρήσει σε μια πιο ενεργητική διαχείριση των προβληματικών δανείων, με σκοπό αφενός να ελαφρυνθούν οι συνεργάσιμοι δανειολήπτες που αντιμετωπίζουν προσωρινή δυσκολία στην εξυπηρέτηση των δανείων τους και αφετέρου να ανακτηθούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια των τραπεζών που είναι δεσμευμένα σε προβληματικά δάνεια με χαμηλή πιθανότητα αποπληρωμής.

Βάσει των ανωτέρω, εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίπτωση στην κατεύθυνση του περιορισμού των προβληματικών στοιχείων στο ενεργητικό των τραπεζών η επιλογή της ενεργού διαχείρισης των δανείων σε καθυστέρηση μέσω και της αξιοποίησης από τις τράπεζες: (α) του πλαισίου εποπτικών υποχρεώσεων για τη διαχείριση των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που προβλέπει η Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 42/30.5.2014 της Τράπεζας της Ελλάδος, αλλά και (β) από 1.1.2015, των επιλογών που προβλέπει ο Κώδικας Δεοντολογίας του Ν. 4224/2013. Παράλληλα, η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία της κυβέρνησης για την αντιμετώπιση των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση εκτιμάται ότι παρέχει κατάλληλα κίνητρα και θα επιταχύνει την κινητοποίηση των οφειλετών και των τραπεζών με σκοπό την εξεύρεση βιώσιμων λύσεων στο πρόβλημα. Σε κάθε περίπτωση, οι επιλογές για τη διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση θα πρέπει να γίνονται με τρόπο που δεν δημιουργεί κίνητρα για αθέτηση οφειλών στους δανειολήπτες που έχουν αντικειμενικά τη δυνατότητα να αποπληρώσουν.

Το **ελληνικό τραπεζικό σύστημα** εξέρχεται ισχυρότερο μετά την ολοκλήρωση της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και την αξιολόγηση των ισολογισμών που πρόσφατα διενέργησε η ΕΚΤ. Στο πλαίσιο αυτό, επωφελούμενο και από την εμπειρία αναδιάταξης του τραπεζικού κλάδου, **θα πρέπει να αναλάβει ενεργό ρόλο στην κλαδική αναδιάρθρωση της οικονομίας, διοχετεύοντας πιστώσεις στις πραγματικά βιώσιμες επιχειρήσεις.** Δεν πρέπει να δεσμεύονται πόροι σε επιχειρήσεις που δεν έχουν καμία προοπτική επιβίωσης, καθώς με τον τρόπο αυτό αποστερούνται πόροι από υγιείς επιχειρήσεις που μπορούν να συνδράμουν στην οικονομική ανάπτυξη και την αύξηση της απασχόλησης. Η προσπάθεια των τραπεζών πρέπει να συνεπικουρηθεί και από βελτιώσεις στο θεσμικό πλαίσιο προκειμένου να αρθούν περιορισμοί που συνδέονται για παράδειγμα με τις (προ)πτωχευτικές διαδικασίες, τον εξωδικαστικό συμβιβασμό ή, όπως προαναφέρθηκε, εν γένει την ταχύτητα απονομής της δικαιοσύνης.

* * * *

Μετά από έξι χρόνια ύφεσης και πέντε χρόνια δημοσιονομικής προσαρμογής, η οικονομία έχει σταθεροποιηθεί και εμφανίζει πολλά σημάδια βελτίωσης. Αν διατηρηθεί αυτή η δυναμική, είναι πλέον πολύ πιθανή η επάνοδος της οικονομίας σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά τα επόμενα χρόνια. Για να επαληθευθεί όμως η πρόβλεψη αυτή, πρέπει η αναδιάρθρωση της οικονομίας και οι μεταρρυθμίσεις (ορισμένες από τις οποίες προαναφέρθηκαν) να συνεχιστούν απρόσκοπτα και με αποφασιστικότητα προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις, να περιοριστούν

οι κίνδυνοι και να μειωθεί η αβεβαιότητα για την περίοδο μετά τη λήξη του τρέχοντος προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης από την ΕΕ. Κάτι τέτοιο είναι εφικτό μόνο σε ένα περιβάλλον συνεννόησης και συνεργασίας των πολιτικών φορέων ώστε να εξασφαλίζεται η συνέχεια.

Όπως έδειξε και η αναταραχή των διεθνών αγορών κεφαλαίων του Οκτωβρίου του 2014, που οδήγησε σε κατακόρυφη άνοδο της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου σε επίπεδα άνω του 9%, η χώρα μας ακόμη χρειάζεται υποστήριξη από ένα αξιόπιστο πρόγραμμα προληπτικής χρηματοδότησης από τους Ευρωπαίους εταίρους. Κάτι τέτοιο είναι αναγκαίο έως ότου διασφαλιστεί η διατηρήσιμη χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών της από τις διεθνείς αγορές. Στο πλαίσιο αυτό, η σχέση αμοιβαίας εμπιστοσύνης και συνεργασίας με τους εταίρους μας αποκτά πρωτεύουσα σημασία. Η σχέση αυτή θα ενισχυθεί ακόμη περισσότερο με την υλοποίηση της δέσμευσης του Eurogroup της 27ης Νοεμβρίου 2012 για ελάφρυνση του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Η εξάλειψη της αβεβαιότητας στο εσωτερικό της χώρας και η δέσμευση στην προώθηση των μεταρρυθμίσεων είναι αναγκαίες προϋποθέσεις για την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης και την οριστική έξοδο της χώρας από την κρίση.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2014
Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Γιάννης Στουρνάρας

ΜΕΛΗ

Ιωάννης Παπαδάκης

Ιωάννης Μουρμούρας

Ηλίας Πλασκοβίτης

Χαράλαμπος Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2014 – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΓΙΑ ΤΟ 2015 ΣΕ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΑΥΞΗΜΕΝΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΩΝ

1	Επιβεβαιώνεται η πρόβλεψη για ανάκαμψη της οικονομίας το 2014	13
2	Εκτιμήσεις για ήπια βελτίωση της διεθνούς οικονομίας σε ένα περιβάλλον αυξημένων κινδύνων	13
3	Δυναμική παρέμβαση της ΕΚΤ για την αποτροπή του κινδύνου αποπληθωρισμού και ύφεσης στη ζώνη του ευρώ	14
4	Το κλίμα στις διεθνείς αγορές παραμένει εύθραυστο, γεγονός που δυσχεραίνει την προσπάθεια της χώρας για ομαλή επάνοδο στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων	16
5	Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι επαρκώς κεφαλαιοποιημένο, ωστόσο οι προκλήσεις της διαχείρισης των δανείων σε καθυστέρηση παραμένουν	16
6	Ο ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος στο νέο εποπτικό πλαίσιο	17
7	Θετικές προοπτικές για το 2015	17
8	Αυξημένοι κίνδυνοι και αβεβαιότητες	18
9	Για να αποτραπούν οι κίνδυνοι επιβάλλεται η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η οποία θα οδηγήσει σε ανάκαμψη της οικονομίας και οριστική έξοδο από την κρίση	18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	21
2	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	25

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΙΙ.1

Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου στη ζώνη του ευρώ: αιτίες της σημαντικής υστέρησης και πρωτοβουλίες για την ενίσχυσή τους	28
---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.1	Οικονομική ανάλυση, νομισματική ανάλυση και μέτρα νομισματικής πολιτικής εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ	32
1.2	Εξελίξεις στην ενιαία αγορά χρήματος	43

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ.1

Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs), Πρόγραμμα Αγορών Τιτλοποιημένων Τραπεζικών Απαιτήσεων (ABSPP) και Πρόγραμμα αγορών καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (CBPP3)	37
---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	46
1.2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	54
2	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	55
3	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	58
3.1	Πληθωρισμός	58
3.2	Κόστος εργασίας	59
3.3	Κέρδη επιχειρήσεων	61
3.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	62
4	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών	64

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικών	67
2	Τρέχουσες δημοσιονομικές εξελίξεις (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2014)	71
3	Το δημόσιο χρέος	73

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

1	Τραπεζικές καταθέσεις	77
2	Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων	78
3	Τραπεζική πίστη	78



4	Επιτόκια τραπεζικών δανείων	80	ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.3	
5	Εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο	81	Η μακροπροληπτική αρμοδιότητα	
6	Χρηματοπιστωτικές αγορές	85	της Τράπεζας της Ελλάδος	99
6.1	Εξελίξεις στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων	85	ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.4	
6.2	Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	86	Η καμπύλη επιτοκίων των ομολόγων	
6.3	Εταιρικά ομόλογα	87	του Ελληνικού Δημοσίου	100
6.4	Αγορά μετοχών	88	ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	
7	Η αγορά ιδιωτικής ασφάλισης	89	ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	105
	ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.1		ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	107
	Πρωτοβουλίες για την ενίσχυση της ρευστότητας των ΜΜΕ: εξελίξεις και προοπτικές	91		
	ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ VI.2			
	Χαρακτηριστικά μεγάλων επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση	96		

I ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2014 – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΓΙΑ ΤΟ 2015 ΣΕ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΑΥΞΗΜΕΝΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΩΝ

I ΕΠΙΒΕΒΑΙΩΝΕΤΑΙ Η ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2014

Μετά από έξι χρόνια συνεχούς και μεγάλης πτώσης, το ΑΕΠ εμφανίζει το β' και το γ' τρίμηνο του 2014, σύμφωνα με τα εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, θετικούς ρυθμούς μεταβολής, 0,4% και 1,6% αντίστοιχα σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο, ενώ το α' τρίμηνο είχε καταγράψει μείωση 0,3%. Έτσι, κατά μέσο όρο το εννεάμηνο του 2014 το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,6% έναντι του εννεαμήνου του 2013. Κινητήριες δυνάμεις αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση των εξαγωγών και η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό. Συγκεκριμένα:

- Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν σε ετήσια βάση κατά 8,4% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, παρά την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου, αντανakλώντας τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Οι τουριστικές υπηρεσίες και η ναυτιλία είναι βασικοί τομείς που παρουσίασαν ισχυρή εξαγωγική δυναμική.
- Η ιδιωτική κατανάλωση ενισχύθηκε σε ετήσια βάση κατά 1,5% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 και αναμένεται να αυξηθεί στο σύνολο του έτους, καθώς έχουν εμφανίσει βελτίωση πρόδρομοι δείκτες, όπως ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης αλλά και ο όγκος λιανικών πωλήσεων και ο αριθμός επιβατικών αυτοκινήτων ιδιωτικής χρήσης που τέθηκαν σε κυκλοφορία. Οι επενδύσεις σε μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό αυξήθηκαν κατά 8,4% το εννεάμηνο, για πρώτη φορά μετά από πέντε χρόνια συνεχούς μείωσης.
- Σημαντικές θετικές εξελίξεις αποτελούν η αύξηση της εξαρτημένης απασχόλησης κατά 1,5% και η μείωση του αριθμού των ανέργων κατά 1,6% το α' εξάμηνο του 2014 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2013. Σύμφωνα με τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις ροές μισθωτής απασχόλη-

σης στον ιδιωτικό τομέα, το ισοζύγιο προσλήψεων-απολύσεων για την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014 είναι θετικό (120 χιλιάδες άτομα). Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας, αν και μειώθηκε, εξακολουθεί να είναι ιδιαίτερα υψηλό (26,6% το β' τρίμηνο).

- Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας συνεχίζει να υποχωρεί και το 2014, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα κόστους κατά 20% από το 2010 έως σήμερα. Όμως, και η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παρουσιάζει ενδείξεις βελτίωσης. Σύμφωνα με το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, η Ελλάδα ανέβηκε στην 81η από την 91η θέση πέρυσι, ενώ σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας του επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας, η Ελλάδα ανέβηκε στην 61η από την 65η θέση.
- Με βάση τα μέχρι σήμερα δεδομένα εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε 0,7% το 2014, ενώ προβλέπεται να επιταχυνθεί σε 2,5% ή και ελαφρώς υψηλότερα το 2015, αν ληφθεί υπόψη η πρόσφατη μείωση της τιμής του πετρελαίου στη διεθνή αγορά. Επιπλέον, αναμένεται να συνεχιστεί η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με την επίτευξη πλεονάσματος περίπου 1,5% του ΑΕΠ το 2014.
- Τέλος, εκτιμάται ότι είναι δυνατή η υπερκάλυψη του δημοσιονομικού στόχου του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης για τρίτο συναπτό έτος, γεγονός που καταδεικνύει ότι η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών είναι διατηρήσιμη.

2 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΗΠΙΑ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΣΕ ΕΝΑ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΑΥΞΗΜΕΝΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Ο ρυθμός μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας θα παραμείνει σχετικά χαμηλός το

2014, ενώ αναμένεται να ενισχυθεί ελαφρώς το 2015. Σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις της ΕΚΤ, η ζώνη του ευρώ, μετά από δύο έτη ύφεσης, εκτιμάται ότι θα επιστρέψει σε θετικό, αλλά χαμηλό, ρυθμό μεγέθυνσης της τάξης του 0,8% το 2014, ο οποίος είναι σημαντικά χαμηλότερος από τις προσδοκίες που είχαν διαμορφωθεί στις αρχές του έτους. Για το 2015 οι τρέχουσες εκτιμήσεις συνηγορούν υπέρ μιας οριακής επιτάχυνσης της οικονομικής δραστηριότητας (1,0%). Κύρια πηγή της ανάκαμψης θα είναι η ιδιωτική κατανάλωση ενισχυόμενη από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων των νοικοκυριών, λόγω του πολύ χαμηλού πληθωρισμού και της βελτίωσης της απασχόλησης.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί σε χαμηλά επίπεδα. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της ΕΚΤ, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στις χώρες της ζώνης του ευρώ σε 0,5% το 2014, 0,7% το 2015 και 1,3% το 2016. Ο πληθωρισμός έχει παραμείνει επί μακρόν σε πολύ χαμηλά επίπεδα λόγω αφενός της εξέλιξης των διεθνών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων και αφετέρου, μέχρι πρότινος, της ανατίμησης του ευρώ. Η βραδύτητα της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ και το γεγονός ότι η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα παραμένει αρνητική επίσης συμβάλλουν στη διατήρηση πολύ χαμηλού πληθωρισμού.

Οι προβλέψεις αυτές υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες. Παρά τη σταδιακή βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών από τις αρχές του έτους, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι (από Ουκρανία-Ρωσία και Μέση Ανατολή) για την παγκόσμια ανάπτυξη αυξήθηκαν και επιβάρυναν την εξωτερική ζήτηση και την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Επισημαίνεται επίσης ότι η συσσώρευση χρέους σε παγκόσμια κλίμακα συνεχίζεται, όπως συνεχίζεται και η αύξηση των κινδύνων λόγω ενδεχόμενης δυσμενούς μεταβολής των οικονομικών δεδομένων. Γενικότερα, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα ελλοχεύουν κίνδυνοι επιστροφής σε καταστάσεις στασι-

μότητας και χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης στις ανεπτυγμένες οικονομίες.

Σε αυτό το περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία, διεθνείς οργανισμοί όπως το ΔΝΤ, ο ΟΟΣΑ αλλά και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επισημαίνουν την ανάγκη ενίσχυσης των ιδιωτικών και δημόσιων επενδύσεων, ιδίως στη ζώνη του ευρώ, όπου αυτές έχουν μειωθεί σημαντικά στη διάρκεια της κρίσης.

3 ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΡΟΠΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΥΦΕΣΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η υποχώρηση του πληθωρισμού, η εξασθένηση της οικονομικής ανάκαμψης, η καταγραφή καθ' όλη τη διάρκεια του 2014 προοδευτικής υποχώρησης των πληθωριστικών προσδοκιών, καθώς και η υποτονική νομισματική και πιστωτική επέκταση στη ζώνη του ευρώ, οδήγησαν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη λήψη πρόσθετων μέτρων προκειμένου να μην αναπτυχθούν συνθήκες υποχώρησης του επιπέδου των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Μια παρατεταμένη μείωση των τιμών στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ δημιουργεί προσδοκίες συνέχισής της και στο μέλλον, με αποτέλεσμα την αύξηση του πραγματικού επιτοκίου και τη συνακόλουθη αναβολή καταναλωτικών και επενδυτικών δαπανών. Η εξέλιξη αυτή θα είχε ως συνέπεια επιπλέον καθοδικές πιέσεις στις τιμές, θέτοντας έτσι σε λειτουργία ένα φαύλο κύκλο ύφεσης και αποπληθωρισμού. Στοιχείο του φαύλου κύκλου είναι και το γεγονός ότι η υποχώρηση του επιπέδου των τιμών δυσχεραίνει την αποκλιμάκωση του χρέους τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα. Εξάλλου, η διατήρηση του πληθωρισμού της ζώνης του ευρώ σε πολύ χαμηλά επίπεδα δυσχεραίνει περαιτέρω την ανάκαμψη των οικονομιών της περιφέρειας, καθώς απαιτείται μεγαλύτερη προσπάθεια προκειμένου να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα σε σχέση με τα άλλα μέλη της ζώνης του ευρώ.

Στο πλαίσιο της επιδίωξης του πρωταρχικού σκοπού της εδραίωσης της σταθερότητας των τιμών, το Ευρωσύστημα μείωσε συνολικά τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2014 το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης κατά 20 μονάδες βάσης, σε 5 μονάδες βάσης, που αποτελεί κατ' ουσίαν την ελάχιστη δυνατή τιμή (lower bound), ενώ το επιτόκιο στη διενκόλυνση αποδοχής καταθέσεων διαμορφώθηκε για πρώτη φορά σε αρνητικά επίπεδα (-20 μονάδες βάσης). Προκειμένου να επηρεάσει τις προσδοκίες των αγορών όσον αφορά τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και να αποσοβηθούν προσδοκίες αποπληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι, με δεδομένη την αναμενόμενη εξέλιξη του πληθωρισμού, τα βασικά επιτόκια δεν πρόκειται να αυξηθούν για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και υιοθέτησε μια σειρά νέων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής.

Συγκεκριμένα, το Σεπτέμβριο ξεκίνησε μια σειρά οκτώ στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs) μέσω των οποίων τα πιστωτικά ιδρύματα θα μπορούν να αντλήσουν από το Ευρωσύστημα ρευστά διαθέσιμα, εξοφλητέα κατ' αρχήν το Σεπτέμβριο του 2018, με εξαιρετικά χαμηλό σταθερό επιτόκιο. Σε περίπτωση όμως που οι τράπεζες δεν κατορθώσουν να επιτύχουν τους στόχους που θέτει το Ευρωσύστημα για την πιστωτική τους επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (εκτός στεγαστικών δανείων) μέχρι τον Απρίλιο του 2016, θα κληθούν να επιστρέψουν πρόωρα τα κεφάλαια που θα έχουν αντλήσει μέσω των στοχευμένων πράξεων.

Ειδικότερα, οι τράπεζες, οι οποίες τουλάχιστον μέχρι πρόσφατα βρισκόνταν σε διαδικασία απομόχλευσης, πρέπει να επιτύχουν ενίσχυση της πιστοδοτικής τους δραστηριότητας τη διετία Μαΐου 2014-Ιουνίου 2016 σε σύγκριση με ό,τι συνέβαινε μέχρι τις αρχές του τρέχοντος έτους. Οι ελληνικές τράπεζες ήδη συμμετείχαν στην πρώτη στοχευμένη πράξη που διενεργήθηκε τον περασμένο Σεπτέμβριο αντλώντας 5,2 δισεκ. ευρώ. Θα μπορέσουν να συμμετάσχουν

και στις επόμενες στοχευμένες πράξεις εξασφαλίζοντας ρευστότητα ιδανικά μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018, εφόσον η ζήτηση δανείων στην ελληνική οικονομία αυξηθεί επαρκώς καθώς θα ανακάμπτει το ΑΕΠ.

Επιπρόσθετα, από το τελευταίο τρίμηνο του 2014, το Ευρωσύστημα άρχισε να διεξάγει προγράμματα αγορών χρεογράφων, αφενός προϊόντων τιτλοποίησης (ABS – asset-backed securities) και αφετέρου καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (covered bonds). Υπάρχει ειδική πρόβλεψη ώστε στα προγράμματα αυτά να γίνονται αποδεκτά χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδοθεί από τράπεζες χωρών-μελών που δεν ικανοποιούν τη θεσμοθετημένη για την υπόλοιπη ζώνη του ευρώ ελάχιστη πιστοληπτική διαβάθμιση, εφόσον είτε βρίσκονται σε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής είτε έχουν πρόσβαση σε ενισχυμένη προληπτική πιστωτική γραμμή (ECCL).

Οι στοχευμένες πράξεις και τα προγράμματα αγορών τίτλων θα συμβάλουν στη διατήρηση εξαιρετικά διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με μεγέθυνση του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος, αύξηση του πλεονάσματος ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά και συνακόλουθη μείωση των διατραπεζικών επιτοκίων, εξέλιξη που αναμένεται να έχει ως άμεση συνέπεια την αποκλιμάκωση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ. Η έκδοση προϊόντων τιτλοποίησης και καλυμμένων ομολογιών θα αναζωογονηθεί, γεγονός που θα δημιουργήσει πρόσθετα κίνητρα για τις τράπεζες να χορηγήσουν με καλύτερους όρους από ό,τι στο παρελθόν νέα δάνεια τα οποία κατόπιν θα τιτλοποιηθούν. Εξάλλου, οι άμεσες αγορές χρεογράφων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος θα θέσουν σε κίνηση διαδικασία ανακατανομής χαρτοφυλακίων, στο πλαίσιο της οποίας οι επενδυτές θα υποκαταστήσουν τους τίτλους που απέκτησε το Ευρωσύστημα με εναλλακτικές τοποθετήσεις σε χρεόγραφα, προκαλώντας γενικευμένη υποχώρηση των αποδόσεων και αντίστοιχη μείωση του κόστους χρηματοδότησης για ένα ευρύ φάσμα εκδοτών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι ομόφωνο στην πρόθεσή του να εντείνει τη χρήση των ήδη θεσπισμένων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής ή και να εισαγάγει και άλλα μη συμβατικά μέτρα, εφόσον είναι συμβατά με το Καταστατικό της ΕΚΤ, προκειμένου να αποτρέψει τον κίνδυνο ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να εξακολούθησει να παραμένει επί πολύ στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα.

4 ΤΟ ΚΛΙΜΑ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΜΕΝΕΙ ΕΥΘΑΡΥΣΤΟ, ΓΕΓΟΝΟΣ ΠΟΥ ΔΥΣΧΕΡΑΙΝΕΙ ΤΗΝ ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΓΙΑ ΟΜΑΛΗ ΕΠΑΝΟΔΟ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κατά το α' εξάμηνο του 2014, οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων στη διεθνή κεφαλαιαγορά ακολούθησαν σχεδόν αδιάκοπη καθοδική πορεία, καθώς ενισχύονταν η εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας και οι αγορές προεξοφλούσαν τη σταδιακή έξοδο από την κρίση. Οι ευνοϊκές εξελίξεις των αποδόσεων δημιούργησαν κατάλληλες συνθήκες για την επιτυχή έξοδο του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές, την άντληση κεφαλαίων από τις ελληνικές τράπεζες αλλά και για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων από τις διεθνείς αγορές εταιρικών ομολόγων. Ωστόσο, από τα τέλη Σεπτεμβρίου το επενδυτικό κλίμα επιδεινώθηκε: αρχικά λόγω της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και ακολούθως λόγω της αβεβαιότητας των επενδυτών όσον αφορά την πρόοδο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της δημοσιονομικής προσαρμογής στην Ελλάδα, όπως επίσης το ενδεχόμενο πρόωρης απεμπλοκής της χώρας από το πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης.

Έτσι, στα μέσα Οκτωβρίου η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου εκτοξεύθηκε σε επίπεδα άνω του 9%, αντίστοιχα με εκείνα που επικρατούσαν ένα χρόνο πριν. Ακολούθησε μικρή αποκλιμάκωση με αποτέλεσμα η απόδοση στις αρχές Δεκεμ-

βρίου να ανέρχεται σε επίπεδα άνω του 7,5%. Η αναταραχή στις αγορές οδήγησε επίσης σε κατακόρυφη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού των ελληνικών εταιριών στη διεθνή αγορά ομολόγων, σε σχέση με τα αντίστοιχα επιτόκια δανεισμού ευρωπαϊκών εταιριών.

5 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΙΝΑΙ ΕΠΑΡΚΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΟ, ΩΣΤΟΣΟ ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΝ

Η σταθεροποίηση και διαφαινόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αντανάκλαται σταδιακά και στα μεγέθη των ελληνικών εμπορικών τραπεζών. Η οργανική κερδοφορία εμφανίζει μικρή αλλά σταθερή βελτίωση, ενώ η κεφαλαιακή επάρκεια, μετά τις επιτυχημένες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και τα σχέδια αναδιάρθρωσης που υλοποιούν οι τέσσερις συστημικές τράπεζες, έχει διαμορφωθεί σε ικανοποιητικό επίπεδο. Αυτό επιβεβαιώθηκε και από τα αποτελέσματα της Συνολικής Αξιολόγησης, στο πλαίσιο της οποίας πραγματοποιήθηκε και η πανευρωπαϊκή άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, που διεξήγαγε η ΕΚΤ σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, τα οποία ανακοινώθηκαν στις 26 Οκτωβρίου 2014. Με βάση την υπόθεση δυναμικού ισολογισμού, βρέθηκε ότι τρία από τα τέσσερα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα που αξιολογήθηκαν δεν παρουσιάζουν υστέρηση κεφαλαίων, ενώ ούτε το τέταρτο πιστωτικό ίδρυμα παρουσιάζει ουσιαδή κεφαλαιακή υστέρηση.

Ωστόσο, παρά την αύξηση της καταθετικής βάσης, την ισχυρή κεφαλαιακή βάση και την επανάκτηση εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών πρόσβασης στη διατραπεζική αγορά και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, το τραπεζικό σύστημα συνεχίζει να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, με κυριότερη τη δυσμενή επίδραση που ασκεί στην πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών η ύπαρξη μεγάλου αποθέματος προβληματικών δανείων στο ενεργητικό τους. Σε συνδυασμό με την ασθενή ζήτηση για τραπεζικές πιστώσεις, τούτο έχει ως συνέπεια

η πιστωτική επέκταση προς την πραγματική οικονομία να παραμένει αρνητική, γεγονός που δρα ανασταλτικά για την αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας.

Αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό, ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των τραπεζικών δανείων συνέχισε να αυξάνεται το α' εξάμηνο του 2014: πάνω από το 1/3 των δανείων που έχουν χορηγήσει κατά το παρελθόν οι τράπεζες δεν εξυπηρετείται ομαλά. Οι οφειλές σε καθυστέρηση από επιχειρηματικά δάνεια (ύψους 1 εκατ. ευρώ και άνω) συγκεντρώνονται σε σχετικά περιορισμένο αριθμό κλάδων οικονομικής δραστηριότητας και μικρό αριθμό πιστούχων (βλ. Ειδικό θέμα VI.2). Επιπρόσθετα, οι κλάδοι με τα υψηλότερα ποσοστά δανείων σε καθυστέρηση παρουσιάζουν και τη μεγαλύτερη επιδείνωση. Ανάμεσα στους κλάδους αυτούς περιλαμβάνονται και οι κλάδοι με τον υψηλότερο τραπεζικό δανεισμό στο παρελθόν. Ένα μεγάλο ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση αντιπροσωπεύει υποχρεώσεις δανειοληπτών οι οποίοι έχουν οφειλές ταυτόχρονα σε περισσότερες από μία τράπεζες. Εξάλλου, σημαντικό ποσοστό των δανείων σε καθυστέρηση έχει μέχρι στιγμής εμφανίσει δυσκολίες στην αποπληρωμή για τουλάχιστον τρία συνεχή έτη.

6 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΣΤΟ ΝΕΟ ΕΠΟΠΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Από τις 4 Νοεμβρίου η άμεση εποπτεία των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ πέρασε στην αρμοδιότητα του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (EEM). Ο νέος Μηχανισμός αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές αρμόδιες αρχές των συμμετεχουσών χωρών. Στο πλαίσιο του νέου μηχανισμού εποπτείας, ο ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος παραμένει σημαντικός καθώς θα παρακολουθεί την εν Ελλάδι εφαρμογή των εποπτικών προτύπων που θα καθορίζει ο EEM ενώ, μαζί με στελέχη της ΕΚΤ, θα μετέχει ενεργά στις μικτές εποπτικές ομάδες που θα συνεκτιμούν την κατάσταση των ελληνικών τραπεζών.

Στόχοι της εποπτείας είναι η σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του πιστωτικού συστήματος και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί μεταξύ άλλων τη μακροπροληπτική αρμοδιότητα προς ενίσχυση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μείωση της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων. Ιδίως, η Τράπεζα της Ελλάδος εντοπίζει, παρακολουθεί και αξιολογεί αυτούς τους κινδύνους και λαμβάνει τα μέτρα που προβλέπει ο νόμος.

7 ΘΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ 2015

Έπειτα από την ανάκαμψη της οικονομίας το 2014, θετικές προοπτικές διαμορφώνονται για το επόμενο έτος. Ειδικότερα, το 2015 αναμένονται ενίσχυση της επενδυτικής ζήτησης και περαιτέρω αύξηση της εξαγωγικής δραστηριότητας που, όπως εκτιμάται, θα προσδώσουν μονιμότερα χαρακτηριστικά στην αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας.

Στη θετική προοπτική των επενδύσεων για το 2015 συνηγορούν και οι εξής παράγοντες: (α) η αξιοποίηση της ρευστότητας του ΕΣΠΑ και των χρηματοδοτήσεων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, (β) η ικανοποιητική εξέλιξη των έργων υποδομής – κυρίως με την επανεκκίνηση των τεσσάρων μεγάλων αυτοκινητοδρόμων – αλλά και η δυναμική των ΣΔΙΤ, που εκτός από το άμεσο αναπτυξιακό αποτέλεσμα στις κατασκευαστικές επενδύσεις εκτιμάται ότι κινητοποιούν ευρύτερους επενδυτικούς πόρους (βιομηχανία υλικών, υποστηρικτικές υπηρεσίες). Θετικές εξωτερικές οικονομίες θα προκύψουν και από την επιτάχυνση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων.

Η αναμενόμενη αποκατάσταση ομαλότερων συνθηκών χρηματοδότησης μέσω της δυνατότητας των τραπεζών να αντλήσουν ρευστά διαθέσιμα με χαμηλά επιτόκια από το Ευρωσύστημα και να χρηματοδοτήσουν εξαγωγικές επιχειρήσεις με συγκριτικά πλεονεκτήματα εκτιμάται ότι θα λειτουργήσει συμπληρωματικά προς τη σημαντική βελτίωση της αντα-

γωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας την τελευταία πενταετία, δίνοντας περαιτέρω ώθηση στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Η σχετική εξασθένηση της εξωτερικής ζήτησης από τη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να αντισταθμιστεί από αυξημένη ζήτηση από άλλες αγορές λόγω και της υποχώρησης της ισοτιμίας του ευρώ.

Επιπροσθέτως, ενθαρρυντικές ενδείξεις για τη ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά τη διάρκεια του 2015 είναι η αύξηση της απασχόλησης, η βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο και η παράλληλη επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης, καθώς και η προβλεπόμενη σταθεροποίηση των αποδοχών των εργαζομένων (μικρή αύξηση σε όρους καθαρών αποδοχών). Ο αποπληθωρισμός, που ενισχύει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, θα συνεχιστεί αλλά θα αποκλιμακωθεί σταδιακά έως το τέλος του 2015.

8 ΑΥΞΗΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΕΣ

Οι παραπάνω θετικές προοπτικές υπόκεινται ωστόσο σε εγχώριους και διεθνείς κινδύνους και αβεβαιότητες, που ενδέχεται να επιβαρύνουν το επιχειρηματικό κλίμα τους επόμενους μήνες, να καθυστερήσουν ή και να αναστείλουν την ανάπτυξη.

Η αβεβαιότητα στο εσωτερικό της χώρας δυσχεραίνει τη συνέχιση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής σε πρώτη φάση και την εφαρμογή μιας αποτελεσματικής αναπτυξιακής στρατηγικής μετά το πέρας του προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης. Η εξάλειψή της θα διευκολύνει την εφαρμογή των απόλυτα αναγκαίων μεταρρυθμιστικών πολιτικών και την οριστική έξοδο από την κρίση.

Στους διεθνείς παράγοντες θα πρέπει να επισημανθεί ο κίνδυνος επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και ειδικά της ζώνης του ευρώ και οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι που

συνδέονται με τις εξελίξεις στη Μέση Ανατολή και την Ουκρανία, οι οποίοι επιτείνουν την αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές, ενισχύουν τον κίνδυνο διόρθωσης και ευνοούν τη στροφή των επενδύσεων προς ασφαλέστερες τοποθετήσεις. Οι εξελίξεις αυτές σε συνδυασμό με τις εσωτερικές αβεβαιότητες υπάρχουν κίνδυνος να εντείνουν τις ανησυχίες των αγορών για την πορεία της ελληνικής οικονομίας, κάτι που όπως προαναφέρθηκε παρατηρήθηκε ήδη τον Οκτώβριο του 2014, επισκιάζοντας την αξιοσημείωτη πρόοδο που έχει επιτευχθεί σε δημοσιονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο.

9 ΓΙΑ ΝΑ ΑΠΟΤΡΑΠΟΥΝ ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΕΠΙΒΑΛΛΕΤΑΙ Η ΣΥΝΕΧΙΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑΣ, Η ΟΠΟΙΑ ΘΑ ΟΔΗΓΗΣΕΙ ΣΕ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΟΡΙΣΤΙΚΗ ΕΞΟΔΟ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

Προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι παραπάνω προκλήσεις, να περιοριστούν οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες για την πορεία της ελληνικής οικονομίας και να ενισχυθεί περαιτέρω η ανάκαμψη, απαιτείται να διασφαλιστεί ότι η οικονομική πολιτική θα παραμείνει επικεντρωμένη στις ακόλουθες προτεραιότητες:

(α) **Επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών** προκειμένου να ενισχυθούν ο ανταγωνισμός και η καινοτομία, να αυξηθεί η ευελιξία των τιμών και να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα. Οι εν λόγω δράσεις θα πρέπει να στοχεύουν στην ενίσχυση του ανταγωνισμού στην ενέργεια, στις οδικές και θαλάσσιες μεταφορές, στην άρση των εμποδίων εισόδου και την κατάργηση στοχευμένων κανονιστικών-ρυθμιστικών παρεμβάσεων στο λιανικό εμπόριο και τις επαγγελματικές υπηρεσίες, καθώς και στην απλοποίηση της αδειοδότησης επενδυτικών έργων. Οι δράσεις αυτές θα βελτιώσουν την ελκυστικότητα της χώρας ως τόπου προσορισμού ξένων άμεσων επενδύσεων, ενώ θα συμβάλουν στην επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης σε ανταγωνιστικές και βιώσιμες επιχειρήσεις.

(β) **Εξορθολογισμός της λειτουργίας του κράτους** με έμφαση στην επιτάχυνση της διοικητικής μεταρρύθμισης, την εύρυθμη λειτουργία της δικαιοσύνης, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας, την απλοποίηση των διαδικασιών για τη μείωση του διοικητικού φόρτου στους πολίτες και τις επιχειρήσεις, καθώς και την πάταξη των κρουσμάτων διαφθοράς αλλά και την *εξάλειψη* των γενεσιουργών της αιτίων (όπως είναι π.χ. η πολυνομία ή η διακριτική ευχέρεια στις άμεσες συναλλαγές πολιτών και επιχειρήσεων με τη δημόσια διοίκηση, που με τη σειρά της τρέφει φαινόμενα “συναλλαγής”).

(γ) **Ενίσχυση των ενεργητικών πολιτικών στην αγορά εργασίας με ιδιαίτερη έμφαση στην εκπαίδευση και την κατάρτιση**, προκειμένου να βελτιωθεί η πιθανότητα επαναπρόσληψης ατόμων που ανήκουν σε ομάδες που βρίσκονται στο περιθώριο της αγοράς εργασίας, όπως οι μακροχρόνια άνεργοι και οι νέοι που έχουν επηρεαστεί δραματικά από την αύξηση της ανεργίας. Επιβάλλεται συνεπώς να αντιμετωπιστούν τα φαινόμενα “υστέρησης” τα οποία οδηγούν σε πολύ βραδεία αποκλιμάκωση της ανεργίας και τελικά σε απαξίωση του ανθρώπινου κεφαλαίου, η οποία με τη σειρά της έχει αρνητικές επιπτώσεις στο μακροπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Ωστόσο, ανάλογη προσοχή θα πρέπει να δοθεί και στον έλεγχο και την αξιολόγηση της αποδοτικότητας αυτών των ενεργητικών πολιτικών, καθώς και στην καταπολέμηση της αδήλωτης και ανασφάλιστης εργασίας.

(δ) **Η δημοσιονομική προσπάθεια θα πρέπει να συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια**. Η κύρια έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην **αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής**, έτσι ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και να ενισχυθεί το αίσθημα κοινωνικής δικαιοσύνης. Βασικούς πυλώνες αυτής της προσπάθειας θα πρέπει να αποτελέσουν η ενδυνάμωση της φορολογικής διοίκησης, η εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων μέσω διασταυρώσεων, η εφαρμογή σύγχρονων τεχνικών ελέγχου βάσει συστημάτων ανάλυσης κινδύνου και η ενεργοποίηση του περιουσιολογίου. Επίσης,

θα πρέπει να επανεξεταστεί η σκοπιμότητα υπαρξης εκείνων των εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις άμεσης και έμμεσης φορολογίας οι οποίες δεν δικαιολογούνται με κριτήρια κοινωνικά ή/και αναπτυξιακά. Μόλις θα πρέπει να ληφθεί **για τη βιωσιμότητα των ασφαλιστικών ταμείων**, ενώ και στον τομέα αυτό θα πρέπει να επανεξεταστεί το καθεστώς των ποικίλων εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις. Ταυτόχρονα, η καλύτερη στόχευση των δημόσιων δαπανών (με έμφαση στις **δημόσιες επενδύσεις**) και η συνέχιση της προσπάθειας για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των δημόσιων υπηρεσιών θα μπορούσαν να συμβάλουν σε περαιτέρω εξοικονόμηση δημόσιων πόρων. Οι ανωτέρω παρεμβάσεις θα επιτρέψουν **τη σταδιακή μείωση των συντελεστών φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων** προκειμένου να τονωθεί η οικονομική δραστηριότητα με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο. Η περαιτέρω ενδυνάμωση του εγχώριου δημοσιονομικού πλαισίου με τη δημιουργία του Ανεξάρτητου Δημοσιονομικού Συμβουλίου θα ενισχύσει τη δημοσιονομική εποπτεία και θα συμβάλει στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

(ε) **Η αποτελεσματική διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση αποτελεί άμεση προτεραιότητα**. Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα καλείται σήμερα να προχωρήσει σε μια πιο ενεργητική διαχείριση των προβληματικών δανείων, με σκοπό αφενός να ελαφρυνθούν οι συνεργάσιμοι δανειολήπτες που αντιμετωπίζουν προσωρινή δυσκολία στην εξυπηρέτηση των δανείων τους και αφετέρου να ανακτηθούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια των τραπεζών που είναι δεσμευμένα σε προβληματικά δάνεια με χαμηλή πιθανότητα αποπληρωμής. Βάσει των ανωτέρω εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίδραση στην κατεύθυνση του περιορισμού των προβληματικών στοιχείων στο ενεργητικό τους η επιλογή της ενεργητικής διαχείρισης των δανείων σε καθυστέρηση, μέσω και της αξιοποίησης από τις τράπεζες (α) του πλαισίου εποπτικών υποχρεώσεων για τη διαχείριση των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που προβλέπει η Πράξη Εκτελεστικής

Επιτροπής 42/30.5.2014 της Τράπεζας της Ελλάδος, αλλά και (β) από 1.1.2015, των επιλογών που προβλέπει ο Κώδικας Δεοντολογίας του Ν. 4224/2013. Παράλληλα, η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία της κυβέρνησης για την αντιμετώπιση των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση εκτιμάται ότι παρέχει κατάλληλα κίνητρα και θα επιταχύνει την κινητοποίηση των οφειλετών και των τραπεζών με σκοπό την εξεύρεση βιώσιμων λύσεων στο πρόβλημα. Σε κάθε περίπτωση, οι επιλογές για τη διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση θα πρέπει να γίνονται με τρόπο που δεν δημιουργεί κίνητρα για αθέτηση οφειλών στους δανειολήπτες που έχουν αντικειμενικά τη δυνατότητα να αποπληρώσουν. Ο κίνδυνος δημιουργίας στρεβλών κινήτρων είναι ορατός όταν προτείνονται οριζόντια μέτρα τα οποία δεν βασίζονται σε μια ουσιαστική αξιολόγηση των πραγματικών εισοδηματικών και περιουσιακών δυνατοτήτων των δανειοληπτών. Θετική επίσης επίδραση εκτιμάται ότι θα έχει και η συνεργασία των τραπεζών σε επίπεδο κοινών πιστούχων, αλλά και οι στοχευμένες παρεμβάσεις σε κλάδους που εμφανίζουν υψηλή συγκέντρωση προβληματικών δανείων σε λίγους πιστούχους και υψηλό κίνδυνο μετάδοσης των χρηματοοικονομικών δυσκολιών σε υγιείς επιχειρήσεις.

Το **ελληνικό τραπεζικό σύστημα** εξέρχεται ισχυρότερο μετά την ολοκλήρωση της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και τον έλεγχο της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού που πρόσφατα διενήργησε η ΕΚΤ. Στο πλαίσιο αυτό, επωφελούμενο και από την εμπειρία αναδιάρθρωσης του τραπεζικού κλάδου, **θα πρέπει να αναλάβει ενεργό ρόλο στην κλαδική αναδιάρθρωση της οικονομίας, διοχετεύοντας πιστώσεις στις πραγματικά βιώσιμες επιχειρήσεις.** Δεν πρέπει να δεσμεύονται πόροι σε επιχειρήσεις που δεν έχουν καμία προοπτική επιβίωσης, καθώς με τον τρόπο αυτό στερούνται πόρους οι υγιείς επιχειρήσεις που μπορούν να συνδράμουν στην οικονομική ανάπτυξη και την αύξηση της απασχόλησης. Η προσπάθεια των τραπεζών πρέπει να συνεπικουρηθεί και από βελτιώ-

σεις στο θεσμικό πλαίσιο προκειμένου να αρθούν περιορισμοί που συνδέονται για παράδειγμα με τις (προ)πτωχευτικές διαδικασίες, τον εξωδικαστικό συμβιβασμό ή, όπως προαναφέρθηκε, εν γένει την ταχύτητα απονομής της δικαιοσύνης.

* * *

Μετά από έξι χρόνια ύφεσης και πέντε χρόνια δημοσιονομικής προσαρμογής, η οικονομία έχει σταθεροποιηθεί και εμφανίζει πολλά σημάδια βελτίωσης. Αν διατηρηθεί αυτή η δυναμική, είναι πλέον πολύ πιθανή η επάνοδος της οικονομίας σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά τα επόμενα χρόνια. Για να επαληθευθεί όμως η πρόβλεψη αυτή, πρέπει η αναδιάρθρωση της οικονομίας και οι μεταρρυθμίσεις (ορισμένες από τις οποίες προαναφέρθηκαν) να συνεχιστούν απρόσκοπτα και με αποφασιστικότητα προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις, να περιοριστούν οι κίνδυνοι και να μειωθεί η αβεβαιότητα για την περίοδο μετά τη λήξη του τρέχοντος προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης από την ΕΕ. Κάτι τέτοιο είναι εφικτό μόνο σε ένα περιβάλλον συνεννόησης και συνεργασίας των πολιτικών φορέων ώστε να εξασφαλίζεται η συνέχεια. Η χώρα μας ακόμη χρειάζεται υποστήριξη από ένα αξιόπιστο πρόγραμμα προληπτικής χρηματοδότησης από τους Ευρωπαίους εταίρους έως ότου διασφαλιστεί η διατηρήσιμη χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών της από τις διεθνείς αγορές. Στο πλαίσιο αυτό η σχέση αμοιβαίας εμπιστοσύνης και συνεργασίας με τους εταίρους μας αποκτά πρωτεύουσα σημασία. Η σχέση αυτή θα ενισχυθεί ακόμη περισσότερο με την υλοποίηση της δέσμευσης του Eurogroup της 27ης Νοεμβρίου 2012 για ελάφρυνση του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Η εξάλειψη της αβεβαιότητας στο εσωτερικό της χώρας και η δέσμευση στην προώθηση των μεταρρυθμίσεων είναι αναγκαίες προϋποθέσεις για την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης και την οριστική έξοδο της χώρας από την κρίση.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

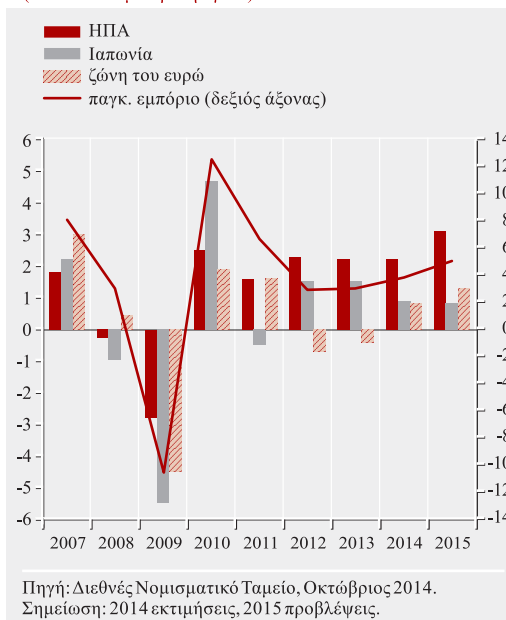
Ο ρυθμός ανάπτυξης της **παγκόσμιας οικονομίας** εκτιμάται ότι θα παραμείνει σχετικά χαμηλός, 3,3%, το 2014 για τρίτο συνεχόμενο έτος αλλά και άνισος μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών, ενώ αναμένεται να αυξηθεί σε 3,8% το 2015 σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ. Τις καλύτερες επιδόσεις το 2014 και οικονομικές προοπτικές για το 2015 προβλέπεται ότι θα καταγράψουν οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο από τις προηγμένες οικονομίες και η Κίνα και η Ινδία από τις αναδυόμενες οικονομίες. Η **ζώνη του ευρώ**, μετά από δύο έτη ύφεσης, εκτιμάται ότι θα επιστρέψει σε θετικό αλλά χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης (0,8%) το 2014, ο οποίος προβλέπεται να αυξηθεί σε 1,3% το 2015,¹ με κύρια πηγή της ανάκαμψης την εγχώρια ζήτηση.

Ωστόσο, οι προβλέψεις αυτές υπόκεινται σε σημαντικούς **κινδύνους και αβεβαιότητες**. Παρά τη σταδιακή περαιτέρω βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι (από Ουκρανία-Ρωσία και Μέση Ανατολή) για την παγκόσμια ανάπτυξη αυξήθηκαν στη διάρκεια του έτους και επιβάρυναν την εξωτερική ζήτηση και την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Από το Σεπτέμβριο και μετά η μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει αυξηθεί, ενώ υπήρξε και αντιστροφή της πτωτικής τάσης στις αποδόσεις κρατικών ομολόγων, η οποία όμως ήταν γενικά προσωρινή. Επισημαίνεται επίσης η συνεχιζόμενη συσσώρευση χρέους, η οποία αυξάνει τους κινδύνους σε περίπτωση δυσμενούς μεταβολής των οικονομικών δεδομένων. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα ελλοχεύουν κίνδυνοι επιστροφής σε καταστάσεις στασιμότητας και χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης στις προηγμένες οικονομίες.

Σε αυτό το περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία, διεθνείς οργανισμοί επισημαίνουν **την ανάγκη ενίσχυσης των επενδύσεων**, ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ όπου αυτές έχουν μειωθεί σημαντικά στη διάρκεια της κρίσης, ενώ πρωτοβουλίες προς την κατεύθυνση αυτή έχουν αναληφθεί από ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα (βλ. Ειδικό θέμα II.1), ώστε

Διάγραμμα II.1 Παγκόσμιο εμπόριο και ΑΕΠ σε ΗΠΑ, Ιαπωνία και ζώνη του ευρώ

(εκατοστιαία μεταβολή όγκου)



η ζώνη του ευρώ να επιταχύνει τους αναπτυξιακούς ρυθμούς.

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

Παγκόσμια οικονομία

Ο ρυθμός ανάπτυξης της **παγκόσμιας οικονομίας** εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,3% το 2014, αμετάβλητος έναντι του 2013, ενώ αναμένεται να αυξηθεί σε 3,8% το 2015 σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ. Το τρέχον έτος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε στις προηγμένες οικονομίες και επιβραδύνθηκε στις αναπτυσσόμενες, ενώ το 2015 προβλέπεται επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης και για τις δύο οικονομικές περιοχές, σε 2,3% για τις προηγμένες οικονομίες και 5,0% για τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

¹ Πιο πρόσφατες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΟΟΣΑ εκτιμούν ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ θα είναι 1,1% το 2015.

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθ- μός κρα- τών	Μερί- διο στο ΑΕΠ ¹ %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός ² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχου- σών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Παγκόσμιο σύνολο	189	100,0	3,3	3,3	3,8												
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	36	43,6	1,4	1,8	2,3	1,4	1,6	1,8	-4,3	-3,9	-3,1	105,5	105,7	105,3	0,4	0,3	0,2
ΗΠΑ		16,4	2,2	2,2	3,1	1,5	2,0	2,1	-5,8	-5,5	-4,3	104,2	105,6	105,1	-2,4	-2,5	-2,6
Ιαπωνία		4,6	1,5	0,9	0,8	0,4	2,7	2,0	-8,2	-7,1	-5,8	243,2	245,1	245,5	0,7	1,0	1,1
Ην. Βασίλειο		2,3	1,7	3,2	2,7	2,6	1,6	1,8	-5,8	-5,3	-4,1	90,6	92,0	93,1	-4,5	-4,2	-3,8
Ζώνη του ευρώ	18	12,3	-0,5	0,8	1,1	1,4	0,5	0,8	-2,9	-2,6	-2,4	93,1	94,5	94,8	2,4	2,5	2,6
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	153	56,4	4,7	4,4	5,0	5,9	5,5	5,6	-1,7	-2,1	-2,0	39,3	40,1	40,7	0,8	0,8	0,5
Κίνα		15,8	7,7	7,4	7,1	2,6	2,3	2,5	-0,9	-1,0	-0,8	39,4	40,7	41,8	1,9	1,8	2,0
Ρωσία		3,4	1,3	0,2	0,5	6,8	7,4	7,3	-1,3	-0,9	-1,1	13,9	15,7	16,5	1,6	2,7	3,1

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2014 και *World Economic Outlook Database*, Οκτώβριος 2014, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2014*, Νοέμβριος 2014.

Σημειώσεις: Για το 2014 και το 2015 προβλέψεις.

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

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

3 Της γενικής κυβέρνησης.

Στις **προηγμένες οικονομίες**, οι περισσότεροι θετικές προοπτικές για το 2015 αφορούν τις ΗΠΑ, καθώς η αύξηση του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα ανέλθει σε 3,1% από 2,2% το 2014, και το Ηνωμένο Βασίλειο, παρά τη μικρή υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης, ενώ ο ρυθμός ανόδου της ιαπωνικής οικονομίας θα παραμείνει χαμηλός (0,8% από 0,9% το 2014) υπό το βάρος της αύξησης της έμμεσης φορολογίας και της υποτονικής εξωτερικής ζήτησης, παρά τη μεγάλη υποτίμηση του γιεν τη διετία 2013-2014. Στις **αναδυόμενες οικονομίες**, οι καλύτερες επιδόσεις αφορούν την Κίνα, με μόνο ελαφρά υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης σε 7,1% από 7,4% το 2014, και την Ινδία, με επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ σε 6,4% από 5,6%.

Όσον αφορά τις γεωγραφικές περιοχές εκτός ΕΕ που είναι **σημαντικοί προορισμοί για τις ελληνικές εξαγωγές**, σχετικά ικανοποιητικούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ — λαμβάνοντας υπόψη τους αυξημένους γεωπολιτικούς κιν-

δύνους και αβεβαιότητες — προβλέπεται να σημειώσουν το 2015 οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες της Ευρώπης, 2,9%, και οι χώρες της Μέσης Ανατολής και Βορείου Αφρικής, 3,9%. Στη Ρωσία, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε 0,5% το 2015 (οι κίνδυνοι όμως χαμηλότερης ανάπτυξης κρίνονται αυξημένοι), από 0,2% το τρέχον έτος, ως συνέπεια της κρίσης στην Ουκρανία και των κυρώσεων κατά της Ρωσίας.

Παρά τη σταδιακή περαιτέρω βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι **γεωπολιτικοί κίνδυνοι** (από Μέση Ανατολή και Ουκρανία-Ρωσία) για την παγκόσμια ανάπτυξη αυξήθηκαν στη διάρκεια του έτους και επιβάρυναν την εξωτερική ζήτηση και την ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Από το Σεπτέμβριο και μετά η μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών αυξήθηκε, ενώ παρατηρήθηκε αντιστροφή της πτωτικής τάσης στις αποδόσεις ομολόγων υψηλού κινδύνου — η οποία ωστόσο υπήρξε παροδική στις περισσότερες περιπτώ-

σεις — και στροφή των επενδυτών σε ασφαλή καταφύγια. Το ΔΝΤ επισημαίνει ότι τα ελλείμματα του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα περιορίζονται μεν, αλλά δεν αντιστρέφονται, οδηγώντας σε περαιτέρω συσσώρευση χρέους και άρα σε αύξηση των κινδύνων.

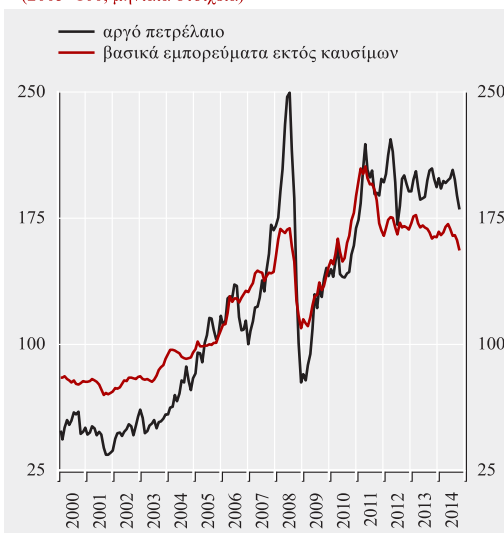
Ο **όγκος του παγκόσμιου εμπορίου** αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε το 2014 κατά 3,8%, έναντι 3,0% το 2013, με βραδύτερο όμως ρυθμό σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις. Παρότι προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου θα ενισχυθεί περαιτέρω στο 5% το 2015, θα παραμείνει κάτω του μακροχρόνιου μέσου όρου. Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου εκτιμάται ότι θα υποχωρήσουν σε μέσα επίπεδα έτους το 2014, παρά τις σοβαρές γεωπολιτικές εντάσεις στη Μέση Ανατολή και στην Ουκρανία, καθώς παρατηρήθηκε υπερβάλλουσα συνολική προσφορά αργού πετρελαίου λόγω της αυξανόμενης εξόρυξης σχιστολιθικών κοιτασμάτων φυσικού αερίου και πετρελαίου στις ΗΠΑ και της μειούμενης ενεργειακής εξάρτησης της χώρας αυτής από το εξωτερικό.

