

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2018



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2018



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

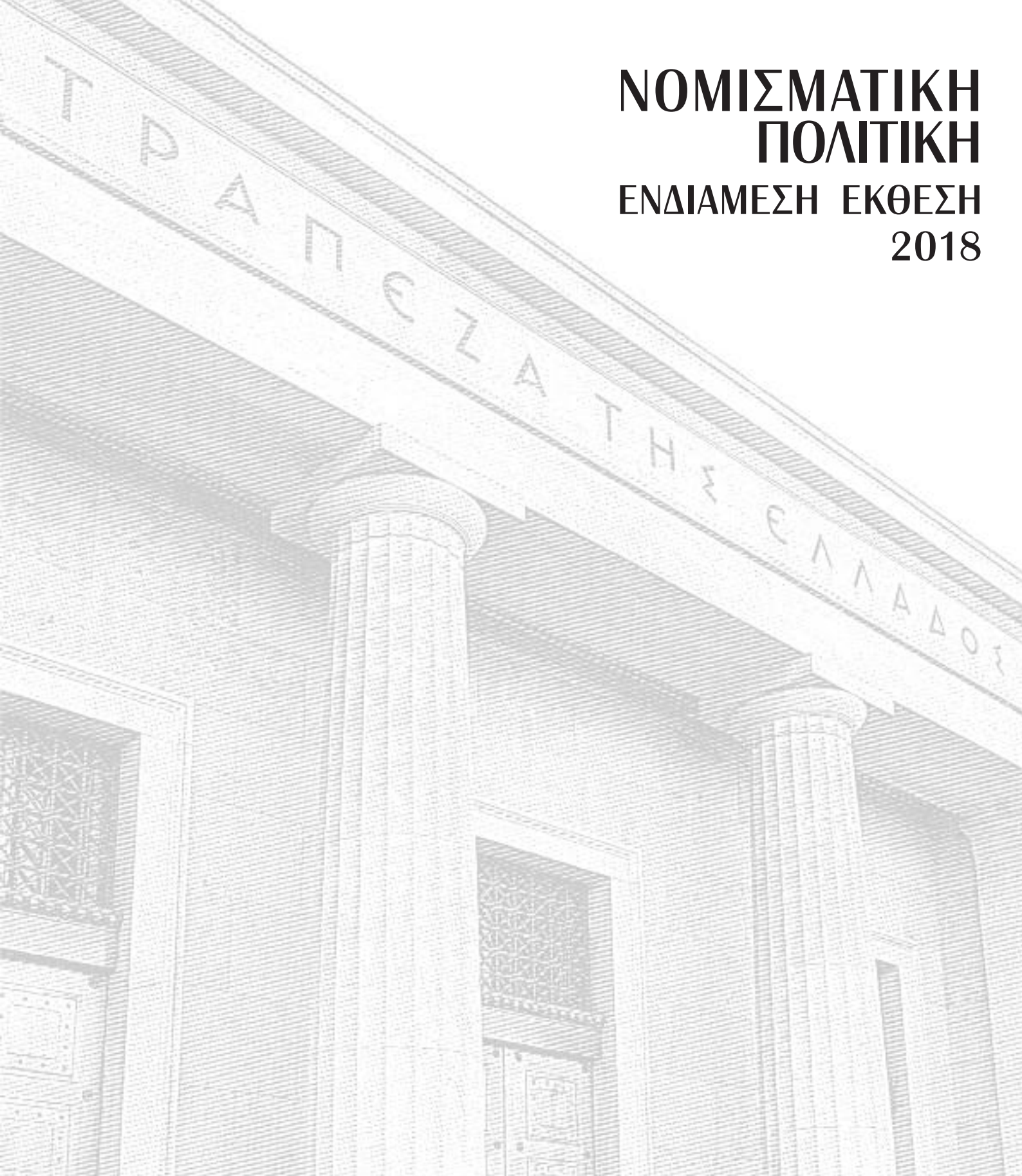
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2018



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2018



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική είναι η πρώτη που υποβάλλεται μετά την ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος προσαρμογής τον Αύγουστο του 2018. Η ολοκλήρωση του προγράμματος αποτελεί ένα σημαντικό ορόσημο, με θετικές επιδράσεις στο οικονομικό κλίμα και τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, όπως είχε επισημάνει η Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική του Ιουλίου 2018, η διατηρήσιμη επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων θα είναι η ασφαλέστερη ένδειξη ότι η οικονομία έχει υπερβεί την κρίση.

Στο διάστημα που μεσολάβησε από την ολοκλήρωση του προγράμματος προσαρμογής, η ελληνική οικονομία συνέχισε να ανακάμπτει. Όμως οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων εξακολουθούν να βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα, λόγω αναταράξεων στις διεθνείς αγορές, ιδιαίτερα στην Ιταλία, αλλά και λόγω της ανησυχίας σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής μεταρρυθμίσεων που είχαν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος. Ως αποτέλεσμα, οι ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος δανεισμού, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ελληνική οικονομία δεν έχει ακόμη επιστρέψει στην κανονικότητα.

Η υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που στηρίζουν τη δυναμική ανάπτυξη αποτελεί προϋπόθεση για να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών και να καταστεί δυνατή η επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους. Παράλληλα, θα πρέπει να διαφυλαχθούν τα έως τώρα επιτεύγματα των μεταρρυθμίσεων, να αποφευχθεί η ανατροπή συμφωνημένων πολιτικών, η οποία δημιουργεί πρόσθετους κινδύνους για την οικονομία ενώ παράλληλα υπονομεύει την αξιοπιστία της ασκούμενης πολιτικής, και, τέλος, να αντιμετωπιστούν δικαστικές αποφάσεις που ανατρέπουν ψηφισμένα από τη Βουλή μέτρα και θέτουν σε κίνδυνο τους δημοσιονομικούς στόχους μεσοπρόθεσμα, αλλά και τη βιωσιμότητα του χρέους.

Σε συνέχεια της ανάκαμψης του 2017, η οικονομική δραστηριότητα στη διάρκεια του εννεάμηνου του 2018 επιταχύνθηκε, με το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές να καταγράφει άνοδο κατά 2,1% έναντι της ίδιας περιόδου του 2017. Βασικοί πυλώνες της μεγέθυνσης της οικονομίας το εννεάμηνο του έτους ήταν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η ιδιωτική κατανάληψη.

Σύμφωνα με τους έως τώρα διαθέσιμους δείκτες οικονομικής δραστηριότητας τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης, εκτιμάται ότι η ανάκαμψη συνεχίστηκε και το δ' τρίμηνο του έτους, παρά το γεγονός ότι υπάρχουν ενδείξεις ανόδου της αβεβαιότητας που προέρχεται κυρίως από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως καταγράφονται στην εξέλιξη του Δείκτη Οικονομικού Κλίματος τους τελευταίους μήνες, αλλά και στην επιβράδυνση της ανόδου της βιομηχανικής παραγωγής σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Ο πληθωρισμός, όπως αποτυπώνεται στον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, επέστρεψε σε θετικό έδαφος το 2017, αλλά στη διάρκεια του 2018 κινήθηκε ηπιότερα λόγω των επιδράσεων βάσης στα ενεργειακά αγαθά και στα επεξεργασμένα είδη διατροφής. Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου επέδρασαν αυξητικά, ενώ οι τιμές των μη ενεργειακών αγαθών συνεχίζουν να καταγράφουν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής.

Θετικές καταγράφονται οι εξελίξεις στο δημοσιονομικό τομέα. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2017, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,1% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα 1,75% του ΑΕΠ, για τρίτο συνεχές έτος. Η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου που παρατηρείται τα τελευταία έτη συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους και ενισχύει την εμπιστο-

σύνη των αγορών, όσον αφορά την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής διαχείρισης αλλά και την αποφασιστικότητα των ελληνικών αρχών να επιτύχουν τους καθορισμένους δημοσιονομικούς στόχους. Ωστόσο, η δημοσιονομική υπεραπόδοση επιφέρει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία, καθώς βασίζεται στην αυξημένη φορολογική επιβάρυνση και στην περικοπή των επενδυτικών δαπανών, με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση των επενδύσεων, την αποδυνάμωση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, αλλά και την αύξηση της παραοικονομίας.