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες εξακολούθησε να είναι εξαιρετικά χαλαρή και υποστηρικτική της ανάκαμψης, με τα περιθώρια περαιτέρω ελιγμών τουλάχιστον στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο να φαίνονται περιορισμένα. Σημειώνεται ότι πρόσφατα η Τράπεζα της Ιαπωνίας ανακοίνωσε νέα, μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Η **δημοσιονομική πολιτική** κινήθηκε σε περιοριστική κατεύθυνση στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία με στόχο τον περαιτέρω περιορισμό των κινδύνων για το κρατικό χρέος, το οποίο όμως εξακολούθησε να αυξάνεται και στις δύο χώρες, καθώς και στη ζώνη του ευρώ.

Οι παγκόσμιες **εξωτερικές ανισορροπίες** έχουν σημαντικά περιοριστεί σε όρους ροών, αφού τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και τα αντίστοιχα πλεονάσματα της Κίνας και της Ιαπωνίας έχουν υποχωρήσει. Ωστόσο, εφόσον αυτά δεν έχουν αντιστραφεί, οι ανισορροπίες στην καθαρή διεθνή επενδυτική θέση συνεχίζουν να διευρύνονται.

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2000-Οκτώβριος 2014)

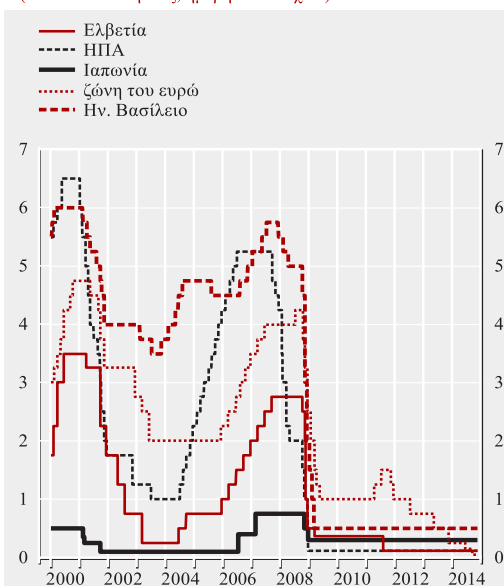
(2005=100, μηνιαία στοιχεία)



Πηγή: IMF Primary Commodity Prices, Νοέμβριος 2014.

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ιανουάριος 2000-30 Νοεμβρίου 2014)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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

Ζώνη του ευρώ

Η ζώνη του ευρώ, μετά από δύο έτη αρνητικών ρυθμών ανάπτυξης, **αναμένεται να επιστρέψει σε θετικό, αλλά χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης**, 0,8%, το 2014, ο οποίος προβλέπεται να επιταχυνθεί σε 1,3% (1,1%, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ΟΟΣΑ – βλ. υποσημείωση 1) το 2015. Η εγχώρια, κυρίως, αλλά και η εξωτερική ζήτηση αναμένεται ότι θα συμβάλουν στην ανάκαμψη, ωστόσο η αύξηση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου θα παραμείνει υποτονική (0,6% το 2014 και 1,7% το 2015). Η βιομηχανική παραγωγή, αν και αυξήθηκε το Σεπτέμβριο (0,6% σε ετήσιο ρυθμό), βρίσκεται ακόμη στα επίπεδα του 2010. Η αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων των νοικοκυριών, λόγω του πολύ χαμηλού πληθωρισμού και της βελτίωσης της απασχόλησης, εκτιμάται ότι θα συμβάλει στην προβλεπόμενη αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Οι εξαγωγές εκτιμάται ότι θα ανακάμψουν το δεύτερο εξάμηνο του 2014 και στη διάρκεια του 2015, καθώς θα γίνεται περισσότερο αισθητή η επίδραση της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ και θα ενισχύεται σταδιακά η εξωτερική ζήτηση.

Ο **πληθωρισμός** αναμένεται να διαμορφωθεί σε 0,5% το 2014, επίπεδα σαφώς χαμηλότερα από το στόχο της ΕΚΤ, και σε 0,8% το 2015, καθώς το παραγωγικό κενό διατηρείται υψηλό, ενώ οι διεθνείς τιμές αργού πετρελαίου, των λοιπών βασικών εμπορευμάτων και των βιομηχανικών προϊόντων προβλέπεται ότι θα υποχωρήσουν σε όρους ευρώ το 2014 και το 2015.

Το **ποσοστό ανεργίας** στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε υψηλό, 11,6%, το 2014, και ελαφρά χαμηλότερο από αυτό του 2013, ενώ προβλέπεται περαιτέρω υποχώρησή του στο 11,3% το 2015. Μεγάλες προβλέπεται να παραμείνουν οι διαφορές στα ποσοστά ανεργίας ανάμεσα στις χώρες-μέλη. Στην Ελλάδα και την Ισπανία το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να υποχωρήσει το 2015 σε 25,0% και 23,5% αντίστοιχα (από 26,8% και 24,8% το τρέχον έτος), ενώ το προσεχές έτος τα χαμηλότερα ποσοστά ανεργίας αναμένεται να καταγράψουν η Γερμανία (5,1%) και η Αυστρία (5,4%).

Οι επιδόσεις των επιμέρους οικονομιών παρέμειναν άνισες το 2014, αντανακλώντας (α) τον κατακερματισμό των χρηματοπιστωτικών αγορών στο εσωτερικό της ζώνης του ευρώ, (β) την αδυναμία πιστωτικής επέκτασης των τραπεζικών ιδρυμάτων, (γ) τη βεβαρυμένη λόγω κρίσης χρηματοοικονομική κατάσταση του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα και (δ) τη συνεχιζόμενη δημοσιονομική προσαρμογή ιδίως στις χώρες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση χρέους. Ο ρυθμός οικονομικής ανάκαμψης αποδυναμώθηκε στη διάρκεια του 2014 και το β' τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υποχώρησε σε 0,1% έναντι 0,3% το α' τρίμηνο, καθώς οι οικονομίες της Γαλλίας, της Γερμανίας και της Ιταλίας συρρικνώθηκαν. Επίσης, οι έρευνες οικονομικής συγκυρίας δείχνουν επιδείνωση του οικονομικού κλίματος. Το γ' τρίμηνο πάντως τρεις από τις τέσσερις μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ (όλες πλην της Ιταλίας) επανήλθαν σε θετικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ.

Το 2015 προβλέπεται να σημειωθεί εξισορρόπηση των ρυθμών ανάπτυξης, καθώς οι οικονομίες της Ισπανίας, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ελλάδος σταδιακά ανακάμπτουν και αναμένεται να καταγράψουν ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ υψηλότερους από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Καμιά χώρα-μέλος δεν προβλέπεται ότι θα βρεθεί σε ύφεση το 2015, έναντι τριών χωρών το 2014 (της Ιταλίας, της Κύπρου και της Φινλανδίας).

Σε όλες σχεδόν τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ **συνεχίστηκε η πολιτική περιορισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων** με σκοπό την απομάκρυνση των κινδύνων κρίσης χρέους, την υποχώρηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και την επάνοδο στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων των οικονομιών εκείνων που είχαν αποκλειστεί την περίοδο 2010-2011. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι έγινε ελαφρώς θετικό το 2014 μετά από έξι έτη συνεχών ελλειμμάτων, ενώ το 2015 προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 0,3% του ΑΕΠ. Το συνολικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι υποχώρησε στο 2,6% του ΑΕΠ το 2014 και

προβλέπεται να σημειώσει περαιτέρω μικρή υποχώρηση το 2015. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε ελαφρά στο 94,5% του ΑΕΠ το 2014 από 93,1% το 2013, ενώ εκτιμάται ότι θα αρχίσει να υποχωρεί ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2016.

Η **άνιση προσαρμογή των εξωτερικών**, κυρίως, αλλά και των δημοσιονομικών **ανισορροπιών** που παρατηρείται μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ (οι σημαντικά “ελλειμματικές” οικονομίες έγιναν από το 2013 πλεονασματικές, ενώ οι σημαντικά “πλεονασματικές” παραμένουν τέτοιες), η απροθυμία για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις από κάποια κράτη-μέλη, καθώς και τα πολύ υψηλά ποσοστά ανεργίας σε ορισμένα κράτη-μέλη αποτελούν τις **κυριότερες προκλήσεις**, οικονομικές και πολιτικές, που πρέπει να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικότερα οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών. **Γεωπολιτικοί κίνδυνοι**, κυρίως οι επιπτώσεις της κρίσης σε Ουκρανία-Ρωσία, είναι οι σημαντικότερες πηγές αβεβαιότητας για τις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ και της ευρωπαϊκής οικονομίας γενικότερα. Το ΔΝΤ επισημαίνει ότι πλέον υφίσταται αυξημένη πιθανότητα για επιστροφή της ζώνης του ευρώ σε ύφεση για τρίτη φορά μετά την κρίση του 2008.

Η νομισματική πολιτική παρέμεινε διευκολυντική, καθώς η ΕΚΤ μείωσε δύο φορές το βασικό της επιτόκιο τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο, ενώ υιοθέτησε ένα συνδυασμό από μη συμβατικά μέτρα. Τον Ιούνιο θεσμοθέτησε τη διεξαγωγή μιας σειράς από στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO). Το Σεπτέμβριο του 2014 η ΕΚΤ θεσμοθέτησε προγράμματα αγοράς τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων (ABS) και καλυμμένων ομολόγων τόσο στη δευτερογενή όσο και στην πρωτογενή αγορά τίτλων (CBPP3). Παράλληλα, θετικά αναμένεται ότι θα επιδράσουν στις προσδοκίες και στις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ η σημαντική πρόοδος προς την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης και τη δημιουργία της τραπεζικής ένωσης με την ολοκλήρωση της αξιολόγησης και τελικά με την ανάληψη της εποπτείας

των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ από την ΕΚΤ από το Νοέμβριο του 2014.

2 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ²

Το πρώτο εξάμηνο του 2014, οι οικονομίες των περισσότερων χωρών της νοτιοανατολικής Ευρώπης κατέγραψαν θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Με βάση όμως τα δημοσιευμένα στοιχεία για το β' τρίμηνο του έτους και τις εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών,³ για το υπόλοιπο του τρέχοντος έτους και το 2015 **αναμένεται ελαφρά επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας**. Μάλιστα, σε ορισμένες περιπτώσεις (Αλβανία και Σερβία) οι ρυθμοί ανάπτυξης το β' τρίμηνο του έτους διαμορφώθηκαν αρνητικοί, ενώ σημαντική υποχώρηση κατέγραψε ο ρυθμός ανάπτυξης της Ρουμανίας. Στον αντίποδα, αρκετά ισχυρή εμφανίζεται η ανάπτυξη στην ΠΓΔΜ και δευτερευόντως στη Βουλγαρία. Γενικότερα, ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης της περιοχής (εκτός της Τουρκίας) αναμένεται να κυμανθεί κοντά στο 2,1%-2,2% το 2014, από 2,3% περίπου το 2013, και να επιταχυνθεί ελαφρά το 2015.

Στην **Τουρκία** σημειώθηκε σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης το β' τρίμηνο του έτους σε σχέση με το α' τρίμηνο (από 4,7% στο 2,1%), η οποία οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης. Για το σύνολο του 2014 προβλέπεται σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ σε 2,6%, ενώ για το 2015 αναμένεται επιτάχυνση σε 3,3% υπό την επίδραση, με χρονική υστέρηση, της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής.

Η υποχώρηση των ρυθμών ανάπτυξης των περισσότερων χωρών της περιοχής αντανακλά την επίδραση επιμέρους παραγόντων σε κάθε χώρα. Ειδικότερα, παράγοντες όπως η μείωση της βιομηχανικής παραγωγής, η κάμψη των

² Αλβανία, Βοσνία και Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

³ Ευρωπαϊκή Επιτροπή (ΕΕ), Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΒΡΔ).

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)						Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)			
	2012	2013	α' τρ. 2014	β' τρ. 2014	2014	2015	2013	Αύγ. 2014	2014	2015
Αλβανία ¹	1,6	1,4	1,7	-0,6	2,1	3,3	1,9	2,0	2,7	2,8
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	-1,2	2,1	2,7	-	2,0	3,2	-0,1	-0,6	1,1	1,5
Βουλγαρία	0,5	1,1	1,1	2,1	1,7	2,0	0,9	-0,6	-0,8	1,2
Μαυροβούνιο	-2,5	3,3	1,5	0,3	2,9	3,6	2,2	-1,1	1,8	2,7
ΠΓΔΜ	-0,4	2,2	3,5	4,3	3,0	3,2	2,8	-0,5	2,5	2,3
Ρουμανία	0,6	3,5	3,9	1,2	2,5	2,6	4,0	0,8	2,5	3,3
Σερβία	-1,0	2,6	0,1	-1,1	1,1	1,9	2,2	1,5	3,8	4,5
Τουρκία	2,1	4,1	4,7	2,1	2,6	3,3	7,5	9,5	8,6	7,4

Χώρα	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)					Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Λόγος δανείων προς καταθέσεις (%)		Λάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2013	α' τρ. 2014	β' τρ. 2014	2014	2015	2013	β' τρ. 2014	2013	Αύγ. 2014	2012	2013	β' τρ. 2014
Αλβανία ¹	-10,7	-11,1	-11,6	-10,3	-12,4	18,0	17,5	55,3	54,8	22,5	23,5	24,1
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	-5,5	-5,8	-	-7,5	-7,0	15,2	-	115,2	116,1*	13,5	15,1	15,5
Βουλγαρία	2,1	-0,8	-0,2	1,0	0,2	16,9	21,2	87,7	85,5	16,6	17,2	17,2
Μαυροβούνιο	-14,6	-14,3	-15,2	-14,4	-14,5	14,4	-	115,1	108,8	17,6	18,4	17,5
ΠΓΔΜ	-1,9	-1,8	-1,5	-3,7	-3,8	16,8	16,9	89,7	89,7	10,3	11,3	11,6
Ρουμανία	-1,1	-	-	-1,2	-1,6	15,0	17,0	101,3	99,2	18,2	21,9	19,2
Σερβία	-6,1	-5,9	-	-4,6	-4,3	20,2	19,9	119,0	114,4	18,6	19,9	21,1
Τουρκία	-7,9	-7,5	-6,5	-6,0	-3,9	15,3	14,1	110,8	115,6	2,9	2,7	2,8

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2014*, *EU Candidate & Pre-accession Countries Economic Quarterly* – CCEQ, 3/2014 και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

* Αναφέρεται σε στοιχεία Ιουνίου 2014.

1 Οι προβλέψεις 2014-2015 για την Αλβανία και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη προέρχονται από το IMF, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2014.

επενδύσεων αλλά και οι αρνητικές συνέπειες από τις πλημμύρες του Μαΐου έπληξαν την αναπτυξιακή πορεία αρκετών χωρών, κυρίως στα δυτικά Βαλκάνια. Η υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης στην Τουρκία και τη Ρουμανία οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στην κάμψη των ιδιωτικών επενδύσεων. Αντίθετα, η βελτίωση της αναπτυξιακής επίδοσης στην ΠΓΔΜ και τη Βουλγαρία συνδέεται πρωτίστως με την ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης. Τέλος, η **αύξηση των γεωπολιτικών κινδύνων** (ουκρανική κρίση) δεν έχει επηρεάσει μέχρι στιγμής σε σημαντικό βαθμό τις χώρες της περιοχής, αλλά η Τουρκία δοκιμάζεται περισσότερο λόγω της κρίσης σε γειτονικές χώρες (Συρία και Ιράκ).⁴

Με βάση τα στοιχεία του πρώτου οκταμήνου του 2014, ο **πληθωρισμός** στις περισσότερες χώρες συνεχίζει να ακολουθεί την πτωτική πορεία του προηγούμενου έτους. Αυτό κατά κύριο λόγο οφείλεται στην αργή μείωση του αρνητικού παραγωγικού κενού, την υποχώρηση των διεθνών τιμών ενέργειας και τροφίμων, αλλά και το χαμηλό εισαγόμενο πληθωρισμό από τη ζώνη του ευρώ ως αποτέλεσμα

⁴ Υπάρχει περιορισμένη ενεργειακή εξάρτηση της περιοχής από τη Ρωσία. Η Βουλγαρία και η Τουρκία είναι οι δύο χώρες με τη μεγαλύτερη εξάρτηση, η οποία όμως είναι μικρότερη του 30% των συνολικών ενεργειακών τους αναγκών. Σε ό,τι αφορά τις εμπορικές σχέσεις, η Βουλγαρία και η Σερβία είναι οι μόνες χώρες που οι εισαγωγές τους από τη Ρωσία είναι γύρω στο 5% των συνολικών εισαγωγών τους. Σε καμία χώρα της περιοχής οι εξαγωγές προς τη Ρωσία δεν ξεπερνούν το 2% του συνόλου των εξαγωγών.

σμα της σύνδεσης αρκετών εθνικών νομισμάτων με το ευρώ. Μάλιστα σε χώρες όπως η Βοσνία-Ερζεγοβίνη, η Βουλγαρία, το Μαυροβούνιο και η ΠΓΔΜ καταγράφονται ισχυρές τάσεις αποπληθωρισμού. Παρά ταύτα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η καθοδική τάση του πληθωρισμού ενδέχεται να ανατραπεί στο υπόλοιπο του έτους και το 2015 ως αποτέλεσμα της περαιτέρω ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης. Στην Τουρκία ο πληθωρισμός τον Αύγουστο (9,5%) υπερέβαινε κατά πολύ τον ετήσιο στόχο του 5% και αντανάκλασε τη σημαντική αύξηση των τιμών των εγχώριων ειδών διατροφής, τη χαλαρή νομισματική πολιτική και την επίδραση από την υποτίμηση της τουρκικής λίρας.

Σύμφωνα και με τις προβλέψεις διεθνών οργανισμών, σε αρκετές χώρες η διαδικασία μείωσης των ελλειμμάτων στο **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** φαίνεται να ανακόπτεται το 2014. Αυτό οφείλεται κυρίως στη σταδιακή ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης, καθώς και στην υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης κυρίως από τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η σχετική ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης αποτελεί τον κύριο λόγο της οριακής επιδείνωσης του εξωτερικού ισοζυγίου στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία και σε μεγαλύτερο βαθμό στην ΠΓΔΜ. Οι υπόλοιπες χώρες των δυτικών Βαλκανίων, Αλβανία, Μαυροβούνιο και Βοσνία-Ερζεγοβίνη, συνεχίζουν να καταγράφουν ιδιαίτερος υψηλά ελλείμματα. Στη Σερβία, η χαμηλή εγχώρια ζήτηση συνέβαλε στην οριακή μείωση του εξωτερικού ελλείμματος, παρά την κάμψη της εξαγωγικής επίδοσης. Στην Τουρκία, η αυξητική τάση του εξωτερικού ελλείμματος τα τελευταία χρόνια φαίνεται να αντιστρέφεται, καθώς αυτό εισήλθε σε καθοδική πορεία το πρώτο εξάμηνο του 2014. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην υποχώρηση του ρυθμού αύξησης της εγχώριας ζήτησης, αλλά και στη σχετικά μικρή μείωση των εξαγωγών.

Οι εξελίξεις στα **δημόσια οικονομικά** των χωρών της περιοχής παρουσιάζουν αρκετή ανομοιογένεια. Στις χώρες που επλήγησαν από τις πλημμύρες του Μαΐου, Σερβία και

Βοσνία-Ερζεγοβίνη, τα κρατικά έσοδα στο οκτάμηνο δεν είχαν την αναμενόμενη πορεία, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση του ελλείμματος. Σε παρόμοια κατάσταση βρίσκεται και η ΠΓΔΜ, με το δημοσιονομικό της έλλειμμα να βρίσκεται ήδη από τους πρώτους οκτώ μήνες στο επίπεδο του 3,2% του ΑΕΠ, έναντι ετήσιου στόχου 3,9%. Σε αντίθετη κατεύθυνση διαμορφώθηκαν οι δημοσιονομικές εξελίξεις στην Αλβανία και στο Μαυροβούνιο. Σημαντική απόκλιση από τον αρχικό στόχο του ελλείμματος παρουσιάζει η Βουλγαρία, με αποτέλεσμα την αναθεώρησή του για το έτος από 1,8% στο 4% του ΑΕΠ. Αντίθετα, αξιοσημείωτη βελτίωση παρουσιάζει το δημοσιονομικό έλλειμμα στη Ρουμανία, το οποίο το πρώτο οκτάμηνο του έτους διαμορφώθηκε στο 0,25% του ΑΕΠ από 1,3% την ίδια περίοδο του 2013. Στην Τουρκία η εκτέλεση του προϋπολογισμού φαίνεται να εξελίσσεται ομαλά, καθώς μέχρι και τον Αύγουστο το έλλειμμα είχε διαμορφωθεί πλησίον του επιπέδου του προηγούμενου έτους, 1,2%-1,3% του ΑΕΠ, σημαντικά κάτω του ετήσιου στόχου (1,9% του ΑΕΠ).

Στις περισσότερες χώρες, με εξαίρεση την Τουρκία, την ΠΓΔΜ και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, η πτωτική τάση των **ρυθμών πιστωτικής επέκτασης** συνεχίστηκε και το πρώτο εξάμηνο του 2014. Μάλιστα, στη Σερβία και την Αλβανία καταγράφηκαν αρνητικοί ρυθμοί.⁵ Το πρόβλημα συνδέεται αφενός με την υποτονική δυναμική της εγχώριας ζήτησης και αφετέρου με τον αυξανόμενο όγκο των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Σημειώνεται ότι και στις δύο χώρες όπου είναι αρνητικοί οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια έχουν ανέλθει, ως ποσοστό του συνόλου των δανείων, σε ιδιαίτερος υψηλά επίπεδα, δηλαδή 21,1% στην πρώτη και 24,1% στη δεύτερη. Σαφώς διαφοροποιημένη είναι η κατάσταση στην Τουρκία, όπου η πιστωτική επέκταση συνέχισε να αυξάνεται και το πρώτο εξάμηνο του 2014 με μέσο ετή-

⁵ Στην Αλβανία από τον Ιούλιο και μετά διαφαίνονται τάσεις ανακοπής της αρνητικής πορείας ως αποτέλεσμα και της περαιτέρω χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής με το παρεμβατικό επιτόκιο στο ιστορικά χαμηλό 3%.

σιο ρυθμό μεγαλύτερο του 25%, ενώ τα δάνεια σε καθυστέρηση είναι κάτω του 3% του συνόλου των δανείων. Το θέμα της χρεοκοπίας μίας εκ των σημαντικών εγχώριων τραπεζών στη Βουλγαρία παραμένει σε εκκρεμότητα, με αποτέλεσμα να δοκιμάζεται,

ως ένα βαθμό, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα της χώρας. Γενικότερα όμως, τα τραπεζικά συστήματα των οικονομιών της περιοχής χαρακτηρίζονται από σταθερότητα, διατηρώντας σχετικά υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας (άνω του 15%).

Ειδικό θέμα II.1

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΑΓΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΗΣ ΎΣΤΕΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥΣ

Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου στο σύνολο της ζώνης του ευρώ υποχώρησαν σημαντικά, ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και της κρίσης δημόσιου χρέους, εξέλιξη η οποία αντανάκλα κυρίως τη μεγάλη πτώση των επενδύσεων στις χώρες που επλήγησαν ιδιαίτερα από την κρίση δημόσιου χρέους, όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ισπανία (βλ. τον πίνακα).

Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου

(% του ΑΕΠ)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ζώνη του ευρώ	21,9	21,5	19,4	19,0	19,0	18,4	17,7
Ελλάδα	26,6	22,6	19,9	17,6	15,1	13,2	12,1
Ιρλανδία	25,6	22,0	16,1	12,2	10,6	10,7	11,2
Ισπανία	30,7	28,7	23,6	22,2	20,7	19,2	17,7
Πορτογαλία	22,2	22,5	20,5	19,6	18,0	16,0	14,8

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2014*, Statistical Annex.

Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου στη ζώνη του ευρώ υποχώρησαν, ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά τέσσερις περίπου εκατοστιαίες μονάδες μεταξύ 2007 και 2013, ενώ η μείωση των επενδύσεων στην Ελλάδα, την Ιρλανδία την Ισπανία και την Πορτογαλία υπήρξε πολύ μεγαλύτερη και μάλιστα στην Ελλάδα και την Ιρλανδία η υποχώρηση ανήλθε περί τις 14 εκατοστιαίες μονάδες.

Η ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων της σημαντικής αυτής μείωσης των επενδύσεων δείχνει ότι κυριότερες αιτίες υπήρξαν η αδύναμη οικονομική δραστηριότητα και οι εκτιμήσεις για χαμηλότερο δυνητικό προϊόν σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο, αλλά και η ανάγκη για αναδιάρθρωση των οικονομιών και μείωση του υπερβάλλοντος παραγωγικού δυναμικού σε ορισμένους τομείς, όπως είναι οι κατασκευές, καθώς και για εξυγίανση των ισολογισμών επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Πρόσθετοι παράγοντες οι οποίοι συνδέονται με την κρίση δημόσιου χρέους και εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς τη δαπάνη για επενδύσεις, μολοντί σε μικρότερο βαθμό από ό,τι προ διετίας, είναι η μείωση των δημόσιων επενδύσεων, ο κατακερματισμός των χρηματοπιστωτικών αγορών και τα υψηλά επίπεδα οικονομικής αβεβαιότητας:

- Η μείωση των **δημόσιων επενδύσεων** είναι σε μεγάλο βαθμό συνέπεια της κρίσης δημόσιου χρέους η οποία σηματοδότησε την ανάγκη για σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή στη ζώνη

του ευρώ. Αντανακλά επίσης συνέχιση της τάσης, η οποία είχε αρχίσει να διαμορφώνεται πριν από την κρίση, για μετατόπιση μέρους των δημόσιων επενδύσεων προς τον ιδιωτικό τομέα σε τομείς όπως η εκπαίδευση και οι μεταφορές.¹

- Η αδύναμη ανάκαμψη των επενδύσεων αποδίδεται επίσης **στον κατακερματισμό των χρηματοπιστωτικών αγορών** σε αρκετές χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, ο οποίος περιορίζει την προσφορά πιστώσεων και εμποδίζει τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και την ομαλή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.
- Τέλος, η επενδυτική δραστηριότητα επηρεάστηκε δυσμενώς από **την αυξημένη αβεβαιότητα** όσον αφορά τις οικονομικές προοπτικές, την επίλυση της κρίσης δημόσιου χρέους και τη δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να χρηματοδοτήσει επενδυτικά προγράμματα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας, ο φόβος ότι η κατάσταση των ισολογισμών των τραπεζών θα μπορούσε να έχει ως συνέπεια πιστωτική ασφυξία οδηγεί τις επιχειρήσεις να διαθέτουν υψηλά ρευστά διαθέσιμα παρά να επενδύουν.²

Η ανάλυση των επενδύσεων κατά τομέα οικονομικής δραστηριότητας δείχνει ότι, συνολικά, η πτώση των επενδύσεων στους τομείς των υπηρεσιών και των κατασκευών υπήρξε ιδιαίτερα σημαντική σε σύγκριση με προηγούμενους οικονομικούς κύκλους, ενώ η μείωση στη βιομηχανία υπήρξε ανάλογη με αυτή που έχει παρατηρηθεί σε προηγούμενες περιόδους οικονομικής ύφεσης.³

Εκτιμάται ότι, καθώς θα αποδυναμώνονται οι παράγοντες οι οποίοι συνέβαλαν στην υστέρηση των επενδύσεων, θα υπάρξει σταδιακή ανάκαμψή τους. Ήδη έχει υποχωρήσει σημαντικά η αβεβαιότητα όσον αφορά τη σταθερότητα και βιωσιμότητα της ζώνης του ευρώ και βελτιώνονται σταδιακά οι συνθήκες χρηματοδότησης της οικονομίας, παρότι οι κίνδυνοι αποδυνάμωσης της ανάκαμψης είναι σημαντικοί (βλ. πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ). Επίσης, η σημαντική πρόοδος της δημοσιονομικής εξυγίανσης δημιουργεί, κατά περίπτωση, περιθώρια αυξημένων δαπανών για στοχευμένες δημόσιες επενδύσεις σε υποδομές και άλλες επενδυτικές δαπάνες ενισχυτικές της ανάπτυξης (όπως σε έρευνα και ανάπτυξη και καινοτομίες).

Παρά τη θετική επίδραση των ανωτέρω παραγόντων, πρόσθετες ενέργειες κρίνονται απαραίτητες για την ουσιαστική ενίσχυση των επενδύσεων, ιδιαίτερα των δημόσιων επενδύσεων σε υποδομές.⁴ Τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα έχουν λάβει ορισμένες σημαντικές αποφάσεις για την ενίσχυση των επενδύσεων, όπως:

- Το κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) αυξήθηκε κατά 10 δισεκ. ευρώ το 2013, με αποτέλεσμα να αυξηθεί η χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων κατά 37% εντός του ίδιου έτους.
- Το πολυετές δημοσιονομικό πλαίσιο 2014-2020 της ΕΕ είναι εντονότερα προσανατολισμένο προς επενδυτικά προγράμματα και προς την ενίσχυση της έρευνας και της καινοτομίας.

1 Βλ. M. Buti and Ph. Mohl, "Lacklustre investment in the eurozone: is there a puzzle?", www.voxeu.org, Ιούνιος 2014.

2 Βλ. "Investment and investment finance in Europe", Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, 2013, http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_en.pdf.

3 Βλ. ECB, "Factors behind the fall and recovery in business investment", *Monthly Bulletin*, Απρίλιος 2014.

4 Το ΔΝΤ στην έκθεσή του *World Economic Outlook* (Οκτώβριος 2014) επισημαίνει ότι, σε χώρες με ανάγκες σε υποδομές, σήμερα είναι η κατάλληλη στιγμή να δοθεί ώθηση σε επενδύσεις στις υποδομές, καθώς το κόστος δανεισμού είναι χαμηλό σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων. Η αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές αναμένεται να αυξήσει το προϊόν βραχυπρόθεσμα με την ώθηση της συνολικής ζήτησης και μακροπρόθεσμα με την αύξηση της συνολικής προσφοράς. Σε ένα δείγμα προηγμένων οικονομιών, μία αύξηση των δημόσιων επενδύσεων σε υποδομές κατά μία εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ οδηγεί σε αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,4% περίπου στη διάρκεια ενός έτους και κατά 1,5% σε τέσσερα έτη.

- Έχει ήδη ανακοινωθεί, και προβλέπεται να διατυπωθεί λεπτομερέστερα εντός τριμήνου από την ανάληψη των καθηκόντων της νέας Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το σχέδιο του νέου Προέδρου της Επιτροπής Ζ.Κ. Γιούνκερ για επενδύσεις συνολικού ύψους 300 δισεκ. ευρώ τα επόμενα τρία χρόνια με συνδυασμό δράσης διαφόρων ευρωπαϊκών οργανισμών και μηχανισμών.⁵

Τέλος, το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ, στις 14 Οκτωβρίου 2014, στα συμπεράσματά του επί *“των μέτρων για την ενίσχυση των επενδύσεων στην Ευρώπη”*, κάλεσε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, στο πλαίσιο της Ομάδας Δράσης που έχουν συστήσει για την ενίσχυση των επενδύσεων, να εντοπίσουν βιώσιμα επενδυτικά προγράμματα και να θέσουν τις βάσεις για τον προγραμματισμό σειράς έργων με στόχο την προώθηση την ανταγωνιστικότητας και της ανάπτυξης στην ΕΕ με μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Μια πρώτη έκθεση για την πρόοδο αυτών των εργασιών θα υποβληθεί στο Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2014.

⁵ J.C. Juncker, “A new start for Europe: My agenda for jobs, growth, fairness and democratic change”, Ιούλιος 2014. http://ec.europa.eu/about/juncker-commission/docs/pg_en.pdf. Επιπρόσθετα, το ΔΝΤ προτείνει αύξηση της ευελιξίας στην αγορά εργασίας, αύξηση της παραγωγικότητας στις υπερχρεωμένες οικονομίες και τόνωση των ιδιωτικών επενδύσεων στις πλεονασματικές χώρες.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η επικράτηση επί μακρόν πολύ χαμηλού πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, η πτωτική πορεία των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, οι οποίες επίσης έχουν φθάσει πλέον σε χαμηλά επίπεδα, η πρόσφατη εξασθένηση της οικονομικής ανάκαμψης και η υποτονική νομισματική και πιστωτική επέκταση ώθησαν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να μειώσει τα βασικά επιτόκια σε ελάχιστα επίπεδα και να εισαγάγει τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, καθώς επίσης και προγράμματα απευθείας αγορών τίτλων. Τα μέτρα αυτά θα συμβάλουν σε γενική μείωση του κόστους χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ και σε ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης από το τραπεζικό σύστημα, ιδίως προς τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Ενδυναμώνοντας την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ και υποβοηθώντας την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, τα νέα μέτρα του Ευρωσυστήματος θα δημιουργήσουν τις συνθήκες ώστε ο ρυθμός πληθωρισμού να κατευθυνθεί προς το 2% μεσοπρόθεσμα.

Πρωταρχικός σκοπός της ενιαίας νομισματικής πολιτικής την οποία ασκεί το Ευρωσύστημα είναι η εδραίωση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ μεσοπρόθεσμα, δηλαδή η διαμόρφωση του μέσου όρου του ρυθμού πληθωρισμού μεταξύ των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης ελαφρώς κάτω από το 2%.

Ωστόσο, ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ έχει παραμείνει εδώ και πολλούς μήνες σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες ακολούθησαν επί καιρό πτωτική τάση και ήδη μερικοί σχετικοί δείκτες έχουν διαμορφωθεί κάτω του 2%.

Η παραμονή του πληθωρισμού σε πολύ χαμηλά επίπεδα επί μακρόν είναι δυνατόν να οδηγήσει σε διαδικασία διαρκούς υποχώρησης του γενικού επιπέδου των τιμών (deflation), εξέλιξη η οποία θα ήταν ιδιαίτερα επιβλαβής για την οικονομία της ζώνης του ευρώ. Προκειμένου να υποβοηθηθεί την επιστροφή του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδα πλησιέ-

στερα στο 2%, μεταξύ άλλων συμβάλλοντας σε ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και αναζωογόνηση της πιστωτικής επέκτασης προς την πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ, το Ευρωσύστημα μείωσε τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2014 τα βασικά επιτόκια ώστε αυτά να διαμορφωθούν πλέον σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, που είναι εξάλλου και τα ελάχιστα δυνατά (lower bound). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι, με δεδομένη την αναμενόμενη εξέλιξη του πληθωρισμού, τα βασικά επιτόκια δεν πρόκειται να αυξηθούν για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και υιοθέτησε μια σειρά νέων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής.

Ειδικότερα, τον περασμένο Σεπτέμβριο ξεκίνησε μια σειρά οκτώ στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs), μέσω των οποίων τα πιστωτικά ιδρύματα θα μπορούν να αντλήσουν από το Ευρωσύστημα ρευστά διαθέσιμα, εξοφλητέα κατ' αρχήν το Σεπτέμβριο του 2018, με πολύ χαμηλό σταθερό επιτόκιο. Σε περίπτωση όμως που οι τράπεζες δεν κατορθώσουν να φθάσουν τους στόχους που θέτει το Ευρωσύστημα για την πιστωτική τους επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (εκτός στεγαστικών δανείων) στη ζώνη του ευρώ τη διετία μέχρι τον Απρίλιο του 2016, θα κληθούν να επιστρέψουν πρόωρα τα κεφάλαια που θα έχουν αντλήσει μέσω των στοχευμένων πράξεων. Έτσι δημιουργούνται ισχυρά κίνητρα ώστε οι τράπεζες να αυξήσουν την πιστοδοτική τους δραστηριότητα σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν, πράγμα που θα ωφελήσει κατά κύριο λόγο τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ.

Επίσης, από το τελευταίο τρίμηνο του 2014 το Ευρωσύστημα άρχισε να διεξάγει προγράμματα αγορών χρεογράφων, αφενός προϊόντων τιτλοποίησης (ABS – asset backed securities) και αφετέρου καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (covered bonds). Τα προγράμματα θα διαρκέσουν δύο τουλάχιστον έτη. Σημειώνεται ότι, ενώ η ελάχιστη αποδεκτή από το Ευρωσύστημα πιστοληπτική διαβάθμιση για την

αγορά τίτλων στο πλαίσιο των προγραμμάτων είναι BBB-, κατ' εξαίρεση επιτρέπονται (υπό κάποιους επιπλέον περιορισμούς) αγορές τίτλων με χαμηλότερη διαβάθμιση, εφόσον έχουν εκδοθεί από πιστωτικά ιδρύματα της Ελλάδος ή της Κύπρου. Οι παρεμβάσεις αυτές του Ευρωσυστήματος θα συμβάλουν σε αύξηση των τραπεζικών πιστώσεων στις κατηγορίες που χρησιμεύουν ως βάση για την έκδοση προϊόντων τιτλοποίησης ή καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών, αλλά και σε γενικευμένη μείωση του κόστους χρηματοδότησης από τις αγορές κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ.

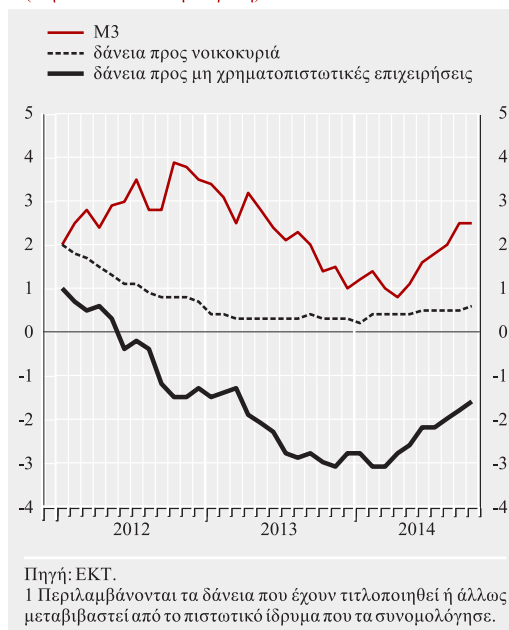
Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι διατεθειμένο να εντείνει τη χρήση των ήδη θεσπισμένων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, ανέθεσε στην ΕΚΤ και στις επιτροπές του Ευρωσυστήματος την προετοιμασία και άλλων μη συμβατικών μέτρων, σύμφωνα με το Καταστατικό της ΕΚΤ, για την περίπτωση που καταστεί αναγκαία η εισαγωγή τους προκειμένου να αποτραπεί ο κίνδυνος ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να εξακολουθήσει να βρίσκεται επί πολύ στα παρόντα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα. Επισημάνθηκε επίσης ότι οι στοχευμένες πράξεις σε συνδυασμό με τα προγράμματα αγορών τίτλων είναι μεσοπρόθεσμης απόδοσης και θα έχουν σημαντική επίπτωση στο μέγεθος του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος – θα συντελέσουν σε αύξησή του ώστε να προσεγγίσει τα επίπεδα που είχε στις αρχές του 2012. Στις αρχές του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θα αξιολογήσει (α) την έκταση στην οποία έχει επιτευχθεί περαιτέρω χαλάρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, (β) την έκταση στην οποία έχει αυξηθεί το ύψος του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος και (γ) τη μεσοπρόθεσμη επίδραση στον πληθωρισμό των πρόσφατων μειώσεων της τιμής του αργού πετρελαίου.

Ι.Ι ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ, ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ ΕΚΤ

Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας που καταγράφηκε στη ζώνη του ευρώ, με

Διάγραμμα ΙΙΙ.Ι Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα¹ και Μ3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2012-Οκτώβριος 2014)

(ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



χαμηλούς ωστόσο ρυθμούς και χωρίς ομοιομορφία μεταξύ των κρατών-μελών, φαίνεται να αποδυναμώνεται, καθώς οι τριμηνιαίοι ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ το β' και το γ' τρίμηνο του 2014 ήταν υποτονικοί. Διάφοροι δείκτες και στοιχεία ερευνών διαθέσιμα μέχρι και το Νοέμβριο του 2014 επιβεβαιώνουν την εξασθένηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης, ενώ πολλοί φορείς, συμπεριλαμβανομένου του Ευρωσυστήματος, αναθεωρούν επί τα χείρω τις προβλέψεις τους για το ΑΕΠ αλλά βεβαίως υποδηλώνουν ότι μάλλον ο ρυθμός αυτός παραμένει σε θετικά επίπεδα.

Η νομισματική ανάλυση επίσης επιβεβαιώνει καθ' όλη τη διάρκεια του 2014 ότι οι πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνουν ασθενείς μεσοπρόθεσμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε το χαμηλό ρυθμό αύξησης του νομισματικού μεγέθους Μ3 (Δεκέμβριος 2013: 1,0%, Οκτώβριος 2014: 2,5%) (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.1). Σε σχέση με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια, η νομισματική επέκταση τροφοδοτήθηκε κυρίως από διασυ-

νοριακές εισροές κεφαλαίων από χώρες εκτός της Νομισματικής Ένωσης, οι οποίες αντικατοπτρίζουν αυξανόμενη εμπιστοσύνη εκ μέρους των διεθνών επενδυτών προς τις τοποθετήσεις στη ζώνη του ευρώ.

Από την άλλη πλευρά, ο ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε σε αρνητικά επίπεδα (Δεκέμβριος 2013: -2,9%, Οκτώβριος 2014: -1,6%). Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται, πρώτον, στο γεγονός ότι η ζήτηση για δάνεια εκ μέρους του επιχειρηματικού τομέα ακολουθεί κατά κανόνα με χρονική υστέρηση την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους (παραγωγή-επενδύσεις) αρχικά από μη διανεμηθέντα κέρδη και άλλες πηγές εξωτερικών κεφαλαίων (όπως οι αγορές εταιρικών ομολόγων) και μόνον στην ύστερη φάση της οικονομικής ανάκαμψης προσφεύγουν στις τράπεζες. Δεύτερον, επί του παρόντος πολλές επιχειρήσεις αποφεύγουν να συνάψουν νέα δάνεια, δεδομένου ότι είναι ήδη επιβαρυνμένες με χρέη σημαντικού ύψους. Εξάλλου, και οι τράπεζες παραμένουν επιφυλακτικές όσον αφορά τη χορήγηση νέων δανείων, δεδομένων των εκτιμήσεών τους για τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά και της διαδικασίας αναδιάρθρωσης χαρτοφυλακίου, απομόχλευσης και εξυγίανσης του ισολογισμού που πολλές από αυτές ακολουθούν.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά διατηρείται μέχρι στιγμής το 2014 κατ' ουσίαν αμετάβλητος γύρω στο 0,5%. Τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών παραμένουν αυστηρά σε σχέση με τα επίπεδα στα οποία κυμαίνονταν κατά μέσο όρο στη διάρκεια των προηγούμενων ετών. Πάντως, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της τελευταίας έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, τα πιστοδοτικά κριτήρια τόσο ως προς τα επιχειρηματικά δάνεια όσο και σε σχέση με τα δάνεια προς τα νοικοκυριά εξακολούθησαν να χαλαρώνουν μεταξύ β' και γ' τριμήνου του 2014. Επιπροσθέτως, οι τράπεζες αναφέρουν συνεχιζόμενη αύξηση της ζήτησης πιστώσεων

εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

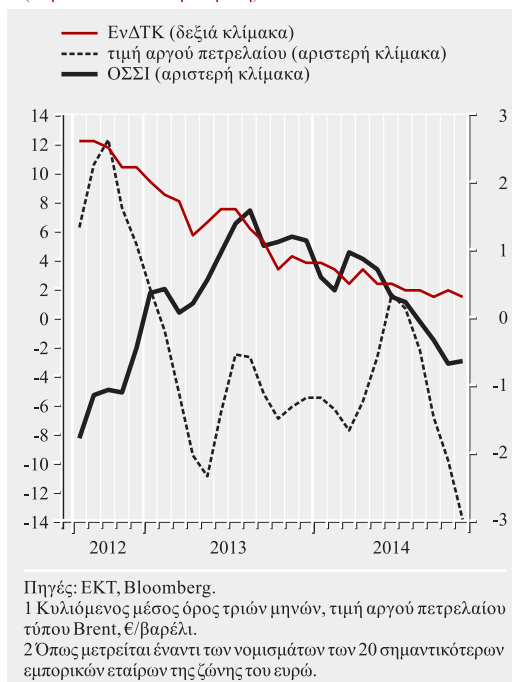
Η συνολική αξιολόγηση του ισολογισμού των σημαντικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ, την οποία πρόσφατα ολοκλήρωσε η ΕΚΤ, εντόπισε αναγκαίες προσαρμογές στις οποίες όταν προβούν τα πιστωτικά ιδρύματα σε τελική ανάλυση θα βελτιώσουν εκτός από τη σταθερότητά τους μεταξύ άλλων και την πιστοδοτική τους ικανότητα.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, συνέχισε να επιβραδύνεται στη διάρκεια του τρέχοντος έτους και μειώθηκε από 0,8% στο τέλος του 2013 σε 0,3% το Νοέμβριο του 2014. Καθ' όλο το 2014 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμαινε ότι ο ρυθμός πληθωρισμού έχει παραμείνει χαμηλός επί μακρόν και αναμένεται να διατηρηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα και στο άμεσο μέλλον, προτού επιταχυνθεί προοδευτικά κατά τη διάρκεια του 2015 και του 2016 ώστε να πλησιάσει εγγύτερα στο 2%. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες οικονομετρικές προβολές του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2014), ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ σε 0,5% το 2014, 0,7% το 2015 και 1,3% το 2016. Τονίστηκε ότι, δεδομένου του χρονοδιαγράμματος για την κατάρτιση αυτών των προβλέψεων, δεν ήταν δυνατόν να ληφθεί υπόψη η μείωση της τιμής του αργού πετρελαίου μετά το α' δεκαπενθήμερο του Νοεμβρίου. Συνεπώς, είναι πιθανόν οι προβλέψεις να ενσωματώνουν υπερεκτίμηση του επιπέδου στο οποίο θα διαμορφωθεί ο πληθωρισμός στο άμεσο μέλλον. Γενικότερα, σε σχέση με την πρόσφατη πτώση της τιμής του αργού πετρελαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογραμμίζει ότι είναι σημαντικό αυτή η εξέλιξη να μην οδηγήσει σε περαιτέρω υποχώρηση των πληθωριστικών προσδοκιών και να μην επηρεάσει τις μισθολογικές συμφωνίες.

Η μείωση του πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα III.2) οφείλεται στην εξέλιξη των διεθνών

Διάγραμμα III.2 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ, τιμή αργού πετρελαίου¹ και ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ² (Αύγουστος 2012-Νοέμβριος 2014)

(ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



τιμών της ενέργειας και των τροφίμων τα τελευταία έτη, στην ανατίμηση του ευρώ έναντι των κυριότερων ξένων νομισμάτων, αλλά και στο χρόνιο έλλειμμα που παρουσιάζει η συνολική ζήτηση στη ζώνη του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή του πληθωρισμού, η εξασθένηση της οικονομικής ανάκαμψης, η συνακόλουθη αναθεώρηση των οικονομετρικών προβολών για τον πληθωρισμό προς τα κάτω και η καταγραφή καθ' όλη τη διάρκεια του 2014 προοδευτικής υποχώρησης των πληθωριστικών προσδοκιών οδήγησαν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στο συμπέρασμα ότι ήταν αναγκαίο να λάβει πρόσθετα μέτρα προκειμένου να μην αναπτυχθούν συνθήκες υποχώρησης του επιπέδου τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Η υποχώρηση του επιπέδου των τιμών ενέχει σοβαρούς κινδύνους για την οικονομία. Είναι δυνατόν να θέσει σε κίνηση αυτοτροφοδοτούμενη διαδικασία καθοδικής περιδίνησης

της οικονομικής δραστηριότητας. Μία παρατεταμένη μείωση των τιμών δημιουργεί προσδοκίες ότι θα συνεχιστεί και στο μέλλον, με αποτέλεσμα αύξηση του πραγματικού επιτοκίου και συνακόλουθη αναβολή των καταναλωτικών και επενδυτικών δαπανών, εξέλιξη η οποία έχει ως συνέπεια επιπλέον καθοδικές πιέσεις στις τιμές, θέτοντας έτσι σε λειτουργία ένα φαύλο κύκλο. Στοιχείο του φαύλου κύκλου είναι και το γεγονός ότι η υποχώρηση του επιπέδου των τιμών δυσχεραίνει την αποκλιμάκωση του υπολοίπου των χρεών και το μετριασμό της επιβάρυνσης (debt burden) που συνεπάγονται τα χρέη τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα.

Βεβαίως, μια επιβράδυνση ή μείωση των τιμών στις χώρες της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ είναι αναγκαία για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την ανακατανομή των πόρων υπέρ της παραγωγής εξαγωγίμων προϊόντων ώστε οι χώρες αυτές να μπορέσουν να αναπτυχθούν. Ωστόσο, αυτή η προσαρμογή των τιμών δεν θα συνεχιστεί μακροπρόθεσμα αλλά θα περατωθεί όταν θα ολοκληρωθεί η διόρθωση των εγχώριων μακροοικονομικών ανισορροπιών στις χώρες της περιφέρειας, συνεπώς δεν υπάρχει κίνδυνος να συντηρήσει πολύ χαμηλούς θετικούς ή και αρνητικούς ρυθμούς πληθωρισμού και μάλιστα στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ.

Έτσι, τον Ιούνιο του 2014 το Ευρωσύστημα μείωσε τα βασικά του επιτόκια (βλ. Πίνακα III.1) – το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων διαμορφώθηκε για πρώτη φορά σε αρνητικά επίπεδα. Το Σεπτέμβριο τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν περαιτέρω στα ελάχιστα δυνατά επίπεδα. Οι μειώσεις αυτές θα συμβάλουν σε υποχώρηση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ.

Προκειμένου να κατευθυνθούν οι προσδοκίες των φορέων των αγορών και γενικότερα των οικονομικών μονάδων σχετικά με τη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανεπιβεβαίωσε (κατ' αναλογία με προηγούμενες ανακοινώσεις του την περίοδο από τα μέσα

Πίνακας III.1 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

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

Πηγή: ΕΚΤ.

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

του 2013) ότι η ενιαία νομισματική πολιτική θα συνεχίσει να έχει εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση και τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν για πολλούς ακόμη μήνες στα παρόντα ελάχιστα επίπεδα, δεδομένων των προοπτικών για την εξέλιξη του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ.

Σε συνέπεια με αυτή την επιβεβαίωση, ανακοινώθηκε ότι οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δηλ. οι πράξεις χορήγησης ρευστότητας προς τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος, κυρίως τράπεζες, με διάρκεια μία εβδομάδα) όπως επίσης και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης (δηλ. τρίμηνης) αναχρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν, τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2016, να διεξάγονται μέσω δημοπρασιών με σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό ως προς τα κεφάλαια που θα χορηγεί το Ευρωσύστημα στις τράπεζες, εφόσον βεβαιώς αυτές παρέχουν στο Ευρωσύστημα επαρκείς εξασφαλίσεις.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε επανειλημμένως την απόλυτη αποφασιστικότητά του να ενεργήσει ώστε οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες να μην απομακρύνονται από τα επίπεδα που θεωρούνται συνεπή με τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος, δηλαδή την εδραίωση της σταθερότητας των τιμών (ρυθμός πληθωρισμού ελαφρώς χαμηλότερος του 2%) στη ζώνη του ευρώ μεσοπρόθεσμα.

Προκειμένου να αποσοβηθεί η ανάπτυξη προσδοκιών ότι οι παρατηρούμενοι πολύ χαμηλοί ρυθμοί πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ δεν θα παραμείνουν παροδικοί αλλά θα παγιωθούν, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιβεβαίωσε ότι είναι διατεθειμένο να εφαρμόσει, σε όποια έκταση απαιτηθεί και με ταχύτητα, όλα τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που επιτρέπονται από το Καταστατικό της ΕΚΤ. Ειδικότερα, η ΕΚΤ και οι αρμόδιες επιτροπές του Ευρωσυστήματος

έχουν επιφορτιστεί με την προετοιμασία νέων μη συμβατικών μέτρων για την περίπτωση που θα καταστεί αναγκαία η εφαρμογή τους.

Με στόχο η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα να ενισχυθεί άμεσα, ανεστάλησαν από τον Ιούνιο του 2014 οι εβδομαδιαίες πράξεις συγκέντρωσης διαθεσίμων των τραπεζών σε κατάθεση στο Ευρωσύστημα. Οι πράξεις αυτές αποσκοπούσαν στην εξουδετέρωση της ρευστότητας που είχε δημιουργήσει σε προηγούμενα έτη το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP).

Δεδομένου ότι η εν γένει βραδύτητα της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ συνδέεται με ανεπάρκεια των τραπεζικών πιστώσεων, τον Ιούνιο του 2014 το Ευρωσύστημα θέσπισε τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs) (βλ. Πλαίσιο III.1). Τέλος, το Σεπτέμβριο του 2014 το Ευρωσύστημα προανήγγειλε τη διεξαγωγή προγράμματος αγορών αφενός τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων (ABSPP) και αφετέρου καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (CBPP3).

Πρόθεση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ είναι το ενεργητικό του Ευρωσυστήματος να αυξηθεί, μέσω εφαρμογής της δέσμης μέτρων, και να ανακτήσει το ύψος που είχε στις αρχές του 2012, πράγμα που συνεπάγεται χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής παρά το ότι τα βασικά επιτόκια δεν είναι εφικτό να μειωθούν άλλο.

Η ΕΚΤ έχει επανειλημμένως υπογραμμίσει ότι, προκειμένου η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος να παρέχει αποτελεσματική στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα, πράγμα που θα υποβοηθήσει ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να προσεγγίσει τα επίπεδα τα οποία θεωρείται ότι εξασφαλί-

ζουν στην πράξη σταθερότητα των τιμών, τα κράτη-μέλη επιβάλλεται να εισαγάγουν περαιτέρω διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Εάν δεν προωθείται αποτελεσματικά η επιχειρηματικότητα αλλά διατηρούνται εμπόδια (π.χ. γραφειοκρατικά) στην ίδρυση νέων ή την επέκταση υφισταμένων επιχειρήσεων ή αν η φορολογία είναι βαριά, τα μέτρα που υιοθέτησε το Ευρωσύστημα για την ενθάρρυνση της χορήγησης τραπεζικής χρηματοδότησης ιδίως προς τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους θα έχουν περιορισμένη απόδοση, καθώς ενδέχεται να μην εκδηλωθεί επαρκής ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων εκ μέρους του επιχειρηματικού τομέα.

Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε επανειλημμένως καθ' όλη τη διάρκεια του 2014 την πρόοδο που έχουν επιτελέσει τα κράτη-μέλη όσον αφορά τη δημοσιονομική εξυγίανση. Η πρόοδος επιτεύχθηκε μέσω της εφαρμογής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η συμβολή του οποίου στη διατήρηση της εμπιστοσύνης προς τη ζώνη του ευρώ είναι κρίσιμη. Υπογραμμίζεται επίσης ότι το Σύμφωνο παρέχει υψηλό βαθμό ευελιξίας, ώστε να είναι δυνατόν να αντιμετωπιστεί το δημοσιονομικό κόστος κάθε διαρθρωτικής μεταρρύθμισης και να στηριχθεί, όπως είναι αναγκαίο, η συνολική ζήτηση στη ζώνη του ευρώ. Το Σύμφωνο επιτρέπει να ακολουθηθεί δημοσιονομική πολιτική στοχευμένη στην προαγωγή της οικονομικής δραστηριότητας μέσω της ελαχιστοποίησης των στρεβλώσεων που αναπόφευκτα προκαλεί η φορολογία, της βελτίωσης των υπηρεσιών που παρέχει ο δημόσιος τομέας και της ανάληψης δημόσιων επενδύσεων. Βεβαίως, εκτός από τη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να εξασφαλίζει και τη διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.

ΣΤΟΧΕΥΜΕΝΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΙΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΑΝΑΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (TLTROs), ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΓΟΡΩΝ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (ABSPP) ΚΑΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΛΥΜΜΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ (CBPP3)

Μέσω των **στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης** (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTROs) το Ευρωσύστημα χορηγεί στις τράπεζες χρηματοδότηση με σταθερό επιτόκιο. Το επιτόκιο αυτό τίθεται ίσο προς το ισχύον (κατά την ημερομηνία διεξαγωγής της στοχευμένης πράξης) επιτόκιο στις εβδομαδιαίες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (0,05% επί του παρόντος) προσαναυξημένο κατά 10 μονάδες βάσης (δηλ. συνολικά κόστος δανεισμού για τις τράπεζες 15 μονάδων βάσης).

Η διάρκεια των στοχευμένων πράξεων είναι κατά το μέγιστο τετραετής – όλες οι στοχευμένες πράξεις θα λήξουν (και η χρηματοδότηση την οποία παρέχουν θα εξοφληθεί) το Σεπτέμβριο του 2018. Ωστόσο, δίνεται στους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος η δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης. Εξάλλου, σε περίπτωση που μια τράπεζα, η οποία έχει αντλήσει πόρους από το Ευρωσύστημα, αδυνατεί να τους διοχετεύσει σε πιστώσεις επαρκούς ύψους προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ή ακόμη σε πιστώσεις προς τα νοικοκυριά εκτός στεγαστικών δανείων (“πιστώσεις προς την πραγματική οικονομία” για τους σκοπούς των στοχευμένων πράξεων), θα κληθεί το Σεπτέμβριο του 2016 να επιστρέψει στο Ευρωσύστημα τους πόρους αυτούς, εν μέρει ή εν όλω ανάλογα με το ύψος των πιστώσεων που χορήγησε προς την πραγματική οικονομία. Η παροχή στεγαστικών δανείων δεν ενθαρρύνεται μέσω των στοχευμένων πράξεων, προκειμένου να αποφευχθεί το ενδεχόμενο πρόκλησης υπερβολικής ανόδου των τιμών σε επιρρεπείς σε υπερθέρμανση και κερδοσκοπική συμπεριφορά αγορές ακινήτων στη ζώνη του ευρώ.

Μέσω των δύο πρώτων στοχευμένων πράξεων (διεξαγωγή το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο 2014 αντιστοίχως), οι τράπεζες δικαιούνται να αντλήσουν από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση μέχρι συνολικού ύψους ίσου προς το 7% του υπολοίπου των χορηγήσεών τους προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (πλην στεγαστικών δανείων), το οποίο υφίστατο στο τέλος Απριλίου 2014, δηλ. περί τα 400 δισεκ. ευρώ για το σύνολο της ζώνης του ευρώ – έχουν ήδη αντληθεί 82,6 δισεκ. ευρώ μέσω της πρώτης στοχευμένης πράξης που πραγματοποιήθηκε.

Θα επακολουθήσουν άλλες 6 στοχευμένες πράξεις, μία ανά τρίμηνο, μεταξύ Μαρτίου 2015 και Ιουνίου 2016. Στο πλαίσιο αυτών των πράξεων οι τράπεζες θα είναι δυνατόν να αντλήσουν επιπλέον χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα σε συνάρτηση με την πιστοδοτική τους δραστηριότητα την περίοδο από το Μάιο του 2014 μέχρι λίγο πριν (κατ’ ακρίβεια δύο μήνες πριν) την εκάστοτε ημερομηνία διεξαγωγής της στοχευμένης πράξης.

Οι τράπεζες οι οποίες κατά το δωδεκάμηνο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014 (“περίοδος αναφοράς”) έχουν διοχετεύσει προς την πραγματική οικονομία *κατά μέσο όρο* θετική *μηνιαία* καθαρή ροή πιστώσεων (δηλ. εκταμιεύσεις νέων δανείων και άλλων πιστωτικών διευκολύνσεων μείον χρεολύσια υφιστάμενων δανείων ή άλλων μορφών πίστωσης) θα δικαιούνται να αντλήσουν από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση ύψους ίσου με το *τριπλάσιο* της *σωρευτικής* καθαρής ροής πιστώσεων που θα χορηγήσουν την περίοδο από το Μάιο του 2014 μέχρι δύο μήνες πριν τη διεξαγωγή της στοχευμένης πράξης.

Οι τράπεζες πάλι οι οποίες παρουσίασαν στο παρελθόν *κατά μέσο όρο* αρνητική *μηνιαία* καθαρή ροή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, θα είναι επίσης δυνατόν να αντλήσουν χρη-

ματοδότηση από το Ευρωσύστημα. Προϋπόθεση όμως για να αποκτήσουν αυτό το δικαίωμα είναι η *σωρευτική καθαρή ροή* δανείων την οποία θα καταγράψουν από το Μάιο του 2014 μέχρι δύο μήνες πριν την ημερομηνία διεξαγωγής της στοχευμένης πράξης να καταδεικνύει ότι η πιστοδοτική τους δραστηριότητα έχει ενισχυθεί σε σύγκριση με την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014. Ακριβέστερα, το ύψος της χρηματοδότησης την οποία θα δικαιούνται να αντλήσουν αυτές οι τράπεζες δίνεται από τον πίνακα.

Ύψος που μπορεί να φθάσει η αντλούμενη από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση σωρευτικά συνυπολογίζοντας όλες τις στοχευμένες πράξεις από το Μάρτιο 2015 και εξής

Μετά τη στοχευμένη πράξη Μαρτίου 2015:	3 x {σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” ² την περίοδο Μαΐου 2014-Ιανουαρίου 2015 <i>μείον</i> 9 x μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” που είχε καταγραφεί την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014} ³
Μετά τη στοχευμένη πράξη Ιουνίου 2015:	3 x {σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο Μαΐου 2014-Απριλίου 2015 <i>μείον</i> 12 x μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” που είχε καταγραφεί την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014}
Μετά τη στοχευμένη πράξη Σεπτεμβρίου 2015:	3 x {σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο Μαΐου 2014-Ιουλίου 2015 <i>μείον</i> 12 x μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” που καταγράφηκε την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014}
Μετά τη στοχευμένη πράξη Δεκεμβρίου 2015:	3 x {σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο Μαΐου 2014-Οκτωβρίου 2015 <i>μείον</i> 12 x μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” που καταγράφηκε την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014}
Μετά τη στοχευμένη πράξη Μαρτίου 2016:	3 x {σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο Μαΐου 2014-Ιανουαρίου 2016 <i>μείον</i> 12 x μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” που καταγράφηκε την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014}
Μετά τη στοχευμένη πράξη Ιουνίου 2016:	3 x {σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο Μαΐου 2014-Απριλίου 2016 <i>μείον</i> 12 x μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” που καταγράφηκε την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014}

Πηγή: ΕΚΤ.

1 Η χρηματοδότηση προς διάθεση μέσω των στοχευμένων πράξεων που θα διεξαχθούν την περίοδο Μαρτίου 2015-Ιουνίου 2016 θα είναι επιπρόσθετη προς τη χρηματοδότηση την οποία θα έχουν αντλήσει τα πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο των δύο πρώτων στοχευμένων πράξεων το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2014.

2 Ως τραπεζική χρηματοδότηση προς την “πραγματική οικονομία” ορίζεται η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά πλην των στεγαστικών δανείων.

3 Ο τύπος ισχύει εφόσον η παράσταση εντός της αγκύλης είναι θετική. Δεδομένου ότι η μέση μηνιαία καθαρή ροή που είχε καταγραφεί την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014 είναι εξ υποθέσεως αρνητική, η παράσταση είναι θετική εάν: α) Η σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο μετά τον Απρίλιο του 2014 είναι θετική ή β) η σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο μετά τον Απρίλιο του 2014 είναι μεν αρνητική αλλά χαμηλότερη σε απόλυτο μέγεθος από το δωδεκαπλάσιο της μέσης μηνιαίας καθαρής ροής κατά την περίοδο Μαΐου 2013-Απριλίου 2014. Σημειώνεται ότι, όσον αφορά τη στοχευμένη πράξη του Μαρτίου 2015, επιτρέπεται η άντληση χρηματοδότησης εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων εφόσον επιτύχουν η σωρευτική καθαρή ροή των χορηγήσεών τους προς την “πραγματική οικονομία” την περίοδο Μαΐου 2014-Ιανουαρίου 2015 να είναι λιγότερο αρνητική από το εννεαπλάσιο της μέσης μηνιαίας καθαρής ροής Μαΐου 2013-Απριλίου 2014.

Οι τράπεζες που θα έχουν αντλήσει χρηματοδότηση μέσω των στοχευμένων πράξεων θα κληθούν το Σεπτέμβριο 2016 να αποπληρώσουν υποχρεωτικά μέρος ή το σύνολο των αντληθέντων ποσών, εάν η πιστοδοτική τους δραστηριότητα μεταξύ Μαΐου 2014 και Απριλίου 2016 αποδειχθεί ανεπαρκής. Τούτο σημαίνει ότι οι εν λόγω τράπεζες θα επωφεληθούν από τη φθηνή χρηματοδότηση του Ευρωσυστήματος δύο χρόνια λιγότερο από ό,τι οι τράπεζες με ικανοποιητική πιστοδοτική δραστηριότητα, οι οποίες θα εξοφλήσουν τη χρηματοδότηση το Σεπτέμβριο του 2018.

Ειδικότερα, στην περίπτωση τραπεζών που βρίσκονταν σε διαδικασία συρρίκνωσης του χαρτοφυλακίου δανείων την περίοδο αναφοράς (Μάιος 2013-Απρίλιος 2014):

- α) Εάν η *σωρευτική καθαρή ροή* τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία την περίοδο Μαΐου 2014-Απριλίου 2016 (“ΣΩΡΟΗ”) είναι περισσότερο αρνητική από το 12πλάσιο της *μέσης μηνιαίας καθαρής ροής* τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία κατά την περίοδο αναφοράς (“ΜΜΡΟΗ”), εάν δηλ. $0 > 12 \times \text{ΜΜΡΟΗ} > \text{ΣΩΡΟΗ}$, τότε οι τράπεζες καλούνται να αποπληρώσουν ολόκληρο το ποσό που έχουν αντλήσει τμηματικά μέσω των στοχευμένων πράξεων εξ αρχής, δηλαδή από το Σεπτέμβριο του 2014.
- β) Εάν η *σωρευτική καθαρή ροή* τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία το διάστημα Μαΐου 2014-Απριλίου 2016 είναι μεν λιγότερο αρνητική από το δωδεκαπλάσιο της *μέσης μηνιαίας καθαρής ροής* τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία που καταγράφηκε το διάστημα Μαΐου 2013-Απριλίου 2014, εάν δηλ. $0 > \text{ΣΩΡΟΗ} > 12 \times \text{ΜΜΡΟΗ}$, αλλά η τράπεζα έχει αντλήσει από το Μάρτιο του 2015 μέχρι και μέσω της τελικής πράξης του Ιουνίου 2016 μεγαλύτερο ποσό από ό,τι δικαιούται σύμφωνα με τον πίνακα παραπάνω — ίσως διότι κατέγραψε παρά τις προσδοκίες της αρνητική ροή πιστώσεων τα τελευταία τρίμηνα — τότε η τράπεζα αποπληρώνει υποχρεωτικά το ποσό κατά το οποίο έχει υπερβεί το επιτρεπόμενο ύψος χρηματοδότησης.

Οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης δημιουργούν ισχυρά κίνητρα ώστε οι τράπεζες να χορηγήσουν νέες πιστώσεις. Διαφέρουν από τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που διενεργήθηκαν παλαιότερα, καθώς έχουν μεγαλύτερη διάρκεια (δυνητικά τετραετία σε σύγκριση με την τριετή διάρκεια των πιο μακροπρόθεσμων από τις πράξεις που διεξήχθησαν στο παρελθόν) και σταθερό επιτόκιο το ύψος του οποίου δεν υπόκειται σε αβεβαιότητα. Αντιθέτως, το επιτόκιο των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που διεξάγονταν κατά το σχετικά πρόσφατο παρελθόν ήταν δυνατόν να υπολογιστεί ακριβώς μόνον εκ των υστέρων στη λήξη της πράξης. Το ίδιο ισχύει με τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης τρίμηνης διάρκειας, οι οποίες διεξάγονται και επί του παρόντος.

Εξάλλου, οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης παρείχαν και παρέχουν ρευστότητα *άνευ όρων* χωρίς να προσφέρουν κίνητρα προκειμένου η ρευστότητα να διοχετευθεί στον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα, σε αντιδιαστολή λ.χ. με το δημόσιο τομέα. Σημειώνεται πάντως ότι οι εξασφαλίσεις οι οποίες είναι αποδεκτές για τις στοχευμένες πράξεις δεν διαφέρουν κατ’ αρχήν από αυτές που έχουν χρησιμοποιηθεί στις λοιπές πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος.

Όπως ήδη παρατηρήθηκε προσωρινά τουλάχιστον, σε σχέση με την πρώτη στοχευμένη πράξη που διενεργήθηκε, οι στοχευμένες πράξεις θα συντελέσουν σε αύξηση της υπερβάλλουσας ρευστότητας στην αγορά χρήματος με συνέπεια υποχώρηση των διατραπεζικών επιτοκίων. Αυτό θα έχει ως άμεσο αποτέλεσμα βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, καθώς το επιτόκιο σε πολλά τραπεζικά δάνεια συνδέεται με κάποιο διατραπεζικό επιτόκιο το οποίο χρησιμοποιείται ως επιτόκιο αναφοράς.

Η άντληση χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών μέσω των στοχευμένων πράξεων αναμένεται να υποκαταστήσει σε κάποιο βαθμό την έκδοση τραπεζικών ομολόγων, καθώς συνεπάγεται πολύ χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Ο συνακόλουθος περιορισμός της προσφοράς τραπεζικών

ομολόγων θα οδηγήσει σε αύξηση των τιμών τους, και ισοδύναμα σε υποχώρηση των αποδόσεών τους, με αποτέλεσμα να επωφεληθούν και τυχόν τράπεζες οι οποίες δεν συμμετέχουν στις πράξεις ανοικτής αγοράς αλλά εξακολουθούν να χρηματοδοτούνται με την έκδοση ομολόγων. Στο πλαίσιο της πρώτης στοχευμένης πράξης παρατηρήθηκε συγκριτικά υψηλότερη συμμετοχή τραπεζών οι οποίες είχαν σημαντικές υποχρεώσεις από εκδοθέντα ομόλογα λήξης πριν την ημερομηνία που θα διενεργηθεί η δεύτερη πράξη (Δεκέμβριος 2014) και οι οποίες εκτιμάται ότι, αν επιχειρούσαν να αντλήσουν πόρους από την ανοικτή αγορά για μια τετραετία, θα κατέβαλλαν σχετικά υψηλότερο κόστος δανεισμού (σε σύγκριση με άλλα πιστωτικά ιδρύματα).

Εξάλλου, οι επενδυτές οι οποίοι συνηθίζουν να τοποθετούν κεφάλαια σημαντικού ύψους σε τραπεζικά ομόλογα είναι πιθανόν να στραφούν εναλλακτικά προς τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα όταν παρουσιαστεί σχετική σπάνις νέων τραπεζικών ομολόγων. Τούτο σημαίνει ότι θα επέλθει επίσης βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης απευθείας από την ανοικτή αγορά κεφαλαίων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (με μεγάλο μέγεθος).

Το **Πρόγραμμα Αγορών Τιτλοποιημένων Τραπεζικών Απαιτήσεων** (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP), που διεξάγεται από το Νοέμβριο του 2014 και θα διαρκέσει επί δύο τουλάχιστον έτη, αφορά προϊόντα τιτλοποίησης¹ απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένων των στεγαστικών δανείων. Τα χρεόγραφα που προέκυψαν από την τιτλοποίηση των απαιτήσεων (ABS – asset backed securities) πρέπει να χαρακτηρίζονται από απλότητα, να μη βασίζονται δηλαδή σε παράγωγα και να μην προκύπτουν από περαιτέρω τιτλοποίηση ήδη τιτλοποιημένων απαιτήσεων αλλά από τιτλοποίηση τραπεζικών δανείων, ενώ επιβάλλεται να παρέχεται λεπτομερής πληροφόρηση από τους εκδότες των τιτλοποιήσεων σχετικά με την ποιότητα των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί. Τα προϊόντα αυτά θα πρέπει να έχουν εκδοθεί σε κράτος-μέλος της Νομισματικής Ένωσης και να είναι εκφρασμένα σε ευρώ (όχι ξένα νομίσματα). Το Ευρωσύστημα θα προβαίνει, κατά το πλείστον με τη μεσολάβηση τεσσάρων εταιριών διαχείρισης χαρτοφυλακίου (asset managers), σε αγορές από τη δευτερογενή ή και την πρωτογενή αγορά.

Επειδή οι υποβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης πολλών προϊόντων τιτλοποίησης τραπεζικών απαιτήσεων (κυρίως ενυπόθηκων δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας – subprime – στις ΗΠΑ) πυροδότησαν τη χρηματοπιστωτική αναταραχή το 2007, έχουν εκφραστεί ανησυχίες σχετικά με την επίδραση που θα έχει η απόκτηση ανάλογων χρεογράφων στην ποιότητα του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος, όπως επίσης και σχετικά με τα περιθώρια πρόκλησης ζημιών για το Ευρωσύστημα. Ωστόσο, το ποσοστό αθέτησης που έχει καταγραφεί όσον αφορά προϊόντα τιτλοποίησης τα οποία έχουν εκδοθεί στην Ευρώπη είναι κατά πολύ χαμηλότερο από αυτό που έχει καταγραφεί όσον αφορά προϊόντα τιτλοποίησης στις ΗΠΑ. Εξάλλου, το Ευρωσύστημα διαθέτει μεγάλη εμπειρία στην αξιολόγηση της ποιότητας τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων, διότι επί πολλά έτη αποδέχεται τέτοια χρεόγραφα ως εξασφαλίσεις στις πράξεις χορήγησης ρευστότητας.

Οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις τις οποίες θα αγοράζει το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος θα πρέπει να πληρούν κατ' ουσίαν τις ίδιες προϋποθέσεις με αυτές που έχουν ορι-

1 Συγκεντρώνεται μια ομάδα (pool) δανείων, συνήθως από το πιστωτικό ίδρυμα που τα έχει χορηγήσει. Η ομάδα αυτή μεταβιβάζεται σε εταιρία ειδικού σκοπού (specially created investment vehicle) και αποτελεί μέρος του ενεργητικού της. Στο παθητικό της εν λόγω εταιρίας συνήθως εμφανίζονται τα προϊόντα τιτλοποίησης, χρεόγραφα δηλαδή που διατίθενται στους επενδυτές. Το εισόδημα που αποκομίζουν οι επενδυτές από τα προϊόντα τιτλοποίησης τα οποία διακρατούν προέρχεται από την ομαλή εξυπηρέτηση (εκ μέρους των τελικών δανειοληπτών) της ομάδας δανείων στο ενεργητικό της εταιρίας ειδικού σκοπού. Η εταιρία ενίοτε ενισχύει το εισόδημα αυτό από άλλες πηγές ή το καλύπτει εν μέρει με εγγυήσεις, τεχνική η οποία είναι γνωστή ως “πιστωτική ενίσχυση” (credit enhancement).

στεί προκειμένου οι τίτλοι αυτοί να γίνονται αποδεκτοί ως εξασφαλίσεις, λαμβανομένης υπόψη της διαφοράς μεταξύ άμεσων (outright) αγορών τίτλων και αποδοχής των τίτλων ως εξασφάλισης (η δεύτερη περίπτωση συνεπάγεται, μεταξύ άλλων, προσωρινή και μόνο κτήση του τίτλου εκ μέρους του Ευρωσυστήματος και αντιστοίχως προσωρινή έκθεση σε κίνδυνο). Μεταξύ των άλλων προϋποθέσεων που τίθενται στο πλαίσιο του προγράμματος, τα προϊόντα τιτλοποίησης θα πρέπει να διαθέτουν πιστοληπτική διαβάθμιση ίση ή μεγαλύτερη της ελάχιστης που ορίζει το Ευρωσύστημα, επί του παρόντος BBB- (ή ισοδύναμα Baa3 ή ισοδύναμα BBBI). Τίθενται επίσης όρια στο ποσοστό του συνόλου των τίτλων οι οποίοι ανήκουν στην ίδια έκδοση που επιτρέπεται να αποκτήσει το Ευρωσύστημα. Εξάλλου, το Ευρωσύστημα θα επιτρέπεται να αγοράζει μόνο τα τμήματα (tranches) των προϊόντων τιτλοποίησης που έχουν χαρακτηριστικά κύριου χρέους, δηλ. υψηλή εξοφλητική προτεραιότητα (senior tranche). Τα τμήματα που δεν έχουν αυτά τα χαρακτηριστικά αλλ' αντιθέτως είναι μεσαίας εξοφλητικής προτεραιότητας (mezzanine tranche), άρα παρουσιάζουν υψηλότερο βαθμό κινδύνου, θα είναι δυνατόν να αποκτηθούν από το Ευρωσύστημα μόνον εφόσον καλυφθούν από εγγυήσεις φορέων με υψηλή φερεγγυότητα (όπως είναι τα κράτη-μέλη, αναπτυξιακές τράπεζες κ.λπ.)

Το Ευρωσύστημα επίσης διεξάγει, αρχής γενομένης από τον Οκτώβριο του 2014 και τουλάχιστον επί διετία, **Πρόγραμμα αγορών καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)**² εκφρασμένων σε ευρώ τις οποίες έχουν εκδώσει πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ. Το Ευρωσύστημα θα αγοράζει τις τραπεζικές ομολογίες από πιστωτικά ιδρύματα τα οποία περιλαμβάνονται στους δυνατούς αντισυμβαλλομένους του είτε για τη διεξαγωγή των πράξεων νομισματικής πολιτικής είτε για τη διαχείριση των διαθεσίμων του σε ευρώ.

Το εν λόγω πρόγραμμα, το τρίτο κατά σειρά όσον αφορά άμεσες (outright) αγορές καλυμμένων ομολογιών, θα είναι και το πλέον φιλόδοξο. Εκτιμάται ότι το πρόγραμμα αγορών καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών μαζί με το πρόγραμμα αγορών τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων είναι δυνατόν να συντελέσουν σε δημιουργία πρόσθετης ρευστότητας ύψους έως 1 τρισεκ. ευρώ. Το σύνολο των υφιστάμενων καλυμμένων ομολογιών που πληρούν τις προϋποθέσεις ώστε να είναι δυνατόν να αποκτηθούν από το Ευρωσύστημα ανέρχεται επί του παρόντος σε 600 δισεκ. ευρώ, ενώ το αντίστοιχο σύνολο προϊόντων τιτλοποίησης ανέρχεται σε 400 δισεκ. ευρώ. Μάλιστα έχει επισημανθεί ότι η ικανότητα αυτών των προγραμμάτων να ενισχύσουν τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα είναι υπέρτερη αυτής των στοχευμένων πράξεων. Τούτο ισχύει διότι η έκταση που θα λάβει η συμμετοχή των τραπεζών στις στοχευμένες πράξεις δεν είναι δεδομένη, αλλά εξαρτάται από τις συνθήκες ζήτησης για τραπεζική χρηματοδότηση εκ μέρους της πραγματικής οικονομίας. Αντιθέτως, η έκταση στην οποία το Ευρωσύστημα θα επιτύχει να αυξήσει το χαρτοφυλάκιο τίτλων του θα προσδιοριστεί από τη σχετική ελκυστικότητα των όρων που το ίδιο θα επιλέξει να προσφέρει.

Επειδή ο όγκος των συναλλαγών στις αγορές τιτλοποιημένων τραπεζικών απαιτήσεων είναι επί του παρόντος πολύ περιορισμένος, καθώς η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε κατ' εξοχήν αυτές τις αγορές, η απόκτηση τέτοιων χρεογράφων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος θα οδηγήσει σε σημαντική μείωση των αποδόσεών τους. Αυτό θα επιφέρει αντίστοιχη μείωση στα επιτόκια των νέων δανείων προς τιτλοποίηση.

² Οι καλυμμένες ομολογίες βασίζονται σε μία ομάδα από δάνεια (το “κάλυμμα”) τα οποία έχει χορηγήσει το πιστωτικό ίδρυμα που τις εκδίδει και τα οποία παραμένουν στον ισολογισμό του. Παρέχουν υψηλή εξασφάλιση στους ομολογιούχους, καθώς αυτοί θεωρούνται ότι έχουν προνομαχική απαίτηση – δηλ. κατά προτεραιότητα έναντι όλων των υπόλοιπων πιστωτών της τράπεζας – επί των δανείων που αποτελούν το κάλυμμα σε περίπτωση πτώχευσης της τράπεζας.

Εξάλλου, η ρευστότητα που θα δημιουργηθεί μέσω των δύο προγραμμαμάτων αγορών τίτλων θα ασκήσει καθοδική πίεση στα διατραπεζικά επιτόκια. Απώτερα, η πρόσθετη ρευστότητα θα διοχετευθεί από τους επενδυτές στο πλαίσιο ανακατανομής χαρτοφυλακίων σε τοποθετήσεις σε άλλα χρηματοοικονομικά μέσα, γεγονός που θα ασκήσει καθοδική πίεση στις αποδόσεις σε ένα ευρύ φάσμα χρεογράφων, όπως επίσης και στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Έτσι θα επέλθει μια γενικότερη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στην οικονομία, συμβάλλοντας στη μετάδοση των αποτελεσμάτων της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος πολύ ευρύτερα από το σύνολο των δανειοληπτών τα δάνεια προς τους οποίους τιτλοποιούνται.

Επιπροσθέτως, η μεταβίβαση εκ μέρους των τραπεζών προϊόντων τιτλοποίησης στο Ευρωσύστημα συντελεί σε αύξηση του μέρους της κεφαλαιακής τους βάσης που είναι διαθέσιμο για να υποστηρίξει τη χορήγηση νέων πιστώσεων. Ευεργετικός ωστόσο για την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών (και συνεπώς για την πιστοδοτική τους ικανότητα) θα είναι και ο περιορισμός των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού ο οποίος θα επιτευχθεί με την υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης στην οικονομία σε συνδυασμό με τη συνακόλουθη ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Γενικότερα, αν το πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος συμβάλει σε αντιστροφή της τάσης διαρθρωτικής συρρίκνωσης που ακολούθησε (ανεξαρτήτως της ποιότητας των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων) η αγορά προϊόντων τιτλοποίησης μετά το 2007, θα αυξηθεί σημαντικά η ρευστότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών, με επεκτατικό αποτέλεσμα για την προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης, το οποίο θα διατηρηθεί και μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος.

Η απόκτηση καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών σε σημαντική κλίμακα εκ μέρους του Ευρωσυστήματος επίσης θα ασκήσει ανοδικές πιέσεις στις τιμές αυτών των χρεογράφων, γεγονός που θα καταστήσει ελκυστικότερη τη διάθεσή τους από εκδότριες τράπεζες. Προκειμένου όμως να εκδώσουν μεγαλύτερο όγκο καλυμμένων ομολογιών, οι τράπεζες θα πρέπει να χορηγήσουν αντιστοίχως μεγαλύτερο όγκο νέων δανείων από τις κατηγορίες που χρησιμοποιούνται για κάλυμμα των ομολογιών. Άρα το πρόγραμμα θα συμβάλει και δι' αυτής της οδού σε τόνωση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών.

Οι ελληνικές τράπεζες ήδη συμμετείχαν στην πρώτη στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και άντλησαν κεφάλαια ύψους άνω των 5 δισεκ. ευρώ (περίπου δηλ. το 60% του συνολικού ποσού που δικαιούνται μέσω των δύο πρώτων στοχευμένων πράξεων στη διάρκεια του 2014), έναντι συνολικής χρηματοδότησης 54 δισεκ. ευρώ από την κεντρική τράπεζα κατά μέσο όρο τους πρώτους εννέα μήνες του 2014. Αν και βεβαίως η καθαρή ροή χρηματοδότησης από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα προς την πραγματική οικονομία είναι πιθανόν να παραμείνει σε αρνητικά επίπεδα για αρκετό χρόνο ακόμη — ήταν περίπου -0,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την περίοδο αναφοράς — οι ελληνικές τράπεζες θα μπορέσουν να επωφεληθούν για ολόκληρη την τετραετία μέχρι το 2018 από τη φθηνή χρηματοδότηση που παρέχεται μέσω των στοχευμένων πράξεων, εφόσον εκδηλωθεί επαρκής ζήτηση τραπεζικής χρηματοδότησης από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τους καταναλωτές. Εκτός όμως από τη ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων, σημαντικό περιορισμό στη δυνατότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων να συμμετάσχουν στις στοχευμένες πράξεις θέτει η διαθεσιμότητα αποδεκτών εξασφαλίσεων στα χαρτοφυλάκια τους, δεδομένου ότι τα τραπεζικά ομόλογα τα οποία καλύπτονται από κρατικές εγγυήσεις θα παύσουν να γίνονται αποδεκτά εκ μέρους του Ευρωσυστήματος από το Μάρτιο του 2015.

Τέλος σημειώνεται ότι, κατά παρέκκλιση των ισχυόντων για την υπόλοιπη ζώνη του ευρώ, στα προγράμματα αγορών θα περιληφθούν και τίτλοι οι οποίοι έχουν εκδοθεί από πιστωτικά ιδρύ-

ματα που εδρεύουν σε κράτη-μέλη με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω του BBB- (Ελλάδα, Κύπρος). Υπό κανονικές συνθήκες, τα προϊόντα τιτλοποίησης και οι καλυμμένες ομολογίες που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα αυτών των χωρών αντιστοίχως έχουν πιστοληπτικές διαβαθμίσεις κάτω του BBB-. Συνεπώς, αν δεν χορηγείτο παρέκκλιση, τα εν λόγω χρεόγραφα των ελληνικών και κυπριακών τραπεζών δεν θα ικανοποιούσαν την ελάχιστη αποδεκτή από το Ευρωσύστημα πιστοληπτική διαβάθμιση και δεν θα ήταν δυνατόν να αγοραστούν από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο των προγραμμάτων. Παράλληλα με την παρέκκλιση επιβάλλονται ωστόσο διάφοροι όροι, ώστε ο κίνδυνος που θα παρουσιάζουν οι τίτλοι των ελληνικών και των κυπριακών τραπεζών για το Ευρωσύστημα να είναι ισοδύναμος με τον κίνδυνο που συνεπάγονται προϊόντα τιτλοποίησης και καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες που έχουν εκδοθεί στα λοιπά κράτη-μέλη. Για παράδειγμα, το ανώτατο ποσοστό ανά έκδοση που επιτρέπεται να αποκτήσει το Ευρωσύστημα όσον αφορά τίτλους ελληνικών τραπεζών τίθεται στο 30%, έναντι 70% που ισχύει για τις υπόλοιπες χώρες (εκτός της Κύπρου). Επίσης, προκειμένου το Ευρωσύστημα να αγοράζει τα εν λόγω χρηματοοικονομικά μέσα που έχουν εκδοθεί στην Ελλάδα ή την Κύπρο, θέτει ως όρο η Ελλάδα και η Κύπρος να ακολουθούν “πρόγραμμα προσαρμογής” κάποιας μορφής υπό την αιγίδα ωστόσο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

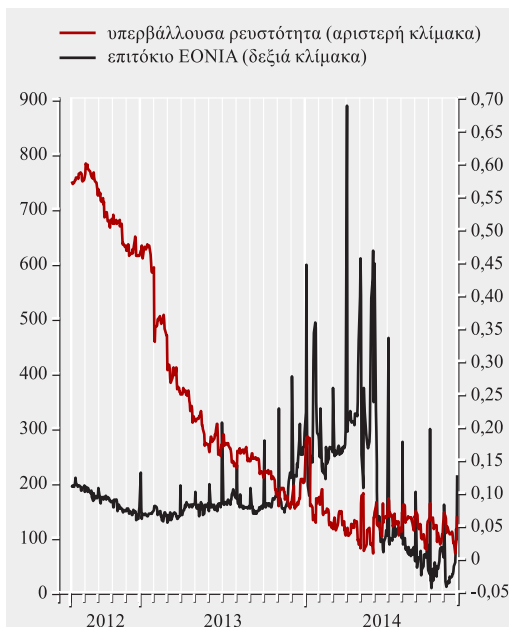
1.2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΝΙΑΙΑ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Κατά τους πρώτους τέσσερις μήνες του έτους κυρίαρχη επίδραση στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ άσκησε ο προοδευτικός περιορισμός του πλεονάσματος ρευστότητας. Ο περιορισμός οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην πρόωγη εξόφληση εκ μέρους των τραπεζών σημαντικού μέρους της χρηματοδότησης την οποία είχαν αντλήσει από το Ευρωσύστημα στα τέλη του 2011 και στις αρχές του 2012 μέσω των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης τριετούς διάρκειας.

Κατά συνέπεια, το επιτόκιο EONIA (για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά) ακολούθησε ανοδική πορεία (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3), ενώ αυξήθηκε σημαντικά και η μεταβλητότητά του – δεδομένων των διακυμάνσεων που παρουσίασε η πλεονάζουσα ρευστότητα γύρω από την καθοδική της τάση. Παρατηρήθηκαν αυξήσεις του επιτοκίου EONIA στο τέλος κάθε μηνός (φαινόμενο το οποίο εξακολουθεί να εκδηλώνεται), καθώς οι τράπεζες επιδιώκουν να καταγράφεται αφθονία ρευστών διαθεσίμων στις λογιστικές καταστάσεις που δημοσιεύουν και οι οποίες αφορούν την τελευταία ημέρα του μηνός.

Διάγραμμα ΙΙΙ.3 Υπερβάλλουσα ρευστότητα¹ στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ και επιτόκιο EONIA (Αύγουστος 2012-Νοέμβριος 2014)

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



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί Τράπεζας της Ελλάδος.

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

Διάγραμμα III.4 Επιτόκια στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2014)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Αύξηση σημείωσαν και τα διατραπεζικά επιτόκια Euribor κατά τους πρώτους τέσσερις μήνες του έτους (βλ. Διάγραμμα III.4). Έτσι, την περίοδο μέχρι και τον Απρίλιο του 2014 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε επανειλημμένως ότι παρακολουθεί με προσοχή τις εξελίξεις στις αγορές χρήματος της ζώνης του ευρώ και τις επιπτώσεις τους για την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Οι ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια της αγοράς χρήματος ενίοτε δυσχέραναν τη συγκέντρωση καταθέσεων από το Ευρωσύστημα μέσω των εβδομαδιαίων δημοπρασιών προς

εξουδετέρωση των επιπτώσεων του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων.

Καθώς οι ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ του Μαΐου 2014 δημιούργησαν προσδοκίες για περαιτέρω χαλάρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, τα επιτόκια στην αγορά χρήματος άρχισαν να αποκλιμακώνονται, συμπεριλαμβανομένου του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής του επιτοκίου μίας ημέρας (EONIA swap rate) που ενσωματώνει τις προσδοκίες για την μελλοντική εξέλιξη του επιτοκίου EONIA. Η πτωτική πορεία των επιτοκίων παγιώθηκε —τόσο το επιτόκιο EONIA όσο και το σταθερό επιτόκιο στις συμφωνίες ανταλλαγής του επιτοκίου μίας ημέρας διαμορφώθηκαν κατά περιόδους σε αρνητικά επίπεδα— κατόπιν των αποφάσεων που λήφθηκαν τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο, ενώ καταγράφηκε και συνακόλουθη υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Επισημαίνεται ότι η καθοδική πίεση στα επιτόκια της ενιαίας αγοράς χρήματος ήταν συνεπής με το γεγονός ότι ανακόπηκε ο προοδευτικός περιορισμός του πλεονάσματος ρευστότητας (ο οποίος μέχρι εκείνη τη στιγμή υπήρξε συνεχής ήδη από τις αρχές του 2012). Η ανακοπή επιτεύχθηκε —παρά το ότι εξακολούθησε και μετά το Μάιο του 2014 η πρόωρη εξόφληση των παλαιών τριετών πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης— λόγω της κατάργησης της εβδομαδιαίας συγκέντρωσης καταθέσεων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Η διεξαγωγή της πρώτης στοχευμένης πράξης το Σεπτέμβριο επίσης συνέβαλε σε προσωρινή αύξηση του πλεονάσματος ρευστότητας.

ΙV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Κατά τη διάρκεια του 2014, η οικονομική δραστηριότητα χαρακτηρίστηκε από τη σταδιακή αποκατάσταση θετικών ρυθμών μεγέθυνσης, αλλά και από την τάση σταθεροποίησης της απασχόλησης για πρώτη φορά από την έναρξη της κρίσης. Κινητήριοις δυνάμεις αυτής της εξέλιξης είναι η αύξηση των εξαγωγών και η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αντίθετα, η ανάκαμψη των συνολικών επενδύσεων της οικονομίας καθυστερεί, παρά το γεγονός ότι η επιχειρηματική εμπιστοσύνη σημείωσε πρόοδο στο μεγαλύτερο διάστημα του έτους.

Για το 2015 αναμένεται ενίσχυση της επενδυτικής ζήτησης και περαιτέρω αύξηση της εξαγωγικής δραστηριότητας, που, όπως εκτιμάται, θα προσδώσουν μονιμότερα χαρακτηριστικά στην αναπτυξιακή τροχιά της οικονομίας. Ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει αρνητικός και το 2015, υπό την επίδραση και των μειωμένων διεθνών τιμών του πετρελαίου.

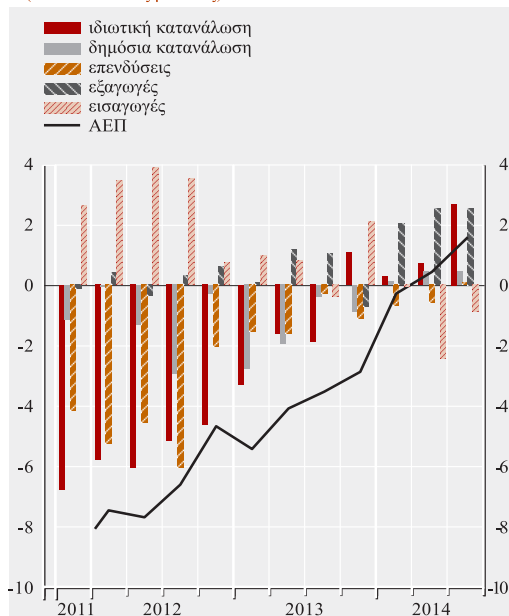
Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι σημαντικοί κίνδυνοι που συνδέονται με πολιτικές, γεωπολιτικές και διεθνείς αβεβαιότητες ενδέχεται να καθυστερήσουν την ανάπτυξη και να επιβαρύνουν το επιχειρηματικό κλίμα το 2015.

Τα δημοσιευμένα τριμηνιαία στοιχεία του ΑΕΠ δείχνουν ότι **η οικονομία περνά πλέον σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ύστερα από έξι έτη συνεχούς ύφεσης**. Σύμφωνα με τα εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές του 2010 αυξήθηκε κατά 0,4% και 1,6% το β' και το γ' τρίμηνο του 2014 αντίστοιχα, ενώ για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 η αύξηση είναι 0,6%.

Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης αντιστάθμισε την υστέρηση των επενδύσεων, ενώ η αύξηση των εξαγωγών συνέβαλε θετικά στην πορεία προς θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας, σύμφωνα με την ανάλυση της ανά τρίμηνο εξέλιξης των συνιστωσών της ζήτησης (βλ. Διάγραμμα IV.1). Η εξέλιξη του διαθέσιμου εισοδήματος αλλά και η βελτίωση του οικονομικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα IV.2) επηρέασαν θετικά την καταναλωτική συμπεριφορά, παρά το γεγονός ότι οι δημοσιονομι-

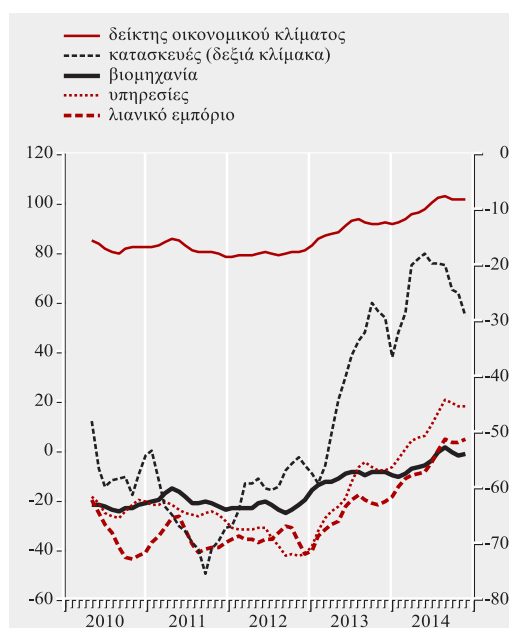
Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ, τριμηνιαία εποχικώς διορθωμένα στοιχεία

(σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί, Νοέμβριος 2014.

Διάγραμμα IV.2 Δείκτης οικονομικού κλίματος¹ και δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών σε επιμέρους κλάδους



Πηγή: Αποτελέσματα ερευνών οικονομικής συγκυρίας, IOBE/Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
1 Κινητός μέσος όρος τριών μηνών.

κοί περιορισμοί συνεχίζουν να επιβαρύνουν τους προϋπολογισμούς των νοικοκυριών. Οι επενδύσεις, από την άλλη πλευρά, παραμένουν έως τώρα αναιμικές ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, του περιορισμού της τραπεζικής χρηματοδότησης και του υψηλού κόστους δανεισμού.

Οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, **λόγω και της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών**, παρά το γεγονός ότι η εξωτερική ζήτηση (κυρίως από τις αγορές της ΕΕ, που είναι οι κύριοι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος) δεν αυξήθηκε όσο αναμενόταν. Οι βασικοί τομείς που παρουσίασαν εξαγωγική δυναμική είναι η ναυτιλία και ο τουρισμός, ο οποίος ενισχύθηκε επίσης λόγω της βελτιωμένης εικόνας της χώρας στο εξωτερικό αλλά και της αστάθειας στην περιοχή της Α. Μεσογείου. Από τους τομείς εξαγόμενων αγαθών, οι τομείς των πετρελαιοειδών, των τροφίμων και των χημικών-πλαστικών συνεχίζουν να παρουσιάζουν θετικούς ρυθμούς μεταβολής (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Η υστέρηση των επενδύσεων κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 **συνδέεται κυρίως με τη μεγάλη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες**, ενώ οι επενδύσεις σε μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό έχουν ανακάμψει σε σχέση με το 2013.

Σημαντικές θετικές εξελίξεις αποτελούν **η σταθεροποίηση της απασχόλησης και η μείωση του αριθμού των ανέργων**. Στη σταδιακή σταθεροποίηση της απασχόλησης εκτιμάται ότι συνέβαλε ο σημαντικός περιορισμός του κόστους εργασίας (χάρη σε μέτρα όπως η μείωση του κατώτατου μισθού, η αποκέντρωση συλλογικών διαπραγματεύσεων και η μείωση του χρόνου της μετενέργειας των συλλογικών συμβάσεων), η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς πιο ευέλικτες μορφές (μερική απασχόληση, εκ περιτροπής απασχόληση), καθώς και η βελτίωση του οικονομικού κλίματος. Παρά ταύτα, το ποσοστό ανεργίας παραμένει υψηλό (26,6% το β' τρίμηνο του 2014).

Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι **θα παραμείνει σε αρνητικά επίπεδα** και το 2015, ως συνέπεια της αρνητικής επίδρασης των έμμεσων φόρων στις τιμές, της πτώσης των τιμών της ενέργειας (πετρελαίου) και της πτώσης του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Στην ίδια αντιπληθωριστική κατεύθυνση εκτιμάται ότι συμβάλλουν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας. Αναμένεται ότι ο αποπληθωρισμός θα εξασθενήσει σταδιακά το 2015.

Με βάση τα μέχρι σήμερα δεδομένα, **εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε 0,7% το 2014, ενώ προβλέπεται να επιταχυνθεί σε 2,5% ή και ελαφρώς υψηλότερα το 2015**, αν ληφθεί υπόψη η πρόσφατη μείωση των τιμών του πετρελαίου. Κινητήριες δυνάμεις για την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης για το 2015 αναμένεται να είναι η περαιτέρω αύξηση της εξαγωγικής δραστηριότητας και η ενίσχυση της επενδυτικής ζήτησης.

Βασικοί κίνδυνοι για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα είναι η αβεβαιότητα στο εσωτερικό της χώρας, η μη επαρκής βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και η κόπωση όσον αφορά την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων. Η χαμηλότερη από το προσδοκώμενο ανάπτυξη της ευρωζώνης και γεωπολιτικοί κίνδυνοι αποτελούν επιπλέον δυνητικούς παράγοντες κινδύνου.

1.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 το ΑΕΠ, σε σταθερές τιμές του 2010 και με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, **αυξήθηκε κατά 0,6%**, έναντι -4,0% για το σύνολο του 2013 (βλ. Πίνακα IV.1). Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ μεταστράφηκε από αρνητικός (-2,9% και -0,3% το δ' τρίμηνο του 2013 και το α' τρίμηνο του 2014 αντίστοιχα) σε θετικό (0,4% και 1,6% το β' και το γ' τρίμηνο του 2014 αντίστοιχα – βλ. Διάγραμμα IV.1). Σημειώνεται ότι η ετήσια μετα-

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ

(εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά συνιστώσα σε εκατοστιαίες μονάδες, τιμές έτους 2010)

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

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί, Νοέμβριος 2014.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

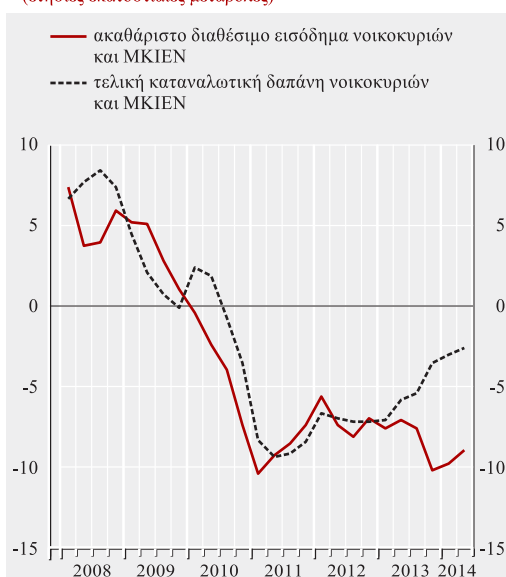
βολή του ΑΕΠ το β' και το γ' τρίμηνο του 2014 παρουσιάζει θετικό πρόσημο για πρώτη φορά μετά το α' τρίμηνο του 2010, ενώ σε τριμηνιαία βάση ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ είναι θετικός από το α' τρίμηνο του 2014.

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κυρίως η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης (1,5% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, έναντι -2,1% το 2013) και η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών (+8,4%, έναντι +1,5% το 2013), ιδιαίτερα του τομέα των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.1). Αντίθετα, οι συνολικές επενδύσεις συνέχισαν να μειώνονται (-3,3%, έναντι -9,4% το 2013), αν και με αισθητά χαμηλότερο ρυθμό χάρη κυρίως στην άνοδο της ζήτησης μεταφορικού εξοπλισμού (+24,4%, έναντι +16,1% το 2013).

Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά

Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση και διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών¹ (α' τρίμ. 2008-β' τρίμ. 2014)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί.

1 Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2009-2014)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές¹)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-11,4	-6,2	-10,2	-12,2	-8,1	2,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-9,3	-6,9	-8,7	-11,8	-8,4	0,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	-6,1	-5,5	-6,0	-9,0	-9,1	1,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ένδυση-υπόδηση	1,4	-11,4	-18,8	-20,6	-2,2	6,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-15,3	-12,7	-15,7	-16,3	-6,2	-7,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-24,0	-4,3	-5,2	-12,1	-0,1	10,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	-10,2	0,1	-5,9	-12,8	-6,6	-1,4 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-21,4	-26,4	-0,5	-3,1	22,9	27,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-46	-63	-74	-75	-69	-50 (Νοέμβριος)
Νέες κυκλοφορίες ΙΧ. επιβατικών αυτοκινήτων	-17,4	-37,2	-29,8	-41,7	3,1	30,2 (Ιαν.-Οκτ.)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας ³	13,2	37,1	-16,8	-7,9	-12,8	-11,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση της κατανάλωσης ⁴	1.8 (Δεκ.)	-4.2 (Δεκ.)	-6.4 (Δεκ.)	-5.1 (Δεκ.)	-3.9 (Δεκ.)	-2,6 (Οκτώβριος)

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

1 Με εξαίρεση τον Δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων).

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

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

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

(ΜΚΙΕΝ)¹ (βλ. Διάγραμμα IV.3), καθώς και στην καταγραφή θετικού ετήσιου ρυθμού μεταβολής των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας το γ' τρίμηνο, αλλά **και στη μείωση της αβεβαιότητας για τα μελλοντικά εισοδήματα των νοικοκυριών και για τη γενική οικονομική κατάσταση της χώρας**, όπως φαίνεται από τους δείκτες οικονομικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα IV.2).

Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης αποτυπώθηκε στην άνοδο των λιανικών πωλήσεων κατά 2,2% το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 και στη σημαντική αύξηση του αριθμού των νέων επιβατικών αυτοκινήτων ιδιωτικής χρήσης που τέθηκαν σε κυκλοφορία τους πρώτους δέκα μήνες του 2014 (βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.4). Ενθαρρυντικές ενδείξεις για την ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά τη διάρκεια του 2015 είναι η σταδιακή βελτίωση της καταναλωτικής

εμπιστοσύνης, η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο και η παράλληλη επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης.

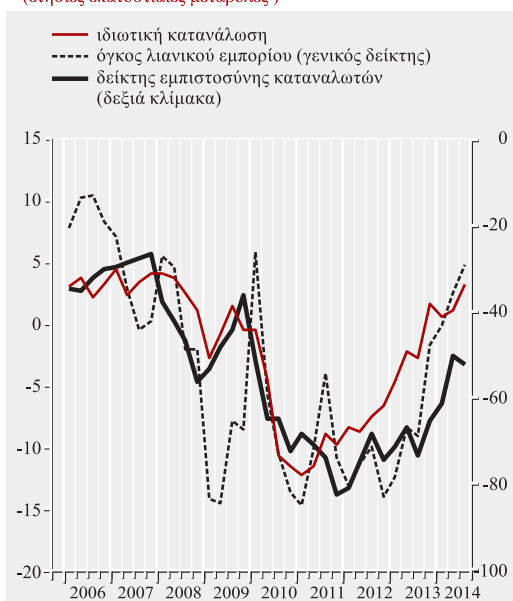
Η αποκλιμάκωση της πτώσης των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στη διάρκεια του 2014 **δεν έχει ακόμη οδηγήσει στην ανάκαμψη της συνολικής επενδυτικής ζήτησης**, παρά το γεγονός ότι το εγχώριο επιχειρηματικό κλίμα, όπως καταγράφεται από τους σχετικούς δείκτες,² βελτιώθηκε σημαντικά (βλ. Πίνακα

1 Το εισόδημα αυτό, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, κατά το εξάμηνο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2014 μειώθηκε κατά 5,7% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2013, έναντι μείωσης κατά 8,2% το α' εξάμηνο του 2013.

2 Ο δείκτης οικονομικού κλίματος που καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Ελλάδα σημείωσε μεγάλη άνοδο στη διάρκεια του 2014 και βρίσκεται σε επίπεδο (99,5 για το διάστημα Ιανουαρίου-Νοεμβρίου) αισθητά υψηλότερο του μέσου όρου του 2013 (90,8).

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση και δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (α' τρίμ. 2006-γ' τρίμ. 2014)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές¹)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (ιδιωτική κατανάλωση, λιανικό εμπόριο), IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών).

¹ Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών: διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.

IV.3). Η ισχυροποίηση της ζήτησης για μεταφορικό και μηχανολογικό εξοπλισμό κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 πάντως αναμένεται να έχει συνέχεια, καθώς οι επιχειρήσεις αποκαθιστούν σταδιακά τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση και έχουν κίνητρο να αντικαταστήσουν αλλά και να επεκτείνουν το παραγωγικό τους κεφάλαιο —μέρος του οποίου απαξιώθηκε και τεχνολογικά στη διάρκεια της κρίσης— προκειμένου να διατηρήσουν το μερίδιό τους στην αγορά.

Στη θετική προοπτική των επενδύσεων για το 2015 συνηγούνται και οι εξής παράγοντες:

1. Η αξιοποίηση της ρευστότητας του ΕΣΠΑ και των χρηματοδοτήσεων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ), η οποία αναμένεται να φθάσει έως το τέλος του 2015 στα 5,2 δισεκ. ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της αναγκαίας τραπεζικής χρηματοδότησης (χωρίς να υπολογιστούν τα κεφάλαια του νεοσύστατου

Ελληνικού Επενδυτικού Ταμείου και του Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας.

2. Η ικανοποιητική εξέλιξη των έργων υποδομής — κυρίως με την επανεκκίνηση των τεσσάρων μεγάλων αυτοκινητοδρόμων — αλλά και η **δυναμική των Συμπράξεων Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ)**,³ οι οποίες, εκτός από το άμεσο αναπτυξιακό αποτέλεσμα στις κατασκευαστικές επενδύσεις, εκτιμάται ότι κινητοποιούν ευρύτερους επενδυτικούς πόρους (βιομηχανία υλικών, υποστηρικτικές υπηρεσίες). Η χρηματοδότηση των έργων, όπως προκύπτει από την εξέλιξη του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) στη διάρκεια του 2014, είναι απρόσκοπτη, καθώς οι σχετικές πληρωμές στο δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014 είναι αυξημένες κατά 23,9% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Επίσης και για το 2015 η υλοποίηση του στόχου των 6,4 δισεκ. ευρώ του ΠΔΕ θεωρείται εφικτή.

Ο ρυθμός υλοποίησης των επιχειρηματικών επενδυτικών πρωτοβουλιών θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη του εγχώριου οικονομικού κλίματος, τις διακυμάνσεις της διεθνούς και κυρίως της ευρωπαϊκής ζήτησης, αλλά και από την πορεία του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων. Εκτιμάται ότι η ιδιαίτερα επιτυχής έκβαση της ιδιωτικοποίησης των περιφερειακών αεροδρομίων — με τίμημα που ξεπέρασε κατά πολύ την αποτίμηση του συμβούλου της πώλησης αλλά και με δέσμευση για την πραγματοποίηση συνολικών επενδύσεων ύψους 1,4 δισεκ. ευρώ — θα συμβάλει στην επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων εντός του 2015. Υψηλής σημασίας ιδιωτικοποιήσεις βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο, όπως αυτές των ΟΛΠ-ΟΛΘ, των περιφερειακών αεροδρομίων και της ΤΡΑΙΝΟΣΕ-ROSCO, και η υλοποίησή τους, εκτός από τη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος, θα συνεπιφέρει δέσμευση επιπλέον πόρων για τη συντήρηση και ενίσχυση των σχετικών υποδομών από τους επενδυτές τα επόμενα χρόνια.

³ Σημειώνεται ότι 23 έργα αξίας 2,8 δισεκ. ευρώ βρίσκονται σε φάση υλοποίησης, ενώ 9 νέες συμβάσεις αξίας 650 εκατ. ευρώ αναμένεται να υπογραφούν το α' εξάμηνο του 2015.