Οι βελτιωμένες προοπτικές για την οικονομία ενίσχυσαν το οικονομικό κλίμα, συμβάλλοντας στην αύξηση των καταθέσεων του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα, και βελτίωσαν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος, με αποτέλεσμα τον περιορισμό της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα της Τράπεζας της Ελλάδος. Η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών και η βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης επέτρεψαν την άρση των περισσότερων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Παρά τις θετικές αυτές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών παραμένει εξαιρετικά υψηλό. Η ετήσια μεταβολή της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα παραμένει αρνητική και το μέσο επιτόκιο των τραπεζικών χορηγήσεων προς τον τομέα αυτό αυξήθηκε ελαφρά τους τέσσερις τελευταίους μήνες. Επιπλέον, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, κυρίως λόγω αναταράξεων στις διεθνείς αγορές και της ανησυχίας σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής νομοθετημένων μέτρων πολιτικής και μεταρρυθμίσεων που είχαν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος. Τα παραπάνω υποδηλώνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος δανεισμού.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,1% το 2018, 2,3% το 2019 και 2,2% το 2020. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στις εξαγωγές, αλλά και στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα έχει θετική συμβολή στην οικονομική δραστηριότητα, στηριζόμενη στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, η οποία θα τροφοδοτηθεί από τη σταδιακή άνοδο των αμοιβών ανά απασχολούμενο καθώς και από τη συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης. Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν, ιδιαίτερα από το 2019 και έπειτα, σε συνάρτηση με την ενίσχυση της εμπιστοσύνης και τη σταδιακή αποκατάσταση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα. Οι εξαγωγές αγαθών, υποβοηθούμενες από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλούς, αν και επιβραδυνόμενους, ρυθμούς τα επόμενα δύο χρόνια, εξαιτίας της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης λόγω του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και της αύξησης των επιτοκίων στις διεθνείς αγορές. Άνοδο αναμένεται ότι θα σημειώσουν και οι εισαγωγές. Η απασχόληση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται, στηριζόμενη κυρίως στη θετική πορεία επιμέρους τομέων της οικονομικής δραστηριότητας όπως ο τουρισμός, το εμπόριο και η μεταποίηση, συμβάλλοντας στην περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα σημειώσει διακυμάνσεις, επηρεαζόμενος από εξωγενείς παράγοντες όπως οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται ότι θα ακολουθήσει ανοδική πορεία, κυρίως λόγω της ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης, αλλά και της ήπιας αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνουν και σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, η υπερβολική φορολόγηση και τυχόν ανάκληση ή καθυστερήσεις στην υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν από ενδεχόμενη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας στο πλαίσιο της αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού και αναταράξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδιαίτερα στην Ιταλία, και στις αγορές συναλλάγματος διεθνώς, καθώς και από μια αποτυχία έγκρισης από το βρετανικό κοινοβούλιο της συμφωνίας για την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ.

Όσον αφορά το δημοσιονομικό πεδίο, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι η μη εφαρμογή των θεσμοθετημένων περικοπών στις συντάξεις το 2019, σε συνδυασμό με την εφαρμογή των αποφάσεων της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας οι οποίες έκριναν αντισυνταγματικές προγενέστερες περικοπές στις συντάξεις, δρουν επιβαρυντικά στην ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, καθώς οδηγούν σε προς τα άνω αναθεώρηση της συνταξιοδοτικής δαπάνης, και αποτελούν το σημαντικότερο δημοσιονομικό κίνδυνο μεσοπρόθεσμα.

Η κερδοφορία των τραπεζών πριν από φόρους παρέμεινε αδύναμη και σημαντικά χαμηλότερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2017, ενώ, μετά από φόρους και μη επαναλαμβανόμενες δραστηριότητες, το εννεάμηνο του 2018 καταγράφονται ζημίες μεγαλύτερες από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2017.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας

παραμένουν σε ικανοποιητικό επίπεδο (15,6% και 16,2% αντίστοιχα στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018). Στο πλαίσιο της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που διενεργήθηκε στις αρχές του έτους, δεν εντοπίστηκε κεφαλαιακό έλλειμμα στις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Τα αποτελέσματα ανά τράπεζα συνεκτιμώνται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό μέσω της διαδικασίας εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης, στο πλαίσιο των απαιτήσεων του Πυλώνα II. Σκοπός της άσκησης ήταν να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα των τραπεζών σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές για την τριετία 2018-2020, με σημείο αναφοράς τα μεγέθη της 31ης Δεκεμβρίου 2017, αναμορφωμένα για την επίπτωση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (ΔΠΧΠ 9).

Οι τράπεζες σημείωσαν αξιόλογη πρόοδο στη μείωση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους. Τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ) ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018 σε 84,7 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά περίπου 9,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2017 και κατά περίπου 22,5 δισεκ. ευρώ (δηλ. περισσότερο από 20%) έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΑ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ κατά τη διάρκεια του 2018 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές (4,4 δισεκ. ευρώ) και πωλήσεις (5,2 δισεκ. ευρώ) μη εξυπηρετούμενων δανείων. Βελτίωση εμφανίζουν και οι εισπράξεις από ρευστοποιήσεις, καθώς οι ηλεκτρονικοί πλειστηριασμοί παράγουν τα πρώτα αποτελέσματα. Ωστόσο, το συνολικό ποσό που ανακτήθηκε από τις τράπεζες με αυτό τον τρόπο παραμένει χαμηλό. Συνολικά, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης των ΜΕΑ παραμένουν περιορισμένες. Επιπροσθέτως, οι νέες ροές μη εξυπηρετούμενων δανείων που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του εννεάμηνου εξακολουθούν να υπερβαίνουν τις πιστώσεις που επιστρέφουν σε τακτική εξυπηρέτηση.

Συνολικά, και με βάση τις τάσεις που παρατηρούνται τα τελευταία δύο τουλάχιστον χρόνια, ο ρυθμός μείωσης των ΜΕΑ, αν και εμφανίζεται βελτιωμένος, δεν είναι ικανός ώστε να επιτευχθεί σύντομα μία σημαντική αποκλιμάκωση του υπολοίπου τους. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν ήδη υποβάλει αναθεωρημένους επιχειρησιακούς στόχους για τα ΜΕΑ, οι οποίοι καλύπτουν το διάστημα μέχρι το 2021. Κατά την προσεχή περίοδο, αυξημένη συμβολή στη μείωση των ΜΕΑ αναμένεται να έχουν οι πωλήσεις δανείων, οι εισπράξεις δανείων, η ρευστοποίηση εξασφαλίσεων και οι επιτυχείς ρυθμίσεις δανείων, ούτως ώστε το ποσοστό των ΜΕΑ στο σύνολο των ανοιγμάτων να υποχωρήσει σε περίπου 20% ή χαμηλότερα μέχρι το 2021. Στη βάση αυτή θα πρέπει να εξεταστούν και άλλες λύσεις που θα διευκόλυναν τη μεταφορά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τους ισολογισμούς των τραπεζών σε άλλες οντότητες, για παράδειγμα σε μια κεντρική εταιρία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, χωρίς να δημιουργηθούν πρόσθετοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι και αφού έχουν ληφθεί υπόψη οι ενδεχόμενες επιπτώσεις στην κεφαλαιακή βάση των τραπεζών. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος, στην πρόσφατη Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος, παρουσίασε την πρότασή της για τη δημιουργία Εταιρίας Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle) που θα απορροφήσει μη εξυπηρετούμενα δάνεια ύψους 40 δισεκ. ευρώ περίπου, με την παράλληλη χρήση αναβαλλόμενου φόρου ύψους 7,5 δισεκ. ευρώ.

Παρατηρείται αξιόλογη πρόοδος της ελληνικής οικονομίας από το 2010 και μετά. Ειδικότερα επισημαίνονται η πρωτοφανής δημοσιονομική προσαρμογή και η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και ο περιορισμός του εξωτερικού ελλείμματος, οι εκτεταμένες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, αλλά και η αναδιάρθρωση, ενοποίηση και ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος και γενικότερα η διαφύλαξη της χρηματοπι-

στωτικής σταθερότητας. Ωστόσο, η χώρα εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, κάποιες από τις οποίες αποτελούν κληροδοτήματα της μακρόχρονης οικονομικής κρίσης.