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2009-2014)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές¹)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-22,5	-22,1	-13,5	-19,2	-0,5	-0,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	73,4	66,1	62,7	58,2	61,4	64,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	5,1 (Δεκ.)	1,1 (Δεκ.)	-2,0 (Δεκ.)	-4,4 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,8 (Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ⁴	-2,8	-11,3	...	-10,5	14,5	23,9 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-17,5	-29,2	-41,3	-33,4	-8,2	9,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσηκίων βάσει αδειών	-26,5	-23,3	-37,7	-30,6	-25,6	-4,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Παραγωγή τσιμέντου	-21,4	-14,3	-37,8	-12,8	3,4	-3,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσοδίων στις κατασκευές	-31,4	-27,4	-27,8	26,1	50,6	22,3 (Ιαν.-Νοέμ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού ³	3,7 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	-2,9 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,2 (Οκτ.)

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

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

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

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

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

Αντίθετα, **οι επενδύσεις σε κατοικίες συνεχίζουν να μειώνονται** με υψηλούς ρυθμούς (-51,0% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014), αν και οι σχετικοί δείκτες⁴ προοιωνίζονται σταδιακή αποκλιμάκωση των αρνητικών πιέσεων στην αγορά κατοικίας. Σε κάθε περίπτωση, η κατακόρυφη πτώση των επενδύσεων στην οικοδομή από το 2008 και ύστερα κατέστησε περισσότερο ορθολογική τη συμμετοχή των σχετικών επενδύσεων στις συνολικές επενδύσεις (από 40,6% το 2007 σε 22,1% το 2013) και απέλυνθε έρωσε εν δυνάμει επενδυτικούς πόρους για πιο παραγωγικούς και εξωστρεφείς τομείς, παρά το γεγονός ότι έπληξε τη συναφή με την οικοδομή οικονομική δραστηριότητα. Η αρνητική τάση των επενδύσεων σε κατοικίες εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το 2015.

Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

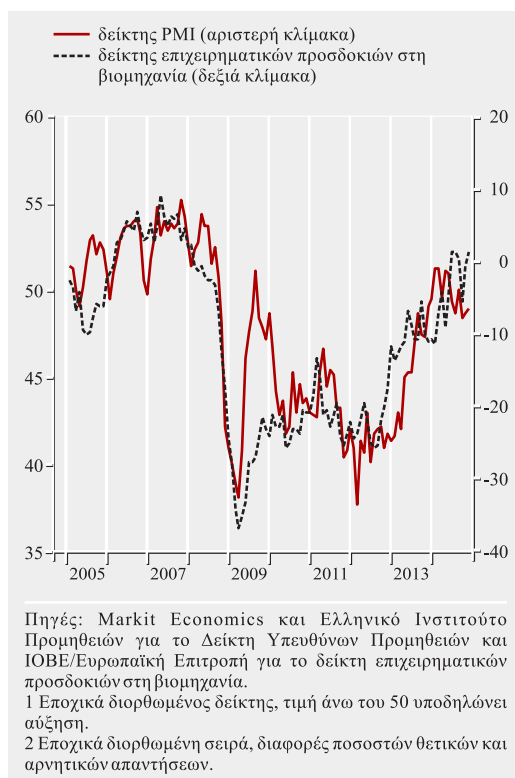
Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονο-

μίας αυξήθηκε κατά 0,7% σε σταθερές τιμές έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2013. Η εξέλιξη των συνιστωσών της προσφοράς αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις μεταβολές στη ζήτηση. Θετικά συνέβαλαν οι υπηρεσίες που συνδέονται με την κατανάλωση και τον τουρισμό, ενώ αρνητικά συνέβαλε ο τομέας των κατασκευών που σχετίζεται με τις επενδύσεις (βλ. Πίνακα IV.3).

Η εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου έναντι του ίδιου διαστήματος του 2013 **είναι πτωτική** (-3,4%). Σημειώνεται, ωστόσο, ότι σε αυτό συνέβαλε κυρίως η καθίζηση της παραγωγής ηλεκτρισμού (-13,4%) κυρίως λόγω της μειωμένης οικιακής ζήτησης, ενώ η παραγωγή

⁴ Η μείωση του όγκου των οικοδομικών αδειών σημείωσε σαφή επιβράδυνση, από -25,6% το 2013 στο -4,4% το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2014, ενώ αποκλιμάκωση των αρνητικών πιέσεων δείχνει και ο δείκτης οικοδομικών εργασιών της ΕΛΣΤΑΤ (-3,5% το εξάμηνο, έναντι -17,3% το 2013).

Διάγραμμα IV.5 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ (PMI) και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία (Ιανουάριος 2005-Νοέμβριος 2014)²

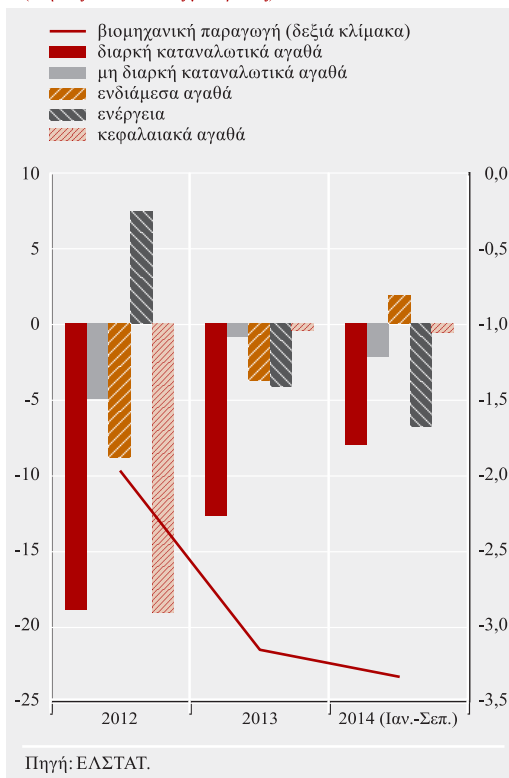


της μεταποίησης εμφάνισε οριακή μείωση (-0,4%). Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 παρατηρήθηκε ελαφρά βελτίωση των μεγεθών της μεταποίησης, η οποία και αποτυπώθηκε στις επιχειρηματικές προσδοκίες στη βιομηχανία (IOBE), στο Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) (βλ. Διάγραμμα IV.5), αλλά και στην άνοδο του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού της δυναμικού κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες. Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου σημαντικός αριθμός κλάδων της μεταποίησης συνέχισε να καταγράφει αύξηση της παραγωγής, ενώ η κατηγορία των ενδιάμεσων αγαθών παρουσίασε θετικό ρυθμό μεταβολής (1,8%, βλ. Διάγραμμα IV.6).

Η σαφής βελτίωση του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές το α' εξάμηνο του 2014 δείχνει ότι, παρά τη μεγάλη συρρίκνωση της

Διάγραμμα IV.6 Βιομηχανική παραγωγή

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



προστιθέμενης αξίας του κλάδου από το 2008 και μετά, υπάρχουν περιθώρια δραστηριοποίησης των κατασκευαστικών επιχειρήσεων στην εγχώρια αγορά, ιδιαίτερα γύρω από τα μεγάλα έργα υποδομής. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κλάδου, αν και βελτιωμένες σε σχέση με το 2013, εξακολουθούν ωστόσο να καταγράφονται αρνητικές, κυρίως λόγω της καθίζησης της οικοδομικής δραστηριότητας.

Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών με ετήσιο ρυθμό 1,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 προήλθε κυρίως από τους κλάδους του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των μεταφορών-επικοινωνιών. Αντίθετα, υποχώρησαν οι κλάδοι επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων, ενημέρωσης και επικοινωνίας, χρηματοπιστωτικών

Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές

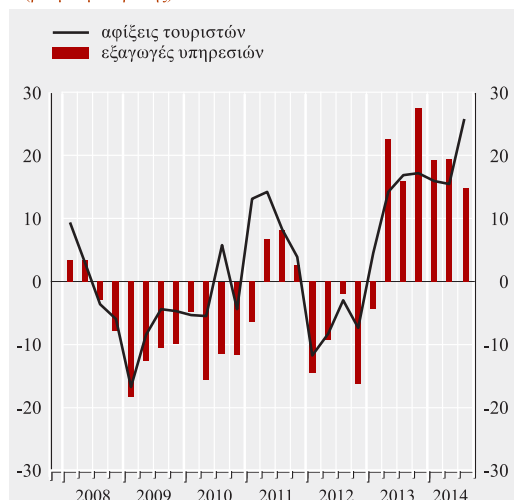
(εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, τιμές έτους 2010)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 εννεάμηνο
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	8,4 (0,2)	5,3 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-2,2 (-0,1)	-7,2 (-0,3)	-1,4 (0,0)
Δευτερογενής τομέας	-4,8 (-0,8)	-15,5 (-2,6)	-13,1 (-2,0)	-13,4 (-1,9)	-9,4 (-1,3)	-4,1 (-0,5)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	1,5 (0,2)	-20,1 (-2,6)	-10,5 (-1,1)	-8,3 (-0,9)	-6,7 (-0,7)	-1,8 (-0,2)
Κατασκευές	-20,0 (-1,0)	-1,3 (-0,1)	-19,5 (-0,9)	-27,7 (-1,0)	-19,1 (-0,6)	-13,5 (-0,3)
Τριτογενής τομέας	-3,5 (-2,8)	-3,8 (-3,1)	-8,3 (-6,7)	-4,9 (-4,0)	-2,7 (-2,2)	1,3 (1,1)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και επικοινωνίες	-8,9 (-2,3)	-6,5 (-1,6)	-13,7 (-3,3)	-5,5 (-1,3)	-2,5 (-0,6)	5,9 (1,4)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-1,4 (-0,1)	-14,0 (-0,6)	-9,6 (-0,4)	-7,3 (-0,3)	3,2 (0,1)	-2,2 (-0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	2,5 (0,1)	-11,5 (-0,6)	-12,9 (-0,6)	-7,1 (-0,3)	-6,2 (-0,3)	-5,9 (-0,3)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	0,2 (0,0)	16,4 (2,4)	-3,5 (-0,7)	-2,3 (-0,4)	0,8 (0,2)	0,3 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-4,0 (-0,3)	-21,1 (-1,4)	-11,2 (-0,6)	-9,1 (-0,5)	-8,9 (-0,5)	-8,0 (-0,4)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-3,2 (-0,6)	-1,4 (-0,3)	-2,9 (-0,6)	-6,4 (-1,4)	-5,3 (-1,2)	2,0 (0,4)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	8,5 (0,4)	-22,5 (-1,1)	-14,2 (-0,6)	5,2 (0,2)	0,2 (0)	-2,0 (-0,1)
Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές	-3,5	-5,6	-8,9	-5,8	-3,7	0,7

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι Εθνικοί Λογαριασμοί, Νοέμβριος 2014, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες.

Διάγραμμα IV.7 Διαχρονική εξέλιξη αφίξεων τουριστών και εισπράξεων από τον τουρισμό (α' τρίμ. 2008-γ' τρίμ. 2014)

(ρυθμοί μεταβολής)



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

και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων⁵ και ο κλάδος των τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας (βλ. Πίνακα IV.4). Οι επιχειρηματικές προσδοκίες στις υπηρεσίες (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) συνέχισαν να κινούνται ανοδικά και το γ' τρίμηνο του 2014, βελτιωμένες κατά 23,8% σε σχέση με το αντίστοιχο περυσινό επίπεδο.

Από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών σε τρέχουσες τιμές (βλ. Πίνακα IV.5) προκύπτει ότι **ανοδικά κινήθηκαν κυρίως οι κλάδοι που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα**, όπως π.χ. ο κλάδος των υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης (17,2%) και ο κλάδος των αεροπορικών μεταφορών (14,7%).

⁵ Σύμφωνα με την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος, η παραγωγή ασφαλίσεων το πρώτο εννεάμηνο του 2014 μειώθηκε κατά 1,0% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2013, το οποίο αναλύεται σε αύξηση κατά 11,8% στις ασφαλίσεις ζωής και μείωση κατά 10,0% στις ασφαλίσεις κατά ζημιών.

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2009-2014)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

Η άνοδος των κλάδων που συνδέονται με τις τουριστικές υπηρεσίες αποτυπώνεται και στη σαφή βελτίωση, το γ' τρίμηνο του 2014, των προσδοκιών των τουριστικών επιχειρήσεων κατά 12,8%, σύμφωνα με την έρευνα οικονομικής συγκυρίας του IOBE.⁶ Τα έσοδα από τουριστικές υπηρεσίες το πρώτο εννεάμηνο

του 2014 σημείωσαν αύξηση κατά 16,2% σε σταθερές τιμές, συνάδοντας με την άνοδο των αφίξεων τουριστών (βλ. Διάγραμμα IV.7). Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε σταθερές τιμές),

⁶ Το Νοέμβριο η σχετική μεταβολή έφθασε στο +22,2% (IOBE, Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας, Νοέμβριος 2014).

χωρίς τα έσοδα από την κρουαζιέρα, αυξήθηκαν κατά 12,1%.

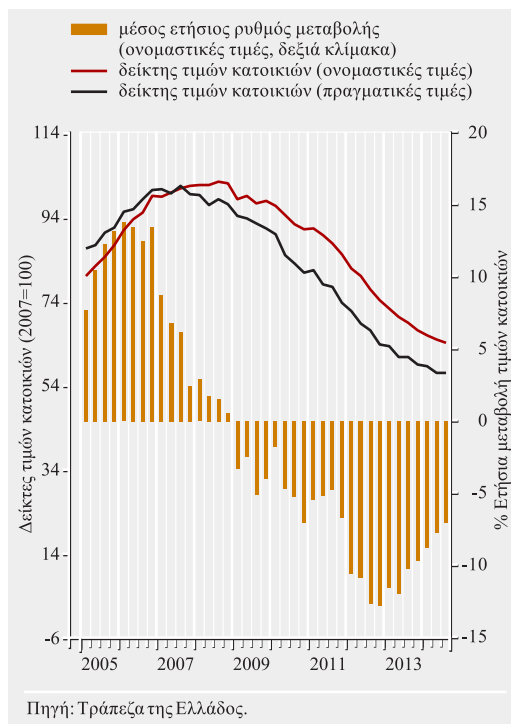
Ταυτόχρονα, εξασθένησαν οι αρνητικές πιέσεις στις επιχειρήσεις του λιανεμπορίου και επιβραδύνθηκε σημαντικά ο ρυθμός υποχώρησης του κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο (συμπεριλαμβανομένων των κανσίων) από -10,3% το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2013 σε -0,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Οι μειώσεις των τιμών σε πολλές κατηγορίες αγαθών και η εκπαιδευτική πολιτική των επιχειρήσεων βοήθησαν περαιτέρω στην αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών και οδήγησαν σε σταδιακή βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο από το β' εξάμηνο του 2013 και ύστερα. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στον κλάδο τα τελευταία χρόνια.⁷

1.2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Οι πιέσεις στις εμπορικές αξίες, τις τιμές και τα μισθώματα τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων **συνεχίστηκαν το 2014**, αν και με ελαφρά χαμηλότερους ρυθμούς (βλ. Διάγραμμα IV.8). Βασικά χαρακτηριστικά της ελληνικής κτηματαγοράς το 2014 είναι η ιδιαίτερα περιορισμένη ζήτηση και ο μεγάλος αριθμός των προσφερόμενων προς πώληση ακινήτων. Αυτά μπορούν να αποδοθούν στη συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και το υψηλό ποσοστό ανεργίας, στη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας, καθώς και στην έλλειψη ρευστότητας με δεδομένους τους αυστηρούς όρους της τραπεζικής χρηματοδότησης.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι **τιμές των διαμερισμάτων** υποχώρησαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,8% τους πρώτους εννέα μήνες του 2014, έναντι μείωσης κατά 10,9% το 2013. Σωρευτικά από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως το γ' τρίμηνο του 2014 οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 37,1%, ενώ η υποχώρηση

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών



των τιμών ήταν εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας, καθώς και για τα παλαιότερα και μεγαλύτερου εμβαδού ακίνητα στις σχετικά ακριβότερες περιοχές της χώρας.⁸ Οι πτωτικές τάσεις στις τιμές των κατοικιών ενδέχεται να συνεχιστούν και τα επόμενα τρίμηνα, αλλά με σχετικά πιο συγκρατημένους ρυθμούς. Η ανάκαμψη της αγοράς κατοικιών αναμένεται με σχετική καθυστέρηση, καθώς εξαρτάται κυρίως από την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, την αύξηση της απασχόλησης, αλλά και τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα.

⁷ Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η πρόσφατη ψήφιση του Ν. 4254/2014 "Μέτρα στήριξης και ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας στο πλαίσιο εφαρμογής του Ν. 4046/2012 και άλλες διατάξεις", ΦΕΚ Α' 85/7.4.2014 (υποπαράγραφοι ΣΤ.1-ΣΤ.5) και του Ν. 4177/2013 "Κανόνες ρύθμισης της αγοράς προϊόντων και της παροχής υπηρεσιών και άλλες διατάξεις", ΦΕΚ Α' 173/8.8.2013 (σελ. 2693-2711).

⁸ Ακόμη μεγαλύτερη μείωση των τιμών των κατοικιών δείχνουν για την περίοδο της τρέχουσας κρίσης τα αποτελέσματα της τριμηνιαίας έρευνας κτηματομεσιτικών γραφείων και συμβούλων ακίνητης περιουσίας την οποία διεξάγει η Τράπεζα της Ελλάδος.

Στον **κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων**, από την αρχή του τρέχοντος έτους καταγράφεται βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και των προσδοκιών, με το επενδυτικό ενδιαφέρον να επικεντρώνεται κυρίως σε ακίνητα εισοδήματος. Ως πιο δυναμικοί σε επίπεδο ενδιαφέροντος εμφανίζονται ο τομέας των τουριστικών ακινήτων-ξενοδοχειακών μονάδων, ο τομέας των μισθωμένων γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών, ενώ παράλληλα φαίνεται να έχει ενισχυθεί το γενικότερο ενδιαφέρον για μεγάλου μεγέθους αποθηκευτικούς χώρους υψηλών προδιαγραφών. Ωστόσο, συνεχίστηκαν οι πιέσεις για επαναδιαπραγμάτευση και μείωση των ενοικίων, ιδίως σε συνοικιακά εμπορικά ακίνητα, σε αποθηκευτικούς χώρους και σε λιγότερο πλεονεκτικά κτίρια γραφείων. Οι τιμές των επαγγελματικών ακινήτων υψηλών προδιαγραφών στις κύριες αγορές (prime) το 2014 εμφανίζουν τάσεις σταθεροποίησης, οι οποίες αναμένεται να ενισχυθούν από το επόμενο έτος, ενώ για τα επαγγελματικά ακίνητα χαμηλότερων προδιαγραφών εκτιμάται ότι οι τιμές θα υποστούν περαιτέρω μείωση τα επόμενα τρίμηνα.

Η φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας τα τελευταία έτη, η οποία κατέστη αναγκαία για λόγους δικαιότερης κατανομής των βαρών της δημοσιονομικής προσαρμογής, έχει επιτείνει την ύφεση στην αγορά ακινήτων και έχει αποθαρρύνει σημαντικά τη ζήτηση. Επιπλέον, η εφαρμογή από τις αρχές του 2014 του φόρου υπεραξίας στις μεταβιβάσεις ακινήτων (Ν. 4172/2013) δημιούργησε ουσιαστική απραξία στην ελληνική κτηματαγορά κατά τους πρώτους μήνες εφαρμογής, καθώς υπήρξαν σημαντικές ασάφειες και ζητήματα ορθολογικού προσδιορισμού της φορολογητέας υπεραξίας, τα οποία με πιο πρόσφατες τροποποιητικές ρυθμίσεις (Ν. 4254/2014) σταδιακά αντιμετωπίστηκαν. Οι νομοθετικές παρεμβάσεις σε σχέση με τη φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας, με τη σημαντική μείωση του φόρου μεταβιβάσεων στο 3%, έχουν μετακινήσει το φορολογικό βάρος από τη μεταβίβαση ακινήτων προς τη φορολογία επί της κατοχής ακινήτων.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Το 2014 η απασχόληση βρίσκεται για πρώτη φορά σε φάση σταθεροποίησης, μετά τη δραματική μείωση που σημείωσε τα προηγούμενα έτη και κυρίως την περίοδο 2011-2013. Παράλληλα, **ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε** κατά 1,6% το α' εξάμηνο του 2014 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2013.

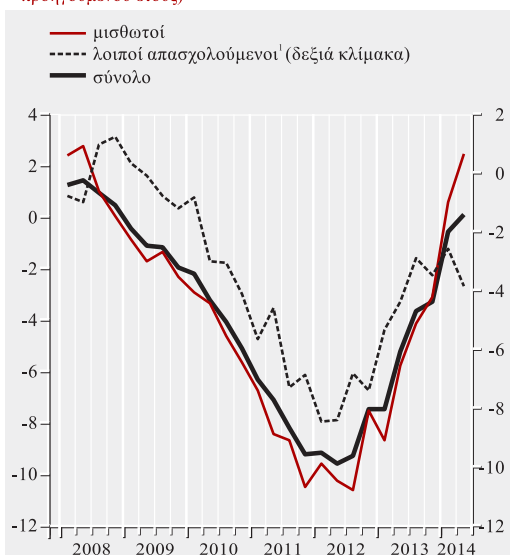
Στη σταδιακή σταθεροποίηση της απασχόλησης εκτιμάται ότι συνέβαλε ο σημαντικός περιορισμός του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων (χάρη σε μέτρα όπως η μείωση του κατώτατου μισθού, η αποκέντρωση των συλλογικών διαπραγματεύσεων και η μείωση του χρόνου της μετενέργειας των συλλογικών συμβάσεων), η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς πιο ευέλικτες μορφές (μερική απασχόληση, εκ περιτροπής απασχόληση) μετά την άρση θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας, καθώς και η βελτίωση του οικονομικού κλίματος. Παρά ταύτα, το ποσοστό ανεργίας παραμένει υψηλό (26,6% το β' τρίμηνο του 2014).

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ καθώς και τα στοιχεία από το Πληροφοριακό Σύστημα ΕΡΓΑΝΗ του Υπουργείου Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Πρόνοιας, **η μισθωτή απασχόληση για πρώτη φορά μετά το 2008 εμφανίζει θετικό ρυθμό μεταβολής**. Ειδικότερα, το α' εξάμηνο του 2014 ο αριθμός των μισθωτών στον ιδιωτικό τομέα παρουσίασε αύξηση 1,5% έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του προηγούμενου έτους, ενώ το 2013 η αντίστοιχη μεταβολή ήταν -7,2%. Σε αντίθεση με την αύξηση των μισθωτών, παρουσιάστηκε μείωση των λοιπών κατηγοριών απασχολούμενων, ως συνέπεια της παύσης λειτουργίας μικρών επιχειρήσεων, και κυρίως αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό (βλ. Διάγραμμα IV.9).⁹

⁹ Σύμφωνα με τα στοιχεία της έκθεσης και του κειμένου πολιτικής "Ανάπτυξη για τις Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις στην Ελλάδα", που εκπονήθηκε με συνεργασία των κοινωνικών εταίρων που εκπροσωπούν ΜΜΕ, της Κεντρικής Ένωσης Επιμελητηρίων Ελλάδος και της Ομάδας Δράσης για την Ελλάδα (TFGR) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, την τετραετία 2010-2013 έκλεισαν 214.618 μικρομεσαίες επιχειρήσεις και χάθηκαν 723.598 θέσεις εργασίας (βλ. Κεφάλαιο 2 της ανωτέρω Έκθεσης).

**Διάγραμμα IV.9 Απασχόληση
(2008-β' τρίμ. 2014)**

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)

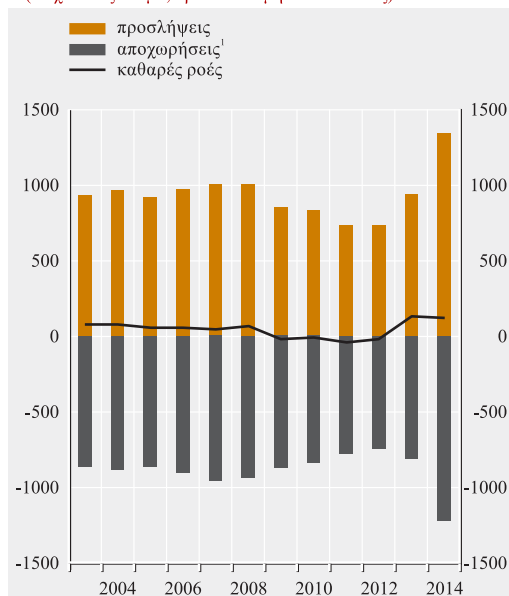


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

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

**Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης
στον ιδιωτικό τομέα**

(σε χιλιάδες άτομα, πρώτο δεκάμηνο κάθε έτους)



Πηγές: ΟΑΕΔ και Σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".

1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

Τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τις ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα ενισχύουν την εικόνα για αύξηση της απασχόλησης. Μετά από συνεχή εμφάνιση αρνητικού ισοζυγίου προσλήψεων και αποχωρήσεων τα έτη 2007-2012, το 2013 οι προσλήψεις μισθωτών στον ιδιωτικό τομέα υπερέβησαν τις αποχωρήσεις κατά 133 χιλ. άτομα. Ειδικότερα, το πρώτο δεκάμηνο του 2014, όπως και το πρώτο δεκάμηνο του 2013, το ισοζύγιο προσλήψεων-αποχωρήσεων είναι θετικό, αν και ελαφρά μειωμένο σε σχέση με το πρώτο δεκάμηνο του προηγούμενου έτους (120 χιλ. άτομα το 2014, έναντι 131 χιλ. ατόμων το 2013) (βλ. Διάγραμμα IV.10).¹⁰ Αξίζει να σημειωθεί ότι η αναβάθμιση του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, όπως αποφασίστηκε από το Συμβούλιο Απασχόλησης, θα συμβάλει στην ενίσχυση της απασχόλησης, καθώς θα προσφέρει νέα πληροφορία για τις ανάγκες των επιχειρήσεων ανά κλάδο και επάγγελμα και θα διευκολύνει αποτελεσματικότερες παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας, ενώ θα συντελέσει και στην

καταπολέμηση της αδήλωτης και της ανασφάλιστης εργασίας.¹¹

Όσον αφορά την κλαδική απασχόληση, κλάδοι που σχετίζονται με **υπηρεσίες τουρισμού** (δραστηριότητες υπηρεσιών εστίασης, καταλύματα κ.λπ.) κατέγραψαν το α' εξάμηνο του 2014 **για πρώτη φορά θετικό ρυθμό μεταβολής** (10,2%, έναντι -7,7% και -6,2% τις αντίστοιχες περιόδους του 2012 και του 2013) ως συνέπεια της ιδιαίτερα ευνοϊκής τουριστικής περιόδου. Αντίθετα, οι κλάδοι της μεταποίησης, των κατασκευών και του χονδρικού-λια-

¹⁰ Όσον αφορά τις ομαδικές απολύσεις, το Ανώτατο Συμβούλιο Απασχόλησης του Υπουργείου Εργασίας ενέκρινε (11 Ιουνίου 2014) την απόλυση 45 (επί συνόλου 75) εργαζομένων της Ελληνικής Χαλυβουργίας. Αυτή ήταν η πρώτη απόφαση του Συμβουλίου μετά τον εκσυγχρονισμό των όρων λειτουργίας του. Η εξέλιξη αυτή είναι σημαντική, καθώς το θεσμικό πλαίσιο των ομαδικών απολύσεων βρίσκεται σε φάση επαναξιολόγησης.

¹¹ Σύμφωνα με το νέο πλαίσιο, α) γίνεται υποχρεωτική σε ετήσια βάση η απογραφή της απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα, β) προστίθεται νέα πληροφόρηση που θα αφορά τις ανάγκες των επιχειρήσεων για εργαζόμενους ανά κλάδο και επάγγελμα και γ) γίνεται συστηματική καταγραφή και παρακολούθηση της εφαρμογής προγραμμάτων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης (Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Πρώτοιας, Κυβερνητικό Συμβούλιο Απασχόλησης, 1.9.2014).

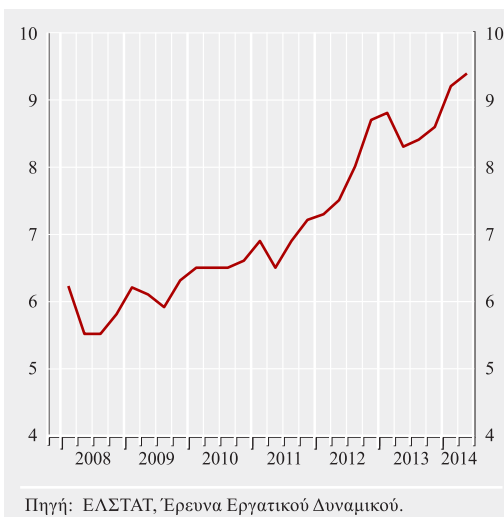
νικού εμπορίου συνεχίζουν και το 2014 να εμφανίζουν αρνητική εικόνα, ωστόσο παρατηρείται επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης της απασχόλησης.

Σχετικά με την κατανομή των απασχολούμενων κατά είδος απασχόλησης, **το 2014 συνεχίζεται η μείωση του ποσοστού πλήρους απασχόλησης**, με παράλληλη αύξηση του **ποσοστού μερικής απασχόλησης** (9,3% του συνόλου των απασχολούμενων το 2014, έναντι 6,2% το 2009), ως συνέπεια της άρσης των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας που επέτρεψαν τη χρήση περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης, αλλά και της δυσκολίας εύρεσης εργασίας πλήρους απασχόλησης (βλ. Διάγραμμα IV.11).¹² Το β' τρίμηνο του 2014 στους κλάδους της γεωργίας, του χονδρικού-λιανικού εμπορίου και του τουρισμού εμφανίζονται τα υψηλότερα ποσοστά μερικής απασχόλησης (17,2%, 15,9% και 12,8% του συνόλου των μερικώς απασχολούμενων αντίστοιχα). Η στροφή των επιχειρήσεων προς περισσότερο ευέλικτες μορφές εργασίας επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, όπου καταγράφονται οι νέες προσλήψεις ανά είδος σύμβασης.¹³

Παράλληλα με τη σταθεροποίηση της απασχόλησης, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού και τα στοιχεία του ΟΑΕΔ, καταγράφεται μείωση του αριθμού των ανέργων και οριακή αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας το α' εξάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.12). Όμως το ποσοστό ανεργίας εξακολουθεί να βρίσκεται σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα (26,1% τον Ιούλιο και 25,9% τον Αύγουστο, βάσει εποχικά διορθωμένων στοιχείων), ενώ **το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας** (άνεργοι για διάστημα 12 μηνών και άνω προς το εργατικό δυναμικό) έχει αυξηθεί σημαντικά, **φθάνοντας στο 19,8% του εργατικού δυναμικού**.

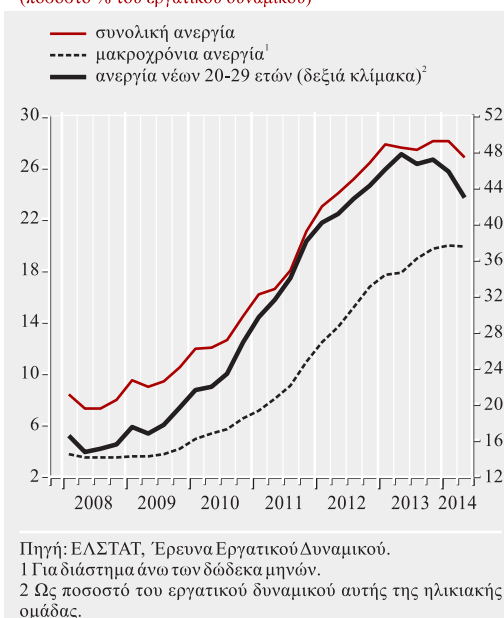
Επίσης σε υψηλά επίπεδα παραμένει **η ανεργία των νέων 20-29 ετών**, όμως για πρώτη φορά παρατηρείται ελαφρά αποκλιμάκωση (44,8% το α' εξάμηνο του 2014, έναντι 47,4% το α' εξάμηνο του 2013). Ωστόσο, το ποσοστό ανεργ-

Διάγραμμα IV.11 Ποσοστό μερικής απασχόλησης (2008-β' τρίμ. 2014)



Διάγραμμα IV.12 Ποσοστά ανεργίας (2008 - β' τρίμ. 2014)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



¹² Το β' τρίμηνο του 2014 το 65,7% των μερικώς απασχολούμενων έκανε τη συγκεκριμένη επιλογή διότι δεν μπόρεσε να βρει πλήρη απασχόληση, ενώ το β' τρίμηνο του 2012 το ποσοστό ήταν 60,1%.

¹³ Το 59,4% των νέων προσλήψεων είναι με συμβάσεις μερικής ή εκ περιτροπής απασχόλησης, βλ. μηνιαία δελτία τύπου Υπουργείου Εργασίας για τα αποτελέσματα από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, Οκτώβριος 2014.

γίας των νέων αλλά και το ποσοστό των νέων εκτός αγοράς εργασίας και εκπαίδευσης παραμένει εξαιρετικά υψηλό σε σχέση με την κατάσταση πριν από την κρίση και σε σύγκριση με τα αντίστοιχα μεγέθη άλλων χωρών της ΕΕ. Βέβαια πρέπει να σημειωθεί ότι πολλοί από τους νέους αυτής της ηλικιακής ομάδας παραμένουν οικονομικά ενεργοί, καθώς το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό της ηλικιακής ομάδας των νέων 20-29 ετών το β' τρίμηνο του 2014 ήταν 68,3% (ελαφρώς μειωμένο από 70,1% το β' τρίμηνο του 2012).

Όσον αφορά την εξέλιξη της ανεργίας κατά φύλο, η ανεργία στους άνδρες αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι στις γυναίκες την τελευταία εξαετία. Έτσι, το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών στην ανεργία αυξήθηκε (50% το 2014 από 42% το 2009), με παράλληλη μείωση του αντίστοιχου μεριδίου στις γυναίκες.

Η απορρόφηση των ανέργων αναμένεται ότι θα είναι μια αργή διαδικασία, δεδομένου και του τρέχοντος βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού. Στην αποκλιμάκωση της ανεργίας – και ιδιαίτερα της ανεργίας των νέων – θα συμβάλουν και οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, καθώς τίθενται σταδιακά σε εφαρμογή προγράμματα και δράσεις που χρηματοδοτούνται από τους πόρους οι οποίοι έγιναν διαθέσιμοι από το ΕΣΠΑ της περιόδου

2014-2020. Σύμφωνα με τους αρχικούς σχεδιασμούς του Υπουργείου Εργασίας, την περίοδο 2014-2016 θα διατεθούν ποσά άνω του 1 δισεκ. ευρώ για την απασχόληση, τα οποία θα ωφελήσουν 397,4 χιλ. ανέργους. Στην κατεύθυνση αυτή, τα προγράμματα απασχόλησης και κατάρτισης του ΟΑΕΔ, καθώς και οι προωθούμενες βελτιώσεις στο περιεχόμενο και τη δομή του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για την αποτελεσματικότερη παρέμβαση στην αγορά εργασίας, θα συμβάλουν, μεταξύ άλλων, στην αντιμετώπιση της διαρθρωτικής διάστασης της ανεργίας.

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

3.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο πληθωρισμός από το Μάρτιο του 2013 διαμορφώνεται σε αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς. Για πρώτη φορά το 2013 ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υποχώρησε σε αρνητικά επίπεδα και διαμορφώθηκε σε -0,9% (βλ. Διάγραμμα IV.13). Παρομοίως κινήθηκε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των επεξεργασμένων ειδών διατροφής), υποχωρώντας στο -1,9% (βλ. Διάγραμμα IV.14). Οι

Πίνακας IV.6 Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2009-2014)

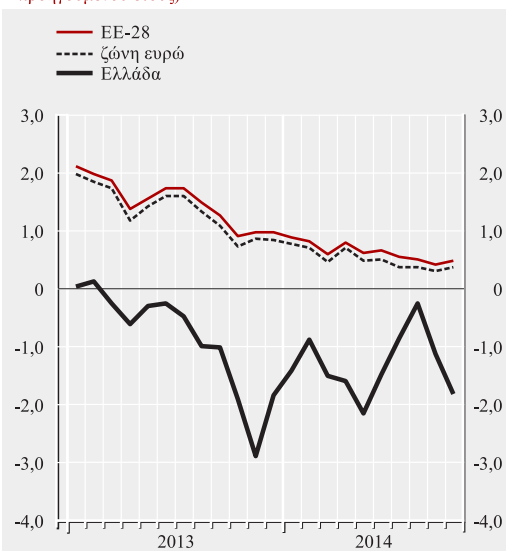
(εκατοστιαίες μονάδες)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (Ιαν.-Οκτ.)
Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	1,1	3,1	0,4	-1,5	-2,2	-1,8
Συμβολές:						
Πυρήνας του πληθωρισμού	0,91	1,60	-0,04	-1,64	-2,58	-1,68
εκ του οποίου						
Υπηρεσίες	0,64	0,71	0,01	-0,86	-1,81	-1,36
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,14	0,52	0,21	-0,29	-0,21	-0,11
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,13	0,37	-0,26	-0,49	-0,56	-0,21
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,39	-0,12	0,08	-0,16	-0,18	-0,26
Ενέργεια	-0,25	1,66	0,40	0,35	0,55	0,10

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.13 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.14 Ο πυρήνας του πληθωρισμού με βάση τον ΕνΔΤΚ (χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

αρνητικοί ρυθμοί μεταβολής των δύο μεγεθών του εναρμονισμένου πληθωρισμού οφείλονται στη σωρευτική μείωση της εγχώριας

ζήτησης και του κόστους εργασίας κατά τα τρία προηγούμενα έτη.

Οι ίδιοι παράγοντες, σε συνδυασμό με (α) την περαιτέρω υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου σε ευρώ, (β) την αρνητική πλέον επίδραση της έμμεσης φορολογίας και (γ) τις μεταρρυθμίσεις στην αγορά προϊόντων, θα συμβάλουν στην περαιτέρω πτώση του πληθωρισμού κατά το 2014. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί γύρω στο -1,3% κατά το τρέχον έτος, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού γύρω στο -1,0%. Η σαφής επιβράδυνση του αρνητικού ρυθμού μεταβολής των τιμών του πυρήνα του πληθωρισμού κατά το 2014 σε σύγκριση με το 2013 προοιωνίζεται την επιβράδυνση και του γενικού πληθωρισμού και τη σταθεροποίησή του σε ρυθμούς γύρω στο 0,0% κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2015.

Η διατήρηση του γενικού επιπέδου των τιμών σε αρνητικά επίπεδα (και σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ – βλ. Πίνακα IV.6) για δύο περίπου χρόνια, παρόλο που ενέχει κινδύνους εάν παραταθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα, **έχει ήδη συμβάλει στην ενίσχυση του πραγματικού εισοδήματος** των καταναλωτών **και στην ανταγωνιστικότητα** καίριων τομέων της οικονομίας όπως του τουρισμού, ο οποίος, λόγω και της γεωπολιτικής κατάστασης στην περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, παρουσίασε αλματώδη αύξηση για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά.

3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το 2014 η μέση μείωση των αποδοχών ήταν πολύ μικρότερη από ό,τι την προηγούμενη διετία (βλ. Πίνακες IV.7 και IV.8). Σε ορισμένες επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα συνεχίστηκε η μείωση των αποδοχών, αλλά σε άλλες το επίπεδο των μισθών διατηρήθηκε σταθερό ή χορηγήθηκαν μικρές αυξήσεις.¹⁴ Ειδικότερα, οι μέσες ακαθάριστες αποδοχές εκτι-

¹⁴ Αυτό προκύπτει από τις 255 επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις που αναρτήθηκαν στο δικτυακό τόπο του Υπουργείου Εργασίας και αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου-μέσων Νοεμβρίου 2014.

Πίνακας IV.7 Αποδοχές και κόστος εργασίας (2009-2015)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (εκτίμ.)	2015 (προβλ.)
Ελλάδα							
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές)							
– στο σύνολο της οικονομίας	4,6	-4,6	-1,7	-6,6	-6,5	-1,5	0,1
– στο Δημόσιο ¹	5,2	-7,7	-0,5	-3,8	-1,2	0,0	0,4
– στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας	7,7	-5,5	-7,9	-9,5	-10,0	0,0	0,0
– στις τράπεζες	3,7	-1,8	0,1	-7,5	-10,0	-6,3	0,0
– στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	2,8	-2,9	-1,7	-9,3	-8,0	-1,4	1,0
Κατώτατες αποδοχές	5,7	1,7	0,9	-19,6³	-2,9³	0,0	0,0
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές)	3,3	-8,9	-4,7	-7,6	-5,7	-0,2	0,6
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	3,2	-6,9	-8,1	-14,0	-10,9	-1,9	0,2
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	4,9	-4,0	-0,7	-6,0	-6,7	-1,6	-0,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος							
– στο σύνολο της οικονομίας	7,8	-1,6	0,8	-7,9	-7,3	-2,6	-2,5
– στον επιχειρηματικό τομέα ²	5,8	-0,6	-1,6	-12,1	-8,1	-3,0	-2,4

Πηγή: Εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Μέση μισθολογική δαπάνη.

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

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

Πίνακας IV.8 Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ (2001-2015)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για την Ελλάδα: εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος που λαμβάνουν υπόψη την αναθεώρηση του ΑΕΠ (Οκτ. 2014). Για τη ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecast, Autumn 2014* και *Statistical Annex of European Economy, Autumn 2014*.

μάται ότι μειώθηκαν κατά 1,5% στο σύνολο της οικονομίας και κατά 2,0% στον επιχειρηματικό τομέα.¹⁵ Ωστόσο, το μέσο κόστος εργασίας ανά μισθωτό στον επιχειρηματικό τομέα μειώθηκε κατά 3,0% (δηλαδή περισσότερο από τις ακαθάριστες αποδοχές), λόγω της μείωσης των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών στον επιχειρηματικό τομέα κατά 2,9 εκατοστιαίες μονάδες από 1.7.2014 (Ν. 4254/2014). Ταυτόχρονα, οι μέσες καθαρές αποδοχές (προ φορολογίας) των μισθωτών στον επιχειρηματικό τομέα μειώθηκαν μόνο κατά 1,4% το 2014, δηλαδή λιγότερο από τις ακαθάριστες, λόγω της μείωσης των εργατικών ασφαλιστικών εισφορών κατά μία εκατοστιαία μονάδα από 1.7.2014 (βάσει του ίδιου νόμου).

Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι **μειώθηκε** κατά 2,6% στο σύνολο της οικονομίας και κατά 3,0% στον επιχειρηματικό τομέα το 2014, **αντανακλώντας την άνοδο της παραγωγικότητας και τη μείωση των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών**. Οι ανωτέρω εκτιμήσεις συνεπάγονται σωρευτική μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα κατά 21,6% την τριετία 2012-2014, έναντι στόχου 15% που είχε τεθεί στο 2ο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής το Φεβρουάριο του 2012.

Το 2015 αναμένονται σταθεροποίηση των μέσων ακαθάριστων αποδοχών (+0,1%) στο σύνολο της οικονομίας και στον επιχειρηματικό τομέα, μείωση του μέσου κόστους εργασίας ανά μισθωτό στον επιχειρηματικό τομέα κατά 0,8% και μικρή αύξηση (+0,6%) των μέσων καθαρών αποδοχών στον επιχειρηματικό τομέα (λόγω των μεταφερόμενων επιδράσεων από τη μείωση των εργοδοτικών και των εργατικών ασφαλιστικών εισφορών στα μέσα του 2014). Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να μειώνεται το 2015, κατά 2,5% στο σύνολο της οικονομίας και κατά 2,4% στον επιχειρηματικό τομέα, αντανακλώντας την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας και την προαναφερθείσα μεταφε-

ρόμενη επίδραση της μείωσης των εργοδοτικών εισφορών από τα μέσα του 2014.

3.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το α' εξάμηνο του 2014 **οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) επιχειρήσεις** του μη χρηματοπιστωτικού τομέα **κατέγραψαν αύξηση των περιθωρίων μικτού και καθαρού κέρδους** (δηλαδή του λόγου των κερδών προς τον κύκλο εργασιών). Σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 162 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων¹⁶ εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι πωλήσεις σημείωσαν συγκρατημένη άνοδο κατά 2,8% και τα μικτά κέρδη αυξήθηκαν κατά 8,3%, ενώ οι επιχειρήσεις εμφάνισαν καθαρά κέρδη προ φόρων, τα οποία όμως ήταν μειωμένα κατά 19,5% έναντι του αντίστοιχου εξαμήνου του 2013 (309,9 εκατ. ευρώ έναντι 384,9 εκατ. ευρώ). Έτσι, το περιθώριο μικτού κέρδους αυξήθηκε κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας (στο 13,6%, από 12,9% το α' εξάμηνο του 2013), ενώ το περιθώριο καθαρού κέρδους παρέμεινε θετικό, αλλά μειώθηκε στο 2,8% από 3,6% ένα έτος νωρίτερα. Η αποδοτικότητα τόσο των ιδίων όσο και των συνολικών κεφαλαίων παρέμεινε θετική, αλλά μειώθηκε ελαφρώς σε σύγκριση με το α' εξάμηνο του 2013 (σε 1,5% και 0,6%, από 1,9% και 0,8% αντίστοιχα). Κάπως διαφοροποιημένη είναι η εικόνα που προκύπτει από τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ: σύμφωνα με αυτούς, το α' εξάμηνο του 2014 το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 5,7% και

¹⁵ Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ (τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί), οι αμοιβές των εργαζομένων μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό μόνο 1,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, καθώς ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής, από αρνητικός (-2,7%) το α' εξάμηνο, μεταστράφηκε σε θετικό (+2,1%) το γ' τρίμηνο του έτους. Εξάλλου, σύμφωνα με τους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το α' εξάμηνο του 2014 οι αμοιβές των εργαζομένων μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,7% στον επιχειρηματικό τομέα και 5,8% στον τομέα της γενικής κυβέρνησης – στους ρυθμούς αυτούς περιλαμβάνεται και η μείωση της απασχόλησης. Ωστόσο, ο Δείκτης Μισθών στο σύνολο της οικονομίας (εκτός από τον πρωτογενή τομέα και τις δραστηριότητες των νοικοκυριών – μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, αφορά ωριαίες αποδοχές) μειώθηκε το α' εξάμηνο του 2014 με μέσο ετήσιο ρυθμό μόνο 1,4%.

¹⁶ Στις 162 επιχειρήσεις δεν έχουν περιληφθεί τα δύο διωλιστήρια.

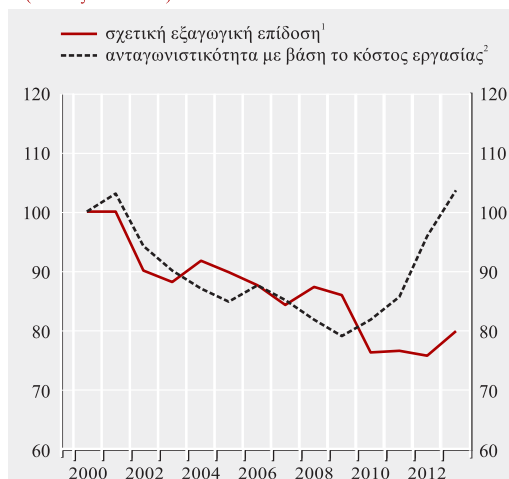
το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα με ρυθμό 5,1%, ενώ – όπως ήδη αναφέρθηκε – οι αμοιβές των εργαζομένων μειώθηκαν την ίδια περίοδο με ετήσιο ρυθμό 2,7% στο σύνολο της οικονομίας και 0,7% στον επιχειρηματικό τομέα. Τα δεδομένα αυτά είναι συνεπή με την εικόνα που προκύπτει από τη σύγκριση της μεταβολής του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (ετήσια εκτίμηση: -2,6%) με τη μεταβολή του αποπληθωριστή του ΑΕΠ (-3,0% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2014, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ), η οποία υποδηλώνει μείωση του περιθωρίου κέρδους στο σύνολο της οικονομίας.¹⁷

3.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας, την οποία υπέστη η ελληνική οικονομία την περίοδο 2000-2009, επανακτήθηκε την τετραετία 2010-2013, κυρίως λόγω των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας αλλά και της βαθιάς και παρατεταμένης ύφεσης που οδήγησε σε μεγάλη υποχώρηση της ζήτησης στην αγορά εργασίας. Σύμφωνα με τον αναθεωρημένο δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος, αφού την περίοδο 2000-2009 είχε φθάσει το 18,7%, στη συνέχεια περιορίστηκε και το 2013 εξαλείφθηκε, σημειώνοντας βελτίωση 7,1 εκατοστίων μονάδων, με αποτέλεσμα το επίπεδο της ανταγωνιστικότητας να είναι βελτιωμένο κατά 5,1% σε σύγκριση με το 2000. Για το 2014, παρά την προβλεπόμενη μικρή περαιτέρω ανατίμηση του ευρώ έναντι του 2013 (0,7% σε μέσα επίπεδα έτους), η διεθνής ανταγωνιστικότητα ως προς το κόστος εργασίας προβλέπεται ότι θα παραμείνει αμετάβλητη έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων, ενώ θα βελτιωθεί κατά 1,0% έναντι της ευρωζώνης (βλ. Πίνακα IV.9). Ακόμη σημαντικότερη βελτίωση καταγράφει ο αντίστοιχος εναρμονισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας της ΕΚΤ, ο οποίος το β' τρίμηνο

Διάγραμμα IV.15 Ανταγωνιστικότητα με βάση το κόστος εργασίας και επιδόσεις ελληνικών εξαγωγών σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ

(δείκτες 2000=100)



Πηγές: Για τη σχετική εξαγωγική επίδοση, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat. Για την ανταγωνιστικότητα, ΕΚΤ.

1 Λόγος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (εκτός ναυτιλίας) της Ελλάδος προς τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ΕΕ-17, σε σταθερές τιμές του 2010.

2 Το αντίστροφο του δείκτη πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας σε σχέση με 37 χώρες.

του 2014 βρισκόταν ήδη 7,3 εκατοστιαίες μονάδες κάτω από το επίπεδο του 2000. Η Ελλάδα πλέον έχει τη δεύτερη καλύτερη επίδοση μετά τη Γερμανία στην εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας κόστους εργασίας μετά το 2000. Αντιθέτως, η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή, αφού την περίοδο 2000-2009 είχε φθάσει το 18,5%, στη συνέχεια περιορίστηκε, όμως με βραδύτερο ρυθμό λόγω της σχετικά καθυστερημένης μείωσης του εγχώριου πληθωρισμού σε επίπεδα χαμηλότερα από εκείνα των κύριων εμπορικών εταίρων εξαιτίας της επίδρασης των αυξήσεων στην έμμεση φορολογία αλλά και στο κόστος ενέργειας και χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις. Η βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς το γενικό επίπεδο τιμών ουσιαστικά ξεκίνησε από το 2011, όταν η διαφορά πληθωρισμού της

¹⁷ Η σύγκριση αυτή πάντως δεν λαμβάνει υπόψη το κόστος των άλλων εισροών (πρώτων υλών και ενδιάμεσων προϊόντων, καταπόνησης ενέργειας), το χρηματοοικονομικό κόστος και τη φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων.

Πίνακας IV.9 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)¹ (2000=100)

	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ	Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*			
		Ευρύς δείκτης έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων		Δείκτης έναντι των χωρών της ζώνης του ευρώ	
		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ²	Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας
2000	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2009	115,5	118,5	118,7	109,2	109,3
2010	112,2	118,0	115,5	112,6	110,3
2011	112,7	118,5	112,2	113,0	107,4
2012	110,5	114,2	102,1	111,3	100,1
2013	112,7	113,4	94,9	108,7	91,9
2014**	113,4	111,4	94,9	106,9	91,0

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτιμήσεις.

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

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

Ελλάδος έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της έγινε αρνητική για πρώτη φορά από το 2000, και ήταν (σε εκατοστιαίες μονάδες) 0,1 το 2011, 1,7 το 2012 και 2,7 το 2013. Για το 2014, παρά την προβλεπόμενη μικρή περαιτέρω ανατίμηση του ευρώ έναντι του 2013, η διεθνής ανταγωνιστικότητα ως προς το δείκτη τιμών καταναλωτή προβλέπεται ότι θα βελτιωθεί περαιτέρω, κατά 1,7% τόσο έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων όσο και έναντι της ευρωζώνης. Σημαντική βελτίωση δείχνει ο αντίστοιχος εναρμονισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας της ΕΚΤ, ο οποίος το γ' τρίμηνο του 2014 υποχωρούσε με ετήσιο ρυθμό 1,7% και βρισκόταν 11,7% πάνω από το επίπεδο του 2000.

Η εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας κόστους εργασίας φαίνεται να επηρεάζει τις επιδόσεις των ελληνικών εξαγωγών μετά το 2009 (βλ. Διάγραμμα IV.15). Όμως, όπως έχει αναλυθεί σε προηγούμενη Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας

δεν έχει μεταφραστεί ακόμη πλήρως σε αύξηση των εξαγωγών. Η στενή σχέση μεταξύ ανταγωνιστικότητας και εξαγωγών έχει διαρραγεί μετά το 2009, λόγω έλλειψης επενδύσεων και χρηματοδότησης (βλ. *Νομισματική Πολιτική*, Ιούνιος 2014, Ειδικό θέμα ΙΙΙ.3).

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, αφού χειροτέρευε επί σειρά ετών, από το 2013 **παρουσιάζει ενδεξις βελτίωσης**. Σύμφωνα με το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, η Ελλάδα ανέβηκε στην 81η θέση από την 91η πέρυσι, ενώ σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας στο επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας η Ελλάδα ανέβηκε στην 61η από την 65η και 89η θέση τα προηγούμενα έτη. Παρότι η Ελλάδα είναι η χώρα που έχει ανταποκριθεί στον καλύτερο δυνατό βαθμό στις συστάσεις του ΟΟΣΑ για υιοθέτηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, συνεχίζει να κατατάσσεται, βάσει

των περισσότερων από τους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, στη χειρότερη θέση τόσο μεταξύ των οικονομιών της ΕΕ-28 όσο και μεταξύ όλων των προηγμένων οικονομιών. Σύμφωνα με αυτούς τους σύνθετους δείκτες, **τα σημαντικότερα εμπόδια στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων είναι πλέον η πρόσβαση στη χρηματοδότηση, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο.**

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε πλεόνασμα μεγαλύτερο από το αντίστοιχο του

2013, ύψους 3,8 δισεκ. ευρώ (βλ. Πίνακα IV.10 και Πίνακα 2 του Στατιστικού παραρτήματος). Η βελτίωση οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος της στην άνοδο του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών.

Σημειώνεται ότι το **συνολικό ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασε πλεόνασμα 3,2 δισεκ. ευρώ (έναντι 1,4 δισεκ. ευρώ το 2013)** κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου, παρά την αύξηση του εμπορικού ελλείμματος. Οι συνολικές **εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σημείωσαν άνοδο 8,5%** (έναντι 2,8% την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους).

Η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να συνεχιστεί και εκτιμάται ότι το πλεόνασμα θα διαμορφωθεί το 2014 σε ποσοστό περίπου 1,5% του ΑΕΠ. Η άνοδος

Πίνακας IV.10 Βασικά μεγέθη ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2011	2012	2013	2012	2013	2014
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ	-20.633,5	-4.615,0	1.088,5	-2.806,2	2.401,7	3.753,3
Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών	-12.599,5	-4.480,1	-250,5	-2.731,2	1.422,2	3.198,9
Αγαθά	-27.229,1	-19.619,0	-17.229,4	-15.651,8	-12.893,0	-13.591,4
Ισοζύγιο καυσίμων	-11.126,9	-10.220,0	-7.697,5	-8.165,1	-6.017,3	-5.883,6
Ισοζύγιο πλοίων	-3.261,2	-1.042,6	-1.483,3	-829,4	-932,6	-1.827,2
Ισοζύγιο αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία	-12.840,9	-8.356,4	-8.048,7	-6.657,3	-5.943,0	-5.880,6
Υπηρεσίες	14.629,6	15.138,9	16.978,9	12.920,6	14.315,2	16.790,3
Ταξιδιωτικό	8.238,2	8.598,6	10.317,0	7.909,6	9.407,0	10.473,0
Μεταφορές	6.862,2	6.959,3	6.536,9	5.435,8	4.864,4	5.926,4
Λοιπές υπηρεσίες	-470,8	-419,0	125,0	-424,6	43,9	390,9
Ισοζύγιο εισοδημάτων	-8.594,8	-1.566,4	-3.127,2	-1.637,8	-2.665,5	-2.235,9
Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων	560,8	1.431,5	4.466,2	1.562,9	3.644,9	2.790,4
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ	2.671,8	2.327,6	3.040,8	1.582,6	2.782,2	1.789,2
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I+II)	-17.961,7	-2.287,5	4.129,3	-1.223,2	5.184,0	5.542,6
IV ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	17.838,1	2.658,2	-3.299,5	2.561,2	-4.023,1	-3.952,0
Άμεσες επενδύσεις ¹	-452,6	827,1	2.713,6	897,7	1.174,2	743,0
Επενδύσεις χατοφυλακίου ¹	-19.778,3	-99.903,9	-6.583,1	-75.584,1	-7.497,7	-793,3
Λοιπές επενδύσεις ¹	38.050,0	101.744,1	677,0	77.262,8	2.358,2	-3.438,7
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	5.332,0	5.500,0	4.172,0	5.941,0	4.559,0	5.015,0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών προβλέπεται να είναι ο κύριος συντελεστής της παραπάνω εξέλιξης, καθώς οι προβλέψεις είναι ευνοϊκές για τις εισπράξεις τόσο από τον τουρισμό όσο και από τη ναυτιλία. Η συμβολή του εμπορίου αγαθών θα είναι μικρότερη, παρά τη θετική επίδραση από τη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, καθώς η εξωτερική ζήτηση ανακάμπτει με ρυθμό βραδύτερο των προσδοκιών. Η θετική συμβολή του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων προβλέπεται να συνεχιστεί αλλά να είναι μικρότερη για το 2014.

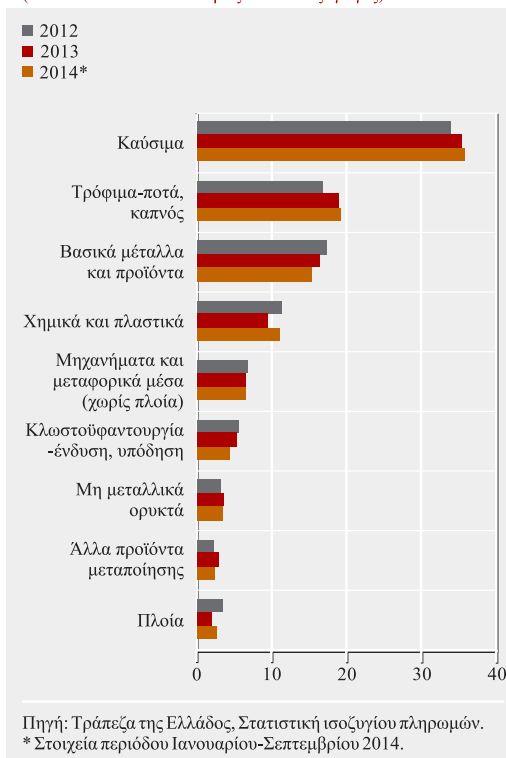
Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου επιβαρύνθηκε σημαντικά από την αύξηση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων. Η άνοδος των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών συνεχίστηκε με ρυθμό λίγο χαμηλότερο από εκείνον του 2013 (4,2% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, έναντι 4,7% την ίδια περίοδο του 2013¹⁸), κυρίως λόγω της επιβράδυνσης της ανόδου των εισπράξεων από εξαγωγές καυσίμων σε σχέση με το 2013. Εκτός από τα καύσιμα, τη μεγαλύτερη συμβολή στην άνοδο των εισπράξεων από εξαγωγές είχαν οι κλάδοι των χημικών και πλαστικών, μηχανολογικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού, υφαντικών υλών, τροφίμων και ποτών, αν και δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στη διάρθρωση των εξαγωγών κατά προϊόν (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Όσον αφορά τη γεωγραφική κατανομή των εξαγωγών μετά τη σημαντική στροφή προς αγορές εκτός της ευρωζώνης, που είχε συμβάλει στην ανάκαμψη των ελληνικών εξαγωγών το 2012, δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές τα δύο τελευταία χρόνια.

Η δαπάνη για εισαγωγές σημείωσε αύξηση, οφειλόμενη κατά το μεγαλύτερο μέρος της στις πληρωμές για αγορές πλοίων, οι οποίες είναι αυξημένες κατά 80% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2013. Οι πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων έμειναν αμετάβλητες, ενώ εκείνες για εισαγωγές λοιπών αγαθών παρουσίασαν μικρή αύξηση (κυρίως λόγω της αύξησης των πληρωμών για εισαγωγές καταναλωτικών αγαθών).

Διάγραμμα IV.16 Διάρθρωση των εξαγωγών αγαθών κατά κλάδο

(% του συνόλου των εισπράξεων από εξαγωγές)



Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών παρουσίασε σημαντική βελτίωση σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2013, η οποία οφείλεται αφενός στην εντυπωσιακή άνοδο της τουριστικής κίνησης και αφετέρου στην αξιολογή επίδοση των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές.

Οι ταξιδιωτικές δαπάνες στην Ελλάδα από μη κατοίκους αυξήθηκαν κατά 11,1%, αντανakλώντας άνοδο των τουριστικών αφίξεων κατά 22,2%, αλλά η μέση δαπάνη ανά ταξίδι έχει μειωθεί.¹⁹ Θετική επίδραση στην τουριστική

¹⁸ Σε πραγματικούς όρους, ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών το 2014 εκτιμάται μεγαλύτερος (6,2%) λόγω μείωσης των τιμών των εξαγομένων.

¹⁹ Επίσης, άνοδο κατά 20,3% εμφανίζει η επιβατική κίνηση του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ) το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2014 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2013. Την ίδια περίοδο οι αφίξεις τουριστών από τα 17 κυριότερα αεροδρόμια της χώρας σημείωσαν αύξηση κατά 15% σύμφωνα με τον Σύνδεσμο Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ). Αυτά τα στοιχεία επιβεβαιώνουν τις εκτιμήσεις του ΣΕΤΕ για 20,5 εκατ. διεθνείς αφίξεις (και επιπλέον 2,5 εκατ. επισκέπτες κρουαζιέρας) από όλες τις πύλες εισόδου της χώρας και πάνω από 13,5 δισεκ. ευρώ τουριστικές εισπράξεις (δελτίο τύπου ΣΕΤΕ 10.11.2014).

κίνηση είχε η βελτιωμένη εικόνα της χώρας στο εξωτερικό και η παρατεταμένη αστάθεια στην περιοχή της Α. Μεσογείου. Οι αφίξεις από την ΕΕ κυριάρχησαν ως ποσοστό στο σύνολο, ενώ αυξητική τάση παρουσίασαν οι αφίξεις από τις ΗΠΑ και την Κίνα. Οι αφίξεις από τη Ρωσία εμφάνισαν μικρή μόνο μείωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, παρά την κρίση στην Ουκρανία. Οι προβλέψεις για την ταξιδιωτική κίνηση και τις αντίστοιχες εισπράξεις είναι θετικές, εφόσον δεν υπάρξουν δυσμενείς επιδράσεις από το διεθνές γεωπολιτικό περιβάλλον και τις εσωτερικές πολιτικές εξελίξεις.

Οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών, κυρίως θαλάσσιων, κατέγραψαν άνοδο κατά 8,3%, λόγω της βελτίωσης των ναύλων στις διεθνείς αγορές και της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου στόλου.

Το ίδιο διάστημα βελτιώθηκε σημαντικά και το ισοζύγιο των “λοιπών” υπηρεσιών, καταγράφοντας πλεόνασμα, σε μεγάλο βαθμό λόγω των εισπράξεων από κατασκευαστικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από υπηρεσίες πληροφορικής και μηχανοργάνωσης.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, το ισοζύγιο τόσο των τρεχουσών όσο και των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων ήταν πλεονασματικά, αλλά σε επίπεδα χαμηλότερα από τα αντίστοιχα του 2013. Ειδικότερα, οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ (τρέχουσες και κεφαλαιακές μεταβιβάσεις μείον αποδόσεις στον Κοινοτικό Προϋπολογισμό) διαμορφώθηκαν σε 4,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 6,2 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2013.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Σεπτεμβρίου 2014, οι σωρευτικές εισροές των διαρθρωτικών ταμείων του ΕΣΠΑ 2007-2013 ανήλθαν σε περίπου 17 δισεκ. ευρώ (συμπεριλαμβανόμενων των προκαταβολών), με αποτέλεσμα το ποσοστό απορρόφησης να προσεγγίσει το 83% της κοινοτικής χρηματοδότησης. Το γεγονός αυτό κατατάσσει την Ελλάδα στις πρώτες θέσεις σε όρους απορρόφησης σε σχέση με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ΕΕ-28.

Την περίοδο 2014-2020, οι μεταβιβάσεις κοινοτικών πόρων για διαρθρωτικές δράσεις προς την Ελλάδα θα διαμορφωθούν στα 20,8 δισεκ. ευρώ (τα οποία ενδέχεται να αυξηθούν κατά 2 δισεκ. ευρώ μετά την αναθεώρηση των εθνικών κατανομών το 2016).

Το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών σημειώθηκε καθαρή εκροή ύψους 4,0 δισεκ. ευρώ. Στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου σημειώθηκε καθαρή εκροή ύψους 793 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω της αύξησης των τοποθετήσεων κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του εξωτερικού, η οποία αντισταθμίστηκε κατά ένα μέρος από την αύξηση των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε μετοχές ελληνικών επιχειρήσεων. Στην κατηγορία των “λοιπών” επενδύσεων καταγράφηκε καθαρή εκροή ύψους 3,4 δισεκ. ευρώ, οφειλόμενη κυρίως στη μείωση των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε καταθέσεις και γeros στην Ελλάδα, η οποία αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα προς μη κατοίκους και τη μείωση των τοποθετήσεων κατοίκων σε καταθέσεις και γeros στο εξωτερικό.

Οι άμεσες επενδύσεις από μη κατοίκους έφθασαν στο εννεάμηνο περίπου το 1,2 δισεκ. ευρώ, ποσό σχεδόν τριπλάσιο από το αντίστοιχο του 2013.²⁰ Δεδομένου ότι η Ελλάδα έχει σημειώσει αλματώδη πρόοδο όσον αφορά τη δημοσιονομική προσαρμογή και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και οι οικονομικοί δείκτες δημιουργούν αισιοδοξία για σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας, αναμένεται άνοδος της εισροής ΞΑΕ κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών, όπως στο χρηματοπιστωτικό κλάδο, τα ναυπηγεία, την ενέργεια και τον τουρισμό.

²⁰ Η σημαντικότερη συναλλαγή αφορά την εισροή 595 εκατ. ευρώ λόγω της συμμετοχής της εταιρείας Capital Group Companies Inc. (ΗΠΑ) στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank το Μάιο του 2014.

Υ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το 2014 εκτιμάται ότι θα επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής (ΠΟΠ) σε επίπεδο Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) για τρίτο επί σειρά ετών, γεγονός που αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι η βελτίωση που έχει επιτευχθεί τα τελευταία χρόνια είναι διατηρήσιμη. Μετά την υπέρβαση του στόχου του πρωτογενούς αποτελέσματος σύμφωνα με το ΠΟΠ κατά 1,2% του ΑΕΠ το 2013, αναμένεται περαιτέρω βελτίωση το 2014 τόσο στο πρωτογενές όσο και στο διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ. Τα επιτεύγματα αυτά, ιδίως αν ληφθεί υπόψη το δυσμενές διεθνές περιβάλλον, οικονομικό και γεωπολιτικό, αποτελούν σαφή και μετρήσιμη ένδειξη των θετικών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας. Η επιτυχής έξοδος της χώρας στις διεθνείς αγορές ύστερα από τέσσερα έτη αποκλεισμού αποτελεί ένδειξη της αναγνώρισης των ελληνικών προσπαθειών και ανοίγει το δρόμο για περαιτέρω χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών της χώρας από αυτές. Η δημοσιονομική προσπάθεια θα πρέπει να συνεχιστεί και τα επόμενα έτη και σε αυτό θα βοηθήσει αποτελεσματικά η ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σε συνδυασμό με την ήδη παρατηρούμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, η διασφάλιση μιας σταθερά βελτιούμενης πορείας του δημοσιονομικού αποτελέσματος θα συμβάλει καθοριστικά στη μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ και στην επάνοδο της χώρας σε τροχιά διατηρήσιμης ανάπτυξης.

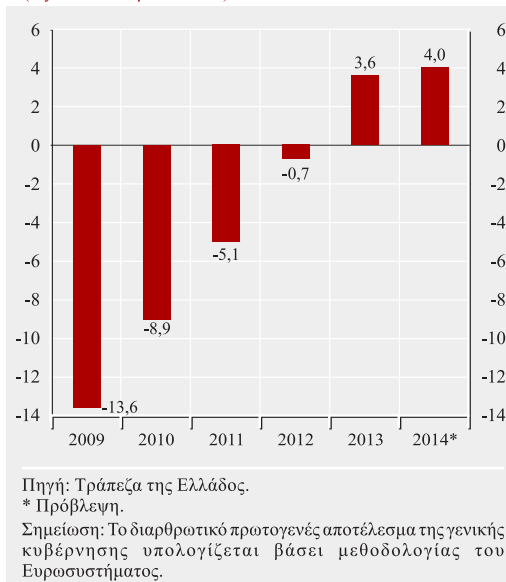
Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ¹

Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών τα τελευταία πέντε έτη καθιστά σαφές ότι τα δημόσια οικονομικά βρίσκονται σε πορεία εξυγίανσης και αποκατάστασης των δημοσιονομικών ανισορροπιών όπως αυτές αποτυπώθηκαν την ίδια περίοδο.

Οι δημοσιονομικοί δείκτες καταγράφουν διαχρονική βελτίωση, παρά τις δυσμενείς επιπτώσεις που αναμφισβήτητα έχει στα δημοσιονομικά μεγέθη η σημαντική μείωση του ΑΕΠ στη διάρκεια της κρίσης. Η δημοσιονο-

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



μική προσπάθεια έχει εμφανή και μετρήσιμα αποτελέσματα, καθώς το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ), όπως ορίζεται στο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (ΠΟΠ), εμφανίζει για το 2013 πλεόνασμα της τάξεως του 1,2% του ΑΕΠ – βελτιωμένο σε σχέση τόσο με το στόχο του ΠΟΠ, που προέβλεπε ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα, όσο και με τις εκτιμήσεις του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2015-2018 για πρωτογενές πλεόνασμα ίσο με 0,8% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.1). Η προς τα άνω αναθεώρησή του σε σχέση με το ΜΠΔΣ οφείλεται εξίσου στη μετάβαση στο εθνικολογιστικό πρότυπο ESA 2010 και σε λοιπές αναθεωρήσεις στοιχείων. Το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα² της ΓΚ παρουσιάζει αξιοσημείωτη βελτίωση από το 2009 και μετά (περίπου 17 εκατοστιαίες μονάδες την περίοδο 2010-2013) και το 2013

- ¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 4 Δεκεμβρίου 2014.
- ² Το διαρθρωτικό αποτέλεσμα απομονώνει τη μόνιμη συνιστώσα του κυκλικά προσαρμοσμένου αποτελέσματος αφαιρώντας την επίδραση παραγόντων προσωρινού χαρακτήρα (π.χ. μη επαναλαμβανόμενες δαπάνες ενίσχυσης του τραπεζικού τομέα). Αποτελεί θεωρητική έννοια και η εκτίμησή του μπορεί να διαφέρει σημαντικά, ανάλογα με τη μέθοδο υπολογισμού.

καταγράφει πλεόνασμα της τάξεως του 3,6% του δυνητικού ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.1). Για το 2014 εκτιμάται ότι θα βελτιωθεί περαιτέρω κατά περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα (διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα 4,0% του δυνητικού ΑΕΠ). Η σημαντική πρόοδος της δημοσιονομικής προσαρμογής επισημαίνεται και από το ΔΝΤ,³ σύμφωνα με το οποίο το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του δυνητικού ΑΕΠ παρουσιάζει κατά την περίοδο 2010-2013 σωρευτική βελτίωση της τάξεως των 18,7 εκατοστιαίων μονάδων, γεγονός που καθιστά τη δημοσιονομική προσαρμογή της Ελλάδος τη μεγαλύτερη μεταξύ των ανεπτυγμένων χωρών. Αξίζει να σημειωθεί ότι την αντίστοιχη περίοδο η βελτίωση στο κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές πλεόνασμα της Ιρλανδίας εκτιμάται στις 7,8 εκατοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ, ενώ της Πορτογαλίας και της Ισπανίας στις 8,2 και 7,2 εκατοστιαίες μονάδες αντίστοιχα.

Με βάση τα εθνικολογιστικά στοιχεία, όπως έχουν ανακοινωθεί από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) και την Eurostat τον Οκτώβριο του 2014 βάσει του εθνικολογιστικού προτύπου ESA 2010,⁴ το αποτέλεσμα της ΓΚ το 2013 διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 12,2% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 8,6% του ΑΕΠ το 2012. Αυτή η διεύρυνση του ελλείμματος οφείλεται αποκλειστικά στο κόστος της στήριξης του τραπεζικού τομέα. Διορθωμένο ως προς

³ IMF (2014), *Fiscal Monitor*, October (Statistical Table 4).

⁴ Η Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ), με ανακοίνωσή της στις 13 Οκτωβρίου 2014, ενημέρωσε για την επικαιροποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2010-2013 στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος. Στην επικαιροποίηση αυτή συμπεριλήφθηκε και η τροποποίηση που επέφερε στα στοιχεία η εφαρμογή για πρώτη φορά του εθνικολογιστικού προτύπου ESA 2010. Συγκεκριμένα, το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2013 αναθεωρήθηκε σε 12,2% του ΑΕΠ, από 12,7% τον Απρίλιο του 2014. Αντίστοιχα, το πρωτογενές έλλειμμα εμφανίζει βελτίωση κατά 901 εκατ. ευρώ, δηλαδή διαμορφώνεται στο 8,2% του ΑΕΠ, από 8,7% τον Απρίλιο του 2014. Η βελτίωση του ελλείμματος οφείλεται κατά 0,2% του ΑΕΠ στην αλλαγή του εθνικολογιστικού προτύπου, ενώ κατά 0,3% σε λοιπές αναθεωρήσεις.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2010	2011	2012	2013*
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2
– Κεντρική κυβέρνηση	-10,6	-9,2	-8,1	-14,5
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	-0,5	-0,9	-0,5	2,3
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-11,5	-10,4	-5,9	-1,8
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-5,6	-3,2	-0,9	2,2
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής)²			-1,3	1,2
Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού				
Δημοσιονομικά στοιχεία²	-10,0	-10,9	-8,1	-3,0
Ταμειακά στοιχεία³	-10,5	-11,1	-5,5⁴	-7,0⁵

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών, ΕΛΣΤΑΤ.

* Προσωρινά στοιχεία.

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 (Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2015-2018, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2015).

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

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

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

την καθαρή κρατική στήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στα δύο έτη, το έλλειμμα παρουσιάζει σημαντική βελτίωση, αφού έχει περιοριστεί από 5,9% το 2012 σε 1,8% το 2013.

Οι προαναφερθείσες θετικές μέχρι τώρα εξελίξεις στο πεδίο των δημόσιων οικονομικών, οι οποίες έχουν αναγνωριστεί και από τους εταίρους της Ελλάδος στην ΕΕ,⁵ δημιουργούν ευνοϊκές προϋποθέσεις για τη χρηματοδότηση της χώρας από τις διεθνείς αγορές και ανοίγουν το δρόμο για την υλοποίηση των δεσμεύσεων των εταίρων της στην ΕΕ σχετικά με τη λήψη μέτρων για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Ενδεικτικό αυτού θεωρείται η αποκλιμάκωση της διαφοράς των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών, καθώς και η πρόσφατη έξοδος της Ελλάδος στις αγορές με την έκδοση ομολόγων πενταετούς και τριετούς διάρκειας. Πιο συγκεκριμένα, στις 10 Απριλίου 2014 η ελληνική κυβέρνηση εξέδωσε 5ετές ομόλογο 3 δισεκ. ευρώ με απόδοση 4,95% και ετήσιο τοκομερίδιο 4,75%, ενώ στις 10 Ιουλίου 2014 η έξοδος στις αγορές συνεχίστηκε με την έκδοση 3ετούς ομολόγου 1,5 δισεκ. ευρώ με απόδοση 3,5% και τοκομερίδιο 3,375%. Και στις δύο περιπτώσεις οι προσφορές υπερέβαιναν το ύψος του ποσού που εκδόθηκε, με τα προσφερόμενα κεφάλαια για το πενταετές και το τριετές να ανέρχονται στα 20 και 3 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Ωστόσο, η ανοδική τάση που παρατηρείται στη διαφορά των ομολογιακών αποδόσεων από τον Οκτώβριο του 2014 και μετά καθιστά εξαιρετικής σημασίας τη δημιουργία και διατήρηση ενός κλίματος εμπιστοσύνης που συνδέεται κατά κύριο λόγο με τις προσδοκίες για την ομαλή ολοκλήρωση του προγράμματος και τη βιωσιμότητα των δημοσιονομικών επιτευγμάτων.

Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι η προσπάθεια της Ελλάδος για την κεφαλαιοποίηση των επιτευγμάτων της στο σκέλος των δημόσιων οικονομικών με την επιτυχή έξοδό της στις διεθνείς αγορές δυσχεραίνεται, διότι λαμβάνει χώρα σε μια δυσμενή διεθνή συγκυρία τόσο στον τομέα της οικονομίας, καθώς ο ρυθμός ανά-

πτυξης της ζώνης του ευρώ παρότι προβλέπεται θετικός αναμένεται χαμηλότερος από τις προσδοκίες που είχαν διαμορφωθεί στις αρχές του έτους, όσο και στο γεωπολιτικό πεδίο.

Εντούτοις, εκτιμάται ότι ο Προϋπολογισμός του 2014 θα κινηθεί εντός των ορίων που θέτει το ΠΟΠ. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Κρατικού Προϋπολογισμού για το 2015, το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης βάσει του ΠΟΠ για το 2014 αναμένεται να φθάσει στο 1,8% του ΑΕΠ (περίπου 3,3 δισεκ. ευρώ). Η εκτίμηση αυτή υπερβαίνει το στόχο του 1,5% του ΑΕΠ, ενώ ενσωματώνει τις δαπάνες για τη μερική αποκατάσταση των αποδοχών των δικαστικών, στρατιωτικών και σωμάτων ασφαλείας (0,1% του ΑΕΠ) και την πληρωμή των αναδρομικών τους (0,3% του ΑΕΠ), καθώς και τη μείωση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης κατά 30%.

Για τη βιωσιμότητα των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, καθοριστικής σημασίας κρίνονται τα βήματα για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προβλημάτων της δημοσιονομικής διαχείρισης και του δημοσιονομικού σχεδιασμού. Ο Ν. 4270/2014 “Αρχές δημοσιονομικής διαχείρισης και εποπτείας (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2011/85/ΕΕ) – δημόσιο λογιστικό και άλλες διατάξεις” κινείται προς την κατεύθυνση του νέου Δημοσιονομικού Συμφώνου (Fiscal Compact) και ενισχύει το δημοσιονομικό πλαίσιο διακυβέρνησης μέσα από κανόνες που αφορούν την πορεία των διαρθρωτικών ελλειμμάτων, του δημόσιου χρέους και του ρυθμού με τον οποίο θα πρέπει αυτό να μειώνεται όταν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, με δεδομένο ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 3% του ΑΕΠ, τα διαρθρωτικά ελλείμματα δεν θα πρέπει να υπερβαίνουν το 0,5% του ΑΕΠ, ενώ όταν το δημόσιο χρέος είναι μεγαλύτερο της τιμής αναφοράς 60% του ΑΕΠ, θα πρέπει η διαφορά σε σχέση με την τιμή αναφοράς να μειώνεται κατά το 1/20 κατά μέσο όρο κάθε χρόνο για διάστημα τριετίας.

5 Βλ. ανακοίνωση του Eurogroup, Μάιος 2014.

Η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών σε σχέση με τους στόχους φαίνεται να αφήνει περιθώρια για την αντιμετώπιση της αμφίδρομης σχέσης που υπάρχει ανάμεσα στις δημοσιονομικές παρεμβάσεις και τις συνιστώσες του ΑΕΠ που είναι αντικείμενο των παρεμβάσεων. Προς αυτή την κατεύθυνση φαίνεται να κινείται και η Εισηγητική Έκθεση του Κρατικού Προϋπολογισμού για το 2015, σύμφωνα με την οποία ο στόχος του ΠΟΠ για πρωτογενές πλεόνασμα ΓΚ το 2015 ύψους 3,0% του ΑΕΠ επιτυγχάνεται έχοντας ενσωματώσει, πέρα από την αρνητική μεταφερόμενη επίπτωση των μέτρων του 2014 (μερική αποκατάσταση των αποδοχών δικαστικών, στρατιωτικών και σωμάτων ασφαλείας, μείωση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης), την αύξηση των δόσεων για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο και τη διατήρηση του μειωμένου ΦΠΑ στην εστίαση, ενώ οι δημόσιες επενδύσεις παραμένουν αμετάβλητες σε ονομαστικές τιμές σε σχέση με το ΜΠΔΣ 2015-2018. Από την άλλη πλευρά, προβλέπεται επέκταση της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης στο 2015, μειωμένης κατά 30%.

Πρόσφατη έκθεση του ΔΝΤ⁶ καταδεικνύει τη σημασία των έργων υποδομής και των παραγωγικών δημόσιων επενδύσεων όσον αφορά την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας καθώς και την αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Σύμφωνα με την προαναφερθείσα μελέτη, μια αύξηση των δημόσιων επενδύσεων κατά 1% του ΑΕΠ εκτιμάται ότι οδηγεί σε αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,4% τον ίδιο χρόνο και κατά 1,5% τα επόμενα τέσσερα χρόνια, ενώ η θετική επίδραση στο ΑΕΠ είναι ακόμη εντονότερη σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Επιπλέον, εκτιμάται ότι οι παραγωγικές δημόσιες επενδύσεις είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, ακόμη και όταν χρηματοδοτούνται αποκλειστικά μέσω δημόσιου δανεισμού, υπό την προϋπόθεση ότι τα επιτόκια δανεισμού είναι αρκετά χαμηλά σε πραγματικούς όρους.

Η συνέχιση της επιτυχούς δημοσιονομικής προσαρμογής θα δημιουργήσει τις προϋποθέ-

σεις για την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, το οποίο από το 2015 εκτιμάται ότι θα παρουσιάσει πτωτική πορεία. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Κρατικού Προϋπολογισμού, το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα φθάσει στο 177,7% του ΑΕΠ το 2014 (από 174,9% το 2013), ενώ για το 2015 προβλέπεται να μειωθεί στο 171,4% του ΑΕΠ. Η παρατηρούμενη αύξηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ το 2014 έναντι του 2013 οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση του ονομαστικού ΑΕΠ, ενώ σε ονομαστικούς όρους το ύψος του χρέους το 2014 εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά περίπου 1,3 δισεκ. ευρώ έναντι του 2013 και θα διαμορφωθεί στα 318 δισεκ. ευρώ.

Δεδομένης της αναμφισβήτητης προόδου στο δημοσιονομικό πεδίο, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στους άλλους παράγοντες που προσδιορίζουν τη διαχρονική εξέλιξη του δημόσιου χρέους, με έμφαση στη μεγέθυνση της οικονομίας. Η πρόοδος στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις κρίνεται σημαντική για την προώθηση των επενδύσεων και την αύξηση του ΑΕΠ και γι' αυτό θα πρέπει να συνεχιστεί, ενώ αναμένεται μακροχρόνια να προσφέρει σημαντικά οφέλη στη μεγέθυνση της οικονομίας. Ενδεικτικά, σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,⁷ η Ελλάδα βρίσκεται στην 36η θέση ανάμεσα σε 189 χώρες (ανεβαίνοντας 110 θέσεις) ως προς τις μεταρρυθμίσεις που αφορούν τη διευκόλυνση της επιχειρηματικότητας. Η δημιουργία τόσο του Γενικού Εμπορικού Μητρώου (ΓΕΜΗ) όσο και του θεσμού της Ιδιωτικής Κεφαλαιουχικής Εταιρείας (IKE) συμβάλλουν στην απλοποίηση της διαδικασίας για τη δημιουργία μιας επιχείρησης με ταυτόχρονη μείωση του διοικητικού κόστους.

Η συνεχής αύξηση της ανεργίας από το 2009 έως το α' τρίμηνο του 2014 κατ' αρχάς δεν ευνοεί τη βελτίωση του ρυθμού μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας και καταδεικνύει την αναγκαιότητα παρεμβάσεων για την ανατροπή των αρνητικών συνεπειών της. Στο πλαίσιο της άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής, είναι

⁶ World Economic Outlook, Chapter 3, October 2014.

⁷ "Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece", European Economy 5/2014.

δυνατή η επιλογή δημοσιονομικών μέτρων που θα δίνουν κίνητρα για την αύξηση της απασχόλησης και την ελαχιστοποίηση των στρεβλώσεων. Τα μέτρα αυτά μπορεί να αφορούν τη στοχευμένη μείωση φορολογικών βαρών είτε με τη μορφή μειωμένων φορολογικών συντελεστών είτε με τη μορφή μειωμένων εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, όπως ήδη έχει γίνει με τη συνολική μείωση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3,9 εκατοστιαίες μονάδες από 1ης Ιουλίου 2014. Στην έκθεση του ΔΝΤ⁸ υποστηρίζεται ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ αφενός της “φορολογικής σφήνας” στο εισόδημα από την εργασία (tax wedge)⁹ και αφετέρου της απασχόλησης. Μια μείωση στις εργοδοτικές εισφορές εκτιμάται ότι συμβάλλει αποτελεσματικά στην αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων, ειδικότερα όταν η αγορά εργασίας χαρακτηρίζεται από δυσκαμψίες.

2 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2014)

Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε έλλειμμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2013. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ κατά την ίδια περίοδο βελτιώθηκε κατά 1,1% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2013. Η βελτίωση του αποτελέσματος σε σχέση με το 2013 οφείλεται κυρίως στη μεγάλη μείωση των δαπανών για πληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών το 2014 έναντι του 2013.

Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014 ο ΚΠ παρουσίασε έλλειμμα 1,3% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,6% του ΑΕΠ το αντίστοιχο διάστημα του 2013 (βλ. Πίνακα V.2).

Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,5% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος 1,4% του ΑΕΠ το 2013 (αναθεωρημένος ετήσιος στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα 2,8% του ΑΕΠ). Το αποτέλεσμα κρίνεται περισσότερο βελτιωμένο εάν ληφθούν υπόψη τα εξής: (α) στο αποτέλεσμα του 2013 συμπεριλαμβάνονται έσοδα από το SMP (Securities Markets Programme), δηλαδή από τη μεταφορά των αποδόσεων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, ύψους 1.500 εκατ. ευρώ, έναντι μόλις 62 εκατ. ευρώ το 2014, (β) οι επιστροφές φόρων το 2014 είναι αυξημένες κατά περίπου 800 εκατ. ευρώ σε σχέση με το 2013, (γ) η είσπραξη του ΕΝΦΙΑ καθυστέρησε να ξεκινήσει και (δ) οι επενδυτικές δαπάνες το 2014 είναι σημαντικά αυξημένες έναντι του 2013.

Η βελτίωση οφείλεται στη συγκράτηση των δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) κατά 6,9%, έναντι ετήσιου στόχου -5,0%, παρά τις αυξημένες δαπάνες για κοινωνική προστασία κατά περίπου 500 εκατ. ευρώ. Αντίθετα, τα προ επιστροφών φόρων έσοδα του ΤΠ παρουσιάζουν μείωση κατά 1,2% σε σχέση με το αντίστοιχο περυσινό διάστημα, η οποία οφείλεται κυρίως στην υστέρηση που παρουσιάζουν οι έμμεσοι φόροι και ιδιαίτερα ο ΦΠΑ, καθώς και στην καθυστέρηση καταβολής του ΕΝΦΙΑ λόγω της δίμηνης παράτασης που δόθηκε για την καταβολή της πρώτης δόσης, αλλά και στην αναμονή της νέας ευνοϊκής ρύθμισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών. Η ρύθμιση αυτή αναμένεται να ανακόψει την αυξητική τάση των ληξιπρόθεσμων οφειλών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών προς το Δημόσιο, οι οποίες μέχρι το Σεπτέμβριο του 2014 είχαν ανέλθει σε περίπου 70 δισεκ. ευρώ.

Κρατικός Προϋπολογισμός (ταμειακά στοιχεία)

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε βελτίωση κατά 3,8% του ΑΕΠ στο δεκάμηνο

⁸ Fiscal Monitor, October 2014.

⁹ Η φορολογική σφήνα (tax wedge) υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του μισθολογικού κόστους που βαρύνει τον εργοδότη και των καθαρών απολαβών του εργαζομένου.

Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος				Εκατοστιαία μεταβολή		Ετήσια στοιχεία				Εκατοστιαίες μεταβολές				
	2012	2013	2014*	2014*	2013/12	2014*/13	2012	2013	2014	2015	2013/12	2014/13	2015/14		
	(1)	(2)	(3)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11=7:6)	(12=8:7)	(13=9:7)	(14=10:9)
I. Έσοδα	36.701	42.950	41.319	41.319	17,0	-3,8	51.926	53.018	55.935	55.280	55.603	2,1	5,5	4,3	0,6
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	34.143	38.936	37.807	37.807	14,0	-2,9	48.325	48.423	50.783	50.149	50.871	0,2	4,9	3,6	1,4
Έσοδα προ επιστροφών φόρων	36.678	40.882	40.382	40.382	11,5	-1,2	51.482	51.442	53.689	52.811	53.171	-0,1	4,4	2,7	0,7
Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων	0	102	269	269			15	86	230	474	577				
Επιστροφές φόρων	2.535	2.048	2.844	2.844	-19,2	38,9	3.172	3.105	3.136	3.136	2.877	-2,1	1,0	1,0	-8,3
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.558	4.013	3.513	3.513	56,9	-12,5	3.601	4.595	5.152	5.131	4.732	27,6	12,1	11,7	-7,8
- Ίδια έσοδα	145	61	56	56	-57,9	-8,2	166	76	200	200	750	-54,2	163,2	163,2	275,0
- Έσοδα από Ε.Ε.	2.413	3.951	3.457	3.457	63,7	-12,5	3.434	4.520	4.952	4.931	3.982	31,6	9,6	9,1	-19,2
II. Δαπάνες	49.420	45.908	43.768	43.768	-7,1	-4,7	67.614	58.459	56.542	56.041	55.705	-13,5	-3,3	-4,1	-0,6
(Πρωτογενείς δαπάνες ΚΠ)	38.770	40.360	38.666	38.666	4,1	-4,2	55.391	52.415	50.642	50.341	49.805	-5,4	-3,4	-4,0	-1,1
1. Τακτικός προϋπολογισμός ¹	46.637	42.583	39.650	39.650	-8,7	-6,9	61.499	51.809	49.742	49.241	49.305	-15,8	-4,0	-5,0	0,1
- Τόκοι	10.650	5.548	5.102	5.102	-47,9	-8,0	12.223	6.044	5.900	5.700	5.900	-50,6	-2,4	-5,7	3,5
- Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	34.835	35.835	33.825	33.825	2,9	-5,6	47.529	44.230	42.612	42.416	41.887	-6,9	-3,7	-4,1	-1,2
- Εξοφλητικά προγράμματα	209	237	137	137	13,4	-42,2	410	529	533	450	700	29,0	0,8	-14,9	55,6
- Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων εκ των οποίων	573	839	545	545	46,4	-35,0	796	879	642	624	818	10,4	-27,0	-29,0	31,1
εντός γενικής κυβέρνησης	514	497	411	411			679	514	439	451	667				
εκτός γενικής κυβέρνησης	59	342	134	134			117	365	203	173	151				
- Προμήθεια εκταμίευσης δανείων EFSF	370	124	42	42			541	127	55	51	0				
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.783	3.324	4.118	4.118	19,4	23,9	6.114	6.650	6.800	6.800	6.400	8,8	2,3	2,3	-5,9
III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-12.720	-2.958	-2.448	-2.448			-15.688	-5.441	-607	-761	-102				
% του ΑΕΠ	-6,5	-1,6	-1,3	-1,3			-8,1	-3,0	-0,3	-0,4	-0,1				
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-12.494	-3.647	-1.843	-1.843			-13.174	-3.386	1.041	908	1.566				
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-225	689	-605	-605			-2.513	-2.055	-1.648	-1.669	-1.668				
IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ	-2.070	2.590	2.654	2.654			-3.465	603	5.293	4.939	5.798				
% του ΑΕΠ	-1,1	1,4	1,5	1,5			-1,8	0,3	2,9	2,8	3,1				
Χρεολύσια	12.532	11.667	22.922	22.922	-6,9	96,5	23.905	12.755	24.930	24.930	16.130	-46,6	95,5	95,5	-35,3

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2012	2013	2013	2014*
Κρατικός προϋπολογισμός	-10.697	-12.794	-9.074	-2.250
% του ΑΕΠ	-5,5	-7,0	-5,0	-1,2
— Τακτικός προϋπολογισμός ³	-8.503 ⁴	-10.785 ⁵	-9.797 ⁶	-1.656 ⁷
— Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-2.194	-2.009	723	-594

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 δημοσίου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 303 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA και β) 10,6 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνεται δαπάνη: α) για τόκους ύψους 4.751 εκατ. ευρώ για τα ομόλογα που συμμετείχαν στο PSI, καθώς και τόκους ύψους 519 εκατ. ευρώ λόγω της επαναγοράς χρέους, που καταβλήθηκαν με τη μορφή βραχυχρόνιων τίτλων του EFSF, β) για κάλυψη από το Ε.Δ. οφειλών προς την Ισραηλτική Κοινότητα Θεσ/κης (με έκδοση ομολ. δανείου) ύψους 9,9 εκατ. ευρώ και γ) για συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 73 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων (ΟΔΙΕ ΑΕ, ΕΑΒΟ ΑΕ, Ελληνικά Αμυντικά Συστήματα ΑΕ κ.ά.). Περιλαμβάνεται δαπάνη 901,3 εκατ. ευρώ που αφορά τη συμμετοχή της Ελλάδας στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 682 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA και β) 998 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις (πώληση κτιρίων IBC κ.ά.). Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 2,0 δισεκ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 37,6 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των Ελληνικών Αμυντικών Συστημάτων ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 6.155 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών, καθώς και 901,3 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδας στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 682 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA και β) 911 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 1,5 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 32 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των Ελληνικών Αμυντικών Συστημάτων ΑΕ κ.ά. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους περίπου 5.287 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και δαπάνες ύψους 901 εκατ. ευρώ που αφορούν τη συμμετοχή της Ελλάδας στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

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

του 2014 έναντι του 2013 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 1,2% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 5,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι (βλ. Πίνακα V.3). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε αντίστοιχη βελτίωση (κατά 3,5% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,6% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 1,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2013. Η βελτίωση αυτή οφείλεται και σε έκτακτους παράγοντες που σχετίζονται με έσοδα από εξαγορά προνομιούχων μετοχών από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, απόδοση αυξημένων κερδών από την Τράπεζα της Ελλάδος προς το Δημόσιο, είσπραξη αυξημένων επιστροφών ANFA, καθώς και μειωμένες δαπάνες για αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών. Εξαιρουμένων αυτών των παραγόντων, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε

οριακά (κατά 0,1% του ΑΕΠ) σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Σημαντική όμως βελτίωση κατά 0,9% του ΑΕΠ κατέγραψε το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΤΠ, λόγω συγκράτησης των πρωτογενών δαπανών, η οποία αντισταθμίστηκε στο μεγαλύτερο μέρος από επιδείνωση του αποτελέσματος του ΠΔΕ λόγω αυξημένων δαπανών για επενδύσεις το 2014, οι οποίες υπερέβησαν και το στόχο για την περίοδο κατά 69 εκατ. ευρώ.

3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Σύμφωνα με την κοινοποίηση δημοσιονομικών στοιχείων από την ΕΛΣΤΑΤ στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2014, η ονομαστική

τιμή του χρέους το 2013 αυξήθηκε κατά 430 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων τα 284 εκατ. ευρώ οφείλονται στην ένταξη φορέων στη γενική κυβέρνηση στο πλαίσιο της εφαρμογής του εθνικολογιστικού προτύπου ESA 2010.

Για το 2014 η Εισηγητική Έκθεση του ΚΠ προβλέπει ότι το δημόσιο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ θα αυξηθεί και θα διαμορφωθεί στο 177,7% του ΑΕΠ (ή 318 δισεκ. ευρώ), από 174,9% του ΑΕΠ (ή 319,1 δισεκ. ευρώ) το 2013.¹⁰ Η αύξηση αυτή οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση του ονομαστικού ΑΕΠ το 2014 έναντι του 2013, καθώς

το χρέος σε ονομαστικές τιμές εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 1,3 δισεκ. ευρώ. Εκτιμάται ότι η συνεχιζόμενη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος, η υλοποίηση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων και η ανάκαμψη της οικονομίας θα έχουν θετική συμβολή στην αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης προς το ΑΕΠ από το 2015 και μετά. Έτσι, το 2015 το δημόσιο χρέος προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 171,4% του ΑΕΠ (ή 316 δισεκ. ευρώ).

¹⁰ Για το 2013 έχει ληφθεί υπόψη η πρόσφατη αναθεώρηση κατά ESA 2010.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Καθώς διατηρήθηκε κλίμα εμπιστοσύνης όσον αφορά τις οικονομικές προοπτικές της χώρας, το 2014 δεν παρατηρήθηκαν συστηματικές καθαρές εκροές καταθέσεων, ενώ η υποχώρηση των αποδόσεων επέτρεψε στα πιστωτικά ιδρύματα και το Ελληνικό Δημόσιο να αντλήσουν πόρους από την ανοικτή αγορά κεφαλαίων μέσω επιτυχών νέων εκδόσεων ομολογιακών τίτλων. Παρά το γεγονός ότι η ανακεφαλαιοποίηση στο τραπεζικό σύστημα ολοκληρώθηκε (δεν προέκυψαν ουσιώδεις πρόσθετες κεφαλαιακές ανάγκες από τη Συνολική Αξιολόγηση εκ μέρους της ΕΚΤ), ενώ έχει προηγηθεί και ριζική αναδιάρθρωση, η πιστωτική επέκταση προς την πραγματική οικονομία παραμένει αρνητική, πράγμα που αναπόφευκτα αποδυναμώνει την ήδη παρατηρούμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Η βασική αιτία, η οποία πρέπει απαραίτητα να αντιμετωπιστεί με συντονισμένες προσπάθειες από όλες τις πλευρές, ενώ σχετικές κατευθύνσεις έχει ήδη χαράξει και η Τράπεζα της Ελλάδος, είναι το υψηλό και αυξανόμενο απόθεμα των προβληματικών δανείων στο ενεργητικό των τραπεζών. Παράλληλα, η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία της κυβέρνησης για την αντιμετώπιση των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση εκτιμάται ότι παρέχει κατάλληλα κίνητρα και θα επιταχύνει την κινητοποίηση των οφειλετών και των τραπεζών προς την εξεύρεση βιώσιμων λύσεων στο πρόβλημα.

Το 2014 δεν παρατηρήθηκαν φαινόμενα αποθησαυρισμού τραπεζογραμματίων ή φυγής καταθέσεων προς το εξωτερικό, καθώς δεν διαταράχθηκε το κλίμα εμπιστοσύνης. Αντιθέτως, παρά την καθοδική πορεία των επιτοκίων καταθέσεων, συνολικά καταγράφηκαν καθαρές εισροές καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Παρά την αύξηση της καταθετικής βάσης, την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης και την προηγηθείσα ριζική αναδιάρθρωση στο τραπεζικό σύστημα, όπως επίσης και το ότι οι ελληνικές τράπεζες επανέκτησαν πρόσβαση στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, η πιστωτική επέκταση προς την πραγματική οικονομία εξα-

κολούθησε να είναι αρνητική, γεγονός που δρα ανασταλτικά για την αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας. Εκτός από αδυναμία της ζήτησης για τραπεζικές πιστώσεις, η αρνητική πιστωτική επέκταση αντικατοπτρίζει τη δυσμενή επίδραση που ασκεί στην πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών η ύπαρξη μεγάλου αποθέματος προβληματικών στοιχείων στο ενεργητικό τους.

Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των τραπεζικών δανείων συνέχισε να αυξάνεται το α' εξάμηνο του 2014: πάνω από το 1/3 των δανείων που έχουν χορηγήσει κατά το παρελθόν οι τράπεζες δεν εξυπηρετείται ομαλά. Τα επιχειρηματικά δάνεια (ύψους 1 εκατ. ευρώ και άνω) σε καθυστέρηση συγκεντρώνονται σε περιορισμένο αριθμό κλάδων οικονομικής δραστηριότητας και σε σχετικά μικρό αριθμό πιστούχων. Ένα μεγάλο ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση αντιπροσωπεύει υποχρεώσεις δανειοληπτών οι οποίοι έχουν οφειλές ταυτόχρονα σε περισσότερες από μία τράπεζες. Εξάλλου, μεγάλο μέρος των δανείων που καταγράφονται ως μη εξυπηρετούμενα έχει μέχρι στιγμής εμφανίσει δυσκολίες στην αποπληρωμή για τουλάχιστον τρία συνεχή έτη.

Είναι επιβεβλημένο να καταβληθούν από όλες τις πλευρές προσπάθειες για την επίλυση του προβλήματος των δανείων σε καθυστέρηση, διαφορετικά τα στοιχεία αυτά δεν πρόκειται να εξαλειφθούν, με δεδομένη την τάξη μεγέθους των ρυθμών οικονομικής ανόδου που αναμένονται κατά τα επόμενα έτη, αλλά θα συνεχίσουν να αποτελούν τροχοπέδη για τις τράπεζες. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει χαράξει κατευθύνσεις για την αντιμετώπιση του προβλήματος μέσω του πλαισίου εποπτικών υποχρεώσεων, ενώ έχει συμβάλει και στην κατάρτιση του Κώδικα Δεοντολογίας, ο οποίος μεταξύ άλλων οριοθετεί σειρά επιλογών για το χειρισμό των προβληματικών δανείων. Εξάλλου, η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία της Κυβέρνησης για την αντιμετώπιση των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση παρέχει κατάλληλα κίνητρα ώστε να επιταχύνει την κινητοποίηση των

οφειλετών και των τραπεζών προς την εξεύρεση βιώσιμων λύσεων στο πρόβλημα.

Η αποτελεσματικότερη διαχείριση των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού θα υποβοηθήσει την αναζωογόνηση της πιστωτικής επέκτασης. Εξάλλου, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας θα θέσει σε κίνηση έναν ενάρκτο κύκλο στο πλαίσιο του οποίου η πιστωτική επέκταση θα τροφοδοτηθεί μέσω της θετικής επίδρασης της αύξησης του ΑΕΠ, πρώτον, στη ζήτηση πιστώσεων, δεύτερον, στη ζήτηση καταθέσεων, τρίτον, στην εμπιστοσύνη προς την ελληνική οικονομία και άρα στις δυνατότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων να αντλήσουν χρηματοδότηση από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και τέλος, τέταρτον, σε κάποιο βαθμό και στη δυνατότητα των δανειοληπτών να εξυπηρετήσουν τις υπερήμερες οφειλές τους προς το τραπεζικό σύστημα. Η πιστωτική επέκταση θα εξακολουθήσει να υποστηρίζεται και από τις πρωτοβουλίες του ΕΤΕΑΝ, της ΕΤΕπ και του νεοϊδρυθέντος Ελληνικού Επενδυτικού Ταμείου για τη συγχρηματοδότηση και κάλυψη με εγγυήσεις των πιστώσεων των τραπεζών κυρίως προς επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Το ζητούμενο τώρα είναι να αυξηθεί περαιτέρω η απορρόφηση αυτών των χρηματοδοτικών πόρων.

Το α' εξάμηνο του 2014 βελτιώθηκε η οργανική κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών, καθώς περιορίστηκαν τόσο τα έξοδα για τόκους, λόγω της υποχώρησης του επιτοκίου καταθέσεων και του γεγονότος ότι η προσφυγή των πιστωτικών ιδρυμάτων σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος σταδιακά μηδενίστηκε, όσο και τα λειτουργικά έξοδα, στα οποία επέδρασαν μειωτικά η εφαρμογή προγραμματών εθελούσιας εξόδου και ο εξορθολογισμός του δικτύου των υποκαταστημάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων. Πάντως, μετά τις προβλέψεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου οι ελληνικές τράπεζες εμφανίζουν ζημίες τόσο σε ατομική όσο και σε ενοποιημένη βάση.

Πράγματι, οι τράπεζες είναι αναγκασμένες να συνεχίσουν να σχηματίζουν πολύ υψηλές προβλέψεις – επέτυχαν μάλιστα κατά το α' εξα-

μηνο του 2014 αύξηση σε άνω του 50% του ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση (από τις προβλέψεις που έχουν πραγματοποιηθεί συνολικά κατά τα τελευταία έτη), ενώ ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζικών ομίλων υπερβαίνει πλέον το 16%.

Στο πλαίσιο της εγκαθίδρυσης του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού, η ΕΚΤ ανέλαβε πλέον την εποπτεία των “σημαντικών” τραπεζικών ομίλων στη ζώνη του ευρώ, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται και οι τέσσερις συστημικές τράπεζες στην Ελλάδα. Επιτυγχάνοντας αναβάθμιση της αποτελεσματικότητας και προαγωγή της ομοιογένειας, μεταξύ των κρατών-μελών, της προληπτικής εποπτείας, αυτή η βαρύνουσα σημασίας θεσμική μεταρρύθμιση θα θωρακίσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ. Σε τελική ανάλυση αυτό θα συμβάλει στη δημιουργία κατάλληλων προϋποθέσεων ώστε η πιστοδοτική πολιτική των τραπεζών να παρέχει μεγαλύτερη στήριξη στην οικονομική ανάπτυξη στη Νομισματική Ένωση.

Η διεξαγωγή της Συνολικής Αξιολόγησης αποτέλεσε μέρος των προετοιμασιών για την εν λόγω μεταρρύθμιση και περιλάμβανε έλεγχο της ποιότητας και αντίστοιχη αποτίμηση του ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Όσον αφορά το τραπεζικό σύστημα στη χώρα μας, σύμφωνα με τα πορίσματα της Συνολικής Αξιολόγησης, τρεις από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες δεν παρουσιάζουν υστέρηση κεφαλαίων με βάση υπολογισμούς στηριζόμενους στην “υπόθεση δυναμικού ισολογισμού”. Διαπιστώθηκε εξάλλου ότι ούτε το τέταρτο πιστωτικό ίδρυμα παρουσιάζει ουσιαστική κεφαλαιακή υστέρηση, ενώ επιβεβαιώθηκε ότι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και τα σχέδια αναδιάρθρωσης τα οποία υλοποιούν οι τέσσερις ελληνικές τράπεζες που εξετάστηκαν, έχουν ως αποτέλεσμα σημαντική ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης.

Όσον αφορά τις εξελίξεις στις αγορές τίτλων, οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού

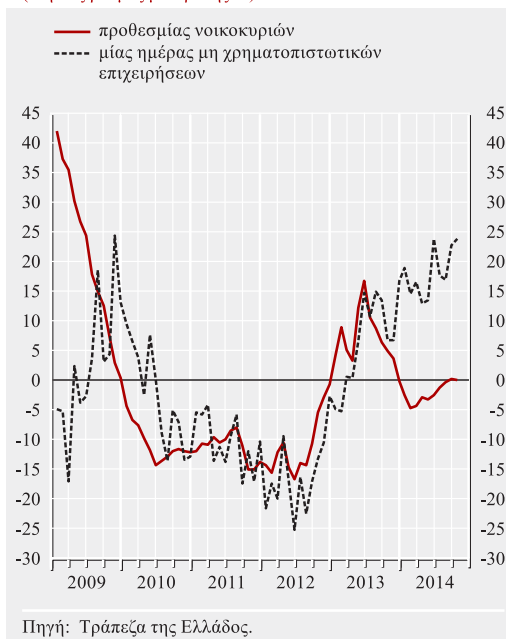
Δημοσίου ακολούθησαν γενικά καθοδική πορεία, καθώς προχωρούσε η δημοσιονομική εξυγίανση και η διαρθρωτική μεταρρύθμιση στη χώρα μας, γεγονός που βεβαίως ενίσχυε την επενδυτική εμπιστοσύνη. Η ευνοϊκή εξέλιξη των αποδόσεων δημιούργησε κατάλληλες συνθήκες για την επιτυχή έκδοση νέων μεσομακροπρόθεσμων χρεογράφων εκ μέρους της Ελληνικής Δημοκρατίας. Παρατηρήθηκαν ωστόσο και διακυμάνσεις στην πτωτική πορεία των αποδόσεων, ιδιαίτερα προς το τέλος της περιόδου υπό επισκόπηση, οι οποίες αντανakλούσαν νευρικήτητα στις αγορές κατά βάση λόγω αβεβαιότητας ως προς τις προοπτικές της εγχώριας οικονομικής πολιτικής αλλά και των δυσμενών οικονομικών εξελίξεων σε επίπεδο ζώνης του ευρώ. Αν και οι τιμές των ομολόγων που έχουν εκδώσει μεγάλες και εξωστρεφείς ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή αγορά ακολούθησαν σχεδόν αδιάκοπη ανοδική πορεία μέχρι λίγο πριν το τέλος της επισκοπούμενης περιόδου, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατέγραψε συνολικά υποχώρηση μεταξύ τέλους του 2013 και Νοεμβρίου 2014, εξέλιξη που δεν οφειλόταν μόνο στην πτώση των τιμών των μετοχών των τραπεζών αλλά και σε μείωση των τιμών των μετοχών των λοιπών επιχειρήσεων.

I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Καθ' όλη σχεδόν τη διάρκεια των πρώτων δέκα μηνών του 2014 παρατηρήθηκαν καθαρές εισροές καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, παρότι τα επιτόκια καταθέσεων κατέγραψαν μείωση. Συνεπώς, η εξέλιξη αυτή πρέπει να αντανakλά υποκειμένη αύξηση των συναλλαγών στην ελληνική οικονομία, καθώς και το γεγονός ότι, σε αντιδιαστολή με ό,τι συνέβαινε μέχρι τα μέσα του 2012, διατηρήθηκε κλίμα εμπιστοσύνης. Η διατήρηση κλίματος εμπιστοσύνης συνετέλεσε ώστε να μην παρατηρηθεί ούτε αποθησαυρισμός τραπεζογραμματίων — αντιθέτως καταγράφηκε καθαρή επιστροφή τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα (5 δισεκ. ευρώ) — ούτε φυγή καταθέσεων προς το εξωτερικό, αντιθέτως καταγράφηκε επι-

Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις μίας ημέρας μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και καταθέσεις προθεσμίας νοικοκυριών (Ιανουάριος 2009-Οκτώβριος 2014)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

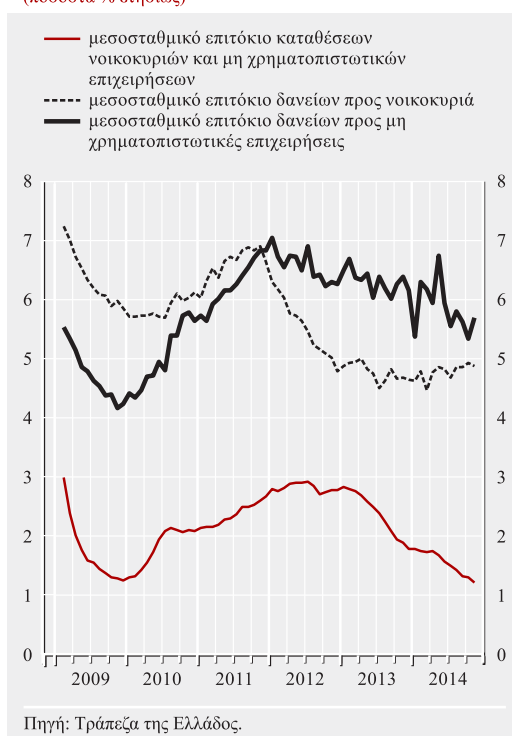


στροφή καταθέσεων στα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα (ύψους περίπου 1 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014).