Οι κυριότερες προκλήσεις είναι το υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, του οποίου η βιωσιμότητα έχει διασφαλιστεί μεσοπρόθεσμα, το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, το μεγάλο ποσοστό ανεργίας, η μετανάστευση εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού κατά τη διάρκεια της κρίσης, το μεγάλο επενδυτικό κενό και το σχετικά υψηλό ποσοστό φτώχειας στον πληθυσμό. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα εξακολουθεί να είναι πολύ χαμηλή σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες και έχει μάλιστα υποχωρήσει τα τελευταία δύο χρόνια.

Μακροπρόθεσμα, η προβλεπόμενη μείωση του πληθυσμού (λόγω της γήρανσης του πληθυσμού) αναμένεται να ασκήσει καθοδική πίεση στη δυνητική ανάπτυξη. Επίσης, η υπόθεση της διατήρησης μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων για μια παρατεταμένη χρονική περίοδο συνιστά κίνδυνο στην ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, καθώς η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι κάτι τέτοιο θα επιβραδύνει την ανάπτυξη. Η περιοριστική επίδραση των μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων θα είναι σημαντικά εντονότερη αν συνοδεύεται από υψηλή φορολογία.

Η σημαντικότερη ίσως πρόκληση για την ελληνική οικονομία στο άμεσο μέλλον είναι η επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις χρηματοπιστωτικές αγορές με βιώσιμους όρους. Παρά την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος προσαρμογής τον περασμένο Αύγουστο και τα μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που αποφάσισε το Eurogroup τον Ιούνιο του 2018, τα οποία εκτιμάται ότι διασφαλίζουν τη βιωσιμότητά του μεσοπρόθεσμα, τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου δεν έχουν ακόμη αποκτήσει καθεστώς επενδυτικής βαθμίδας και οι αποδόσεις τους παραμένουν υψηλές και ευμετάβλητες, επηρεαζόμενες σημαντικά από τις αναταράξεις στις διεθνείς

χρηματοπιστωτικές αγορές και την αβεβαιότητα όσον αφορά τη διατήρηση της μεταρρυθμιστικής κατεύθυνσης της οικονομικής πολιτικής.

Οι παραπάνω προκλήσεις θα πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα προκειμένου να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας και να αυξηθεί η ανθεκτικότητά της σε εξωτερικούς κινδύνους. Προς το σκοπό αυτό, προτείνονται οι ακόλουθες παρεμβάσεις πολιτικής:

1ον Μείωση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

2ον Αλλαγή στο μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής.

3ον Υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

4ον Επιτάχυνση της υλοποίησης των ιδιωτικοποιήσεων.

5ον Επιθετική προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

6ον Επιτάχυνση της απονομής της δικαιοσύνης.

7ον Ενδυνάμωση του τριγώνου της γνώσης (εκπαίδευση, έρευνα, καινοτομία) και ενθάρρυνση της στενής συνεργασίας επιχειρήσεων και ερευνητικών κέντρων.

8ον Ενίσχυση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.

9ον Διατήρηση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας.

10ον Η υπό διαβούλευση πρόταση για αύξηση των κατώτατων μισθών πρέπει να συμβαδίζει με την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας.

Παρά την επιτυχή ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος προσαρμογής τον Αύγουστο

του 2018 και τα θετικά μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που αποφασίστηκαν από το Eurogroup τον Ιούνιο του 2018, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παραμένουν υψηλές και ευμετάβλητες, λόγω των πρόσφατων αναταράξεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδιαίτερα στην Ιταλία, αλλά και λόγω της ανησυχίας σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής ήδη συμφωνημένων και νομοθετημένων μέτρων πολιτικής και μεταρρυθμίσεων.

Το υψηλό κόστος δανεισμού του δημόσιου τομέα διαχέεται και στον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα, με αποτέλεσμα να διατηρεί σε υψηλά επίπεδα το κόστος δανεισμού για τις ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Συνεπώς, η βασική πρόκληση στο άμεσο μέλλον εξακολουθεί να είναι η αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους με βιώσιμους όρους από τις διεθνείς αγορές.

Το υφιστάμενο ταμειακό απόθεμα ασφαλείας επιτρέπει στην κυβέρνηση να μην επιδιώξει άμεση επιστροφή στις διεθνείς αγορές μέσω νέων εκδόσεων ομολόγων. Ωστόσο, σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί λόγο εφησυχασμού. Είναι εξαιρετικά σημαντικό να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών το συντομότερο δυνατόν και πολύ πριν περιοριστεί το διαθέσιμο ταμειακό απόθεμα ασφαλείας. Κάτι τέτοιο θα επιτρέψει τη χρήση του υπολειπόμενου ποσού για την εξαγορά χρέους. Επιπλέον, θα επιτρέψει την πρόσβαση του ιδιωτικού επιχειρηματικού τομέα και των τραπεζών στις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους.

Προς το σκοπό αυτό, λαμβάνοντας υπόψη την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας καθώς και τις σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, θα πρέπει να συνεχιστεί με αποφασιστικότητα η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Μόνο έτσι θα είναι δυνατόν να περιοριστούν οι μελλοντικοί δημοσιονομικοί κίνδυνοι, να μειωθεί η αβεβαιότητα, να επιταχυνθεί η ανάκαμψη της οικονομίας και να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες

προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Με διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων και θα αυτό τον τρόπο θα διευκολυνθεί η διατηρή- σηματοδοτηθεί η οριστική έξοδος από τη σιμη επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις μακρόχρονη κρίση.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2018

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Γιάννης Στουρνάρας

ΜΕΛΗ

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Δημήτριος Σιδέρης

Χαράλαμπος Σταματόπουλος

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

Η ΣΥΝΕΧΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

1	Εισαγωγή	15
2	Εξελίξεις – προοπτικές	15
3	Προβλέψεις	17
4	Παγκόσμια οικονομία	18
5	Ενιαία νομισματική πολιτική	20
6	Χρηματοπιστωτικός τομέας	21
7	Η οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις	26
8	Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων αποτελεί προϋπόθεση για διατηρήσιμη ανάπτυξη και επιστροφή στις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους	27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	31
2	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	32
2.1	Παγκόσμια οικονομία	32
2.2	Ζώνη του ευρώ	36
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	38
3	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	40

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ.1

Η πραγματική σύγκλιση των οικονομιών της ζώνης του ευρώ	43
---	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	51
2	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	52
2.1	Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής	52
2.2	Στοιχεία από την οικονομική και νομισματική ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	69
2	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	88
3	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	89
4	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	98
4.1	Πληθωρισμός	98
4.2	Κόστος εργασίας	99
4.3	Κέρδη επιχειρήσεων	100
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	101
5	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	103
6	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	115

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.1

Οι βασικοί παράγοντες μακροχρόνιας ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας	65
---	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.2

Η χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδύσεων στην Ελλάδα	74
--	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.3

Η συμβολή της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής στην οικονομική ανάπτυξη	81
--	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.4

Η ευελιξία στην αγορά εργασίας: μια κλαδική ανάλυση της χρήσης ευέλικτων μορφών απασχόλησης	93
---	----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.5

Οι οικονομικές εξελίξεις στην Τουρκία και οι επιπτώσεις τους στην ελληνική οικονομία	107
--	-----

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.6

Η αναθεώρηση των στατιστικών στοιχείων των θαλάσσιων μεταφορών και οι αλλαγές στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	113
---	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V			
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ			
ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ			
1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	117	2 Πιστωτικές εξελίξεις	139
2 Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών κατά το 2018	124	3 Τραπεζικά επιτόκια	141
2.1 Γενική κυβέρνηση	124	4 Χρηματοπιστωτικές αγορές	143
2.2 Κρατικός προϋπολογισμός	124	4.1 Διεθνείς κεφαλαιαγορές	143
2.3 Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	126	4.2 Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	145
2.4 Χρέος γενικής κυβέρνησης	127	4.3 Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	146
		4.4 Αγορά μετοχών	147
ΠΛΑΙΣΙΟ V.1		5 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	149
Μείωση φορολογικών συντελεστών και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις: Το παράδειγμα της μείωσης του φορολογικού βάρους στην εργασία	128	ΠΛΑΙΣΙΟ VI.1	
		Παράγοντες που επηρεάζουν την εγχώρια νομισματική κυκλοφορία	152
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI		ΠΛΑΙΣΙΟ VI.2	
ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ		Οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί κύκλοι της ελληνικής οικονομίας	157
1 Τραπεζικές καταθέσεις	137	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	163

Ι Η ΣΥΝΕΧΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος προσαρμογής τον Αύγουστο του 2018 αποτελεί ένα σημαντικό ορόσημο, με θετικές επιδράσεις στο οικονομικό κλίμα και τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, όπως είχε επισημάνει η Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική του Ιουλίου 2018, η διατηρήσιμη επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων θα είναι η ασφαλέστερη ένδειξη ότι η οικονομία έχει υπερβεί την κρίση.