Αποτέλεσμα των καθαρών εισροών καταθέσεων ήταν να διαμορφωθεί σε θετικά και προοδευτικά αυξανόμενα επίπεδα ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και να συγκρατηθεί ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα VI.1). Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων μίας ημέρας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρήθηκε σε πολύ υψηλά επίπεδα (μέσος όρος δεκαμήνου: 18%), εξέλιξη που είναι συνεπής με αύξηση του όγκου των συναλλαγών. Αντιθέτως, ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών μεταστράφηκε από θετικές σε αρνητικές τιμές. Το υπόλοιπο των καταθέσεων της γενικής κυβέρνησης όπως και το υπόλοιπο των καταθέσεων μη κατοίκων στα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα αυξήθηκαν μεταξύ Δεκεμβρίου 2013 και Οκτωβρίου 2014.

Διάγραμμα VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων (Ιανουάριος 2009-Οκτώβριος 2014)

(ποσοστά % ετησίως)



Εφόσον διατηρηθεί το κλίμα εμπιστοσύνης, η αναμενόμενη οικονομική ανάκαμψη θα ενισχύσει τη ζήτηση καταθέσεων, ενώ από την πλευρά της προσφοράς χρήματος η αύξηση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών, η οποία θα επιτευχθεί στο βαθμό που θα συντρέξουν οι προϋποθέσεις που αναλύονται παρακάτω, θα συνδεθεί με δημιουργία νέων λογαριασμών καταθέσεων προκειμένου να πιστωθεί το προϊόν των νέων δανείων.

2 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Όπως προαναφέρθηκε, τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων συνέχισαν να ακολουθούν πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια των πρώτων δέκα μηνών του 2014 και έφθασαν σε επίπεδα αντίστοιχα με αυτά που επικρατούσαν πριν από την εκδήλωση της κρίσης τον Οκτώβριο του 2009 (βλ. Διάγραμμα VI.2). Με δεδομένη την απουσία συστηματικών καθαρών εκροών

καταθέσεων, οι τράπεζες δεν χρειάστηκε να προσφέρουν πολύ υψηλά επιτόκια προκειμένου να συγκεντρώσουν καταθέσεις επαρκείς για τη χρηματοδότηση των πιστοδοτικών τους προγραμμάτων, καθώς μάλιστα —όπως αναπτύσσεται παρακάτω— αυτά παραμένουν περιορισμένα. Εξάλλου, το κόστος άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών από πηγές εναλλακτικές προς τις καταθέσεις λιανικής, δηλ. από την αγορά χρήματος και την αγορά ομολογιακών τίτλων, έχει υποχωρήσει διεθνώς και τούτο ασκεί καθοδική πίεση και στα επιτόκια λιανικής.

Η τάση αυτή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές θα ενισχυθεί μεταξύ άλλων λόγω της δέσμης μέτρων νομισματικής πολιτικής που δρομολόγησε προσφάτως το Ευρωσύστημα.¹ Συνεπώς, ακόμη και όταν αυξηθεί η ζήτηση δανείων στην Ελλάδα, δεδομένου μάλιστα ότι η ταυτόχρονη άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας θα ενισχύσει τη ζήτηση καταθέσεων, είναι πιθανόν οι τράπεζες να μη χρειαστεί να αυξήσουν τα επιτόκια λιανικής.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Η αναδιάρθρωση, η εξυγίανση, η ανακεφαλαιοποίηση και η αποκατάσταση της πρόσβασης στις διεθνείς αγορές χρήματος των ελληνικών τραπεζών ενίσχυσαν τις δυνατότητες του τραπεζικού συστήματος να παρέχει χρηματοδότηση στην πραγματική οικονομία. Προς την ίδια κατεύθυνση συνέτεινε και η κατ' ουσίαν σταθεροποίηση του αποθέματος καταθέσεων λιανικής. Η επιβράδυνση της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας αρχικά και ακολούθως η οικονομική ανάκαμψη πρέπει να συνέβαλαν σε ενίσχυση επίσης της ζήτησης για τραπεζικό δανεισμό. Ωστόσο, ορισμένες μεγάλες και εξωστρεφείς ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άντλησαν δανειακά κεφάλαια σημαντικού ύψους από τη διεθνή αγορά κεφαλαίων, όπου επικράτησαν ευνοϊκές

¹ Βεβαίως, στο Κεφάλαιο III αναφέρονται κάποιες τεχνικές παράμετροι οι οποίες περιορίζουν την έκταση στην οποία οι ελληνικές τράπεζες είναι δυνατόν να επωφεληθούν πλήρως από την εν λόγω δέσμη μέτρων.

συνθήκες για την έκδοση ομολογιακών τίτλων. Αυτή η εξέλιξη επέδρασε βεβαίως περιοριστικά στη ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων.

Πάντως, η έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στην Ελλάδα κατέγραψε αυξήσεις της ζήτησης πιστώσεων κατά τα τελευταία τρίμηνα (μετά από μακρά περίοδο μειώσεων) τόσο εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων όσο και εκ μέρους των νοικοκυριών. Επίσης, η αυστηρότητα των πιστοδοτικών κριτηρίων με βάση τα οποία οι τράπεζες αποφασίζουν σχετικά με τη χορήγηση χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία παρέμεινε αμετάβλητη το 2014, μετά από πολυετή αύξηση.

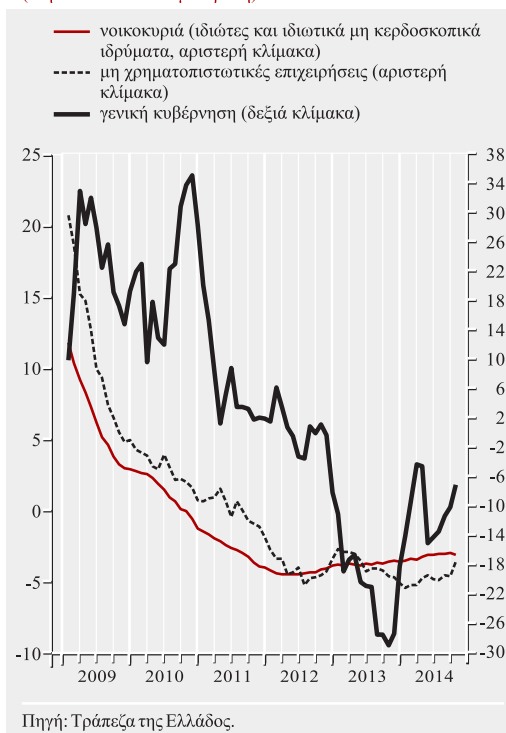
Παρά ταύτα, συνεχίστηκε η συρρίκνωση του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών, καθώς οι μηνιαίες εκταμιεύσεις νέων δανείων ακόμη υπολείπονται των μηνιαίων χρεολυσίων που εισπράττουν οι τράπεζες από υφιστάμενα δάνεια. Βεβαίως ο ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις² όσο και προς τα νοικοκυριά συγκρατήθηκε (βλ. Διάγραμμα VI.3).

Ορισμένοι παράγοντες συνεχίζουν να επενεργούν ανασχετικά τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά πιστώσεων. Οι αβεβαιότητες όσον αφορά τις οικονομικές προοπτικές της χώρας, οι οποίες δεν έχουν ακόμη διαλυθεί, περιορίζουν τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά πιστώσεων. Ο βαθμός πιστωτικού κινδύνου, αν και αποκλιμακώνεται σταδιακά, παραμένει υψηλός (όπως καταδεικνύουν οι δυσκολίες στην εξυπηρέτηση πολλών υφιστάμενων τραπεζικών δανείων), γεγονός το οποίο αποθαρρύνει τη χορήγηση νέων δανείων με σχετικά χαμηλά επιτόκια.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι το απόθεμα των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών είναι πολύ υψηλό και έτσι έχει έντονα αρνητικές επιπτώσεις στις δυνατότητές τους να χορηγήσουν νέα δάνεια. Τα στοιχεία αυτά συνεπάγονται περιορισμό της ρευστότητας των τραπεζών (καθώς η είσπραξη τοκοχρεολυσίων από αυτά δεν είναι ομαλή) και,

Διάγραμμα VI.3 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τη γενική κυβέρνηση (Ιανουάριος 2009-Οκτώβριος 2014)

(ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



κατ' επέκταση, της δυνατότητάς τους να παρέχουν νέα δάνεια. Επιπλέον, το υψηλό απόθεμα δανείων σε καθυστέρηση δημιουργεί την ανάγκη δέσμευσης ιδίων κεφαλαίων από τις τράπεζες ώστε να σχηματιστούν επαρκείς προβλέψεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου που ενέχουν τα προβληματικά στοιχεία, από τις οποίες μελλοντικά θα πρέπει να καλυφθούν οι επισφάλειες. Ωστόσο, το ύψος των προβλέψεων που είναι απαραίτητες εξαρτάται από την τελική εξέλιξη της εξυπηρέτησης των προβληματικών στοιχείων και γενικότερα της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών, η οποία αναπόφευκτα υπόκειται σε αβεβαιότητα. Με τη σειρά της, αυτή η αβεβαιότητα προκαλεί νευρικότητα μεταξύ των επενδυτών και έτσι δυσκολεύει την άντληση χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών από

² Ωστόσο, ο ρυθμός μείωσης της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις από μήνα σε μήνα.

την αγορά κεφαλαίων, αυξάνοντας κατ' αρχάς το κόστος χρηματοδότησης (σε σύγκριση με τα επίπεδα στα οποία θα διαμορφωνόταν αν δεν υπήρχε αβεβαιότητα). Τυχόν τάση αύξησης του κόστους χρηματοδότησης, σε συνδυασμό με την ανάγκη να καλυφθούν οι τρέχουσες και οι μελλοντικές ζημίες από τα προβληματικά στοιχεία, δυσχεραίνει για τις τράπεζες τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού.

Όταν αναζωογονηθεί επαρκώς η οικονομική δραστηριότητα και καθώς θα διαλύονται και οι τελευταίες αβεβαιότητες ως προς την ασφαλή έξοδο της χώρας μας από την κρίση, είναι πιθανόν να επέλθει ικανή αύξηση της ζήτησης τραπεζικού δανεισμού. Ο πιστωτικός κίνδυνος θα υποχωρήσει και θα ενισχυθούν (σε περιορισμένο ωστόσο βαθμό, όπως αναλύεται παρακάτω) οι δυνατότητες του ιδιωτικού τομέα να εξυπηρετήσει τα υφιστάμενα χρέη του προς τις τράπεζες. Παράλληλα, η ενεργητική διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση που θα δρομολογηθεί εκ μέρους των τραπεζών θα συμβάλει σε βελτίωση της ρευστότητάς τους, ελαχιστοποίηση των αναγκών προβλέψεων ή διαγραφών και περιορισμό της ανησυχίας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Έτσι θα δημιουργηθούν περισσότερες πρόσφορες συνθήκες για αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς την πραγματική οικονομία.

Εξάλλου, οι τράπεζες έχουν πλέον αποπληρώσει σημαντικό μέρος της χρηματοδότησης την οποία είχαν αντλήσει από το Ευρωσύστημα κατά την κορύφωση της κρίσης (συμπεριλαμβανομένης της έκτακτης χρηματοδότησης που χορηγείτο με ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος). Τούτο σημαίνει ότι ο αναγκαίος περαιτέρω περιορισμός της χρηματοδοτικής εξάρτησης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων από την κεντρική τράπεζα θα δεσμεύσει συγκριτικώς λιγότερα ρευστά διαθέσιμά τους, ενώ αντίστοιχα συγκριτικώς μεγαλύτερα ποσά θα είναι δυνατόν να διοχετευθούν από τις τράπεζες σε πιστώσεις προς την πραγματική οικονομία.

Τέλος, την αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επι-

χειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά τα επόμενα έτη στοχεύουν να υποβοηθήσουν τόσο τα πρόσφατα μέτρα του Ευρωσυστήματος (βλ. Κεφάλαιο ΙΙΙ) όσο και τα προγράμματα του ΕΤΕΑΝ, της ΕΤΕπ και του Ελληνικού Επενδυτικού Ταμείου που ιδρύθηκε πριν από λίγους μήνες (βλ. Ειδικό θέμα VI.1). Η συγχρηματοδότηση από τους φορείς αυτούς διευκολύνει τη χορήγηση νέων δανείων από τα πιστωτικά ιδρύματα με συγκριτικώς χαμηλότερα επιτόκια ή και λιγότερο αυστηρές απαιτήσεις για παροχή εξασφαλίσεων εκ μέρους των δανειοληπτών, ιδίως στην περίπτωση όπου τα πιστωτικά ιδρύματα προστατεύονται από εγγυήσεις των φορέων. Εκτός από τη σκοπιμότητα και νέων πρωτοβουλιών σε αυτό το πεδίο, το ζητούμενο τώρα είναι να αυξηθεί επιπλέον η απορρόφηση αυτών των χρηματοδοτικών πόρων με περιορισμό της γραφειοκρατίας των φορέων, περαιτέρω δραστηριοποίηση των τραπεζών και καλύτερη ενημέρωση των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους. Κανένα πρόγραμμα αυτού του τύπου ωστόσο δεν είναι δυνατόν να υπερκεράσει την έλλειψη βιώσιμων επιχειρηματικών σχεδίων, η οποία είναι συνάρτηση του μακροοικονομικού κλίματος και του βαθμού ευελιξίας που χαρακτηρίζει το μικροοικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δρουν οι επιχειρήσεις.

Η πιστωτική επέκταση προς τη γενική κυβέρνηση συνέχισε να υποχωρεί. Δεδομένου ότι οι δανειακές ανάγκες του τομέα αυτού χρηματοδοτούνται πλέον κατά κύριο λόγο από τους διεθνείς πιστωτές της χώρας, δεν χορηγούνται σημαντικά νέα δάνεια από τις τράπεζες προς τη γενική κυβέρνηση αλλά συνεχίζεται η εξόφληση των παλαιών, ενώ το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών με τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου επίσης περιορίστηκε λόγω εξόφλησης χρεογράφων το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2014.

4 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Όσον αφορά το κόστος τραπεζικού δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τόσο το επιτόκιο υπεραναλήψεων όσο και τα

επιτόκια στα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια ύψους κάτω του 1 εκατ. ευρώ ακολούθησαν καθοδική τάση το 2014. Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει πιθανή υποχώρηση του πιστωτικού κινδύνου στην ελληνική οικονομία λόγω βελτίωσης των οικονομικών συνθηκών, την ευνοϊκή επίδραση των προγραμμάτων που προαναφέρθηκαν και τα οποία ενθαρρύνουν την τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους, αλλά και το γεγονός ότι έχει υποχωρήσει το κόστος συγκέντρωσης πόρων εκ μέρους των τραπεζών προς διοχέτευση σε δάνεια. Το επιτόκιο στα νέα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ παρουσιάζει εντονότερη μεταβλητότητα (καθώς προκύπτει από ένα σύνολο δανείων μικρότερο σε αριθμό από το αντίστοιχο σύνολο για τα δάνεια σχετικά χαμηλότερου ύψους) και κατά μέσο όρο ήταν υψηλότερο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2014 από ό,τι το β' εξάμηνο του 2013.

Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού για τα νοικοκυριά ακολούθησε ανοδική πορεία (βλ. Διάγραμμα VI.2), κυρίως λόγω της αύξησης του επιτοκίου στα στεγαστικά δάνεια. Τα επιτόκια αυξήθηκαν σε κάποιες κατηγορίες καταναλωτικής πίστης, αλλά μειώθηκαν σε άλλες. Η αύξηση του επιτοκίου στα στεγαστικά δάνεια είναι συνεπής με την καταγεγραμμένη από την έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις αναθέρμανση της ζήτησης δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών για την απόκτηση κατοικίας.

Με την οικονομική ανάκαμψη ο πιστωτικός κίνδυνος θα πρέπει να μειωθεί, το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών θα παραμείνει χαμηλό, όπως υποστηρίχθηκε παραπάνω, ενώ προοδευτικά θα υλοποιούνται και οι παρεπόμενες από την αναδιάταξη στο τραπεζικό σύστημα μειώσεις του λειτουργικού κόστους των τραπεζών. Αντιθέτως, προς την κατεύθυνση της αύξησης των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού θα ωθήσουν η αναθέρμανση της ζήτησης πιστώσεων και η αναγκαιότητα οι τράπεζες να καλύψουν με θετικό καθαρό εισόδημα από τις πιστώσεις οι οποίες εξυπηρετούνται ομαλά τις ζημίες που προκαλούν τα

προβληματικά στοιχεία ενεργητικού. Η επίδραση της — αναγκαίας για τη θωράκιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος — αύξησης του βαθμού συγκέντρωσης κατά τα τελευταία έτη στην τιμολογιακή πολιτική των συστημικών τραπεζών θα πρέπει να παρακολουθείται με προσοχή.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Η σταθεροποίηση και διαφαινόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα μας αντανakλάται σταδιακά και στα μεγέθη των ελληνικών εμπορικών τραπεζών. Η οργανική κερδοφορία εμφανίζει ανοδική τάση, κυρίως ως συνέπεια της αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους και της περυστολής του κόστους λειτουργίας. Η κεφαλαιακή επάρκεια, μετά και τις επιτυχημένες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στις οποίες προέβησαν οι τέσσερις συστημικές τράπεζες, έχει διαμορφωθεί σε ικανοποιητικό επίπεδο. Μάλιστα, η Συνολική Αξιολόγηση (Comprehensive Assessment) που διενεργήθηκε από την ΕΚΤ³ κατέδειξε ότι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και τα σχέδια αναδιάρθρωσης που υλοποιούνται από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες έχουν ενισχύσει σημαντικά την κεφαλαιακή τους θέση. Τρία από τα τέσσερα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα που έλαβαν μέρος στη Συνολική Αξιολόγηση δεν παρουσιάζουν υστέρηση κεφαλαίων με βάση την υπόθεση “δυναμικού ισολογισμού”.⁴ Επιπλέον, ούτε το τέταρτο πιστωτικό ίδρυμα⁵ παρουσιάζει ουσιαστική κεφαλαιακή υστέρηση. Ωστόσο, σημαντικές προκλήσεις παραμένουν, με κυριότερη την αποτελεσματική διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση (βλ. Ειδικό θέμα VI.2).

3 Βλ. δελτίο τύπου, Αποτελέσματα Συνολικής Αξιολόγησης, 26.10.2014, Τράπεζα της Ελλάδος.

4 Στο πλαίσιο της εφαρμογής της υπόθεσης του “δυναμικού ισολογισμού”, η Συνολική Αξιολόγηση έλαβε υπόψη τις μεταβολές στο μέγεθος και τη σύνθεση του ισολογισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων οι οποίες ήταν σύμφωνες και με τα υποβληθέντα σχέδια αναδιάρθρωσης. Σε αντίθεση, η εφαρμογή της υπόθεσης του “στατικού ισολογισμού” είχε ως συνέπεια την παραδοχή για τους σκοπούς των υπολογισμών που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο της Συνολικής Αξιολόγησης ότι το μέγεθος και η σύνθεση του ισολογισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων παραμένουν αμετάβλητα.

5 Πρόκειται για την τράπεζα Eurobank Ergasias.

Η Συνολική Αξιολόγηση διενεργήθηκε εν όψει της ανάληψης από την ΕΚΤ αρμοδιοτήτων στον τομέα της εποπτείας των τραπεζών και οι στόχοι της ήταν τρεις: α) η επίτευξη διαφάνειας με εμπλουτισμό των διαθέσιμων πληροφοριών για την πραγματική κατάσταση των πιστωτικών ιδρυμάτων, β) ο προσδιορισμός όλων των αναγκαίων διορθωτικών μέτρων στις περιπτώσεις όπου εντοπίζεται οικονομική αδυναμία κάποιου πιστωτικού ιδρύματος και γ) η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στη φερεγγυότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ από μέρους των καταθετών, των αγορών και όσων επενδύουν σε τίτλους που εκδίδουν οι τράπεζες. Τελικός σκοπός της Συνολικής Αξιολόγησης είναι η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και συνεπώς η ενίσχυση των αναπτυξιακών προοπτικών της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

Η Συνολική Αξιολόγηση κάλυψε 130 πιστωτικά ιδρύματα⁶ με σύνολο ενεργητικού 22,1 τρισεκ. ευρώ. Χρειάστηκε ένας ολόκληρος χρόνος για να ολοκληρωθεί η αξιολόγηση, στο πλαίσιο της οποίας εξετάστηκαν όλες οι συμμετέχουσες τράπεζες και όλα τα επιμέρους χαρτοφυλάκιά τους. Το εγχείρημα ήταν αποτέλεσμα συνεργασίας μεταξύ της ΕΚΤ, όλων των αρμόδιων εθνικών αρχών τραπεζικής εποπτείας, της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA) και εξωτερικών εμπειρογνομόνων.

Η Συνολική Αξιολόγηση περιλάμβανε δύο συνιστώσες:

α) Διεξοδικό έλεγχο της ποιότητας του ενεργητικού (Asset Quality Review – AQR), στο πλαίσιο του οποίου τα στοιχεία ενεργητικού των τραπεζών εξετάστηκαν σύμφωνα με μια προσέγγιση “από κάτω προς τα επάνω” (bottom-up).⁷

Ο έλεγχος κατέγραψε επακριβώς την *πραγματική* αξία των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών στις 31 Δεκεμβρίου 2013, εφαρμόζοντας με ομοιόμορφο τρόπο συντηρητικά κριτήρια προκειμένου να αποτιμηθούν οι λογιστικές αξίες, και το αποτέλεσμά του χρησίμευσε ως σημείο εκκίνησης για την άσκηση

προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Ο έλεγχος της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού διενεργήθηκε από την ΕΚΤ και τις αρμόδιες εθνικές αρχές και βασίστηκε στα εποπτικά κεφάλαια, όπως καθορίζονται από την Οδηγία και τον Κανονισμό για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (CRR/CRD IV), που ισχύουν από 1ης Ιανουαρίου 2014.⁸

β) Άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων με προοπτικό χαρακτήρα και με προσέγγιση “από επάνω προς τα κάτω” (top-down), η οποία εξέτασε την ανθεκτικότητα της φερεγγυότητας των τραπεζών σε δύο υποθετικά σενάρια: το βασικό σενάριο, στο πλαίσιο του οποίου απαιτείτο διατήρηση του Δείκτη Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε επίπεδο τουλάχιστον 8,0%, και το σενάριο δυσμενών εξελίξεων, που υπέθεσε δείκτη CET1 τουλάχιστον 5,5%. Τα σενάρια αυτά κάλυπταν την περίοδο 2014-2016 και είχαν διαμορφωθεί από κοινού με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου και την ΕΚΤ. Όπως προαναφέρθηκε, η άσκηση βασίστηκε στα ενοποιημένα στοιχεία στο τέλος του έτους 2013 και συμπεριέλαβε τις νέες πληροφορίες που προέκυψαν από τον έλεγχο της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού.

Επειδή τα σχέδια αναδιάρθρωσης των ελληνικών τραπεζών δεν είχαν επίσημα εγκριθεί και δημοσιευθεί πριν από τις 31.12.2013, οι ελληνικές τράπεζες υποχρεώθηκαν κατ’ αρχάς να εφαρμόσουν την υπόθεση του “στατικού ισολογισμού”, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της EBA. Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι προβολές που συνάγονται βάσει του στατικού ισολογισμού δεν ήταν απόλυτα αντιπροσωπευτικές της μελλοντικής κεφαλαιακής θέσης

⁶ Εκτός από τις “σημαντικές” τράπεζες, αξιολογήθηκαν και ορισμένες μικρότερες τράπεζες στα μικρότερα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.

⁷ Στην προσέγγιση αυτή, η ανάλυση εδραζόταν σε στοιχεία σε επίπεδο μεμονωμένων δανείων/δανειοληπτών (συνήθως δειγματοληπτικά). Στην προσέγγιση “από επάνω προς τα κάτω” (top-down) η ανάλυση διεξήχθη με συγκεντρωτικά στοιχεία ανά κατηγορία δανείων.

⁸ Με τη CRR/CRD IV προσδιορίζεται με πιο αυστηρό τρόπο ποια στοιχεία μπορούν να προσμετρούνται στα εποπτικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών. Επίσης, υιοθετούνται ομοιόμορφοι ορισμοί για όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ.

των εν λόγω τραπεζών, δεδομένου ότι υλοποιούν ήδη κατά το 2014 σχέδια αναδιάρθρωσης, η άσκηση διεξήχθη παράλληλα εφαρμόζοντας την προσέγγιση του “δυναμικού ισολογισμού”. Στο πλαίσιο αυτής της προσέγγισης, λήφθηκαν υπόψη τα σχέδια αναδιάρθρωσης που έχουν αξιολογηθεί και εγκριθεί από τη Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού (DG-Comp) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ενώ ταυτόχρονα ακολουθήθηκε η μεθοδολογία της ΕΒΑ για να διασφαλιστεί ίση μεταχείριση. Τα σχέδια αναδιάρθρωσης περιέχουν μια σειρά από δεσμεύσεις των τραπεζών, όπως διάθεση στοιχείων ενεργητικού και θυγατρικών, μείωση των λειτουργικών εξόδων και μείωση του κόστους των καταθέσεων. Επιπλέον, στις προβολές ενσωματώθηκαν οι μέχρι στιγμής πραγματοποιηθείσες ενέργειες των τραπεζών για ενίσχυση των κεφαλαίων τους. Επισημαίνεται ότι τα αποτελέσματα της άσκησης δεν περιλαμβάνουν τη θετική επίδραση από τις πρόσφατες νομοθετικές ρυθμίσεις που επιτρέπουν τη μετατροπή μέρους των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων⁹ των ελληνικών τραπεζών σε αναβαλλόμενες οριστικές και εκκαθαρισμένες απαιτήσεις έναντι του Δημοσίου.

Τα οργανικά αποτελέσματα των τραπεζών το α' εξάμηνο του 2014 εμφάνισαν περαιτέρω βελτίωση σε σύγκριση με το 2013 (βλ. Πίνακα V.1). Τα λειτουργικά έσοδα επηρεάστηκαν θετικά από τη μείωση των εξόδων για τόκους ως αποτέλεσμα της σημαντικής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων στις καταθέσεις προθεσμίας και του μηδενισμού της προσφυγής στον έκτακτο μηχανισμό ρευστότητας. Τα λειτουργικά έξοδα περιορίστηκαν, καθώς καταγράφηκαν τα οφέλη από τα προγράμματα εθελούσιας εξόδου προσωπικού που εφαρμόστηκαν κατά το 2013 και από το συνεχιζόμενο εξορθολογισμό του δικτύου καταστημάτων. Τα καθαρά έσοδα, ωστόσο, δεν επαρκούσαν για να καλύψουν το σχηματισμό προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Η θετική επίδραση από την αναγνώριση του αναβαλλόμενου φόρου συνέβαλε ώστε οι τράπεζες και οι όμιλοί τους να εμφανίσουν κέρδη μετά από φόρους.

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων επιδεινώθηκε περαιτέρω, αν και ο ρυθμός αύξησης των νέων δανείων σε καθυστέρηση παρουσίασε μικρή επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του έτους. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των τραπεζικών δανείων ανήλθε σε 34,1% στο τέλος Ιουνίου 2014, από 31,9% στο τέλος Δεκεμβρίου 2013. Η επιδείνωση ήταν συγκριτικά μικρότερη στα στεγαστικά δάνεια (Ιούνιος 2014: 27,4%, Δεκέμβριος 2013: 26,1%) και εντονότερη στα επιχειρηματικά δάνεια (Ιούνιος 2014: 34,6%, Δεκέμβριος 2013: 31,8%) και στην καταναλωτική πίστη (Ιούνιος 2014: 50,2%, Δεκέμβριος 2013: 47,3%). Πάντως, το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις αυξήθηκε (Ιούνιος 2014: 50,5%, Δεκέμβριος 2013: 49,3%), δεδομένου ότι ο τράπεζες ορθά ακολούθησαν συντηρητική πολιτική προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Η δυνατότητα περαιτέρω υποχώρησης των εξόδων για τόκους είναι περιορισμένη και η εκτιμώμενη αύξηση των εσόδων από τόκους είναι μικρή, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, δεδομένης της απομόχλευσης που επηρεάζει επί του παρόντος το ενεργητικό των τραπεζών και της πιθανής εξέλιξης της προσφοράς και της ζήτησης δανείων στο εγγύς μέλλον. Κατά συνέπεια, κομβική σημασία για την επιστροφή των τραπεζών στην κερδοφορία και για τη δυνατότητά τους να διοχετεύσουν πόρους στην πραγματική οικονομία αποκτά η αποτελεσματικότητα στη διαχείριση του αποθέματος των δανείων σε καθυστέρηση, αλλά και η αποφυγή της δημιουργίας νέων. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται αν συνυπολογιστεί το γεγονός ότι οι ρυθμοί οικονομικής ανόδου που αναμένονται κατά τα επόμενα έτη εκτιμάται ότι θα έχουν σχετικά

9 Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (deferred tax assets – DTA) είναι τα ποσά των φόρων εισοδήματος που είναι επιστρεπτέα σε μελλοντικές περιόδους και αφορούν: (α) προσωρινές διαφορές που μπορούν να εκπέσουν, (β) μεταφερόμενες αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημιές και (γ) μεταφερόμενους αχρησιμοποίητους πιστωτικούς φόρους. Οι αναβαλλόμενες οριστικές και εκκαθαρισμένες απαιτήσεις έναντι του Δημοσίου (deferred tax credits – DTC) είναι εισπρακτέες απαιτήσεις έναντι του Δημοσίου, η αναγνώριση των οποίων δεν εξαρτάται από τη μελλοντική κερδοφορία του πιστωτικού ιδρύματος. Γι' αυτό οι αναβαλλόμενες οριστικές και εκκαθαρισμένες απαιτήσεις έναντι του Δημοσίου προσαρμόζονται πλήρως στα εποπτικά ίδια κεφάλαια των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (α'εξάμηνο 2013 – α'εξάμηνο 2014)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	α' εξάμηνο 2013	α' εξάμηνο 2014	Μεταβολή (%)	α' εξάμηνο 2013	α' εξάμηνο 2014	Μεταβολή %
Λειτουργικά έσοδα	2.680	3.592	34,0	5.006	5.414	8,1
Καθαρά έσοδα από τόκους	2.132	2.939	37,9	3.761	4.247	12,9
– Έσοδα από τόκους	5.852	5.543	-5,3	8.189	7.692	-6,1
– Έξοδα τόκων	3.721	2.604	-30,0	4.427	3.445	-22,2
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	549	653	-	1.245	1.167	-6,3
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	295	329	11,4	719	735	2,3
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	270	92	-	435	120	-
– Λοιπά έσοδα	-17	232	-	91	312	242,7
Λειτουργικά έξοδα	-2.100	-2.015	-4,1	-3.236	-2.999	-7,3
Δαπάνες προσωπικού	-1.206	-1.085	-10,0	-1.793	-1.577	-12,0
Διοικητικά έξοδα	-745	-757	1,6	-1.166	-1.132	-2,9
Αποσβέσεις	-149	-173	15,6	-278	-290	4,5
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	580	1.577	172,0	1.770	2.415	36,4
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-3.038	-2.924	-3,8	-3.665	-3.490	-4,8
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-476	-107	-77,4	-263	1	-100,4
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές ²	6.787	-7	-	7.062	-11	-
Κέρδη προ φόρων	3.852	-1.460	-	4.903	-1.085	-
Φόροι	2.221	2.255	-	2.100	2.166	-
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	1	-52	-	-25	-228	819,7
Κέρδη μετά από φόρους	6.075	743	-	6.978	853	-

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Το α' εξάμηνο του 2013 τα μη επαναλαμβανόμενα κέρδη οφείλονταν κυρίως στη θετική επίδραση από την εξαγορά τραπεζών από τις συστημικές τράπεζες (αρνητική υπεραξία εξαγορών).

μικρή επίδραση στην αποκλιμάκωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση.

Ειδικότερα, οικονομετρικές εκτιμήσεις από την Τράπεζα της Ελλάδος, που χρησιμοποιούν τις προβλέψεις του μεσοπρόθεσμου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής όσον αφορά το ΑΕΠ και την ανεργία και τρία εναλλακτικά σενάρια για την εξέλιξη του περιθωρίου επιτοκίων (όπως αυτό προσεγγίζεται από τη διαφορά του μέσου επιτοκίου δανείων από εκείνο των καταθέσεων), καταδεικνύουν ότι ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων θα σταματήσει να αυξάνεται μέσα στο 2015. Στο πιο ευνοϊκό σενάριο, η αποκλιμάκωσή του, σε σύγκριση με το τέλος

του α' εξαμήνου του 2014, εκτιμάται σωρευτικά σε περίπου τέσσερις εκατοστιαίες μονάδες μέχρι το τέλος του 2016, οπότε ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση υπολογίζεται ότι θα διαμορφωθεί σε επίπεδο πλησίον του 30%. Συνεπώς, για την αντιμετώπιση του προβλήματος των δανείων σε καθυστέρηση, απαιτείται η λήψη συγκεκριμένων μέτρων πολιτικής που να είναι προσαρμοσμένα στην ελληνική πραγματικότητα και να μη δημιουργούν νέες κεφαλαιακές ανάγκες για τις τράπεζες.

Βάσει των ανωτέρω, η ενεργή διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση μέσω και της αξιοποίησης από τις τράπεζες (α) του πλαισίου εποπτικών υποχρεώσεων για τη διαχείριση

των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που προβλέπει η Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 42/30.5.2014 της Τράπεζας της Ελλάδος,¹⁰ αλλά και (β) των επιλογών που προβλέπει ο Κώδικας Δεοντολογίας του Ν. 4224/2013 από 1.1.2015, εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίδραση στην κατεύθυνση του περιορισμού των δανείων σε καθυστέρηση.

Σε κάθε περίπτωση, η διαχείριση των δανείων σε καθυστέρηση θα πρέπει να γίνεται με τρόπο που δεν δημιουργεί ζητήματα ηθικού κινδύνου (moral hazard). Δηλαδή δεν θα πρέπει να δημιουργούνται κίνητρα για αθέτηση οφειλών στους δανειολήπτες που έχουν αντικειμενικά τη δυνατότητα να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Ο κίνδυνος αυτός είναι ορατός σε περίπτωση που προτείνονται ορίζοντα μέτρα τα οποία δεν βασίζονται σε μια ουσιαστική αξιολόγηση των πραγματικών εισοδηματικών και περιουσιακών δυνατοτήτων των δανειοληπτών. Επίσης, όσον αφορά περιπτώσεις ρυθμίσεων/αναδιαρθρώσεων επιχειρηματικών δανείων, οι οποίες αποφάσεις θα πρέπει να λαμβάνονται με βάση τη βιωσιμότητα των επιχειρησιακών σχεδίων. Δεν πρέπει να δεσμεύονται πόροι σε επιχειρήσεις που δεν έχουν καμία προοπτική επιβίωσης, καθώς με αυτό τον τρόπο στερούνται πόρους οι υγιείς επιχειρήσεις που μπορούν να συνδράμουν στην οικονομική ανάπτυξη και την αύξηση της απασχόλησης.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση ανήλθε σε 15,9% τον Ιούνιο του 2014 (από 12% το Δεκέμβριο του 2013) και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 16,2% τον Ιούνιο του 2014 (από 13,4% το Δεκέμβριο του 2013), κυρίως ως αποτέλεσμα των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, αλλά και της αύξησης του αναβαλλόμενου φόρου.

Παρά τα θετικά αποτελέσματα που προέκυψαν από τη Συνολική Αξιολόγηση, η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι επιβάλλεται, για

λόγους πρόνοιας, διατήρηση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας σε επίπεδα αρκούντως υψηλότερα των ελαχίστων που καθορίζουν οι εποπτικοί κανόνες, ιδίως δε αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων παραμένει σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο.

Τέλος, από τις 4 Νοεμβρίου 2014, η ΕΚΤ ανέλαβε την αρμοδιότητα της εποπτείας των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ. Ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός (EEM) αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές αρμόδιες αρχές των συμμετεχουσών χωρών. Βασικός σκοπός του EEM είναι η άσκηση εποπτείας με ομοιόμορφο τρόπο σε όλα τα κράτη-μέλη και η διασφάλιση της ευρωστίας των τραπεζικών ιδρυμάτων και της σταθερότητας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ΕΚΤ θα ασκεί άμεση εποπτεία σε 120 “σημαντικούς” τραπεζικούς ομίλους, οι οποίοι αντιπροσωπεύουν 82% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού τομέα στη ζώνη του ευρώ. Σε αυτούς συγκαταλέγονται και οι τέσσερις συστημικές ελληνικές τράπεζες. Η εποπτεία των “σημαντικών” τραπεζικών ομίλων διεξάγεται από Μικτές Εποπτικές Ομάδες, οι οποίες έχουν συσταθεί με συμμετοχή στελεχών της ΕΚΤ και των εθνικών αρμοδίων αρχών. Όσον αφορά τις υπόλοιπες 3.500 τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη, η ΕΚΤ θα καθορίζει εποπτικά πρότυπα και θα παρακολουθεί την εφαρμογή τους, συνεργαζόμενη στενά με τις εθνικές αρμόδιες αρχές.

6 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

6.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι αποφάσεις του Ευρωσυστήματος τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2014 βοήθησαν να

¹⁰ Η εν λόγω Πράξη αφορά εν συντομία: (α) την καθιέρωση οργανωτικά ανεξάρτητης λειτουργίας διαχείρισης των ανοιγμάτων σε καθυστέρηση και των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, (β) τη θέσπιση χωριστής καταγεγραμμένης στρατηγικής διαχείρισης των ως άνω ανοιγμάτων, η υλοποίηση της οποίας θα υποστηρίζεται από τα κατάλληλα μηχανογραφικά συστήματα και διαδικασίες, και (γ) την καθιέρωση περιοδικής υποβολής αναφορών προς τη διοίκηση του πιστωτικού ιδρύματος και την Τράπεζα της Ελλάδος.

διατηρηθεί η τάση περιορισμού των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των κρατικών ομολόγων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ομοίως, συνεχίστηκε η υποχώρηση των αποδόσεων των ομολόγων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και αυξήθηκαν οι τιμές των μετοχών στις ευρωπαϊκές αγορές. Ταυτόχρονα όμως ο ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης που αντλούν οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από την αγορά ομολογιακών τίτλων στα κράτη-μέλη της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ εμφάνισε επιβράδυνση σε σύγκριση με το 2013.

Η τάση υποχώρησης των αποδόσεων ανακόπηκε πρόσκαιρα το Σεπτέμβριο, λόγω της αβεβαιότητας για την τήρηση δημοσιονομικής πειθαρχίας σε σημαντικό μέγεθος οικονομίες της ζώνης του ευρώ και των εκτιμήσεων για την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη Νομισματική Ένωση. Στη διαμόρφωση συνθηκών υψηλής μεταβλητότητας συνέβαλε η ανησυχία για τις προοπτικές του τραπεζικού κλάδου αρχικά λόγω της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου μεγάλου πορτογαλικού τραπεζικού ομίλου. Εν συνεχεία, οι μεταβαλλόμενες εκτιμήσεις των αγορών όσον αφορά τα πιθανά πορίσματα της Συνολικής Αξιολόγησης που διενεργούσε η ΕΚΤ προκάλεσαν διακυμάνσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Κατά τη διάρκεια του Νοεμβρίου, ενδείξεις ότι το Ευρωσύστημα πρόκειται να διευρύνει τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζει ενίσχυσαν την επενδυτική εμπιστοσύνη στις αγορές ομολόγων.

Συνολικά πάντως, οι αποδόσεις των ομολόγων των κρατών που θεωρούνται ασφαλείς επενδυτικοί προορισμοί διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, εμφανίζοντας μάλιστα κατά περιόδους και αρνητικό πρόσημο (στις πιο βραχυπρόθεσμες διάρκειες), που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να καταβάλουν χρηματικό αντίτιμο για την ασφάλεια των κεφαλαίων τους. Η ελαχιστοποίηση των κινδύνων εξακολουθεί να αποτελεί το βασικό κριτήριο των επενδυτικών αποφάσεων και η διαφαινόμενη προοπτική ασθενικής

οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να συνεχίσει να επιδρά στη διαμόρφωση του επενδυτικού κλίματος στη ζώνη του ευρώ. Κατά συνέπεια, οι εξελίξεις των εκδόσεων και των τιμών των ελληνικών αξιογράφων θα επηρεάζονται σημαντικά από την τάση των αγορών για ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

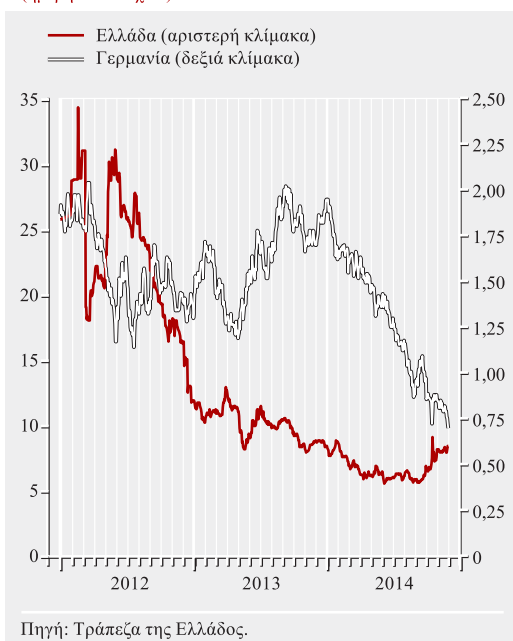
6.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2014, λόγω της βελτίωσης του ευρύτερου ευρωπαϊκού επενδυτικού κλίματος αλλά και της ενίσχυσης της επενδυτικής εμπιστοσύνης ειδικότερα προς την ελληνική οικονομία, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνέχισαν την πτωτική τους τάση. Μάλιστα, για πρώτη φορά μετά την εμφάνιση δυσχερειών χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου στις αρχές του 2010, την περίοδο Μαΐου-Αυγούστου 2014 παρατηρήθηκαν αποδόσεις σε επίπεδο χαμηλότερο του 6%. Επίσης, την ίδια περίοδο η διαφορά απόδοσης του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου αναφοράς και του αντίστοιχου γερμανικού διαμορφώθηκε σε επίπεδα κάτω των 500 μονάδων βάσης, δηλ. συγκρίσιμα με εκείνα που επικρατούσαν πριν από την υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου σε κατηγορία χαμηλότερη της επενδυτικής τον Απρίλιο του 2010 (βλ. Διάγραμμα VI.4).

Από τα τέλη Σεπτεμβρίου 2014, το επενδυτικό κλίμα επιδεινώθηκε, αρχικά λόγω των ευρωπαϊκών οικονομικών εξελίξεων, με αποτέλεσμα αύξηση της μεταβλητότητας και ελαφρά άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων των ευάλωτων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ακολούθως, λόγω ανησυχίας των επενδυτών όσον αφορά την ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της δημοσιονομικής προσαρμογής στην Ελλάδα, συνεπεία της πολιτικής αβεβαιότητας, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων ακολούθησαν ανοδική τροχιά. Οι τάσεις αυτές εντάθηκαν και κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου 2014, με αποτέλεσμα στα μέσα του μηνός η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου να αυξηθεί σε επίπεδα άνω του 9%, δηλ. αντί-

Διάγραμμα VI.4 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου (Ιανουάριος 2012-Νοέμβριος 2014)

(ημερήσια στοιχεία)



στοιχα με εκείνα που επικρατούσαν κατά τη διάρκεια του δ' τριμήνου του 2013. Η εξέλιξη αυτή δεν αναστράφηκε ούτε κατόπιν των ανακοινώσεων σχετικά με τη συνεπή εκτέλεση του Προϋπολογισμού του 2014 και την υπέρβαση των δημοσιονομικών στόχων για την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2014 ούτε και λόγω της επιβεβαίωσης των προοπτικών για βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα μας.

Μετά (α) τις αποφάσεις της ΕΚΤ για μείωση των συντελεστών περικοπής (haircuts) για τη χρήση των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από το Ελληνικό Δημόσιο (ή καλύπτονται από εγγύησή του) ως εξασφαλίσεων στις πράξεις αναχρηματοδότησης οι οποίες διενεργούνται από το Ευρωσύστημα και (β) τις συζητήσεις για την παροχή από τους διεθνείς πιστωτές πιστωτικής γραμμής με σκοπό τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης των δανειακών αναγκών του Δημοσίου από τις αγορές κεφαλαίων, η επενδυτική αβεβαιότητα μετριασθηκε, με αποτέλεσμα να ανακοπεί η ανοδική τάση των απο-

δόσεων. Βέβαια, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων διατηρήθηκαν σε αυξημένα επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια του Νοεμβρίου (απόδοση δεκαετούς ομολόγου στις 28.11.2014: 8,4%).

Οι συνθήκες που επικράτησαν στις αρχές του 2014 διευκόλυναν τη διάθεση μεσομακροπρόθεσμων τίτλων από το Ελληνικό Δημόσιο, με αποτέλεσμα την έκδοση ομολόγων διάρκειας πέντε ετών (στις 10.4.2014, με ποσό έκδοσης 3 δισεκ. ευρώ και τοκομερίδιο 4,75%) και τριών ετών (στις 10.7.2014, με ποσό έκδοσης 1,5 δισεκ. ευρώ και τοκομερίδιο 3,375%). Εξάλλου, βελτιώθηκαν οι συνθήκες ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να αυξάνεται σημαντικά (44 εκατ. ευρώ) την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2014 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2013 (6 εκατ. ευρώ). Την ίδια περίοδο του 2014 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) διαμορφώθηκε σε 300 εκατ. ευρώ, από 218 εκατ. ευρώ το 2013.

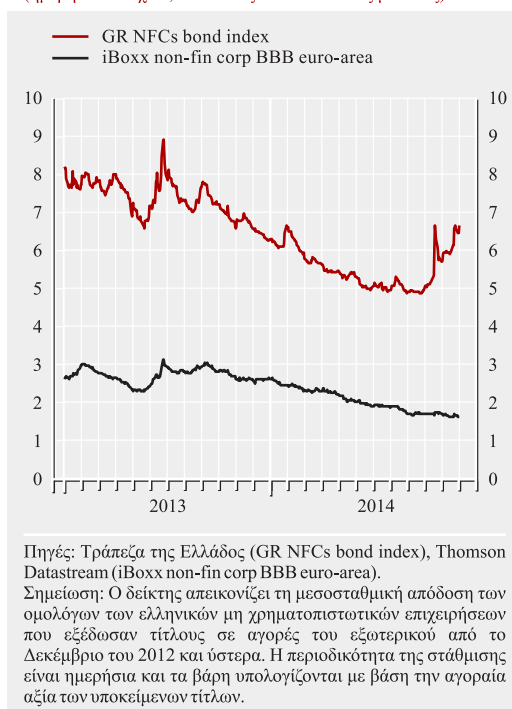
Η έκδοση των μεσομακροπρόθεσμων τίτλων, σε συνδυασμό με τις τακτικές εκδόσεις εντόκων γραμματίων (Ιαν.-Νοέμ. 2014: 34 δισεκ. ευρώ, Ιαν.-Νοέμ. 2013: 37 δισεκ. ευρώ), συνέβαλε στην κάλυψη μέρους των χρηματοδοτικών αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου και παράλληλα στον περιορισμό της επενδυτικής αβεβαιότητας όσον αφορά την αποτίμηση των ελληνικών ομολόγων, λόγω της συμπλήρωσης της καμπύλης αποδόσεων. Η εξέλιξη αυτή υποβοήθησε τη μείωση των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων (μέσο σταθμικό επιτόκιο Ιαν.-Νοέμ. 2014: 2,6%, Ιαν.-Νοέμ. 2013: 4,1%) και την εξομάλυνση της κλίσης της καμπύλης (βλ. Ειδικό θέμα VI.4).

6.3 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Η έκδοση ομολόγων από μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου κατέστη δυνατή λόγω της σταθεροποίησης του οικονομικού περιβάλλοντος στη χώρα μας και της επακόλουθης βελτίωσης των συνθηκών

Διάγραμμα VI.5 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2013-Νοέμβριος 2014)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία. Κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2014 ελληνικές επιχειρήσεις με ισχυρή εξαγωγική δραστηριότητα και με εύρωστα οικονομικά στοιχεία άντλησαν 2,5 δισεκ. ευρώ από τις διεθνείς αγορές ομολόγων, με σκοπό κυρίως την αποπληρωμή τραπεζικού δανεισμού. Μάλιστα, οι εν λόγω εκδόσεις είχαν μεσοσταθμικό επιτόκιο 4,7%, δηλ. σημαντικά χαμηλότερο εκείνου των προγενέστερων εκδόσεων των ίδιων εταιριών (2013: 8,3%).

Η μεγάλη βελτίωση, καθ' όλη τη διάρκεια του 2013 αλλά και την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014, της αποτίμησης στη δευτερογενή αγορά των υφιστάμενων εκδόσεων, αναστράφηκε από τα μέσα του Οκτωβρίου 2014. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το σχετικό δείκτη που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, στο τέλος Σεπτεμβρίου 2014 η μεσοσταθμική απόδοση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων είχε υποχωρήσει στο 5% από 6,2%

το Δεκέμβριο του 2013 (βλ. Διάγραμμα VI.5), ενώ η διαφορά της από την αντίστοιχη απόδοση των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ (με βάση το δείκτη iBoxx NFC EA BBB) μειώθηκε σε 315 μονάδες βάσης από 365 μονάδες βάσης στο τέλος του 2013, παρά τη βελτίωση της αποτίμησης των εταιρικών ομολόγων στις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ.

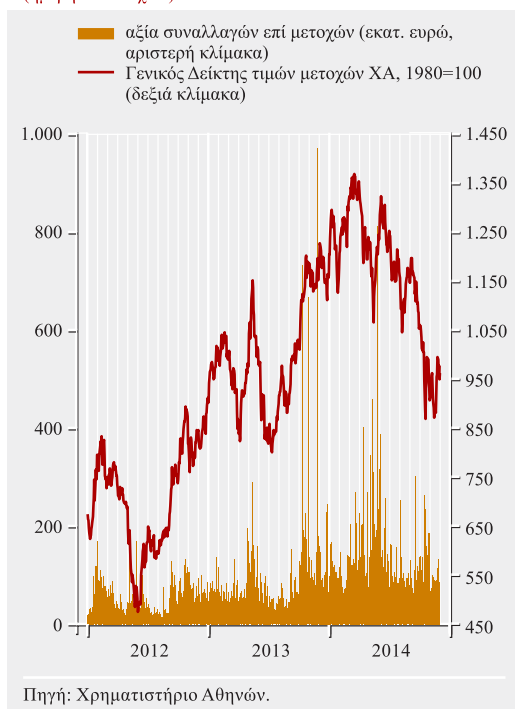
Ωστόσο, τον Οκτώβριο του 2014 παρατηρήθηκαν κατακόρυφη αύξηση του κόστους δανεισμού των εταιριών, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν και παρά τα εύρωστα οικονομικά στοιχεία των εγχώριων επιχειρήσεων, καθώς και πρόσκαιρη αποσύνδεση των αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων. Στα τέλη Νοεμβρίου η μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων είχε αυξηθεί σε 5,4% και η διαφορά της από την αντίστοιχη απόδοση των εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ στις 480 μονάδες βάσης. Εφόσον η τάση αυτή δεν αναστραφεί, εκτιμάται ότι θα δυσχερανθεί η περαιτέρω άντληση κεφαλαίων εκ μέρους των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές τόσο λόγω αύξησης του κόστους όσο και λόγω μείωσης της διαθεσιμότητας πόρων.

6.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι θετικές επιδόσεις των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2014 αντιστράφηκαν σταδιακά, με αποτέλεσμα στο τέλος Νοεμβρίου 2014 ο γενικός δείκτης να καταγράφει απώλειες 17% σε σύγκριση με τις αρχές του έτους (βλ. Διάγραμμα VI.6). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την πτώση, μετά το α' τρίμηνο, των τιμών των μετοχών των τραπεζών και των υπόλοιπων εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Η πτώση αντισταθμίστηκε μερικώς από τις θετικές, κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου, αποδόσεις των μετοχών των εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, που μάλλον αντικατοπτρίζουν αισιόδοξες προσδοκίες.

Διάγραμμα VI.6 Γενικός Δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2012-Νοέμβριος 2014)

(ημερήσια στοιχεία)



Οι μετοχές του τραπεζικού κλάδου επηρεάστηκαν αρχικά από τις αυξήσεις κεφαλαίου στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2014. Ακολουθώντας, ιδίως δε από τα τέλη Σεπτεμβρίου, οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών, όπως και τραπεζών άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, επηρεάστηκαν από την αβεβαιότητα για τις κεφαλαιακές ανάγκες που ενδεχομένως θα προέκυπταν μετά την ολοκλήρωση της Συνολικής Αξιολόγησης (1.10 έως 24.10: Euro Stoxx banks: -4%, ελληνικός τραπεζικός δείκτης: -4%). Η υποχώρηση των τιμών των ελληνικών τραπεζικών μετοχών συνεχίστηκε λόγω της εγχώριας αβεβαιότητας και το Νοέμβριο (27.10 έως 28.11: -10%) παρά την ανακοίνωση στις 26 Οκτωβρίου θετικών αποτελεσμάτων από τη Συνολική Αξιολόγηση της ΕΚΤ και τη βελτίωση των συνθηκών για τις μετοχές των ευρωπαϊκών τραπεζών.

Η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών δια-

μορφώθηκε στις 28.11.2014 σε 60 δισεκ. ευρώ, έναντι 67 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2013. Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014 η άντληση κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανήλθε σε 8,7 δισεκ. ευρώ, γεγονός που αντανακλά κυρίως τις αυξήσεις κεφαλαίου των ελληνικών τραπεζών, ενώ πραγματοποιήθηκε και η πρώτη εισαγωγή εταιρίας στην κύρια αγορά από το 2009. Τέλος, το διάστημα Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2014 η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών αυξήθηκε κατά 50% συγκρινόμενη με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους και ανήλθε σε 130 εκατ. ευρώ.

7 Η ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2014, στην ασφαλιστική αγορά στην Ελλάδα δραστηριοποιούνταν εξήντα οκτώ (68) ασφαλιστικές επιχειρήσεις με καθεστώς εγκατάστασης,¹¹ με συνολικό ενεργητικό ύψους 15,7 δισεκ. ευρώ. Σε όρους παραγωγής ασφαλίσεων, το μερίδιο αγοράς των ελληνικών ασφαλιστικών επιχειρήσεων ανήλθε σε 94,2%, του οποίου το 45,03% αφορά θυγατρικές ευρωπαϊκών ομίλων, και το μερίδιο των υποκαταστημάτων κρατών-μελών της ΕΕ και τρίτων χωρών σε 5,8%. Όσον αφορά το βαθμό συγκέντρωσης ως προς την παραγωγή ασφαλίσεων, οι 5 και 10 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στις ασφαλίσεις ζωής κατέχουν το 78,5% και 92,2% της συγκεκριμένης αγοράς και οι 5 και 10 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στις ασφαλίσεις κατά ζημιών το 38,8% και 58,8% αντίστοιχα.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2014, κύριο χαρακτηριστικό της ασφαλιστικής αγοράς ήταν η συνολική μείωση της παραγωγής ασφαλίσεων, για τέταρτη συνεχή χρονιά. Ωστόσο, σε αντίθεση με την εξέλιξη της παραγωγής του κλάδου ζημιών, η παραγωγή στις ασφαλίσεις ζωής άρχισε να ανακάμπτει, παρουσιάζοντας θετικό ρυθμό μεταβολής.

¹¹ Ως "εγκατάσταση" θεωρείται η έδρα καθώς και κάθε πρακτορείο ή υποκατάστημα μιας επιχείρησης, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 2α του Ν.Δ. 400/1970.

Τα συνολικά έσοδα από ασφάλιστρα σημείωσαν υποχώρηση κατά 3,4% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2013, προερχόμενη κυρίως από την κατά 10,53% πτώση των ασφαλίσεων από ασφαλίσεις ζημιών, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από την κατά 7,71% άνοδο των ασφαλίσεων από ασφαλίσεις ζωής. Το σύνολο διαμορφώθηκε σε 2,05 δισεκ. ευρώ (Ιαν.-Ιούν. 2013: 2,12 δισεκ. ευρώ), εκ των οποίων το 39,1% προήλθε από ασφαλίσεις ζωής και το 60,9% από ασφαλίσεις κατά ζημιών.

Το σύνολο των τεχνικών αποθεμάτων των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος ασφαλιστικών επιχειρήσεων αυξήθηκε και διαμορφώθηκε σε 11,9 δισεκ. ευρώ (Ιαν.-Ιούν. 2013: 11,7 δισεκ. ευρώ).

Από την αρχή της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2014 η Τράπεζα της Ελλάδος επικεντρώθηκε στη διαπίστωση της εφαρμογής των νέων κανονιστικών Πράξεων Εκτελεστικής Επιτροπής 30 και 31/30.9.2013 που τέθηκαν σε ισχύ την 1.1.2014. Προς το σκοπό αυτό, εντάθηκαν οι έλεγχοι τόσο στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις όσο και στους ασφαλιστικούς διαμεσολαβητές και, όπου παρατηρήθηκαν αποκλίσεις από το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, έγιναν συστάσεις προσαρμογής.

Στο πλαίσιο της προετοιμασίας για το νέο εποπτικό καθεστώς της “Φερεγγυότητας II” (“Solvency II”)¹² από την 1.1.2016,¹³ η ευρωπαϊκή εποπτική αρχή ΕΙΟΡΑ έθεσε σε ισχύ από 1.1.2014 τα Ενδιάμεσα Μέτρα Εφαρμογής (Interim Guidelines) τα οποία καλύπτουν τις ποσοτικές (Πυλώνας I) και τις ποιοτικές απαιτήσεις (Πυλώνας II) που εισάγει το νέο θεσμικό πλαίσιο, καθώς και τα θέματα διαμόρφωσης των εποπτικών αναφορών και της ενημέρωσης του κοινού (Πυλώνας III).

Για την προετοιμασία κάλυψης των ποσοτικών απαιτήσεων του Πυλώνα I, η Τράπεζα της Ελλάδος διεξήγαγε, σε συνεργασία με την ΕΙΟΡΑ, άσκηση αντοχής σε ακραίες καταστάσεις (stress test), στην οποία συμμετείχε το σύνολο της αγοράς. Η άσκηση περιλάμβανε

δύο μέρη, το βασικό σενάριο (core module) και το σενάριο χαμηλών επιτοκίων (low-yield module), με σκοπό την εκτίμηση των επιπτώσεων στα οικονομικά μεγέθη και τις κεφαλαιακές ανάγκες των ασφαλιστικών εταιριών. Σύμφωνα με κριτήρια που έθεσε η ΕΙΟΡΑ, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις χωρίστηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος σε δύο ομάδες. Στην πρώτη συμμετείχαν δώδεκα ασφαλιστικές επιχειρήσεις, των οποίων τα αποτελέσματα διαβιβάστηκαν στην ΕΙΟΡΑ, και στη δεύτερη συμμετείχαν όλες οι υπόλοιπες. Τα αποτελέσματα της άσκησης θα ανακοινωθούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο από την ΕΙΟΡΑ μέχρι το τέλος του έτους.

Για την προετοιμασία της κάλυψης των ποιοτικών απαιτήσεων του Πυλώνα II, πραγματοποιήθηκε σειρά συναντήσεων με τις διοικήσεις και στελέχη όλων σχεδόν των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Στόχος ήταν η ενημέρωση για τα Ενδιάμεσα Μέτρα Εφαρμογής στα οποία περιγράφεται το υπόδειγμα οργάνωσης της ασφαλιστικής επιχείρησης, με ανάλυση των τεσσάρων βασικών λειτουργιών (αναλογιστική, εσωτερικός έλεγχος, διαχείριση κινδύνων και κανονιστική συμμόρφωση). Επισημάνθηκε επίσης η ανάγκη εντατικοποίησης των προπαρασκευαστικών ενεργειών για τη σταδιακή προσαρμογή των πρακτικών, των μεθόδων και των συστημάτων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων για να αντεπεξέλθουν αποτελεσματικά στους νέους κανόνες. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος ζήτησε από τις επιχειρήσεις να εκπονήσουν μελέτη αποκλίσεων μεταξύ της υφιστάμενης κατάστασης και της επερχόμενης σε περιβάλλον Φερεγγυότητας II (gap analysis). Η μελέτη αυτή αποτελεί βάση για τον εντοπισμό των αναγκών και των απαιτούμενων ενεργειών για τη σύγκλιση και εναρμόνιση των επιχειρήσεων με το νέο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο. Επιπλέον, η Τράπεζα της Ελλάδος ζήτησε τακτικές αναφορές προόδου για θέματα εταιρικής διακυβέρνησης του Πυλώνα II, καθώς και δοκιμαστικές υποβολές στοιχείων και αναφορών του Πυλώνα III.

¹² Οδηγία 2009/138/ΕΚ.

¹³ Οδηγία 2013/58/ΕΕ.

Συνεχίστηκαν επίσης οι εργασίες των οκτώ Ομάδων Εργασίας που συστάθηκαν το 2012 με πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος με σκοπό την αναβάθμιση της ποιότητας των στατιστικών στοιχείων των επιχειρήσεων, αλλά και τη δημιουργία κατάλληλων αναλογιστικών μοντέλων αποτίμησης συγκεκριμένων ασφαλιστικών κινδύνων. Το έργο βρίσκεται στην τελική φάση υλοποίησής του, σε συνεργασία με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, και ταχύτερα από όσο είχε αρχικά σχεδιαστεί. Η ολοκλήρωσή του, με την οριστι-

κοποίηση των σχετικών εκθέσεων, αναμένεται πριν το τέλος του έτους.

Οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος επεκτάθηκαν και στον κλάδο της ασφαλιστικής διαμεσολάβησης, με την έκδοση της ΠΕΕ 38/1.4.2014 (ΦΕΚ Β 1340/27.5.2014) “Αναπροσαρμογή των ποσών υποχρεωτικής ασφάλισης επαγγελματικής αστικής ευθύνης των ασφαλιστικών διαμεσολαβητών” τα οποία προβλέπονται στο άρθρο 4 παρ. 1Α περ. στ’) του Π.Δ. 190/2006.

Ειδικό θέμα VI.1

ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΜΜΕ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ)¹ αποτελούν την πλειονότητα των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, αντιπροσωπεύουν άνω των 2/3 της προστιθέμενης αξίας και άνω των 4/5 της συνολικής απασχόλησης. Η κρίση επιδείνωσε σημαντικά τη χρηματοοικονομική κατάσταση των ΜΜΕ. Μεταξύ 2008 και 2013 ο αριθμός των απασχολούμενων σε ΜΜΕ υποχώρησε κατά 27%, ενώ μία στις τέσσερις επιχειρήσεις έκλεισε.² Με σκοπό την άμβλυνση αυτών των προβλημάτων και ειδικότερα την τόνωση της ρευστότητας των ΜΜΕ, υπήρξαν πρωτοβουλίες σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Τα τελευταία έτη οι εξής φορείς συνεργάστηκαν με τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας των ΜΜΕ στην Ελλάδα: α) το Εθνικό Ταμείο Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης (ΕΤΕΑΝ), β) η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και γ) το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ΕΤΑΕ). Μέσω διαφορετικών προγραμμάτων, από τα οποία ορισμένα άρχισαν να λειτουργούν το 2011 και άλλα προστέθηκαν τα έτη που ακολούθησαν, οι ανωτέρω φορείς, προσφέροντας κεφάλαια περίπου 3 δισεκ. ευρώ, χρηματοδοτούν τις ελληνικές ΜΜΕ μέσω του τραπεζικού συστήματος. Δεδομένου ότι στην πλειονότητα των προγραμμάτων προβλέπεται η υποχρεωτική συγχρηματοδότηση από τα πιστωτικά ιδρύματα,³ ενώ σε ορισμένα προγράμματα τα κεφάλαια των φορέων μπορούν να ανακυκλωθούν,⁴ το απόθεμα των κεφαλαίων υπέρ της ενίσχυσης της ρευστότητας των ΜΜΕ (τα οποία είναι διαθέσιμα προς αξιοποίηση έως το τέλος του 2015) υπερβαίνει μέχρι στιγμής τα 5 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα Α) και ισοδυναμεί με περίπου 10% του τρέχοντος υπολοίπου των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΜΕ.

Τα χρηματοδοτικά προγράμματα στο πλαίσιο των οποίων διοχετεύονται τα κεφάλαια των φορέων προς τις ΜΜΕ είναι δυνατόν να διακριθούν σε: α) προγράμματα δανειοδότησεων (συγχρημα-

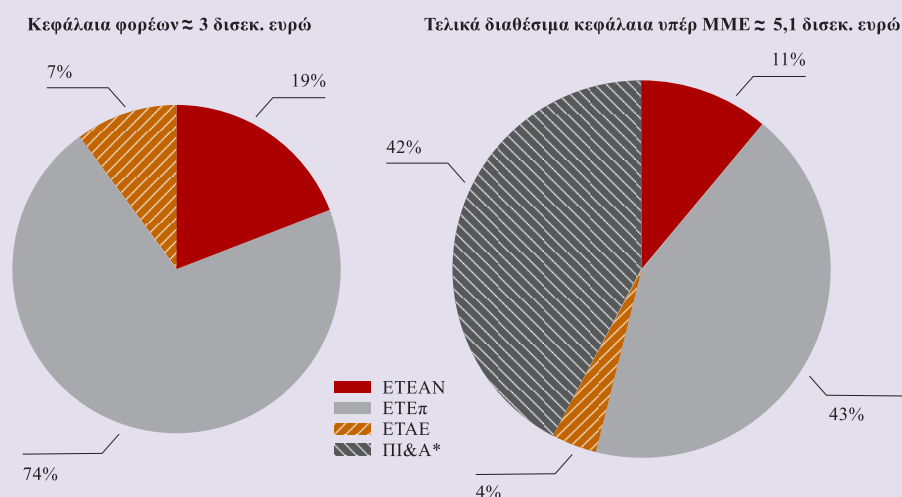
1 Μικρομεσαίες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται, σύμφωνα με το παράρτημα της Σύστασης 361/2003 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (άρθρο 2), οι επιχειρήσεις οποιασδήποτε νομικής μορφής οι οποίες απασχολούν λιγότερα από 250 άτομα και των οποίων ο ετήσιος κύκλος εργασιών δεν υπερβαίνει τα 50 εκατ. ευρώ, ή το σύνολο του ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 43 εκατ. ευρώ.

2 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, “2014 SBA FactSheet Greece”, σελ. 1.

3 Ανάλογα με το προβλεπόμενο σχήμα συγχρηματοδότησης, τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να συμμετέχουν με τραπεζικά κεφάλαια (συμπληρωματικά των κεφαλαίων των φορέων) στα δάνεια προς τις ΜΜΕ. Ενδεικτικά, στα σημαντικότερα προγράμματα της ΕΤΕπ “Global Loans State Guarantee” και “Global Loans Guarantee Fund”, τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να προσαυξάνουν κατά 33% τα κεφάλαια της ΕΤΕπ, ενώ στα προγράμματα του ΕΤΑΕ και στο (σημαντικότερο όσον αφορά το ύψος των προσφερόμενων κεφαλαίων) πρόγραμμα του ΕΤΕΑΝ “Επιχειρηματική Επανεκκίνηση” το σχήμα συγχρηματοδότησης είναι 1:1.

4 Ενδεικτικά, στο πρόγραμμα “Trade Finance” της ΕΤΕπ τα κεφάλαια διατίθενται για παροχή εγγυήσεων τετράμηνης διάρκειας και συνεπώς είναι δυνατόν να ανακυκλώνονται έως τρεις φορές ετησίως, στηρίζοντας συναλλαγές πολλαπλάσιας αξίας.

Διάγραμμα Α Διάρθρωση κεφαλαίων



* ΠΙ = πιστωτικά ιδρύματα, Α = ανακύκλωση πόρων.

Πηγές: Εθνικό Ταμείο Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης, Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, Επεξεργασία στοιχείων, Τράπεζα της Ελλάδος.

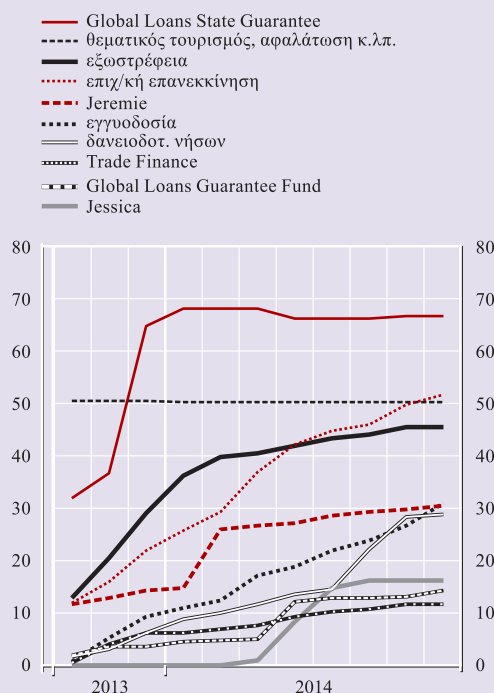
τοδοτούμενα προγράμματα), στα οποία οι φορείς χρηματοδοτούν ή συγχρηματοδοτούν από κοινού με τα πιστωτικά ιδρύματα τραπεζικά δάνεια προς τις ΜΜΕ με ευνοϊκά επιτόκια, και β) προγράμματα εγγυοδοσίας, στα οποία οι φορείς προσφέρουν κεφάλαια ως εγγυήσεις προκειμένου να καλυφθεί μέρος του πιστωτικού κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου δανείων ή άλλων πιστωτικών μέσων (π.χ. εγγυητικών επιστολών) υπέρ των ΜΜΕ. Τα οφέλη για τις ΜΜΕ από την αξιοποίηση των προγραμμάτων είναι, μεταξύ άλλων, η μείωση του ονομαστικού επιτοκίου των δανείων και η μείωση των εξασφαλίσεων, συμπεριλαμβανομένης της δέσμευσης μετρητών, που απαιτούνται από τις τράπεζες για τη χορήγηση των δανείων ή των άλλων πιστωτικών μέσων.

Η απορρόφηση των διαθέσιμων κεφαλαίων που προσφέρονται μέσω των προγραμμάτων αρχικά δεν ήταν ικανοποιητική, κυρίως λόγω χαμηλής ζήτησης. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια του 2014 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση του βαθμού απορρόφησης⁵ στα περισσότερα προγράμματα (βλ. Διάγραμμα Β).⁶ Υπολογίζεται ότι έως τον Αύγουστο του 2014 είχε εκταμιευθεί πάνω από 1 δισεκ. ευρώ σε προγράμματα δανειοδοτήσεων, δηλαδή περίπου το 30% των συνολικών κεφαλαίων (κεφάλαια φορέων και τραπεζών), ενώ τα ποσά για τα οποία είχαν υπογραφεί δανειακές συμβάσεις υπερέβαιναν το 1/3 των διαθέσιμων κεφαλαίων. Μικρότερη κατά μέσο όρο απορρόφηση παρατηρήθηκε στα προγράμματα εγγυοδοσίας. Στην προοδευτικά μεγαλύτερη αξιοποίηση των χρηματοδοτικών προγραμμάτων φαίνεται ότι συνέβαλε ιδιαίτερα η αύξηση της ζήτησης επιχειρηματικών δανείων. Επιπρόσθετα συνέβαλαν οι βελτιωτικές τροποποιήσεις που έγιναν στο σχεδιασμό των προγραμμάτων, όπως: α) η άρση (εντός του 2012) του περιορισμού στη χρηματοδό-

⁵ Ως βαθμός απορρόφησης ορίζεται ο λόγος της αξίας των συμβάσεων που έχουν υπογραφεί από τα εγγώρια πιστωτικά ιδρύματα με ΜΜΕ στο πλαίσιο των χρηματοδοτικών προγραμμάτων προς το συνολικό απόθεμα διαθέσιμων κεφαλαίων που προσφέρεται μέσω των προγραμμάτων. Για το συνολικό απόθεμα κεφαλαίων λαμβάνονται υπόψη τα αρχικώς προσφερόμενα κεφάλαια των φορέων (και τα τραπεζικά κεφάλαια), δηλαδή δεν λαμβάνεται υπόψη η πρακτική μετακίνησης των πόρων μεταξύ των χρηματοδοτικών εργαλείων ή η απόσυρση πόρων από τα προγράμματα στα οποία δεν παρατηρείται ικανοποιητικός βαθμός απορρόφησης.

⁶ Όσον αφορά το πρόγραμμα "Θεματικός Τουρισμός, Αφαλάτωση, Διαχείριση Απορριμμάτων, Πράσινες Υποδομές, Πράσινες Εφαρμογές, ΑΠΕ" του ΕΤΕΑΝ δεν παρατηρείται βελτίωση της απορρόφησης, καθώς τα εναπομείναντα κεφάλαια έχουν αποσυρθεί.

Διάγραμμα Β Βαθμός απορρόφησης των διαθέσιμων κεφαλαίων (Οκτώβριος 2013-Αύγουστος 2014)



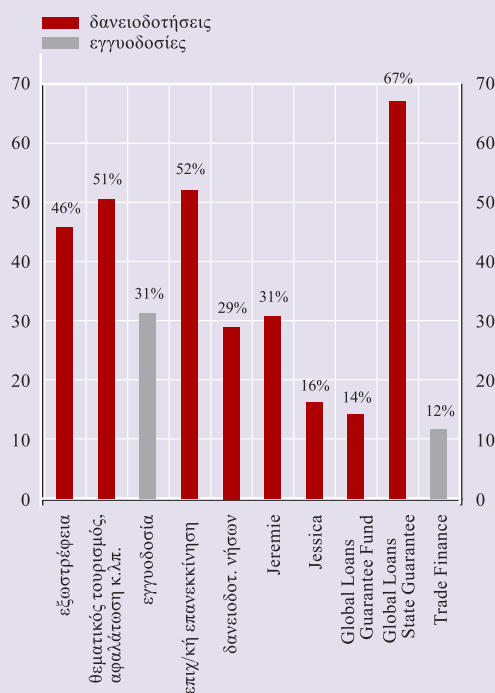
Πηγές: Εθνικό Ταμείο Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης, Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, Υπουργείο Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας, Γενική Γραμματεία Δημοσίων Επενδύσεων – ΕΣΠΑ, Ελληνική Ένωση Τραπεζών. Επεξεργασία στοιχείων, Τράπεζα της Ελλάδος. Σημείωση: Ως βαθμός απορρόφησης ορίζεται ο λόγος της αξίας των συμβάσεων που έχουν υπογραφεί από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα με ΜΜΕ στο πλαίσιο των χρηματοδοτικών προγραμμάτων προς το συνολικό απόθεμα κεφαλαίων που προσφέρεται μέσω των προγραμμάτων. Για το πρόγραμμα Trade Finance της ΕΤΕπ το ποσοστό υπολογίζεται ως προς το αρχικό κεφάλαιο του φορέα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η δυνατότητα ανακύκλωσης των κεφαλαίων.

τηση κεφαλαίου κίνησης, β) η αύξηση των ορίων πίστωσης ανά επιχειρηματικό σχέδιο, γ) η υπό προϋποθέσεις άρση του περιορισμού της χρηματοδότησης επιχειρήσεων που λειτουργούν λιγότερο από 3 έτη. Τέλος, την απορρόφηση των διαθέσιμων κεφαλαίων επιτάχυνε η πρακτική των φορέων να μετακινούν πόρους από προγράμματα στα οποία παρουσιάζεται πλεόνασμα προσφερόμενων κεφαλαίων προς προγράμματα στα οποία παρουσιάζεται έλλειμμα.

Παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις ως προς το βαθμό απορρόφησης μεταξύ των επιμέρους χρηματοδοτικών προγραμμάτων (βλ. Διάγραμμα Γ).⁷ Οι αποκλίσεις δικαιολογούνται από διαφορές στα χαρακτηριστικά των προγραμμάτων, οι οποίες αφορούν π.χ. το ονομαστικό επιτόκιο, τις προμήθειες, το ύψος απαιτούμενων εγγυήσεων εκ μέρους των τραπεζών, την υποχρεωτική συμμετοχή ιδιωτικών κεφαλαίων στη χρηματοδότηση, τους περιορισμούς ως προς τις επιλέξιμες

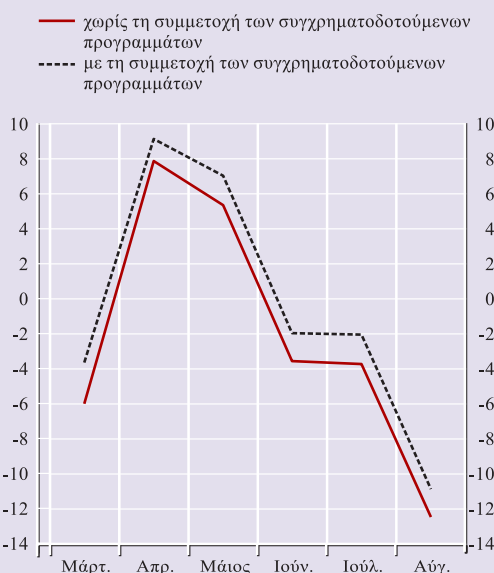
⁷ Επισημαίνεται ότι για το πρόγραμμα “Global Loans Guarantee Fund” η ΕΤΕπ μέχρι τον Αύγουστο δεν είχε αποδεσμεύσει το σύνολο των κεφαλαίων προς τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα και κατά συνέπεια ο βαθμός απορρόφησης του προγράμματος υποεκτιμάται.

Διάγραμμα Γ Βαθμός απορρόφησης των κεφαλαίων ανά χρηματοδοτικό πρόγραμμα (Αύγουστος 2014)



Πηγές: Εθνικό Ταμείο Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης, Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, Υπουργείο Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας, Γενική Γραμματεία Δημοσίων Επενδύσεων – ΕΣΠΑ, Ελληνική Ένωση Τραπεζών. Επεξεργασία στοιχείων, Τράπεζα της Ελλάδος. Σημείωση: Ως βαθμός απορρόφησης ορίζεται ο λόγος της αξίας των συμβάσεων που έχουν υπογραφεί από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα με ΜΜΕ στο πλαίσιο των χρηματοδοτικών προγραμμάτων προς το συνολικό απόθεμα κεφαλαίων που προσφέρεται μέσω των προγραμμάτων. Για το πρόγραμμα Trade Finance της ΕΤΕπ το ποσοστό υπολογίζεται ως προς το αρχικό κεφάλαιο του φορέα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η δυνατότητα ανακύκλωσης των κεφαλαίων.

Διάγραμμα Δ Ρυθμός μεταβολής υπολοίπου δανείων προς ΜΜΕ*
(Μάρτιος-Αύγουστος 2014)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Κυλιόμενος ετησιοποιημένος ρυθμός τετραμήνου.

επιχειρήσεις και δαπάνες. Οι αποκλίσεις ερμηνεύονται επίσης από το ότι τα προγράμματα ενεργοποιήθηκαν σε διαφορετικά χρονικά σημεία.⁸

Τα συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα έχουν περιορίσει την πιστωτική συστολή (βλ. Διάγραμμα Δ). Ωστόσο, η χρηματοδότηση των ΜΜΕ εξακολουθεί να συναντά δυσχέρειες και κατά συνέπεια είναι πολύ σημαντική η μέγιστη δυνατή αξιοποίηση των χρηματοδοτικών προγραμμάτων. Εκτιμάται ότι η πλήρης απορρόφηση των εναπομενόντων διαθέσιμων χρηματοδοτικών πόρων είναι δυνατόν να συμβάλει σε αύξηση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΜΕ έως και κατά 4% μέχρι το τέλος του 2015. Προς την κατεύθυνση αυτή θα συνεισέφεραν μέτρα όπως η άρση του περιορισμού της γεωγραφικής κατανομής των πόρων (δηλαδή η δυνατότητα μεταφοράς κεφαλαίων μεταξύ περιφερειών).

Η ενίσχυση της ρευστότητας των ΜΜΕ είναι επίσης δυνατόν να υποστηριχθεί με πρωτο-

βουλίες που στοχεύουν στη διεύρυνση των πηγών άντλησης χρηματοδότησης, ζήτημα που πλέον απασχολεί πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες. Εναλλακτικά προς τις παραδοσιακές μορφές (τραπεζικός δανεισμός, προγράμματα εγγυήσεων) θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν σε μεγαλύτερο βαθμό:

α) τα εργαλεία “συνεπένδυσης” (equity funding), στα οποία περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), η συμμετοχική χρηματοδότηση (equity crowdfunding) και οι εξειδικευμένες χρηματιστηριακές πλατφόρμες αγορών μετοχών ΜΜΕ (specialised platforms for public listing of SMEs),⁹

8 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τα προγράμματα “Global Loans Guarantee Fund” και “Trade Finance” της ΕΤΕπ ενεργοποιήθηκαν πιο πρόσφατα. Ειδικότερα, το πρόγραμμα “Trade Finance” σχεδιάστηκε με σκοπό να ενισχυθεί η πιστοληπτική ικανότητα των ελληνικών τραπεζών, ανάγκη η οποία περιορίστηκε σταδιακά έως ότου το πρόγραμμα τέθηκε σε λειτουργία.

9 Κύριο χαρακτηριστικό των χρηματοδοτικών εργαλείων “συνεπένδυσης” (equity funding) είναι ότι η χρηματοδότηση κατά κανόνα λαμβάνει τη μορφή της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Ο επενδυτής έχει δικαίωμα στα κέρδη της επιχείρησης και ταυτόχρονα συμμετέχει στον κίνδυνο. Στα εν λόγω χρηματοδοτικά εργαλεία περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων: α) τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), δηλαδή μία μορφή χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς εταιριών (που συνήθως λόγω υψηλού κινδύνου δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν μέσω παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης), στο πλαίσιο της οποίας ο χρηματοδότης-επενδυτής (συνήθως εταιρίες επιχειρηματικών κεφαλαίων) κατά κανόνα συμμετέχει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή λαμβάνει ως αντάλλαγμα προνομιούχες μετοχές ή μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια, β) η συμμετοχική χρηματοδότηση, που αφορά τη συγκέντρωση κεφαλαίων — συνήθως μέσω μίας διαδικτυακής πλατφόρμας — από ένα μεγάλο πλήθος χρηματοδοτών, οι οποίοι μεμονωμένα τοποθετούν μικρά ποσά. Στα εργαλεία συνεπένδυσης περιλαμβάνεται ειδικότερα η συμμετοχική χρηματοδότηση με αντάλλαγμα τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο ή στα κέρδη της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης (equity-based crowdfunding/crowd investing). Ωστόσο, συναντώνται και άλλες κατηγορίες συμμετοχικής χρηματοδότησης, όπου ο χρηματοδότης χορηγεί κεφάλαια ως δωρεά ή έναντι μη χρηματικών ανταλλαγμάτων (donation-based crowdfunding/reward-based crowdfunding) ή όπου ο χρηματοδότης λαμβάνει ένα σταθερό εισόδημα έως ότου λάβει πίσω το χορηγηθέν κεφάλαιο (lending-based crowdfunding/crowd-lending), γ) οι χρηματιστηριακές πλατφόρμες αγορών μετοχών μέσω των οποίων οι ΜΜΕ δύνανται να αντλήσουν κεφάλαια με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και έκδοση νέων μετοχών που διατίθενται στο επενδυτικό κοινό και δ) παράγωγα προϊόντα (όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), δικαιώματα προαίρεσης (options), δικαιώματα αγοράς (warrants) με υποκείμενους τίτλους μετοχές.

β) τα υβριδικά εργαλεία, όπως π.χ. οι μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds) και το mezzanine finance, τα οποία κατά κανόνα αφορούν δανεισμό που υπό προϋποθέσεις μπορεί να μετατραπεί σε μετοχική συμμετοχή¹⁰ και

γ) ο δανεισμός εκτός τραπεζικού συστήματος, δηλαδή μεταξύ άλλων τα εταιρικά ομόλογα (corporate bonds), το τιτλοποιημένο χρέος (securitised debt) και οι καλυμμένες ομολογίες (covered bonds).

Στην Ελλάδα, φορείς που υποστηρίζουν τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ, πέραν των παραδοσιακών μορφών, είναι:

1. Η εταιρία “TANEO A.E.” (Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας), η οποία χρηματοδοτεί (έμμεσα) το μετοχικό κεφάλαιο ελληνικών ΜΜΕ. Ειδικότερα, συμμετέχει μειοψηφικά σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital funds) τα οποία διοχετεύονται αποκλειστικά σε ελληνικές καινοτόμες ΜΜΕ.
2. Το ETAE μέσω των προγραμμάτων Jeremie ICT-VC χρηματοδοτεί (έμμεσα, μέσω διαχειριστών κεφαλαίων (fund managers)) ελληνικές εταιρίες συμμετέχοντας στο μετοχικό τους κεφάλαιο (venture capital).
3. Το Ελληνικό Επενδυτικό Ταμείο το οποίο, με αρχικά κεφάλαια 200 εκατ. ευρώ (100 εκατ. ευρώ από το Ελληνικό Δημόσιο και άλλα τόσα από τη γερμανική κρατική επενδυτική τράπεζα KfW), μέσω του υποταμείου “Ταμείο χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων” αναμένεται να χρηματοδοτήσει ΜΜΕ, επιπλέον δανείων και εγγυήσεων, με ίδια κεφάλαια και άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα.
4. Το Χρηματιστήριο Αθηνών, μέσω της χρηματιστηριακής πλατφόρμας της εναλλακτικής αγοράς (EN.A) και των δύο διακριτών κατηγοριών (EN.A PLUS και EN.A STEP), υποστηρίζει τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ, οι οποίες μπορούν να αντλούν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό εκδίδοντας είτε μετοχές είτε εταιρικά ομόλογα.

Είναι σημαντικό να εξεταστούν και άλλες πρωτοβουλίες που ήδη αξιοποιούνται στο εξωτερικό, όπως: α) η αγορά τιτλοποιημένων επιχειρηματικών δανείων (σχετικές ενέργειες περιλαμβάνονται στις νέες ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες για τις ΜΜΕ), β) η συμμετοχική χρηματοδότηση (crowd-funding, peer-to-peer lending), με την οποία νομικά πρόσωπα αντλούν κεφάλαια από το ευρύ κοινό κατά κύριο λόγο μέσω μιας διαδικτυακής πλατφόρμας, και γ) οι αγορές ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placement) και μικροομολόγων (mini-bonds). Περαιτέρω ενέργειες πρέπει να αναληφθούν επίσης υπέρ του εκσυγχρονισμού του θεσμικού πλαισίου ώστε να παρέχονται κίνητρα και προστασία στους επενδυτές, αλλά και υπέρ της βελτίωσης της διαθεσιμότητας των χρηματοοικονομικών πληροφοριών προκειμένου οι επενδυτές, να είναι σε θέση να αποτιμούν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

¹⁰ Τα υβριδικά εργαλεία περιλαμβάνουν χρηματοδοτικά εργαλεία που συνδυάζουν τα χαρακτηριστικά της χρηματοδότησης μέσω δανεισμού και ενίοτε της συνεπένδυσης. Η χρηματοδότηση μέσω υβριδικών εργαλείων ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο για τον πιστωτή-επενδυτή σε σχέση με την παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης, αλλά μικρότερο σε σχέση με τη χρηματοδότηση μέσω των εργαλείων συνεπένδυσης. Μεταξύ άλλων περιλαμβάνονται: α) το χρέος μειωμένης εξασφάλισης (subordinated debt), που αφορά χρηματοδότηση με τη μορφή δανείων ή ομολόγων κατά την οποία ο χρηματοδοτής αποζημιώνεται από την επιχείρηση μόνον αφού πρώτα ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις λοιπών δανειστών, β) το χρέος που υπό προϋποθέσεις μπορεί να μετατραπεί σε μετοχές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης (equity-related debt), όπως οι μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds) ή τα ομόλογα με δικαιώματα αγοράς (bonds with warrants), και γ) μηχανισμοί συμμετοχής στα κέρδη της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης (profit participation mechanisms), όπου ο επενδυτής λαμβάνει μερίδιο από τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης.

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΑΛΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ

Στο παρόν Ειδικό θέμα επιχειρείται μία συνοπτική παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών των επιχειρηματικών δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ, με αναφορά σε στοιχεία τέλους 2013. Το δείγμα επί του οποίου έγινε η ανάλυση περιλαμβάνει περίπου 16 χιλιάδες οφειλέτες με συνολικό άνοιγμα περίπου 98,5 δισεκ. ευρώ (ποσό που αντιστοιχεί σε 54% του ΑΕΠ του 2013 σε τρέχουσες τιμές), εκ των οποίων περίπου 6 χιλιάδες οφειλέτες εμφανίζουν καθυστέρηση στην αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους, με το ύψος των καθυστερήσεων να προσεγγίζει τα 28,5 δισεκ. ευρώ (ποσό που αντιστοιχεί σε 15,6% του ΑΕΠ του 2013).

Σύμφωνα με τα βασικά περιγραφικά χαρακτηριστικά των δανείων αυτών, τα $\frac{3}{4}$ περίπου των οφειλετών έχουν συνολικό άνοιγμα μέχρι 5 εκατ. ευρώ, ενώ παρατηρείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ύψους του ανοίγματος και του δείκτη καθυστερήσεων. Δηλαδή οφειλέτες με μεγαλύτερο άνοιγμα εμφανίζουν κατά μέσο όρο χαμηλότερο δείκτη καθυστερήσεων συγκριτικά με εκείνους των οποίων το άνοιγμα κυμαίνεται μεταξύ 1 και 5 εκατ. ευρώ. Ωστόσο, σε όρους μεγέθους, το μεγαλύτερο ποσό δανείων σε καθυστέρηση επιμερίζεται σε σχετικά λίγους πιστούχους, οι οποίοι με τη σειρά τους επιμερίζονται σε σχετικά λίγους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας. Ενδεικτικά, το ήμισυ περίπου των δανείων σε καθυστέρηση κατανέμεται σε μερικές εκατοντάδες πιστούχους, με το ήμισυ αυτών να συγκεντρώνεται σε μόνο έξι κλάδους οικονομικής δραστηριότητας (από συνολικά 88 κλάδους της διψήφιας ταξινόμησης Nace Rev. 2).

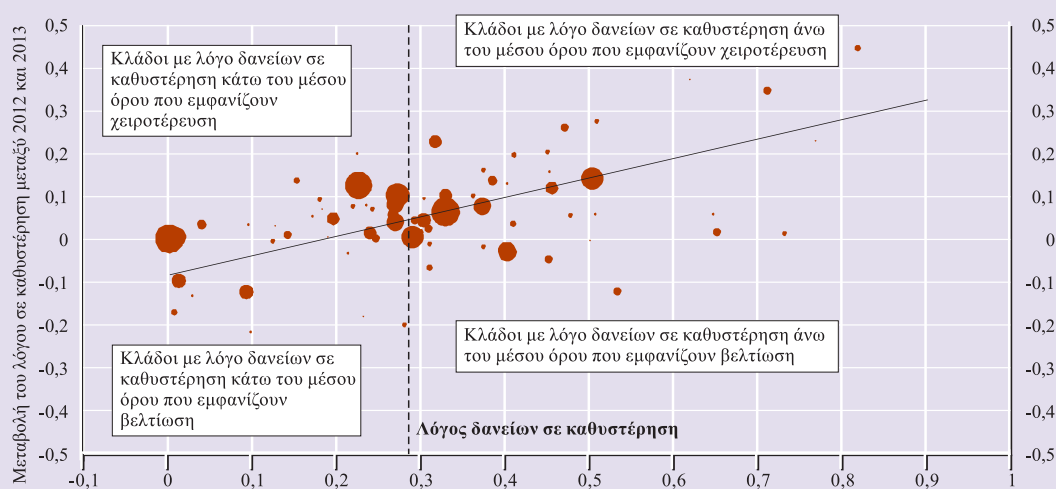
Σημαντικό επίσης χαρακτηριστικό των δανείων του δείγματος είναι ότι το ήμισυ σχεδόν των δανείων σε καθυστέρηση βρίσκεται σ' αυτή την κατάσταση για διάστημα τουλάχιστον τριών ετών. Και σ' αυτή την περίπτωση, η συγκέντρωση αφορά σχετικά μικρό αριθμό πιστούχων, οι οποίοι ουσιαστικά επιμερίζονται σε λίγους κλάδους, κυρίως στους κλάδους κατασκευών κτιρίων, χονδρικού και λιανικού εμπορίου, καταλυμάτων, διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, έργων πολιτικού μηχανικού, βιομηχανίας τροφίμων, δραστηριοτήτων ανθρώπινης υγείας και παραγωγής κλωστοϋφαντουργικών υλών. Μάλιστα, στην πλειονότητα των περιπτώσεων της εν λόγω κατηγορίας οφειλετών για τους οποίους κατέστη δυνατή, λόγω διαθεσιμότητας στοιχείων, και η χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών τους στοιχείων, η δυναμική των λογιστικών καταστάσεων υποδηλώνει ότι είναι μικρή η πιθανότητα εξυπηρέτησης των δανείων τους.

Όσον αφορά τους πιστούχους που είναι κοινοί μεταξύ των συστημικών τραπεζών, το 1/3 των δανείων σε καθυστέρηση αφορά περίπου 800 πιστούχους οι οποίοι είναι κοινοί σε δύο τουλάχιστον συστημικές τράπεζες και έχουν συνολικά δάνεια σε καθυστέρηση ύψους περίπου 11 δισεκ. ευρώ. Από τους πιστούχους αυτούς, ορισμένοι είναι κοινοί και στις τέσσερις συστημικές τράπεζες, με το ύψος των δανείων σε καθυστέρηση να ανέρχεται σε περίπου 3 δισεκ. ευρώ. Επίσης, οι οφειλέτες με ανοίγματα σε περισσότερες τράπεζες εμφανίζουν συγκριτικά χαμηλότερο δείκτη καθυστερήσεων έναντι εκείνων με οφειλές σε μία μόνο τράπεζα.

Σε επίπεδο κλαδικής ανάλυσης, 30 κλάδοι, που έχουν απορροφήσει το 23% της τραπεζικής χρηματοδότησης του δείγματος, εμφανίζουν δείκτη καθυστερήσεων μεταξύ 38% και 91% και 28 κλάδοι, που έχουν απορροφήσει το 58% της χρηματοδότησης, εμφανίζουν δείκτη καθυστερήσεων μεταξύ 21% και 37%. Στον αντίποδα, υπάρχουν και 30 κλάδοι, που έχουν απορροφήσει το υπόλοιπο 19% της χρηματοδότησης, οι οποίοι εμφανίζουν δείκτη καθυστερήσεων μεταξύ 0% και 20%.

Επιπρόσθετα, σε κλαδικό επίπεδο παρατηρούνται δύο ακόμη σημαντικά χαρακτηριστικά. Πρώτον, παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των δανείων σε καθυστέρηση και της

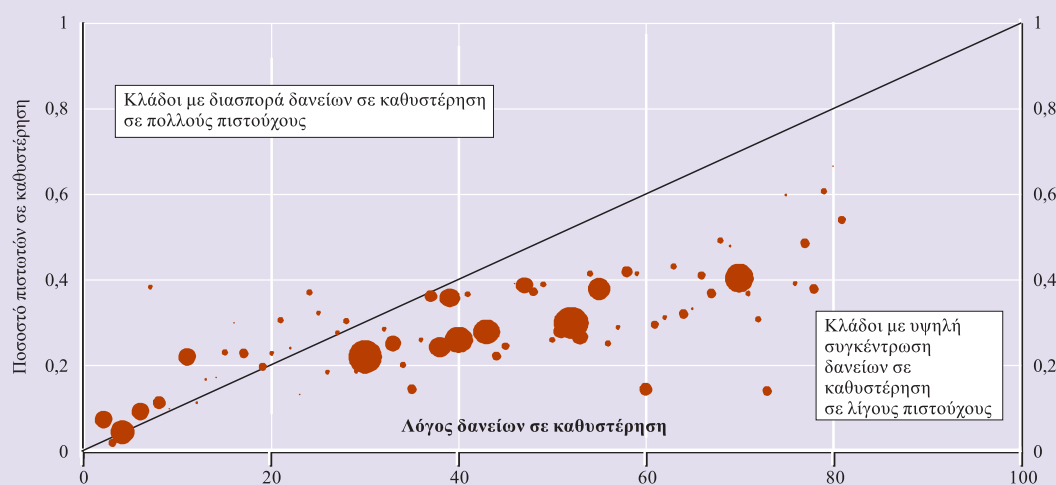
Διάγραμμα Α Λόγος δανείων σε καθυστέρηση προς σύνολο δανείων και μεταβολή του



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Τράπεζας της Ελλάδος.

ετήσιας μεταβολής του (βλ. Διάγραμμα Α). Δηλαδή κλάδοι που εμφανίζουν τα συγκριτικώς υψηλότερα ποσοστά καθυστερήσεων εμφανίζουν και τη συγκριτικά μεγαλύτερη επιδείνωση του δείκτη καθυστερήσεων μεταξύ 2012 και 2013. Στους κλάδους αυτούς συμπεριλαμβάνονται και οι κλάδοι με τον υψηλότερο τραπεζικό δανεισμό στο παρελθόν, όπως φαίνεται από το μέγεθος των κουκίδων στο διάγραμμα. Δεύτερον, σε κλάδους με υψηλό δείκτη καθυστερήσεων, τα δάνεια σε καθυστέρηση συγκεντρώνονται σε σχετικά μικρό αριθμό οφειλετών (βλ. Διάγραμμα Β). Αντίθετα, σε κλάδους με χαμηλό δείκτη καθυστερήσεων, τα δάνεια σε καθυστέρηση φαίνεται να είναι διασπαρμένα μεταξύ σχετικά μεγάλου αριθμού οφειλετών.

Διάγραμμα Β Λόγος δανείων σε καθυστέρηση προς σύνολο δανείων και ποσοστό πιστωτών σε καθυστέρηση ανά κλάδο



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Τράπεζας της Ελλάδος.

Χαρακτηριστικά δανείων σε καθυστέρηση βασικών κλάδων

Όνομα κλάδου (1)	Λόγος δανείων σε καθυστέρηση προς σύνολο δανείων (2013) (2)	Μεταβολή του λόγου δανείων σε καθυστέρηση μεταξύ 2012 και 2013 (3)	Ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση σε όλη την περίοδο 2011-2013 (4)	Ποσοστό πιστωτών με δάνεια σε καθυστέρηση ανά κλάδο το 2013 (5)	Μεταβολή ποσοστού πιστωτών που έχουν καθυστέρηση ανά κλάδο μεταξύ 2012 και 2013 (6)	Βαθμός συγκέντρωσης πιστούχων (7) = (2)-(5)	Ποσοστό χορηγήσεων προς επιχειρήσεις του κλάδου ως προς το σύνολο χορηγήσεων σε όλους τους κλάδους του δείγματος (8)	Υπόλοιπο δανείων σε καθυστέρηση στο τέλος του 2013 (σε εκατ. ευρώ) (9)
Κατασκευές κτιρίων	50,86%	14,23%	66,27%	42,47%	7,63%	8,39%	6,64%	3.317.034
Χονδρικό εμπόριο, εκτός από το εμπόριο μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσυκλετών	33,48%	6,49%	54,55%	31,15%	4,94%	2,33%	9,92%	3.261.797
Πλωτές μεταφορές	23,24%	12,62%	0,00%	23,99%	11,44%	-0,75%	8,89%	2.029.834
Διαχείριση ακίνητης περιουσίας	27,78%	10,37%	16,40%	28,52%	9,60%	-0,74%	7,18%	1.959.073
Καταλύματα	29,58%	0,62%	30,58%	31,24%	2,78%	-1,66%	6,43%	1.867.416
Έργα πολιτικού μηχανικού	37,83%	7,69%	56,98%	40,44%	3,13%	-2,61%	3,95%	1.467.855
Βιομηχανία τροφίμων	27,46%	4,01%	58,25%	26,41%	1,66%	1,05%	4,26%	1.148.586
Λιανικό εμπόριο, εκτός από το εμπόριο μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσυκλετών	27,57%	8,20%	53,51%	38,29%	6,02%	-10,71%	3,84%	1.039.371
Χονδρικό και λιανικό εμπόριο επισκευή μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσυκλετών	30,93%	4,46%	52,56%	40,75%	5,84%	-9,81%	2,52%	764.338
Μη διαφοροποιημένες δραστηριότητες ιδιωτικών νοικοκυριών, που αφορούν την παραγωγή αγαθών -και υπηρεσιών- για ίδια χρήση	33,51%	10,34%	0,00%	29,51%	7,55%	4,00%	2,14%	705.153
Δραστηριότητες συναφείς προς τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και τις ασφαλιστικές δραστηριότητες	32,31%	22,77%	7,23%	29,38%	14,65%	2,94%	2,20%	699.170
Αλιεία και υδατοκαλλιέργεια	82,19%	44,71%	13,30%	55,21%	21,06%	26,98%	0,71%	575.322
Δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας	24,50%	1,47%	53,62%	27,35%	4,34%	-2,84%	2,30%	553.726
Παραγωγή κλωστοϋφαντουργικών υλών	65,62%	1,70%	73,89%	48,74%	3,37%	16,88%	0,85%	548.388
Παραγωγή χημικών ουσιών και προϊόντων	40,85%	-2,82%	78,96%	15,31%	0,45%	25,54%	1,29%	518.584
Παραγωγή βασικών φαρμακευτικών προϊόντων και φαρμακευτικών σκευασμάτων	53,86%	-12,06%	94,74%	14,16%	-3,13%	39,71%	0,89%	472.281
Άλλες επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	47,64%	26,07%	25,33%	39,88%	10,73%	7,75%	0,96%	447.642
Παραγωγή άλλων μη μεταλλικών ορυκτών προϊόντων	39,07%	13,75%	66,23%	42,82%	5,90%	-3,75%	1,09%	417.043
Κατασκευή μεταλλικών προϊόντων, με εξαίρεση τα μηχανήματα και τα είδη εξοπλισμού	27,20%	5,83%	60,78%	38,05%	2,92%	-10,85%	1,54%	411.227

Ειδικότερη ανάλυση όσον αφορά την κλαδική εικόνα των δανείων σε καθυστέρηση παρουσιάζεται στον πίνακα. Ο πίνακας απεικονίζει βασικά χαρακτηριστικά των δανείων σε καθυστέρηση 19 βασικών κλάδων οικονομικής δραστηριότητας. Οι κλάδοι αυτοί συγκεντρώνουν το 80% των δανείων σε καθυστέρηση του δείγματος. Στην πλειονότητά τους, οι εν λόγω κλάδοι έχουν απορροφήσει χρηματοδότηση που υπερβαίνει το 1% της συνολικής χρηματοδότησης όλων των κλάδων (βλ. στήλη 8). Ανά κλάδο ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο δανείων του δείγματος στο τέλος του 2013 (στήλη 2) απεικονίζει το μέγεθος του προβλήματος σε κάθε κλάδο. Παρόμοια πληροφόρηση δίνει και το ποσοστό των πιστωτών που εμφανίζουν δάνεια σε καθυστέρηση στο τέλος του 2013 (στήλη 5). Με ελάχιστες εξαιρέσεις, το πρόβλημα επιδεινώνεται σε όλους τους κλάδους, όπως φαίνεται από τη μεταβολή του λόγου αυτού μεταξύ τέλους 2012 και τέλους 2013 (στήλη 3). Η μεταβολή του ποσοστού των πιστωτών που εμφανίζουν δάνεια σε καθυστέρηση μεταξύ τέλους 2012 και τέλους 2013 (στήλη 6) δείχνει ότι σε πολλούς κλάδους το πρόβλημα μεταδίδεται σε άλλες εταιρίες του κλάδου με υψηλή ταχύτητα. Σε 12 από τους 19 κλάδους, πάνω από το 50% των δανείων σε καθυστέρηση βρίσκεται στην κατάσταση αυτή για τουλάχιστον τρία χρόνια (βλ. στήλη 4). Τέλος, η στήλη 7 δείχνει το βαθμό συγκέντρωσης πιστούχων με δάνεια σε καθυστέρηση ανά κλάδο. Θετικές τιμές του δείκτη υποδηλώνουν υψηλή συγκέντρωση των καθυστερήσεων σε λίγους πιστούχους, ενώ αρνητικές τιμές υποδηλώνουν υψηλή διασπορά των δανείων σε καθυστέρηση σε πολλούς πιστούχους. Όπως προκύπτει από τον πίνακα, σε έξι κλάδους παρατηρείται υψηλή συγκέντρωση των δανείων σε καθυστέρηση σε λίγους σχετικά πιστούχους.

Συμπερασματικά, τα δάνεια σε καθυστέρηση μεγάλων οφειλετών συγκεντρώνονται σε σχετικά μικρό αριθμό κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, ενώ σε αρκετούς κλάδους εμφανίζουν υψηλή συγκέντρωση σε σχετικά λίγους πιστούχους. Ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης διευκολύνει από τεχνικής πλευράς τη διαχείριση των δανείων αυτών, υπό την προϋπόθεση ότι τα πιστωτικά ιδρύματα θα έχουν στη διάθεσή τους το κατάλληλο θεσμικό και πτωχευτικό πλαίσιο το οποίο θα διευκολύνει, θα απλοποιεί και θα επιταχύνει λύσεις τόσο σε προδικαστικό όσο και σε δικαστικό επίπεδο. Το γεγονός ότι η επιδείνωση των καθυστερήσεων είναι συγκριτικά υψηλότερη σε κλάδους με ήδη υψηλό ποσοστό καθυστερήσεων καθιστά αναγκαία την κατά προτεραιότητα αντιμετώπιση του προβλήματος στους κλάδους αυτούς, προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος μετάδοσης σε υγιείς επιχειρήσεις.

Ειδικό θέμα VI.3

Η ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με το άρθρο 55Α του Καταστατικού της (Έκδοση Ι', 2013), “ασκεί μεταξύ άλλων τη μακροπροληπτική αρμοδιότητα προς ενίσχυση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μείωση της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων. Ιδίως, η Τράπεζα της Ελλάδος αναγνωρίζει, παρακολουθεί και αξιολογεί αυτούς τους κινδύνους και λαμβάνει τα μέτρα που προβλέπει ο νόμος”. Η ανάλυση της εν λόγω αρμοδιότητας από την Τράπεζα της Ελλάδος πραγματοποιήθηκε κατ' εφαρμογή της Σύστασης του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2011/3, της 22ας Δεκεμβρίου 2011, “σχετικά με τη μακροπροληπτική αρμοδιότητα των εθνικών αρχών”. Αντικείμενο της μακροπροληπτικής αρμοδιότητας είναι η άσκηση μακροπροληπτικής πολιτικής, με απώτερο στόχο τη συμβολή στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου, μέσω της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς του και της μείωσης της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων, ώστε να διασφαλίζεται με τον τρόπο αυτό η διατηρήσιμη συμβολή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής της αρμοδιότητας, ακολουθεί τη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2013/1, της 4ης Απριλίου 2013, “*σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους και τα εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής*”. Οι ενδιάμεσοι αυτοί στόχοι περιλαμβάνουν:

- α. Την κατάλληλη ρύθμιση της πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, συμπεριλαμβανομένων της πρόληψης και του περιορισμού της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, εφόσον υφίστανται.
- β. Την πρόληψη και τον περιορισμό της υπερβολικής ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων και της έλλειψης ρευστότητας της αγοράς.
- γ. Τον περιορισμό της άμεσης και έμμεσης συγκέντρωσης χρηματοδοτικών ανοιγμάτων.
- δ. Τον περιορισμό των συστημικών επιπτώσεων λόγω εσφαλμένων κινήτρων, με σκοπό τη μείωση του ηθικού κινδύνου.
- ε. Την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των υποδομών του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Με τη δημοσίευση του Ν. 4261/2014,¹ ο οποίος ενσωμάτωσε την Οδηγία 2013/36/ΕΕ² στην εθνική νομοθεσία, η Τράπεζα της Ελλάδος ορίστηκε ως η *εντεταλμένη αρχή*,³ αρμόδια για ένα σύνολο μακροπροληπτικών εργαλείων, τα οποία δύναται να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη του απώτερου και των ενδιάμεσων στόχων μακροπροληπτικής πολιτικής. Τέτοια εργαλεία είναι ο καθορισμός ποσοστού αντικυκλικών αποθεμάτων ασφαλείας, η απαίτηση για την τήρηση αποθέματος ασφαλείας συστημικού κινδύνου και τα μέτρα που προβλέπονται από το άρθρο 458 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.⁴

- 1 Νόμος 4261/2014 “Πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ), κατάργηση του ν. 3601/2007 και άλλες διατάξεις”.
- 2 Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, “σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ”.
- 3 Σύμφωνα με την Οδηγία 2013/36/ΕΕ, κάθε κράτος-μέλος υποχρεούται να ορίσει μια δημόσια αρχή ή φορέα (“εντεταλμένη αρχή”) ως υπεύθυνη για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικών αποθεμάτων ασφαλείας για το συγκεκριμένο κράτος-μέλος. Η εντεταλμένη αρχή δύναται να επιφορτιστεί από το κράτος-μέλος με την εφαρμογή και άλλων μακροπροληπτικών εργαλείων που προβλέπονται από την Οδηγία 2013/36/ΕΕ και τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 575/2013.
- 4 Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, “σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012”.