Στο διάστημα που μεσολάβησε από την ολοκλήρωση του προγράμματος προσαρμογής, η ελληνική οικονομία συνέχισε να ανακάμπτει. Όμως οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων εξακολουθούν να βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα, λόγω αναταράξεων στις διεθνείς αγορές, ιδιαίτερα στην Ιταλία, αλλά και λόγω της ανησυχίας σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής μεταρρυθμίσεων που είχαν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος. Ως αποτέλεσμα, οι ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος δανεισμού, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ελληνική οικονομία δεν έχει ακόμη επιστρέψει στην κανονικότητα.

Η υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που στηρίζουν τη δυνητική ανάπτυξη αποτελεί προϋπόθεση για να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών και να καταστεί δυνατή η επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους. Παράλληλα, θα πρέπει να διαφυλαχθούν τα έως τώρα επιτεύγματα των μεταρρυθμίσεων, να αποφευχθεί η ανατροπή συμφωνημένων πολιτικών, η οποία δημιουργεί πρόσθετους κινδύνους για την οικονομία ενώ παράλληλα υπονομεύει την αξιοπιστία της ασκούμενης πολιτικής, και, τέλος, να αντιμετωπιστούν δικαστικές αποφάσεις που ανατρέπουν ψηφισμένα από τη Βουλή μέτρα και θέτουν σε κίνδυνο τους δημοσιονομικούς στόχους μεσοπρόθεσμα, αλλά και τη βιωσιμότητα του χρέους.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η δυναμική άνοδος των εξαγωγών και η ανάκαμψη της κατανάλωσης κινητήριος μοχλός της οικονομίας

Σε συνέχεια της ανάκαμψης του 2017, η οικονομική δραστηριότητα στη διάρκεια του εννεαμήνου του 2018 επιταχύνθηκε, με το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές να καταγράφει άνοδο κατά 2,1% έναντι της ίδιας περιόδου του 2017. Βασικοί πυλώνες της μεγέθυνσης της οικονομίας το εννεάμηνο του έτους ήταν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η ιδιωτική κατανάλωση. Οι εξαγωγές αγαθών συνέχισαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από ό,τι η εξωτερική ζήτηση, λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας, και είχαν την υψηλότερη θετική συμβολή (1,5 ποσοστιαία μονάδα) στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Οι εξαγωγές υπηρεσιών είχαν επίσης σημαντική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ (1,2 ποσοστιαία μονάδα), ως αποτέλεσμα της σημαντικής αύξησης των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να κινείται θετικά (0,8%), αντανakλώντας την ακόμη μεγαλύτερη αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών κυρίως λόγω της αύξησης της απασχόλησης. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου είχαν αρνητική συμβολή στην ανάπτυξη, κυρίως λόγω της σημαντικής μείωσης των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό και οπλικά συστήματα, αλλά και των επενδύσεων σε κατασκευές εξαιρουμένων των κατοικιών, σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο. Αντιθέτως, όλες οι υπόλοιπες συνιστώσες των επενδύσεων αυξήθηκαν σημαντικά. Αρνητική ήταν η συμβολή των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης.

Σύμφωνα με τους έως τώρα διαθέσιμους δείκτες οικονομικής δραστηριότητας τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης, εκτιμάται ότι η ανάκαμψη συνεχίστηκε και το δ' τρίμηνο του έτους, παρά το γεγονός ότι υπάρχουν ενδείξεις ανόδου της αβεβαιότητας που προέρχεται κυρίως από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως καταγράφονται

στην εξέλιξη του Δείκτη Οικονομικού Κλίματος τους τελευταίους μήνες, αλλά και στην επιβράδυνση της ανόδου της βιομηχανικής παραγωγής σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Ο πληθωρισμός, όπως αποτυπώνεται στον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, επέστρεψε σε θετικό έδαφος το 2017, αλλά στη διάρκεια του 2018 κινήθηκε ηπιότερα λόγω των επιδράσεων βάρους στα ενεργειακά αγαθά και στα επεξεργασμένα είδη διατροφής. Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου επέδρασαν αυξητικά, ενώ οι τιμές των μη ενεργειακών αγαθών συνεχίζουν να καταγράφουν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε έλλειμμα αυξημένο κατά 1,5 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2017. Η εξέλιξη αυτή συνδεόταν κυρίως με την επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών, δεδομένου ότι σημειώθηκε αύξηση των εισαγωγών μεγαλύτερη, σε απόλυτο μέγεθος, από εκείνη των εξαγωγών. Ταυτόχρονα, σημαντικά επιδεινώθηκε και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων, ενώ αντίθετα τα ισοζύγια των υπηρεσιών και των δευτερογενών εισοδημάτων βελτιώθηκαν.

Σε ό,τι αφορά την ελληνική αγορά ακινήτων, το 2018 υπήρξαν ενδείξεις σταθεροποίησης και τοπικά ανάκαμψης, καθώς ο πτωτικός κύκλος που ξεκίνησε το 2009 φαίνεται ότι ολοκληρώνεται. Επίσης, το επενδυτικό ενδιαφέρον που παρατηρείται τα δύο τελευταία χρόνια συνεχίστηκε και στη διάρκεια του 2018, ιδιαίτερα στον τομέα των ξενοδοχείων και τις συναφείς με τον τουρισμό χρήσεις.

Αύξηση της απασχόλησης και υποχώρηση της ανεργίας καταγράφεται και το εννεάμηνο του 2018, καθώς η μεταποίηση, το εμπόριο και ο τουρισμός συνεχίζουν να δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας, οι περισσότερες εκ των οποίων είναι πλέον μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης. Ωστόσο, παρά την υποχώρηση, η ανεργία των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων παραμένει σταθερά πρώτη ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ, καταδει-

κνύοντας την αναγκαιότητα συνέχισης των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης.

Μικτές τάσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα

Η απόφαση του Eurogroup της 22ας Ιουνίου 2018 είχε θετική επίδραση στην εμπιστοσύνη, καθώς εξασφάλισε τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα. Επιπλέον, οι βελτιωμένες προοπτικές για την οικονομία ενίσχυσαν το οικονομικό κλίμα, συμβάλλοντας στην αύξηση των καταθέσεων του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα (οι οποίες ανήλθαν σε 128,5 δισεκ. ευρώ τον Οκτώβριο του 2018), και βελτίωσαν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, με αποτέλεσμα τον περιορισμό της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα της Τράπεζας της Ελλάδος. Η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών και η βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης επέτρεψαν την άρση των περισσότερων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Παρά τις θετικές αυτές εξελίξεις, το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών παραμένει εξαιρετικά υψηλό. Η ετήσια μεταβολή της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα παραμένει αρνητική και το μέσο επιτόκιο των τραπεζικών χορηγήσεων προς τον τομέα αυτό αυξήθηκε ελαφρά τους τέσσερις τελευταίους μήνες. Επιπλέον, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, κυρίως λόγω αναταράξεων στις διεθνείς αγορές και της ανησυχίας σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής ήδη νομοθετημένων μέτρων πολιτικής και μεταρρυθμίσεων που είχαν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος. Τα παραπάνω υποδηλώνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος δανεισμού.