Ειδικό θέμα VI.4

Η ΚΑΜΠΥΛΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η συνεχής βελτίωση της αποτίμησης των υφιστάμενων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από το β' εξάμηνο του 2012 έως πρόσφατα κατέστησε εφικτή την έκδοση νέων ομολόγων διάρκειας τριών και πέντε ετών, τον Απρίλιο και Ιούλιο του 2014 (10.4.2014 και 10.7.2014 αντίστοιχα). Η πραγματοποίηση των εκδόσεων αποτέλεσε απτή επιβεβαίωση της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των διεθνών και εγχώριων επενδυτών στις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και τη συνέχιση της πολιτικής δημοσιονομικής ισορροπίας και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα. Κατά συνέπεια, η επιτυχία των εκδόσεων συνέβαλε σε περαιτέρω βελτίωση της αποτίμησης του συνόλου των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

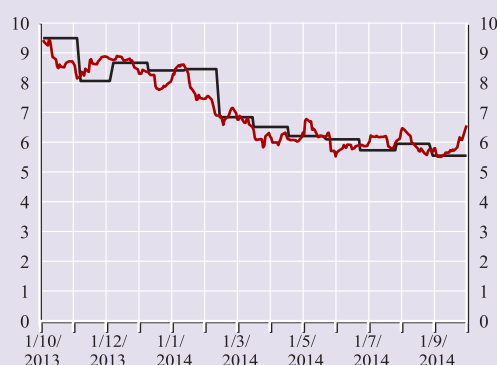
Η διαμόρφωση προσδοκιών σχετικά με τις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου είναι καθοριστική για την απόφαση πραγματοποίησης μελλοντικών εκδόσεων. Με σκοπό την τεκ-

Διάγραμμα Α Εκτιμώμενη καμπύλη απόδοσης των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (1.10.2013-1.10.2014)

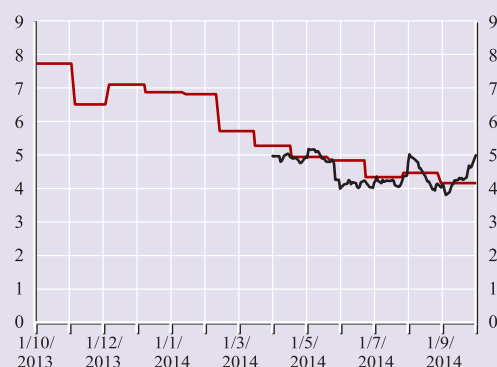
(ποσοστά %)

— εκτιμώμενες αποδόσεις
— παρατηρηθείσες αποδόσεις

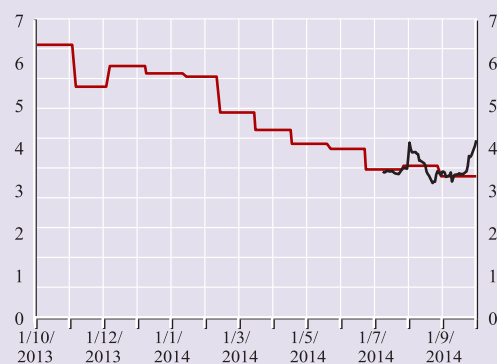
10ετούς διάρκειας



5ετούς διάρκειας



3ετούς διάρκειας



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις, Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα διαγράμματα απεικονίζουν τους τομείς της καμπύλης αποδόσεων, η οποία εκτιμήθηκε με εβδομαδιαίο «παράθυρο» επανάληψης (rolling window estimations), βάσει ενός πολυωνυμικού υποδείγματος τρίτου βαθμού (βλ. Diebold and Li, 2006).

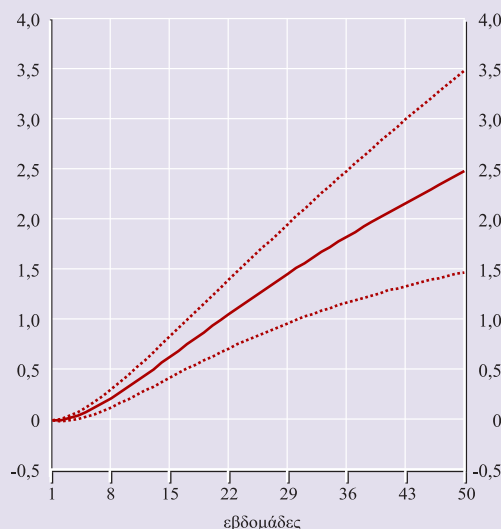
μηριωμένη διαμόρφωση των προσδοκιών, εκτιμώνται οικονομετρικά υποδείγματα σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία τα οποία επιτρέπουν το δυναμικό προσδιορισμό της καμπύλης αποδόσεων, προκειμένου να αντανακλώνται οι παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση των ομολόγων σε όλο το μήκος της. Στο παρόν Ειδικό θέμα παρουσιάζεται ένα πολυωνυμικό υπόδειγμα τρίτου βαθμού, το οποίο εκτιμήθηκε επαναληπτικά, με βάση μη παραμετρικά υποδείγματα της καμπύλης αποδόσεων.¹ Η προσαρμογή του υποδείγματος στη διάσταση του χρόνου επιτρέπει τη δυναμική εκτίμηση των παραμέτρων της καμπύλης αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Οι εκτιμώμενες, σε εβδομαδιαία βάση, αποδόσεις των ομολόγων για κάθε διάρκεια της καμπύλης παρουσιάζονται στο Διάγραμμα Α.

Από την εκτίμηση της καμπύλης αποδόσεων για ένα συνεχές σύνολο διαρκειών των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου συνάγεται ότι η έκδοση του ομολόγου πενταετούς διάρκειας ήταν επιτυχής, όχι μόνο επειδή οδήγησε στην πρώτη άντληση μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης από το Ελληνικό Δημόσιο μετά το 2010, αλλά και επειδή οδήγησε στην εξομάλυνση της καμπύλης αποδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου. Επίσης, η επακόλουθη μείωση του επιπέδου των αποδόσεων της καμπύλης, δηλ. των αποδόσεων όλων των διαρκειών, σχετίζεται με τη βελτίωση της επενδυτικής εμπιστοσύνης απέναντι στην ελληνική οικονομία. Συναφείς παρατηρήσεις είναι τόσο η διατήρηση της πτώσης των αποδόσεων το Σεπτέμβριο, παρά την ενίσχυση της μεταβλητότητας των ομολόγων των ευάλωτων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, για λόγους που σχετίζονται κυρίως με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, όσο και η σημαντική άνοδος των αποδόσεων τον Οκτώβριο, κατά τη διάρκεια του οποίου η αβεβαιότητα στην αγορά των ελληνικών ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά.

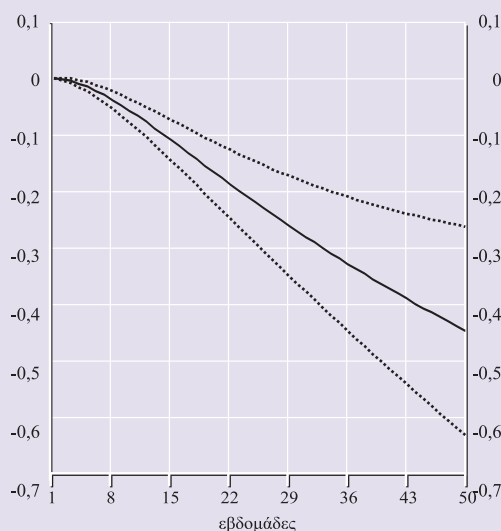
1 Με βάση το υπόδειγμα των Diebold and Li (2006), "Forecasting the term structure of government bond yields", *Journal of Econometrics*, 130, 337-364.

**Διάγραμμα Β Συναρτήσεις σωρευτικής επίδρασης
(impulse response functions, accumulated)**

Κλίση καμπύλης



Επίπεδο καμπύλης



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις, Τράπεζα της Ελλάδος.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι μία μόνιμη αύξηση της εμπιστοσύνης στον κλάδο της βιομηχανίας στην Ελλάδα κατά 5 μονάδες (τιμή Σεπτεμβρίου 2014: 95,3 μονάδες) αναμένεται να μειώσει το επίπεδο της καμπύλης αποδόσεων κατά 50 μονάδες βάσης και να κάνει πιο έντονη την κλίση της καμπύλης, με αποτέλεσμα η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων 10 και 3 ετών να αυξη-

Κατά συνέπεια, υπάρχουν ενδείξεις για τη σημαντική επίδραση των συνθηκών εμπιστοσύνης στο σύνολο των αποδόσεων της καμπύλης των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Εκτιμώντας λοιπόν τις παραμέτρους της καμπύλης αποδόσεων, δηλ. την κλίση και το επίπεδό της, ως συνάρτηση παραγόντων σχετικών με τις εγχώριες και τις ευρωπαϊκές εξελίξεις, είναι δυνατόν να προσδιοριστούν οι παράγοντες που επιδρούν στις κινήσεις της καμπύλης. Επισημαίνεται ότι το επίπεδο της καμπύλης (παράμετρος 1ου βαθμού) αναφέρεται στο ύψος των επιτοκίων και η κλίση (παράμετρος 2ου βαθμού) αναφέρεται στη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων διαφορετικής διάρκειας. Επίσης, στην εκτίμηση της καμπύλης χρησιμοποιήθηκε και μία ακόμη παράμετρος (3ου βαθμού), η οποία αντανακλά την καμπυλότητα, δηλ. τη σχέση μεταξύ των διαφορετικών τμημάτων διάρκειας της καμπύλης.

Οι παράμετροι της κλίσης και του επιπέδου χρησίμευσαν ώστε να εκτιμηθεί η επίδραση που ασκείται από διάφορες ερμηνευτικές μεταβλητές οι οποίες σχετίζονται με τις συνθήκες εμπιστοσύνης στην ελληνική και ευρωπαϊκή οικονομία, τις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων χαμηλής διαβάθμισης στη ζώνη του ευρώ και το επίπεδο συστημικού κινδύνου στα χρηματιστήρια της ζώνης του ευρώ. Στο Διάγραμμα Β παρουσιάζεται η αιτιώδης σχέση μεταξύ των συνθηκών εμπιστοσύνης² στην ελληνική οικονομία και των παραμέτρων της καμπύλης αποδόσεων. Από τα αποτελέσματα της οικονομετρικής εκτίμησης του συστήματος εξισώσεων (VAR) συνάγεται η σημαντική αιτιώδης σχέση μεταξύ των συνθηκών εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία και της διαμόρφωσης των αποδόσεων στο σύνολο της καμπύλης των ελληνικών τίτλων.

2 Όπως αποτυπώνονται από τις προσδοκίες στον τομέα της βιομηχανίας, οι οποίες συνυπολογίζονται για την κατάρτιση του δείκτη οικονομικού κλίματος.

θεί σε 375 μονάδες βάσης μετά από 1 έτος, από 255 μονάδες βάσης (τιμή 1.10.2014). Επισημαίνεται ότι η αύξηση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων σηματοδοτεί βελτίωση των προσδοκιών για την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης, με μία μόνιμη βελτίωση του δείκτη βιομηχανικής εμπιστοσύνης κατά 5 μονάδες βάσης η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου θα παρουσίαζε μόνιμη μείωση σε επίπεδα κάτω του 6%. Αντίθετα, εκτιμάται ότι, εάν καταγραφόταν μόνιμη υποχώρηση του δείκτη βιομηχανικής εμπιστοσύνης κατά 5 μονάδες (στα επίπεδα του α' τριμήνου 2014), η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου θα προσέγγιζε το 11%, ενώ και η κλίση της καμπύλης θα μειωνόταν κατά περίπου 100 μονάδες βάσης. Κατά συνέπεια, οι παράγοντες που διαμορφώνουν τις συνθήκες εμπιστοσύνης απέναντι στην ελληνική οικονομία επιδρούν σημαντικά στις συνθήκες χρηματοδότησης από τις αγορές, όπως αυτές αποτυπώνονται σε όλες τις διάρκειες της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

17 ΙΟΥΝΙΟΥ 2014

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, σε συνεργασία με την Τράπεζα της Αγγλίας, την Τράπεζα της Ιαπωνίας και την Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας, αποφάσισε να παρατείνει τη διενέργεια πράξεων χορήγησης ρευστότητας διάρκειας μίας εβδομάδας σε δολάρια ΗΠΑ πέραν της 31ης Ιουλίου 2014, οπότε ήταν η καταληκτική ημερομηνία σύμφωνα με προγενέστερη ανακοίνωση (της 24ης Ιανουαρίου 2014). Οι πράξεις χορήγησης ρευστότητας λαμβάνουν τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς (repos) έναντι αποδεκτών εξασφαλίσεων και θα διεξάγονται μέσω της διαδικασίας των δημοπρασιών με σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό.

3 ΙΟΥΛΙΟΥ 2014

Η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι οι συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου που αφορούν θέματα νομισματικής πολιτικής θα πραγματοποιούνται με νέα συχνότητα έξι εβδομάδων, αρχής γενομένης τον Ιανουάριο του 2015, ενώ οι συνεδριάσεις που δεν άπτονται θεμάτων νομισματικής πολιτικής θα εξακολουθήσουν να πραγματοποιούνται τουλάχιστον μία φορά τον μήνα. Επίσης αποφασίστηκε ότι η διάρκεια των περιόδων τήρησης ελάχιστων αποθεματικών θα επιμηκυνθεί σε έξι εβδομάδες (έναντι τεσσάρων) προκειμένου να συμβαδίζει με τη νέα συχνότητα διεξαγωγής των συνεδριάσεων για τη νομισματική πολιτική.

Η ΕΚΤ θα δημοσιεύει αναφορές σχετικά με τις συζητήσεις για τη νομισματική πολιτική στο Διοικητικό της Συμβούλιο από τον Ιανουάριο του 2015.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε επί τεχνικών θεμάτων που αφορούν τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) οι οποίες είχαν θεσμοθετηθεί στις 5 Ιουνίου 2014. Οι εν λόγω πράξεις στοχεύουν στην αποκατάσταση της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την ενθάρρυνση της χορήγησης τραπεζικών δανείων προς την

πραγματική οικονομία. Κατ' αρχάς, οι αντισυμβαλλόμενες τράπεζες το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2014 θα μπορούν να δανειστούν μέχρι 7% ενός υποσυνόλου του υπολοίπου των πιστώσεών τους (πιστώσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά εκτός στεγαστικών δανείων: χρηματοδότηση προς την πραγματική οικονομία). Κατόπιν, οι τράπεζες θα μπορούν να αντλήσουν πρόσθετη ρευστότητα έως και το τριπλάσιο της διαφοράς μεταξύ του καθαρού αποδεκτού δανεισμού (δηλ. της χρηματοδότησης που θα έχουν χορηγήσει προς την πραγματική οικονομία από τις 30 Απριλίου 2014) και του επιπέδου αναφοράς. Το επίπεδο αναφοράς ορίζεται ως μηδέν για τις τράπεζες που θα έχουν χορηγήσει θετικό αποδεκτό καθαρό δανεισμό κατά το δωδεκάμηνο έως τις 30 Απριλίου 2014. Για τις υπόλοιπες τράπεζες το επίπεδο αναφοράς συνδέεται με το μέσο μηνιαίο καθαρό δανεισμό κατά το δωδεκάμηνο έως τις 30 Απριλίου 2014. Οι τράπεζες που αντλούν ρευστότητα μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης αλλά παρέχουν καθαρό δανεισμό χαμηλότερο από το επίπεδο αναφοράς μέχρι 30ής Απριλίου 2016 θα κληθούν να επιστρέψουν εξ ολοκλήρου τη ληφθείσα ρευστότητα έως και το Σεπτέμβριο του 2016. Παράλληλα, οι τράπεζες που θα συμμετάσχουν στις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης υπόκεινται στην υποχρέωση παροχής πρόσθετης πληροφόρησης προς το Ευρωσύστημα όσον αφορά τα δανειακά τους χαρτοφυλάκια. Οι αρχικές στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα διεξαχθούν στις 18 Σεπτεμβρίου και 11 Δεκεμβρίου 2014 και οι λοιπές πράξεις τους μήνες Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο του 2015 και Μάρτιο και Ιούνιο του 2016.

4 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2014

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει, από 10 Σεπτεμβρίου 2014, κατά 10 μονάδες βάσης το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής κατα-

θέσεων στο 0,05%, στο 0,30% και στο -0,20% αντιστοίχως. Παράλληλα, αποφάσισε, αρχής γενομένης το δ' τρίμηνο του 2014, την αγορά (i) τιτλοποιημένων απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ και (ii) καλυμμένων ομολογιών εκδοθεισών από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να τροποποιήσει τις απαιτήσεις παροχής πληροφόρησης ανά δάνειο για χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί με υποκείμενο τίτλο καταναλωτικά δάνεια, συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης και πιστωτικές κάρτες, τα οποία χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Από 1ης Οκτωβρίου 2014 τα εν λόγω χρεόγραφα που δεν πληρούν τις απαιτήσεις παροχής πληροφόρησης, για τις οποίες ο πάροχος των στοιχείων είτε δεν δικαιολογεί τους λόγους μη συμμόρφωσης είτε δεν υπέβαλε σχέδιο για την επίτευξη συμμόρφωσης, δεν θα γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις από το Ευρωσύστημα. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δύναται προσωρινά να αποδέχεται ως εξασφαλίσεις τα χρεόγραφα που δεν πληρούν τις απαιτήσεις παροχής πληροφόρησης, κατά περίπτωση και εφόσον κριθούν επαρκείς οι εξηγήσεις για την αποτυχία επίτευξης της απαιτούμενης βαθμολογίας.

2 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2014

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για τις λεπτομέρειες σχετικά με τη λειτουργία των δύο προγραμμάτων αγορών: (i) τιτλοποιημένων απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ που χαρακτηρίζονται από διαφάνεια και απλότητα, καθώς και (ii) καλυμμένων ομολογιών εκδοθεισών από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ. Το ισχύον πλαίσιο το οποίο καθορίζει τους κανόνες καταλληλότητας

που εφαρμόζονται στις αποδεκτές για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής εξασφαλίσεις θα αποτελέσει οδηγό προκειμένου να αποφασιστεί η καταλληλότητα των αξιών που θα αποκτώνται μέσω των προγραμματίων αγορών. Τα χρεόγραφα με υποκείμενους τίτλους απαιτήσεις έναντι του μη χρηματοπιστωτικού τομέα και οι καλυμμένες ομολογίες πιστωτικών ιδρυμάτων της Ελλάδος και της Κύπρου, που δεν θεωρούνται αποδεκτές ως εξασφαλίσεις για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, θα αξιολογούνται με βάση ειδικότερους κανόνες. Τα δύο προγράμματα θα διαρκέσουν τουλάχιστον δύο έτη, αρχής γενομένης το δ' τρίμηνο του 2014.

7 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2014

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να αναστείλει κατά την περίοδο γύρω στα τέλη του 2014 τη δυνατότητα αποπληρωμών των κεφαλαίων που έχουν αντληθεί μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης τριετούς διάρκειας. Η τελευταία πράξη αποπληρωμής θα διεξαχθεί την 23η Δεκεμβρίου, ενώ οι αποπληρωμές των πράξεων αναχρηματοδότησης τριετούς διάρκειας θα ενεργοποιηθούν εκ νέου το 2015 αρχής γενομένης την 14η Ιανουαρίου.

19 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2014

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αφού έλαβε υπόψη: α) ότι η ελάχιστη πιστοληπτική διαβάθμιση δεν εφαρμόζεται σε εμπορεύσιμα χρεόγραφα τα οποία εκδίδει ή για τα οποία εγγυάται πλήρως κεντρική κυβέρνηση κράτους-μέλους της ζώνης του ευρώ που υπάγεται σε πρόγραμμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και β) το γεγονός ότι οι συνθήκες στις αγορές έχουν βελτιωθεί για τα ελληνικά εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία, αποφάσισε τη μείωση των περικοπών αποτίμησης για τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδει ή τα οποία καλύπτει πλήρως με εγγύηση το Ελληνικό Δημόσιο.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ





ΠΙΝΑΚΕΣ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	111
2	Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	112
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	113
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	114
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	115
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	116
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	117



Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωρο- κηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατρο- φής και καύσιμα	
	Δείκτης (2009=100)	Εκατο- στιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Εκατο- στιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Εκατο- στιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Εκατο- στιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Εκατο- στιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους
2010	104,7	4,7	105,6	5,6	103,6	3,6	103,0	3,0	103,4	3,4
2011	108,2	3,3	110,0	4,2	105,9	2,3	104,6	1,5	104,8	1,3
2012	109,8	1,5	112,5	2,2	106,5	0,5	105,0	0,3	104,9	0,1
2013	108,8	-0,9	112,6	0,1	104,1	-2,2	103,2	-1,7	102,9	-1,9
2013 I	108,7	0,0	111,5	1,3	105,2	-1,6	102,7	-1,3	102,3	-1,5
II	110,2	-0,5	114,7	0,7	104,5	-2,1	104,5	-1,5	104,4	-1,7
III	107,9	-1,0	111,2	0,2	103,8	-2,6	102,2	-2,0	101,7	-2,3
IV	108,5	-2,2	112,8	-1,9	103,1	-2,5	103,2	-2,1	103,0	-2,4
2014 I	107,2	-1,3	110,9	-0,5	102,7	-2,4	101,7	-1,0	101,1	-1,2
II	108,6	-1,5	113,0	-1,5	103,0	-1,5	103,2	-1,2	103,0	-1,4
III	107,3	-0,6	110,7	-0,4	102,9	-0,9	102,1	0,0	101,6	-0,1
2012 Ιαν.	108,7	2,3	110,0	2,7	107,2	1,8	104,6	1,3	104,4	1,0
Φεβρ.	107,1	2,1	107,3	2,8	106,8	1,2	102,4	0,9	101,9	0,6
Μάρτ.	110,1	1,7	112,8	2,1	106,8	1,1	105,2	0,5	105,3	0,2
Απρ.	111,1	1,9	114,5	2,6	106,7	1,0	106,1	0,9	106,3	0,7
Μάιος	110,7	1,4	113,9	1,8	106,7	0,9	106,0	0,7	106,2	0,4
Ιούν.	110,4	1,3	113,3	1,6	106,7	0,9	106,0	0,6	106,2	0,4
Ιούλ.	108,9	1,3	110,7	1,7	106,7	0,8	104,4	0,6	104,3	0,5
Αύγ.	107,8	1,7	108,6	2,4	106,8	0,9	102,7	0,5	102,2	0,4
Σεπτ.	110,4	0,9	113,7	1,7	106,3	-0,1	105,7	-0,3	105,8	-0,5
Οκτ.	111,3	1,6	115,6	3,1	106,0	-0,4	105,7	-0,3	105,7	-0,5
Νοέμ.	110,8	1,0	114,7	2,1	105,9	-0,5	105,5	-0,5	105,5	-0,7
Δεκ.	110,5	0,8	114,6	2,3	105,4	-1,2	105,3	-0,6	105,3	-0,8
2013 Ιαν.	109,0	0,2	111,8	1,6	105,5	-1,6	103,3	-1,2	103,0	-1,4
Φεβρ.	107,2	0,1	108,8	1,4	105,1	-1,6	101,0	-1,4	100,2	-1,6
Μάρτ.	109,9	-0,2	113,9	1,0	104,9	-1,7	103,9	-1,2	103,8	-1,4
Απρ.	110,4	-0,6	115,0	0,4	104,7	-1,9	104,7	-1,2	104,7	-1,4
Μάιος	110,2	-0,4	114,7	0,7	104,6	-1,9	104,5	-1,4	104,4	-1,6
Ιούν.	109,9	-0,4	114,6	1,1	104,1	-2,4	104,1	-1,7	104,1	-1,9
Ιούλ.	108,1	-0,7	111,4	0,7	104,0	-2,5	102,3	-2,0	101,9	-2,3
Αύγ.	106,4	-1,3	108,4	-0,2	103,9	-2,7	100,5	-2,1	99,7	-2,5
Σεπτ.	109,2	-1,1	113,8	0,1	103,4	-2,8	103,7	-1,9	103,6	-2,1
Οκτ.	109,1	-2,0	113,9	-1,5	103,2	-2,6	103,8	-1,8	103,7	-1,9
Νοέμ.	107,6	-2,9	111,3	-3,0	103,1	-2,7	102,5	-2,9	102,1	-3,3
Δεκ.	108,6	-1,7	113,2	-1,2	102,9	-2,3	103,4	-1,8	103,2	-1,9
2014 Ιαν.	107,4	-1,5	111,1	-0,5	102,6	-2,7	101,9	-1,4	101,3	-1,6
Φεβρ.	105,9	-1,1	108,6	-0,2	102,6	-2,4	100,4	-0,6	99,5	-0,8
Μάρτ.	108,4	-1,3	113,0	-0,8	102,7	-2,2	102,9	-1,0	102,7	-1,1
Απρ.	108,9	-1,3	113,8	-1,0	102,8	-1,8	103,4	-1,3	103,3	-1,4
Μάιος	108,1	-2,0	112,1	-2,2	103,0	-1,6	102,7	-1,7	102,4	-2,0
Ιούν.	108,7	-1,1	113,3	-1,2	103,1	-1,0	103,4	-0,7	103,3	-0,7
Ιούλ.	107,4	-0,7	110,8	-0,5	103,1	-0,9	102,1	-0,2	101,7	-0,2
Αύγ.	106,1	-0,3	108,6	0,2	102,9	-1,0	101,0	0,4	100,1	0,4
Σεπτ.	108,3	-0,8	112,8	-0,9	102,7	-0,7	103,3	-0,4	103,1	-0,5
Οκτ.	107,3	-1,7	111,1	-2,4	102,5	-0,7	103,0	-0,8	102,8	-0,9

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2011	2012	2013	2012	2013	2014
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-20.633,5	-4.615,0	1.088,5	-2.806,2	2.401,7	3.753,3
I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1- I.A.2)	-27.229,1	-19.619,0	-17.229,4	-15.651,8	-12.893,0	-13.591,4
Ισοζύγιο καυσίμων	-11.126,9	-10.220,0	-7.697,5	-8.165,1	-6.017,3	-5.883,6
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα	-16.102,1	-9.399,1	-9.531,9	-7.486,7	-6.875,6	-7.707,8
Ισοζύγιο πλοίων	-3.261,2	-1.042,6	-1.483,3	-829,4	-932,6	-1.827,2
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα και πλοία	-12.840,9	-8.356,4	-8.048,7	-6.657,3	-5.943,0	-5.880,6
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	20.230,6	22.020,6	22.534,8	16.090,9	16.842,0	17.554,5
Καύσιμα	6.187,7	7.426,4	7.941,2	5.471,7	6.110,4	6.247,2
Πλοία (εισπράξεις)	754,7	737,8	443,0	603,3	350,4	465,5
Λοιπά αγαθά	13.288,2	13.856,5	14.150,7	10.015,9	10.381,6	10.841,7
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	47.459,6	41.639,7	39.764,2	31.742,7	29.735,1	31.145,9
Καύσιμα	17.314,6	17.646,3	15.638,7	13.636,6	12.127,6	12.130,9
Πλοία (πληρωμές)	4.015,9	1.780,4	1.926,2	1.432,7	1.283,1	2.292,7
Λοιπά αγαθά	26.129,1	22.213,0	22.199,3	16.673,3	16.324,6	16.722,3
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1- I.B.2)	14.629,6	15.138,9	16.978,9	12.920,6	14.315,2	16.790,3
I.B.1 Εισπράξεις	28.609,2	27.526,4	27.959,5	22.282,0	22.593,2	25.217,1
Ταξιδιωτικό	10.504,7	10.442,5	12.152,2	9.359,7	10.819,2	12.020,1
Μεταφορές	14.096,6	13.287,4	12.089,9	10.185,5	9.050,3	9.805,1
Λοιπές υπηρεσίες	4.007,9	3.796,5	3.717,4	2.736,8	2.723,7	3.391,8
I.B.2 Πληρωμές	13.979,6	12.387,4	10.980,6	9.361,4	8.277,9	8.426,7
Ταξιδιωτικό	2.266,5	1.843,9	1.835,2	1.450,1	1.412,2	1.547,2
Μεταφορές	7.234,4	6.328,0	5.553,0	4.749,7	4.185,9	3.878,7
Λοιπές υπηρεσίες	4.478,7	4.215,5	3.592,4	3.161,4	2.679,8	3.000,9
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1- I.Γ.2)	-8.594,8	-1.566,4	-3.127,2	-1.637,8	-2.665,5	-2.235,9
I.Γ.1 Εισπράξεις	3.322,1	3.832,2	3.423,0	2.861,2	2.581,8	2.625,8
Αμοιβές, μισθοί	188,0	200,8	209,3	145,8	155,4	156,7
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	3.134,1	3.631,4	3.213,7	2.715,3	2.426,5	2.469,1
I.Γ.2 Πληρωμές	11.916,9	5.398,6	6.550,2	4.499,1	5.247,3	4.861,8
Αμοιβές, μισθοί	470,0	468,0	453,0	350,4	344,8	341,9
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	11.447,0	4.930,7	6.097,1	4.148,6	4.902,3	4.519,9
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1- I.Δ.2)	560,8	1.431,5	4.466,2	1.562,9	3.644,9	2.790,4
I.Δ.1 Εισπράξεις	4.435,0	5.125,6	7.687,8	4.503,0	6.323,9	5.067,8
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	3.254,9	4.060,2	6.410,6	3.688,4	5.319,0	4.215,5
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.)	1.180,1	1.065,4	1.277,3	814,6	1.005,1	852,3
I.Δ.2 Πληρωμές	3.874,2	3.694,1	3.221,6	2.940,0	2.679,1	2.277,4
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	2.485,4	2.647,9	2.433,0	2.096,7	2.079,1	1.692,1
Λοιποί τομείς	1.388,8	1.046,2	788,6	843,5	600,1	585,3
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (II.1- II.2)	2.671,8	2.327,6	3.040,8	1.582,6	2.782,2	1.789,2
II.1 Εισπράξεις	2.932,7	2.564,6	3.380,6	1.757,2	3.039,4	2.042,8
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	2.798,5	2.486,0	3.298,9	1.698,9	2.977,8	1.988,2
Λοιποί τομείς	134,2	78,6	81,7	58,5	61,7	54,6
II.2 Πληρωμές	260,8	237,1	339,8	174,5	257,2	253,5
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	12,7	13,7	9,7	12,0	3,8	7,7
Λοιποί τομείς	248,1	223,3	330,1	162,3	253,5	245,9
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I+II)	-17.961,7	-2.287,5	4.129,3	-1.223,2	5.184,0	5.542,6
IV ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (IV.A+IV.B+IV.Γ+IV.Δ)	17.838,1	2.658,2	-3.299,5	2.561,2	-4.023,1	-3.952,0
IV.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-452,6	827,1	2.713,6	897,7	1.174,2	743,0
Κατοίκων στο εξωτερικό	-1.274,9	-527,3	591,5	-233,0	798,8	-421,8
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	822,3	1.354,3	2.122,2	1.130,5	375,4	1.164,8
IV.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	-19.778,3	-99.903,9	-6.583,1	-75.584,1	-7.497,7	-793,3
Απαιτήσεις	4.139,0	-58.086,1	1.023,6	-39.225,9	1.155,9	-5.762,5
Υποχρεώσεις	-23.917,3	-41.817,8	-7.606,7	-36.358,3	-8.653,8	4.969,2
IV.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	38.050,0	101.744,1	677,0	77.262,8	2.358,2	-3.438,7
Απαιτήσεις	7.638,7	13.863,4	17.491,9	13.191,0	15.699,4	1.968,9
Υποχρεώσεις	30.411,3	87.880,7	-16.814,9	64.071,9	-13.341,1	-5.407,6
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	39.873,9	109.093,9	30.061,2	75.124,8	30.624,2	5.997,9
IV.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	19,0	-9,0	-107,0	-15,0	-58,0	-463,0
V ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	123,6	-370,8	-829,8	-1.337,8	-1.160,6	-1.590,5
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ³	5.332,0	5.500,0	4.172,0	5.941,0	4.559,0	5.015,0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

3 Από την έναρξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραπεζικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδας σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ, και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδας στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ ²	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ²	Ταμειντηρίου	Προθεσμίας
2009	237.342	217.258	20.084	26.140	75.811	135.391
2010	209.522	191.989	17.533	22.865	66.706	119.951
2011	174.137	160.789	13.348	19.601	53.439	101.097
2012	161.373	149.975	11.398	18.173	44.844	98.357
2013	163.052	153.682	9.369	20.500	44.566	97.986
2011 Ιαν.	205.438	188.543	16.895	22.063	65.552	117.823
Φεβρ.	202.815	186.494	16.321	21.057	64.428	117.330
Μάρτ.	199.086	183.277	15.809	20.829	62.102	116.156
Απρ.	196.678	181.243	15.435	20.098	62.080	114.499
Μάιος	191.815	176.699	15.116	20.333	60.569	110.914
Ιούν.	188.108	174.095	14.013	21.071	59.446	107.592
Ιούλ.	187.143	173.435	13.708	19.941	58.552	108.649
Αύγ.	188.574	174.787	13.788	20.211	58.493	109.871
Σεπτ.	183.128	169.563	13.565	19.615	56.210	107.304
Οκτ.	176.323	163.782	12.541	19.202	54.699	102.422
Νοέμ.	172.759	160.232	12.527	18.695	53.236	100.828
Δεκ.	174.137	160.789	13.348	19.601	53.439	101.097
2012 Ιαν.	168.873	156.194	12.679	17.468	52.178	99.227
Φεβρ.	164.308	152.078	12.229	17.014	50.621	96.673
Μάρτ.	165.283	152.988	12.295	16.593	49.077	99.613
Απρ.	165.877	153.387	12.490	17.230	49.317	99.330
Μάιος	157.367	145.599	11.768	16.679	48.459	92.229
Ιούν.	150.513	139.435	11.078	15.982	46.543	87.988
Ιούλ.	153.825	142.488	11.336	16.174	46.129	91.522
Αύγ.	153.328	142.185	11.143	15.490	45.545	92.292
Σεπτ.	154.246	143.326	10.920	15.949	45.154	93.143
Οκτ.	155.190	144.231	10.959	15.830	44.533	94.827
Νοέμ.	155.816	144.912	10.904	15.997	43.718	96.100
Δεκ.	161.373	149.975	11.398	18.173	44.844	98.357
2013 Ιαν.	160.897	150.354	10.543	16.014	43.590	101.293
Φεβρ.	163.948	153.044	10.904	15.813	43.509	104.625
Μάρτ.	163.954	153.252	10.703	16.155	43.417	104.382
Απρ.	162.177	152.438	9.739	16.789	43.492	101.896
Μάιος	163.300	153.477	9.822	16.979	43.298	103.023
Ιούν.	162.563	152.854	9.709	17.455	43.533	101.575
Ιούλ.	162.275	152.725	9.550	17.467	44.028	100.780
Αύγ.	162.050	152.444	9.606	17.523	44.428	100.099
Σεπτ.	161.201	151.934	9.267	18.007	44.131	99.063
Οκτ.	160.230	151.127	9.103	17.531	43.833	98.866
Νοέμ.	160.870	151.817	9.053	18.072	43.797	99.001
Δεκ.	163.052	153.682	9.369	20.500	44.566	97.986
2014 Ιαν.	160.822	151.487	9.335	17.962	43.637	99.223
Φεβρ.	160.378	151.311	9.068	17.672	43.282	99.424
Μάρτ.	160.830	151.723	9.107	18.407	42.991	99.432
Απρ.	161.141	152.155	8.986	19.041	42.940	99.160
Μάιος	161.911	152.436	9.475	18.983	42.914	100.014
Ιούν.	162.834	153.195	9.638	20.512	43.137	99.185
Ιούλ.	162.980	153.384	9.596	19.732	42.971	100.277
Αύγ.	164.001	154.538	9.464	19.882	43.411	100.708
Σεπτ.	164.510	154.433	10.077	20.581	43.106	100.823
Οκτ.	164.251	154.141	10.110	20.258	43.192	100.802

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματοοικονομικής.

² Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
2009	3,12	4,22	4,49	5,17	5,61		5,83
2010	9,39	9,34	9,51	9,09	8,89		8,07
2011	26,18	22,88	18,97	15,75	12,97		10,72
2012				22,50	20,23	19,04	17,84
2013				10,05	10,24	9,86	9,10
2011 Ιαν.	13,78	12,94	13,32	11,73	10,58		8,89
Φεβρ.	13,40	13,04	13,18	11,40	10,14		8,64
Μάρτ.	15,33	15,49	14,37	12,44	10,57		8,87
Απρ.	19,11	18,04	16,30	13,86	11,27		9,40
Μάιος	24,28	20,87	17,86	15,94	13,19		10,52
Ιούν.	26,48	22,83	19,04	16,69	13,97		11,54
Ιούλ.	28,96	24,37	19,66	16,15	13,73		10,98
Αύγ.	26,74	24,43	19,68	15,90	13,19		10,06
Σεπτ.	31,51	28,88	22,27	17,78	13,97		10,08
Οκτ.	34,61	29,53	22,59	18,04	14,16		11,00
Νοέμ.	34,08	29,31	22,50	17,92	14,20		13,76
Δεκ.	45,88	34,85	26,90	21,14	16,71		14,85
2012 Ιαν.	68,08	47,04	41,84	25,91	20,10		16,91
Φεβρ.	77,65	50,35	44,05	29,24	21,51		17,28
Μάρτ. ¹				19,06	17,91	16,90	15,59
Απρ.				21,48	20,18	18,63	17,11
Μάιος				26,90	24,50	22,59	21,37
Ιούν.				27,82	25,36	24,32	23,09
Ιούλ.				25,82	24,58	23,39	22,26
Αύγ.				24,34	22,73	21,10	20,33
Σεπτ.				20,91	20,30	18,96	18,54
Οκτ.				17,96	17,34	16,79	15,98
Νοέμ.				17,20	15,85	15,62	14,50
Δεκ.				13,33	12,37	12,13	11,18
2013 Ιαν.				11,10	10,66	10,28	9,51
Φεβρ.				10,95	10,63	10,39	9,42
Μάρτ.				11,38	11,35	10,89	9,88
Απρ.				11,58	11,60	10,85	9,87
Μάιος				9,07	9,48	9,03	8,42
Ιούν.				10,07	10,19	9,59	9,06
Ιούλ.				10,53	11,06	10,37	9,44
Αύγ.				10,01	10,47	10,13	9,25
Σεπτ.				10,15	10,53	10,11	9,21
Οκτ.				8,74	9,16	9,03	8,43
Νοέμ.				8,41	8,90	8,89	8,38
Δεκ.				8,66	8,87	8,76	8,32
2014 Ιαν.				8,18	8,44	8,35	7,98
Φεβρ.				7,70	7,88	7,77	7,41
Μάρτ.				6,90	7,08	7,06	6,78
Απρ.		4,92		6,20	6,43	6,49	6,30
Μάιος		4,95		6,38	6,64	6,82	6,71
Ιούν.		4,25		5,93	6,50	6,59	6,32
Ιούλ.	3,42	4,17		6,10	6,78	6,77	6,50
Αύγ.	3,63	4,45		6,09	6,90	6,95	6,66
Σεπτ.	3,48	4,26		5,89	6,54	6,62	6,59
Οκτ.	5,33	5,88		7,26	8,13	8,03	7,57

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Στις 12 Μαρτίου 2012 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων ελληνικών ομολόγων μετά την ολοκλήρωση της ανταλλαγής των παλαιών ελληνικών ομολόγων στο πλαίσιο του PSI.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ^{1,2}

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

		Επιχειρήσεις						Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρ/σεις	Σύνολο		Στεγαστικά	Καταναλωτικά	Λοιπά		
			εκ των οποίων										
Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο		Σύνολο	Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία	
2009		249.677	130.043	123.821	22.790	33.519	10.031	6.222		119.635	80.559	36.044	3.032
2010		257.846	123.244	116.514	24.269	25.355	17.498	6.730	16.483	118.119	80.507	35.081	2.532
2011		248.535	120.126	113.045	23.405	24.687	18.008	7.081	15.359	113.050	78.393	32.985	1.672
2012		227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660
2013		217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390
2011	Ιαν.	256.852	122.894	116.347	24.658	25.125	17.485	6.548	16.465	117.493	80.128	34.884	2.480
	Φεβρ.	256.737	122.999	116.484	24.698	25.134	17.356	6.516	16.450	117.288	80.028	34.702	2.558
	Μάρτ.	255.374	122.173	115.794	24.854	25.407	16.983	6.379	16.355	116.846	79.823	34.454	2.569
	Απρ.	253.703	121.175	114.880	25.115	25.279	16.273	6.295	16.170	116.358	79.718	34.060	2.580
	Μάιος	253.193	120.934	114.935	24.918	25.266	16.944	6.000	16.032	116.227	79.794	33.811	2.622
	Ιούν.	253.486	121.372	115.041	24.862	25.245	16.927	6.331	16.027	116.088	79.800	33.598	2.690
	Ιουλ.	254.242	122.287	116.026	25.526	25.149	17.254	6.262	16.004	115.951	79.936	33.241	2.773
	Αύγ.	252.484	121.352	114.641	25.096	24.661	17.140	6.711	15.846	115.286	79.575	33.885	1.826
	Σεπτ.	252.947	122.680	115.758	23.907	25.678	18.306	6.922	15.713	114.554	79.170	33.680	1.704
	Οκτ.	251.106	121.670	113.926	23.884	25.153	17.600	7.744	15.529	113.907	78.869	33.385	1.654
	Νοέμ.	249.996	121.244	113.564	23.764	24.954	17.710	7.680	15.363	113.389	78.506	33.194	1.689
	Δεκ.	248.535	120.126	113.045	23.405	24.687	18.008	7.081	15.359	113.050	78.393	32.985	1.672
2012	Ιαν.	249.087	121.138	111.836	23.325	24.342	17.238	9.302	15.259	112.690	78.104	32.778	1.808
	Φεβρ.	246.841	119.455	110.418	23.138	24.146	16.182	9.037	15.149	112.237	77.857	32.568	1.811
	Μάρτ.	245.113	118.316	110.126	23.054	24.053	16.231	8.190	15.067	111.729	77.601	32.300	1.828
	Απρ.	242.708	116.365	108.730	23.021	23.643	16.300	7.636	15.002	111.341	77.381	32.141	1.818
	Μάιος	242.040	116.193	108.594	22.802	23.495	16.837	7.599	14.975	110.872	77.124	31.911	1.837
	Ιούν.	240.141	114.529	107.224	22.879	23.590	14.803	7.305	15.011	110.601	77.002	31.745	1.854
	Ιουλ.	234.334	112.050	104.863	22.036	22.810	14.994	7.186	13.879	108.406	75.747	30.858	1.801
	Αύγ.	233.035	111.011	104.016	21.976	22.674	14.530	6.995	13.954	108.070	75.482	30.776	1.811
	Σεπτ.	231.818	110.320	103.419	22.011	22.641	14.190	6.902	13.957	107.541	75.098	30.634	1.809
	Οκτ.	230.674	109.599	102.850	22.142	22.351	14.097	6.749	13.854	107.221	74.897	30.509	1.815
	Νοέμ.	229.787	109.241	102.599	22.046	22.243	14.081	6.642	13.843	106.702	74.683	30.381	1.637
	Δεκ.	227.655	107.335	100.758	22.162	22.168	12.442	6.577	13.790	106.530	74.634	30.236	1.660
2013	Ιαν.	225.506	106.485	100.010	22.445	21.785	12.124	6.475	13.650	105.371	73.864	29.898	1.609
	Φεβρ.	224.990	106.393	99.736	22.088	21.653	12.373	6.658	13.619	104.977	73.662	29.684	1.630
	Μάρτ.	228.361	109.975	103.248	22.367	22.212	13.586	6.728	13.698	104.688	73.524	29.511	1.653
	Απρ.	226.310	108.457	101.811	22.196	22.053	13.225	6.647	13.630	104.222	73.273	29.323	1.626
	Μάιος	224.164	107.019	100.539	21.734	21.714	13.072	6.481	13.650	103.494	72.721	29.145	1.629
	Ιούν.	223.817	106.798	100.340	21.728	21.751	12.901	6.459	13.365	103.654	72.613	29.399	1.643
	Ιουλ.	222.457	105.899	99.495	21.630	21.482	12.691	6.405	13.440	103.117	72.252	29.233	1.632
	Αύγ.	221.790	105.519	99.195	21.409	21.307	12.746	6.324	13.392	102.879	72.042	29.192	1.645
	Σεπτ.	220.993	105.033	98.742	21.303	21.239	12.481	6.291	13.391	102.570	71.899	29.042	1.628
	Οκτ.	219.649	104.364	98.063	21.325	21.065	12.486	6.301	13.510	101.775	71.701	28.606	1.468
	Νοέμ.	218.950	103.718	97.102	21.446	20.572	12.050	6.616	13.883	101.349	71.493	28.441	1.415
	Δεκ.	217.920	103.204	96.610	21.481	20.038	11.838	6.593	13.888	100.827	71.055	28.382	1.390
2014	Ιαν.	217.612	102.923	96.147	21.648	20.017	11.940	6.777	14.229	100.460	70.803	28.267	1.390
	Φεβρ.	216.638	102.251	95.731	21.545	19.985	11.876	6.520	13.693	100.695	71.121	28.155	1.418
	Μάρτ.	215.867	101.827	95.397	21.552	20.114	11.854	6.430	13.681	100.359	70.968	27.974	1.417
	Απρ.	215.139	101.291	94.867	21.260	20.024	11.846	6.425	13.676	100.172	70.819	27.936	1.416
	Μάιος	214.352	101.125	94.620	21.046	19.953	11.997	6.505	13.232	99.996	70.718	27.797	1.481
	Ιούν.	214.810	101.665	95.108	20.875	19.944	12.820	6.557	13.304	99.842	70.613	27.744	1.485
	Ιουλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια καθώς και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.

2 Από τον Ιούνιο του 2010 τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις αποτελούν χωριστή κατηγορία και δεν περιλαμβάνονται πλέον στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις.

Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

		Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
		Μίας ημέρας ^{1,2}		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ^{1,2}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
								Σύνολο
Περίοδος								
2009		0,63	0,56	2,74	0,50	1,65	1,71	
2010		0,43	0,38	3,26	0,35	2,53	1,91	
2011		0,47	0,40	4,18	0,41	3,55	2,44	
2012		0,47	0,42	4,78	0,44	4,19	2,84	
2013		0,44	0,38	3,68	0,45	3,34	2,30	
2011	Ιαν.	0,44	0,38	3,74	0,34	3,40	2,18	
	Φεβρ.	0,44	0,38	3,75	0,34	3,23	2,18	
	Μάρτ.	0,45	0,39	3,76	0,41	3,39	2,21	
	Απρ.	0,46	0,39	3,88	0,38	3,56	2,29	
	Μάιος	0,46	0,40	3,95	0,35	3,52	2,32	
	Ιούν.	0,47	0,41	4,10	0,42	3,38	2,39	
	Ιούλ.	0,47	0,40	4,29	0,45	3,82	2,51	
	Αύγ.	0,47	0,40	4,31	0,44	3,54	2,51	
	Σεπτ.	0,47	0,41	4,37	0,43	3,65	2,55	
	Οκτ.	0,48	0,41	4,50	0,44	3,75	2,62	
	Νοέμ.	0,48	0,41	4,62	0,43	3,64	2,68	
	Δεκ.	0,48	0,41	4,88	0,48	3,76	2,81	
	2012	Ιαν.	0,47	0,41	4,79	0,41	4,03	2,78
		Φεβρ.	0,47	0,41	4,86	0,46	4,08	2,83
		Μάρτ.	0,47	0,41	4,94	0,53	4,43	2,89
		Απρ.	0,47	0,41	4,96	0,47	4,37	2,92
Μάιος		0,48	0,42	4,90	0,46	4,26	2,91	
Ιούν.		0,48	0,42	5,01	0,46	4,17	2,94	
Ιούλ.		0,47	0,42	4,82	0,40	4,29	2,86	
Αύγ.		0,47	0,42	4,56	0,40	4,04	2,72	
Σεπτ.		0,46	0,41	4,60	0,45	4,19	2,75	
Οκτ.		0,47	0,42	4,64	0,41	4,12	2,79	
Νοέμ.		0,47	0,42	4,60	0,41	4,20	2,79	
Δεκ.		0,49	0,43	4,70	0,46	4,15	2,85	
2013		Ιαν.	0,48	0,42	4,59	0,47	4,23	2,81
		Φεβρ.	0,48	0,42	4,49	0,49	4,22	2,78
		Μάρτ.	0,49	0,42	4,36	0,44	3,95	2,71
		Απρ.	0,49	0,42	4,22	0,44	3,72	2,60
	Μάιος	0,49	0,42	4,06	0,44	3,70	2,51	
	Ιούν.	0,41	0,33	3,89	0,49	3,24	2,40	
	Ιούλ.	0,47	0,39	3,48	0,46	3,28	2,26	
	Αύγ.	0,47	0,39	3,29	0,47	2,91	2,10	
	Σεπτ.	0,39	0,33	3,10	0,40	2,82	1,96	
	Οκτ.	0,39	0,33	2,97	0,41	2,83	1,90	
	Νοέμ.	0,39	0,33	2,83	0,41	2,59	1,81	
	Δεκ.	0,37	0,31	2,82	0,45	2,65	1,81	
	2014	Ιαν.	0,33	0,28	2,80	0,37	2,74	1,77
		Φεβρ.	0,33	0,28	2,80	0,35	2,74	1,74
		Μάρτ.	0,33	0,28	2,81	0,38	2,85	1,76
		Απρ.	0,34	0,27	2,71	0,34	2,55	1,69
Μάιος		0,33	0,26	2,53	0,36	2,48	1,59	
Ιούν.		0,33	0,26	2,39	0,30	2,40	1,51	
Ιούλ.		0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45	
Αύγ.		0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34	
Σεπτ.		0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32	
Οκτ.		0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23	

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμειωτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 7 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα ¹						Δάνεια προς ελεύθε- ρους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επι- χειρήσεις		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ¹				Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων
	Κατανα- λωτικά δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάγκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάγκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάγκεια ^{3,4}	Δάνεια με καθορι- σμένη διάγκεια και επιτό- κιο κυμαι- νόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάγκεια ^{3,4}	Δάνεια με καθορισμένη διάγκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
		Επιτόκιο κυμαινό- μενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επι- τόκιο κατ/κών δανείων με καθορι- σμένη διάγκεια	Επιτόκιο κυμαινό- μενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επι- τόκιο συνόλου στεγαστι- κών δανείων				Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ			
2009		14,39	8,59	9,33	3,52	3,94			6,07	4,62	3,52	6,02	
2010		14,01	9,79	9,53	3,42	3,67			6,25	5,53	4,27	5,64	
2011		14,67	10,16	9,96	4,28	4,33	10,06	8,76	7,50	6,77	5,74	6,68	
2012		14,64	8,19	8,40	3,32	3,26	10,20	7,68	7,66	6,87	5,92	6,09	
2013		14,43	7,62	7,53	2,92	2,82	9,61	7,36	7,39	6,51	5,77	5,60	
2011	Ιαν.	14,28	10,73	9,84	3,93	4,05	9,46	8,27	6,81	6,14	4,89	6,17	
	Φεβρ.	14,33	10,44	9,88	3,91	4,04	9,63	8,40	6,90	6,23	5,37	6,41	
	Μάρτ.	14,39	9,74	9,52	4,04	4,17	9,70	8,59	7,05	6,46	5,39	6,38	
	Απρ.	14,44	10,65	10,15	4,25	4,32	9,85	8,63	7,26	6,46	5,55	6,57	
	Μάιος	14,58	10,48	10,22	4,26	4,33	9,91	8,86	7,34	6,59	5,48	6,62	
	Ιούν.	14,64	10,47	10,23	4,23	4,32	10,03	8,62	7,59	6,76	5,56	6,64	
	Ιουλ.	14,76	11,03	10,45	4,44	4,52	10,13	8,74	7,65	6,85	5,76	6,79	
	Αύγ.	14,94	10,77	10,55	4,54	4,57	10,29	9,14	7,76	6,92	5,88	6,89	
	Σεπτ.	14,96	9,70	9,95	4,49	4,51	10,40	8,93	7,91	7,12	6,04	6,94	
	Οκτ.	14,93	10,07	10,22	4,65	4,56	10,38	8,97	7,92	7,27	6,20	7,02	
	Νοέμ.	14,93	9,30	9,57	4,48	4,40	10,46	8,97	7,93	7,18	6,13	6,90	
	Δεκ.	14,90	8,49	8,92	4,18	4,14	10,47	8,94	7,90	7,26	6,64	6,82	
	Ιαν.	14,86	8,76	9,17	3,98	3,97	10,36	9,19	7,90	7,20	6,10	6,63	
	Φεβρ.	14,83	8,80	9,09	3,77	3,75	10,33	8,58	7,86	7,02	5,81	6,46	
	Μάρτ.	14,79	8,19	8,66	3,62	3,53	10,30	8,22	7,80	7,02	6,16	6,38	
	2012	Απρ.	14,77	8,34	8,79	3,55	3,44	10,35	7,91	7,78	6,89	6,23	6,34
Μάιος		14,70	8,27	8,69	3,54	3,40	10,30	7,89	7,69	7,05	5,84	6,21	
Ιούν.		14,66	8,16	8,54	3,42	3,33	10,25	7,79	7,69	6,92	6,55	6,29	
Ιουλ.		14,60	7,88	8,10	3,13	3,07	10,19	7,33	7,61	6,87	5,71	5,92	
Αύγ.		14,52	8,32	8,40	2,99	2,94	10,14	6,82	7,57	6,71	5,82	5,88	
Σεπτ.		14,49	7,75	7,89	3,01	2,95	10,06	7,31	7,54	6,79	5,46	5,77	
Οκτ.		14,51	8,04	8,01	2,88	2,84	10,05	7,17	7,49	6,75	5,70	5,76	
Νοέμ.		14,50	8,11	7,93	2,94	2,88	10,02	7,03	7,49	6,75	5,62	5,63	
Δεκ.		14,49	7,60	7,47	3,04	2,98	10,00	6,96	7,52	6,46	6,07	5,76	
Ιαν.		14,48	7,91	7,64	2,99	2,91	10,00	7,03	7,46	6,67	6,40	5,88	
Φεβρ.		14,48	8,10	7,69	3,04	2,96	9,99	7,82	7,52	6,66	5,84	5,79	
Μάρτ.		14,50	7,96	7,57	3,18	3,08	9,98	7,45	7,56	6,62	5,80	5,78	
Απρ.		14,48	7,86	7,40	3,08	2,92	9,96	7,61	7,49	6,78	5,96	5,75	
Μάιος		14,45	7,70	7,60	2,84	2,76	9,91	7,61	7,45	6,52	5,37	5,53	
Ιούν.		14,35	6,63	6,84	2,80	2,74	9,55	7,40	7,43	6,62	6,01	5,54	
Ιουλ.		14,36	7,50	7,28	2,85	2,72	9,46	8,05	7,42	6,47	5,72	5,55	
2013	Αύγ.	14,40	8,41	8,33	2,89	2,74	9,48	7,34	7,36	6,49	5,49	5,54	
	Σεπτ.	14,38	7,40	7,47	2,93	2,76	9,29	7,14	7,20	6,63	5,93	5,56	
	Οκτ.	14,58	7,51	7,62	2,85	2,77	9,28	6,95	7,19	6,40	6,14	5,61	
	Νοέμ.	14,39	7,32	7,60	2,75	2,68	9,13	7,15	7,29	6,20	5,80	5,50	
	Δεκ.	14,35	7,16	7,35	2,81	2,78	9,25	6,79	7,29	6,06	4,73	5,12	
	Ιαν.	14,44	7,98	8,17	2,70	2,70	9,10	7,76	7,24	6,32	6,00	5,66	
	Φεβρ.	14,43	7,80	7,94	2,73	2,73	9,07	6,66	7,23	6,17	5,88	5,40	
	Μάρτ.	14,38	7,81	7,89	2,95	2,86	9,05	6,99	7,23	6,04	5,57	5,46	
	Απρ.	14,57	7,69	7,83	3,03	2,97	9,01	6,55	7,22	6,19	6,64	5,82	
	Μάιος	14,52	7,80	8,06	2,94	2,91	8,94	6,59	7,22	6,09	5,57	5,45	
	Ιούν.	14,52	6,73	7,22	2,80	2,95	8,40	6,08	7,00	5,46	5,20	5,18	
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,37	
	Αύγ.	14,46	6,75	7,53	2,98	3,10	8,26	6,54	6,79	5,57	5,56	5,31	
	Σεπτ.	14,46	7,05	7,63	3,11	3,20	8,25	6,09	6,66	5,54	5,12	5,21	
	Οκτ.	14,48	7,22	7,87	2,98	3,03	8,25	6,59	6,58	5,53	5,63	5,36	

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.