Θετικές εξελίξεις στα δημόσια οικονομικά – παραμένει η μεγάλη έμφαση στη φορολογία

Σύμφωνα με την ανακοίνωση της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο

της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2018, η γενική κυβέρνηση (ΓΚ) το 2017 παρουσίασε πλεόνασμα για δεύτερο συνεχές έτος ύστερα από δεκαετίες, ύψους 0,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος ύψους 0,5% του ΑΕΠ το 2016. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2017, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,1% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα 1,75% του ΑΕΠ, για τρίτο συνεχές έτος. Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσαν η περιστολή των δαπανών για συντάξεις, η υποεκτέλεση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και για δημόσιες επενδύσεις, καθώς και η καλύτερη πορεία των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές, χρέη παρελθόντων ετών και ΦΠΑ.

Η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου που παρατηρείται τα τελευταία έτη συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους και ενισχύει την εμπιστοσύνη των αγορών, όσον αφορά την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής διαχείρισης αλλά και την αποφασιστικότητα των ελληνικών αρχών να επιτύχουν τους καθορισμένους δημοσιονομικούς στόχους. Ωστόσο, όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, η δημοσιονομική υπεραπόδοση επιφέρει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία, καθώς βασίζεται στην αυξημένη φορολογική επιβάρυνση και στην περικοπή των επενδυτικών δαπανών, με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση των επενδύσεων, την αποδυνάμωση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, αλλά και την αύξηση της παραοικονομίας.

3 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

Επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,1% το 2018, 2,3% το 2019 και 2,2% το 2020. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στις εξαγωγές, καθώς επίσης και στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα έχει θετική συμβολή στην οικονομική δραστηριότητα, στηριζόμενη στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, η οποία θα τροφοδοτηθεί από τη σταδιακή άνοδο των αμοιβών ανά απασχολούμενο καθώς και από τη συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν, ιδιαίτερα από το 2019 και έπειτα, σε συνάρτηση με την ενίσχυση της εμπιστοσύνης και τη σταδιακή αποκατάσταση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα.

Οι εξαγωγές αγαθών, υποβοηθούμενες από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλούς, αν και επιβραδυνόμενους, ρυθμούς τα επόμενα δύο χρόνια εξαιτίας της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης λόγω του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και της αύξησης των επιτοκίων στις διεθνείς αγορές.

Άνοδο αναμένεται ότι θα σημειώσουν και οι εισαγωγές, με χαμηλότερο όμως ρυθμό σε σχέση με τις εξαγωγές, συμβάλλοντας θετικά στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η απασχόληση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται, στηριζόμενη κυρίως στη θετική πορεία επιμέρους τομέων της οικονομικής δραστηριότητας όπως ο τουρισμός, το εμπόριο και η μεταποίηση, συμβάλλοντας στην περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα σημειώσει διακυμάνσεις, επηρεαζόμενος από εξωγενείς παράγοντες όπως οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται ότι θα ακολουθήσει ανοδική πορεία, κυρίως λόγω της ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης, αλλά και της ήπιας αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας.

Κίνδυνοι και αβεβαιότητες

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνουν και σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώ-

ριο περιβάλλον, η υπερβολική φορολόγηση και τυχόν ανάκληση ή καθυστερήσεις στην υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν από ενδεχόμενη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας στο πλαίσιο της αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού και αναταράξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδιαίτερα στην Ιταλία, και στις αγορές συναλλάγματος διεθνώς, καθώς και από μια αποτυχία έγκρισης από το βρετανικό κοινοβούλιο της συμφωνίας για την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ. Ενδεχόμενη επιδείνωση της οικονομίας της Τουρκίας μπορεί επίσης να επηρεάσει αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα.

Εκτιμάται πάντως ότι μια επιβράδυνση της τουρκικής οικονομίας θα έχει περιορισμένη επίπτωση στην ελληνική οικονομία. Αυτό, έως ένα βαθμό, μπορεί να αντανάκλα το γεγονός ότι το βασικό εξαγωγικό προϊόν της Ελλάδος προς την Τουρκία, δηλ. τα καύσιμα, αποτελεί αναγκαία πρώτη ύλη για την τουρκική βιομηχανία, γεγονός που περιορίζει την εισοδηματική ελαστικότητα των ελληνικών εξαγωγών. Ωστόσο, μια παρατεταμένη υποτίμηση της τουρκικής λίρας θα επηρέαζε αρνητικά την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών αγαθών προς τρίτες χώρες έναντι των αντίστοιχων τουρκικών και θα είχε αρνητικές επιπτώσεις στις εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες λόγω του ανταγωνισμού τιμών σε συγκεκριμένες αγορές (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο, Ρωσία).

Ο δημοσιονομικός στόχος για το 2018 θα επιτευχθεί – Αύξημένοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι το 2019

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία για την εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού και τα ταμειακά στοιχεία της Γενικής Κυβέρνησης, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι ο δημοσιονομικός στόχος του 2018 για πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ θα επιτευχθεί με ασφαλές περιθώριο.

Για το 2019, σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό, η κυβέρνηση, σε συμφωνία με τους εταίρους, ακύρωσε την περικοπή των συντάξεων και αποφάσισε να υλοποιήσει μια επεκτατική δημοσιονομική δέσμη μέτρων, ύψους 0,6% του ΑΕΠ, μερικώς αντισταθμιζόμενη από περικοπή δημοσίων επενδύσεων ύψους περίπου 0,3% του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης περιορίζεται στο 3,6% του ΑΕΠ, οριακά υψηλότερο του στόχου 3,5% του ΑΕΠ, έναντι 4,25% του ΑΕΠ σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2019-2022, που βασιζόταν στην υπόθεση ότι θα υλοποιούνταν όλα τα ψηφισμένα μέτρα εξοικονόμησης συνταξιοδοτικών δαπανών και εξισορροπητικών παρεμβάσεων σε στοχευμένες κοινωνικές δαπάνες και δημόσιες επενδύσεις.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι η μη εφαρμογή των θεσμοθετημένων περικοπών στις συντάξεις το 2019, σε συνδυασμό με την εφαρμογή των αποφάσεων της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας οι οποίες έκριναν αντισυνταγματικές προγενέστερες περικοπές στις συντάξεις, δρουν επιβαρυντικά στην ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, καθώς οδηγούν σε προς τα άνω αναθεώρηση της συνταξιοδοτικής δαπάνης και αποτελούν το σημαντικότερο δημοσιονομικό κίνδυνο μεσοπρόθεσμα.

4 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Θετικές προοπτικές – Αύξηση των κινδύνων λόγω προστατευτισμού

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί σταθερός, στο 3,7%, το τρέχον έτος και το 2019, συμπληρώνοντας έτσι μία τριετία αρκετά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η οποία ενισχύθηκε από την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων καθώς και από ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις προηγμένες οικονομίες. Οι παράγοντες αυτοί θα εξακολουθήσουν να έχουν ευνοϊκή επί-

δραση, παρά τη σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ και σε ορισμένες άλλες προηγμένες οικονομίες προς λιγότερο διευκολυντική κατεύθυνση και την υποχώρηση των ρυθμών αύξησης του διεθνούς εμπορίου.

Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 (σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του παγκόσμιου εμπορίου), ενώ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,9% για το σύνολο του έτους και να υποχωρήσει σε 1,7% το 2019. Η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν να είναι βασικά χαρακτηριστικά της οικονομίας της ζώνης του ευρώ το 2019 και να στηρίζουν την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, ενώ η επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης αναμένεται να περιορίσει την αύξηση των εξαγωγών τη διετία 2018-2019.

Οι θετικές προοπτικές για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από σημαντικούς κινδύνους, κυρίως λόγω του εμπορικού προστατευτισμού, αλλά και των επιπτώσεων της ανόδου των επιτοκίων διεθνώς στους ρυθμούς ανάπτυξης και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, λαμβάνοντας υπόψη το υψηλό επίπεδο του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους και, στην περίπτωση ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών, του χρέους σε ξένο νόμισμα, κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ. Επιβαρυντικός παράγοντας, σε περίπτωση σημαντικής επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας, είναι το περιορισμένο περιθώριο άσκησης αντικυκλικής πολιτικής, καθώς τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών στις προηγμένες οικονομίες είναι γενικώς πολύ χαμηλά ή και μηδενικά, ενώ το υψηλό δημόσιο χρέος περιορίζει τη δυνατότητα άσκησης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής. Οι παράγοντες αυτοί υπογραμμίζουν την ανάγκη μείωσης του δημόσιου χρέους όταν η οικονομική συγκυρία είναι ευνοϊκή, ώστε να μπορούν να λειτουργούν οι αυτόματοι δημοσιονομικοί σταθεροποιητές στην καθοδική φάση του

οικονομικού κύκλου χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η δημοσιονομική σταθερότητα.

Όσον αφορά ειδικότερα τη ζώνη του ευρώ, η προσήλωση στην τήρηση των κοινών δημοσιονομικών κανόνων και η υλοποίηση των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι ουσιώδεις προϋποθέσεις για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, καθώς και για την ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού και της διατηρήσιμης σύγκλισης των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Σε θεσμικό επίπεδο, προτεραιότητα για τη βελτίωση της λειτουργίας της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) έχει δοθεί, από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στην ενίσχυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης.

Πραγματική απόκλιση αντί για σύγκλιση στην ευρωζώνη

Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, η υιοθέτηση του ευρώ δεν λειτούργησε ως καταλύτης πραγματικής σύγκλισης, όπως αρχικά αναμενόταν. Αντίθετα, η πραγματική σύγκλιση την περίοδο 2000-2009 ήταν αναιμική. Η κρίση δημόσιου χρέους το 2010 οδήγησε σε έντονη πραγματική απόκλιση, η οποία δεν σχετίζεται αποκλειστικά με τη βαθιά και παρατεταμένη ύφεση στην Ελλάδα. Ως αποτέλεσμα, η εισοδηματική ανισότητα μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης έχει αυξηθεί από το 2012 σε ανησυχητικά επίπεδα.

Η διεύρυνση της πραγματικής απόκλισης των χωρών της ευρωζώνης δημιουργεί φυγόκεντρες δυνάμεις και λειτουργεί ανασταλτικά στην προσπάθεια για σύγκλιση των πολιτικών που απαιτούνται για μια ισχυρή νομισματική ένωση. Συνεπώς, ο περιορισμός των πραγματικών αποκλίσεων συνιστά απαραίτητο όρο για την ισχυροποίηση της ζώνης του ευρώ.

Από τώρα και στο εξής, η ενίσχυση της πραγματικής σύγκλισης στην ευρωζώνη προϋποθέτει την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας και της καινοτομίας και όχι μόνο την αύξηση της συσσώρευσης κεφαλαίου και

εργασίας. Κάτι τέτοιο απαιτεί την επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών στις αγορές προϊόντων και εργασίας, την αναβάθμιση της ποιότητας των θεσμών, την επένδυση στις νέες τεχνολογίες και την αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου. Οι ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί για την ενίσχυση της αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ μετά την κρίση και η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αναμένεται να συντελέσουν θετικά σε αυτή την προσπάθεια.

5 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η νομισματική πολιτική παραμένει διευκολυντική

Η νομισματική πολιτική διατηρεί το διευκολυντικό χαρακτήρα της, παρά το γεγονός ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη μείωση του ύψους των μηνιαίων καθαρών αγορών τίτλων σε 15 δισεκ. ευρώ από τον Οκτώβριο του 2018 και ύστερα (από 30 δισεκ. ευρώ κατά τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2018) και προσδιόρισε ότι, από την αρχή του 2019 και εξής, οι καθαρές αγορές τίτλων θα μηδενιστούν. Αυτό θα συμβεί εφόσον εξακολουθήσουν τα οικονομικά στοιχεία και οι πληροφορίες που θα συγκεντρωθούν μέχρι εκείνη τη στιγμή να επιβεβαιώνουν τη σύγκλιση του πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα προς τα επιθυμητά επίπεδα (λίγο κάτω του 2%).

Κατά τη διάρκεια του έτους, σταδιακά ενισχύονταν οι ενδείξεις ότι ο πληθωρισμός έχει πλέον τεθεί σε μεσοπρόθεσμη πορεία προσέγγισης επιπέδων λίγο κάτω του 2%. Η εκτίμηση αυτή του Διοικητικού Συμβουλίου βασίζεται στο γεγονός ότι η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής παραμένει αρκούντως διευκολυντική, καθώς επίσης και στο ότι η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ έχει ικανή ισχύ και εύρος. Πράγματι, η οικονομική ανάκαμψη δεν διακόπηκε το 2018, απλώς επιβραδύνθηκε ώστε η άνοδος του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ να πλησιάσει περισσότερο το δυναμικό ρυθμό, καθώς η εξαιρετική αύξηση των εξαγωγών κατά το 2017 δεν επαναλήφθηκε.

Εάν εξεταστεί ένα ευρύ φάσμα δεικτών του πυρήνα του πληθωρισμού (core inflation), διαπιστώνεται ότι ο πυρήνας ενισχύεται σταδιακά, αλλά παραμένει ακόμη αδύναμος. Η προσδοκία ότι ο πυρήνας πρόκειται να ενισχυθεί περαιτέρω στηρίζεται στην καταγραφόμενη αύξηση των αμοιβών, στις εξελίξεις στις τιμές χονδρικής και στην εύλογη εκτίμηση ότι οι αυξήσεις των τιμών της ενέργειας θα μετακυλιστούν με χρονική υστέρηση στις τιμές των τελικών προϊόντων.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες (Δεκέμβριος 2018) μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο πυρήνας του πληθωρισμού θα διαμορφωθεί σε 1,0% κατά μέσο όρο το 2018 και μεσοπρόθεσμα θα αυξηθεί σε 1,4% το 2019 και 1,6% το 2020, ενώ ο ετήσιος ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,8% κατά μέσο όρο το 2018, 1,6% το 2019 και 1,7% το 2020.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιβεβαίωσε ότι, ακόμη και μετά τον τερματισμό των καθαρών αγορών τίτλων στο τέλος του 2018, το Ευρωσύστημα θα εξακολουθήσει να προβαίνει σε αγορές νέων τίτλων ώστε να αναπληρώνει τα χρεόγραφα που θα λήγουν στο χαρτοφυλάκιό του (εφόσον έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος). Η πολιτική επανεπένδυσης θα εφαρμόζεται για όσο χρόνο χρειαστεί ώστε οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ να διατηρηθούν ευνοϊκές και να παραμείνει υψηλός ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική τηρεί διευκολυντική κατεύθυνση.

Παράλληλα, τον Ιούνιο του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα διατηρήσει τα βασικά επιτόκια στα παρόντα επίπεδα τουλάχιστον μέχρι το τέλος του καλοκαιριού του 2019. Συγκεκριμένα, διευκρινίστηκε ότι, εάν μέχρι εκείνο το χρονικό σημείο δεν έχει εξασφαλιστεί ότι η εξέλιξη του πληθωρισμού παραμένει σταθερά ευθυγραμμισμένη με το στόχο της ΕΚΤ, τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα επίπεδα για

όσο ακόμη χρειαστεί. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο επανεπιβεβαίωσε την πρόθεσή του να προχωρήσει πέρα από τα μέτρα που εφαρμόζει επί του παρόντος, τροποποιώντας εκ νέου τα μέσα νομισματικής πολιτικής, εάν αυτό καταστεί αναγκαίο προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να εξακολουθήσει να κατευθύνεται σταθερά προς το στόχο της ΕΚΤ. Συνολικά, οι πρόσφατες ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ συμβάλλουν στη διατήρηση υψηλού βαθμού νομισματικής διευκόλυνσης στη ζώνη του ευρώ.

Τέλος, το Δεκέμβριο του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι η πολιτική επανεπένδυσης θα εξακολουθήσει για ικανό χρονικό διάστημα και μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα ξεκινήσει η αναπροσαρμογή προς τα άνω των βασικών επιτοκίων.

6 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Συνεχίζεται η βελτίωση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και την οικονομία

Η ρευστότητα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνεχίζει να βελτιώνεται. Η καταθετική βάση των τραπεζών εξακολουθεί να ενισχύεται και παρατηρείται αυξημένη πρόσβαση στη διατραπεζική αγορά έναντι εξασφαλίσεων. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε στον περαιτέρω περιορισμό της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα τον περιορισμό του μεσοσταθμικού κόστους άντλησης χρηματοδοτικών πόρων από τις εμπορικές τράπεζες προς αναδανεισμό.

Κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους συνεχίστηκε η άνοδος των καταθέσεων η οποία έχει ξεκινήσει ήδη από τα μέσα του 2016. Ειδικότερα, οι καταθέσεις των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα αυξήθηκαν συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 κατά 4,4 δισεκ. ευρώ (ή περίπου 4%),

καταγράφοντας σημαντική επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου τους. Η επιτάχυνση της οικονομικής ανάκαμψης το 2018 και η βελτιωμένη εμπιστοσύνη προς την ελληνική οικονομία ως αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής ήταν οι λόγοι που τροφοδότησαν την αύξηση των καταθέσεων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Οι εξελίξεις αυτές συμβάδισαν με σημαντική περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα στη διάρκεια του 2018. Τέλος, θετική επίδραση στις τραπεζικές καταθέσεις ασκεί η διευρυμένη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών στην οικονομία, καθώς αυτές συνδέονται με τραπεζικούς λογαριασμούς και επιτρέπουν στους χρήστες τους να υποκαταστήσουν το χρήμα σε φυσική μορφή με ηλεκτρονικό χρήμα.

Το απόθεμα της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα συνέχισε να συρρικνώνεται το 2018, όμως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του παρουσίασε τάση σταθεροποίησης. Οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το 2018 εμφανίζουν ενδεύξεις βελτίωσης για δεύτερο κατά σειρά έτος. Σύμφωνα με τα στοιχεία που αφορούν νέα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια, η ακαθάριστη ροή δανείων, δηλ. οι εκταμιεύσεις νέων πιστώσεων σε αυτή την κατηγορία από τις τράπεζες, ανέκαμψαν το 2018 έναντι του 2017 και του 2016. Η μέση μηνιαία ροή το δεκάμηνο του 2018 υπερέβη κατά σχεδόν 2/5 τη ροή που καταγράφηκε ανά μήνα το 2017. Από την άλλη πλευρά, η μέση μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης (δηλαδή η διαφορά μεταξύ της νέας τραπεζικής χρηματοδότησης και των αποπληρωμών παλαιών δανείων) το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 ήταν αρνητική (αλλά χαμηλή), έναντι (χαμηλής) θετικής ροής το 2017. Η μικρή αύξηση της παροχής νέων δανείων από τις τράπεζες το 2018 δεν αντανakλάται στη μέση καθαρή ροή, λόγω της αντιστάθμισης από τις αυξημένες αποπληρωμές δανείων. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλε η προσπάθεια των τραπεζών για την επίτευξη των στόχων μείωσης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους.

Όσον αφορά τα τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά, το 2018 σταθεροποιήθηκε ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των καταναλωτικών δανείων στο μέσο επίπεδο του 2017 και περιορίστηκε ο ρυθμός υποχώρησης των στεγαστικών δανείων. Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 οι μηνιαίες ακαθάριστες ροές νέων δανείων (με καθορισμένη διάρκεια) ήταν κατά μέσο όρο σχεδόν ίσες με εκείνες το 2017, τόσο στα στεγαστικά όσο και στα καταναλωτικά δάνεια, και ενισχυμένες έναντι του 2016. Παρόμοια εξέλιξη είχαν και οι αντίστοιχες μηνιαίες καθαρές ροές χρηματοδότησης, οι οποίες παρέμειναν κατά μέσο όρο περίπου το ίδιο αρνητικές το 2018 σε σύγκριση με το 2017.

Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αν και παραμένει υψηλό, διατήρησε την πτωτική τάση που ακολουθεί από το τέλος του 2011. Το δεκάμηνο του 2018 το κόστος δανεισμού υποχώρησε σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες επιχειρηματικών δανείων. Το κόστος τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ακολούθησε, για τέταρτο έτος κατά σειρά, ανοδική τάση, η οποία εντάθηκε από το β' τρίμηνο του 2017. Οι αυξήσεις επιτοκίων ήταν μεγαλύτερες στην καταναλωτική πίστη από ό,τι στα στεγαστικά δάνεια. Δεδομένων των αντίρροπων τάσεων που ακολουθεί το κόστος δανεισμού μεταξύ των δύο τομέων, η απόκλιση στο επιτόκιο δανεισμού μεταξύ νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διευρύνθηκε περαιτέρω. Ωστόσο, η αναθέρμανση των πληθωριστικών πιέσεων από τις αρχές του τρέχοντος έτους άσκησε καθοδικές πιέσεις στο πραγματικό κόστος δανεισμού.

Η αναμενόμενη ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης, η περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και η ενδεχόμενη συνέχιση της καταγραφείσας ανάκαμψης των τιμών στην αγορά ακινήτων εκτιμάται ότι θα επιδράσουν θετικά τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης. Οι δυνατότητες του τραπεζικού συστήματος να χρηματοδοτήσει την πραγματική οικονομία θα αυξηθούν ουσιαστικά μόνο αν αντιμετωπιστεί το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Ωστόσο, οι δυνατότητες αυτές θα περιοριστούν αν ενταθεί η αβεβαιότητα όσον αφορά την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, με αποτέλεσμα να καθυστερήσει η ενίσχυση της καταθετικής βάσης. Οι πιστοδοτικές δυνατότητες των ελληνικών τραπεζών επίσης μπορεί να εξασθενήσουν αν οι αναταράξεις που διεθνώς πλέον εκδηλώνονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές δυσχεράνουν σημαντικά την άντληση πόρων από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Επισημαίνεται ότι οι προσδοκίες για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη συνηγορούν υπέρ της άμβλυνσης του πιστωτικού κινδύνου και άρα της υποχώρησης του κόστους του τραπεζικού δανεισμού, καθώς, όσο η απασχόληση και τα εισοδήματα (συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματικών κερδών) θα αυξάνονται, θα ενισχύεται η ικανότητα των δανειοληπτών να ανταποκριθούν με συνέπεια στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Παράλληλα, η ανάκαμψη των τιμών των ακινήτων θα ενισχύσει τον πλούτο των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, καθώς και την αξία των εξασφαλίσεων για τη λήψη πάσης φύσεως τραπεζικών πιστώσεων με προσημείωση εμπράγματων αξιών, αλλά και την αξία των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, η οποία δεν μπορεί να αποκλειστεί τα επόμενα χρόνια, και οι αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές είναι δυνατόν να ασκήσουν ανοδικές πιέσεις στο κόστος χρηματοδότησης της χώρας, των ελληνικών τραπεζών και άρα των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

Η αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και η αγορά μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν επηρεαστεί αρνητικά

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σημείωσαν υποχώρηση μέσα στο 2018, η οποία όμως ανακόπηκε το γ' τρίμηνο του έτους. Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στα μέσα Δεκεμβρίου 2018 βρέθηκαν περίπου στα ίδια επίπεδα με τις αρχές του έτους, ενώ τα περι-

θώρια (spreads) των δεκαετών ομολόγων κυμαίνονταν γύρω στις 400 μονάδες βάσης. Οι διακυμάνσεις των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου κατά το 2018 αντανακλούν την ανησυχία σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής μεταρρυθμίσεων που είχαν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος, καθώς και την επίδραση των αναταράξεων που σημειώθηκαν στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς και ιδιαίτερα στην Ιταλία. Αντίθετα, η επιτυχής προσπάθεια του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους για την ανταλλαγή χρέους κυμαινόμενου επιτοκίου με χρέος σταθερού (και σε χαμηλά επίπεδα) επιτοκίου εκτιμάται ότι ενισχύει τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους.

Τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό αντεπεξήλθαν καλύτερα στις διεθνείς πιέσεις από ό,τι ανάλογα χρεόγραφα ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Μαζί με τις συνεχιζόμενες εκδόσεις ομολόγων στην εγχώρια αγορά του Χρηματιστηρίου, η διάθεση διεθνών ομολόγων μπορεί να συμβάλει σημαντικά στη διοχέτευση αποταμιευτικών πόρων για τη χρηματοδότηση του επιχειρηματικού τομέα στην Ελλάδα.

Οι καθοδικές πιέσεις στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν πολύ ισχυρότερες σε σύγκριση με άλλα χρηματιστήρια και επηρεάστηκαν από δυσμενή γεγονότα σε ορισμένες εταιρίες. Από την αρχή του 2018 καταγράφηκε σχεδόν συνεχής πτώση του δείκτη τιμών τόσο των τραπεζικών όσο και των βιομηχανικών μετοχών, και τούτο παρά το γεγονός ότι η εξέλιξη της κερδοφορίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ήταν βελτιωμένη σε σύγκριση με πέρυσι.

Συρρίκνωση της κερδοφορίας των τραπεζών

Η κερδοφορία των τραπεζών πριν από φόρους παρέμεινε αδύναμη και σημαντικά χαμηλότερη, από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2017, ενώ μετά από φόρους και μη επαναλαμβανόμενες δραστηριότητες, το εννεάμηνο του 2018 καταγράφονται ζημίες μεγαλύτερες από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2017.

Ειδικότερα το εννεάμηνο του 2018 τα καθαρά έσοδα των τραπεζών (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν μείωση σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017. Καταγράφηκε υποχώρηση των εσόδων από τοκοφόρες εργασίες, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από την αύξηση που εμφάνισαν τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες (από προμήθειες και από χρηματοοικονομικές πράξεις). Τα καθαρά έσοδα από τόκους συνέχισαν να μειώνονται, εξαιτίας του περιορισμού του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών και της εφαρμογής του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (ΔΠΧΠ 9/IFRS 9) από την 1η Ιανουαρίου 2018, που είχε ως άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση των εκτοκιζόμενων υπολοίπων των δανείων. Η μείωση των εξόδων για τόκους λόγω του περιορισμού της προσφυγής των τραπεζών στο μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα της Τράπεζας της Ελλάδος και της οριακής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων καταθέσεων ήταν μικρότερη από τη σημαντική υποχώρηση των εσόδων από τόκους.

Όσον αφορά τα έξοδα των τραπεζών, συνεχίζεται η προσπάθεια για περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω εξορθολογισμού του δικτύου των καταστημάτων και μείωσης προσωπικού. Η οριακή αύξηση στα έξοδα που παρατηρήθηκε αντανάκλα τη βραχυπρόθεσμη επίπτωση από τα προγράμματα εθελουσίας εξόδου, ενώ μειωμένες εμφανίστηκαν οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο λόγω ανάκτησης προβλέψεων που συνδεόταν με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Το τραπεζικό σύστημα έχει ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας παραμένουν σε ικανοποιητικό επίπεδο (15,6% και 16,2% αντίστοιχα στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018). Στο πλαίσιο της άσκησης προσομοίω-

σης ακραίων καταστάσεων που διενεργήθηκε στις αρχές του έτους, δεν εντοπίστηκε κεφαλαιακό έλλειμμα στις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Υπενθυμίζεται ότι η φιλοσοφία της άσκησης δεν ήταν τέτοια ώστε να τίθεται συγκεκριμένο ποσοτικό κριτήριο βάσει του οποίου θα αξιολογείτο αν οι τράπεζες πέτυχαν ή απέτυχαν στην άσκηση.

Αντίθετα, τα αποτελέσματα ανά τράπεζα συνεκτιμώνται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό μέσω της διαδικασίας εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης, στο πλαίσιο των απαιτήσεων του Πυλώνα II. Σκοπός της άσκησης ήταν να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα των τραπεζών σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές για την τριετία 2018-2020, με σημείο αναφοράς τα μεγέθη της 31ης Δεκεμβρίου 2017, αναμορφωμένα για την επίπτωση του ΔΠΧΠ 9.

Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) των τραπεζών υποχωρεί σταδιακά – χρειάζονται όμως πιο φιλόδοξες λύσεις για την ταχύτερη αποκλιμάκωσή του

Οι τράπεζες σημείωσαν αξιόλογη πρόοδο στη μείωση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους. Τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ) ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018 σε 84,7 δισεκ. ευρώ,¹ μειωμένα κατά περίπου 9,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2017 και κατά περίπου 22,5 δισεκ. ευρώ (δηλ. περισσότερο από 20%) έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΑ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ κατά τη διάρκεια του 2018 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές (4,4 δισεκ. ευρώ) και πωλήσεις (5,2 δισεκ. ευρώ) μη εξυπηρετούμενων δανείων. Οι πωλήσεις εμφανίζουν αύξηση το β' και γ' τρίμηνο του έτους, ενώ οι τράπεζες έχουν προαναγγείλει επιτάχυνσή τους μέσα στα επόμενα τρίμηνα. Βελτίωση εμφανίζουν και οι εισπράξεις από ρευστοποιήσεις, καθώς οι ηλεκτρονικοί πλειστηριασμοί παράγουν τα πρώτα αποτελέσματα. Ωστόσο, το συνολικό ποσό που ανακτήθηκε από τις τράπεζες με αυτό τον τρόπο παραμένει χαμηλό. Συνολικά, παρά τις βελ-

τιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης των ΜΕΑ παραμένουν περιορισμένες. Επιπροσθέτως, οι νέες ροές μη εξυπηρετούμενων δανείων που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου εξακολουθούν να υπερβαίνουν τις πιστώσεις που επιστρέφουν σε τακτική εξυπηρέτηση.

Ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων παρέμεινε το Σεπτέμβριο του 2018 σε υψηλό επίπεδο (46,7%). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΑ διαμορφώθηκε σε 44,7% για το στεγαστικό, 53,0% για το καταναλωτικό και 46,9% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Εντός του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ιδιαίτερα υψηλός (68,6% και 60,9% αντίστοιχα), ενώ καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (27,4%) και των ναυτιλιακών δανείων (29,8%).

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΑ, το 46,1% του υπολοίπου των ανοιγμάτων αυτών αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, το 31,4% αφορά δάνεια αβέβαιης είσπραξης και το 22,5% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί. Επίσης, πολλοί δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία (προστατεύεται το 14,2% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων). Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΑ από προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης κάλυψης αυξήθηκε το εννεάμηνο του 2018 σε 47%, από 46,3% στο τέλος του 2017, εξέλιξη που οφείλεται στις επιπλέον προβλέψεις που σχηματίστηκαν από τα πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο της εφαρμογής του ΔΠΧΠ 9 από την 1η Ιανουαρίου 2018.

¹ Αφορά τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία το αντίστοιχο μέγεθος ανέρχεται σε 86 δισεκ. ευρώ.

Όσον αφορά τους στόχους που έχουν θέσει οι τράπεζες για τη μείωση των ΜΕΑ, κατά το γ' τρίμηνο του 2018 τα ΜΕΑ διαμορφώθηκαν σε επίπεδο 2,0 δισεκ. ευρώ χαμηλότερα από το ποσό-στόχο. Οι συγκριτικά καλύτερες από το αναμενόμενο επιδόσεις οφείλονται κατά κύριο λόγο στις υψηλότερες από το αναμενόμενο διαγραφές και εισπράξεις. Επιπρόσθετα, στην επίτευξη του στόχου συνέβαλε η ταχύτερη από το αναμενόμενο πραγματοποίηση κάποιων πωλήσεων που είχαν προγραμματιστεί για επόμενα τρίμηνα.

Συνολικά, και με βάση τις τάσεις που παρατηρούνται τα τελευταία δύο τουλάχιστον χρόνια, ο ρυθμός μείωσης των ΜΕΑ, αν και εμφανίζεται βελτιωμένος, δεν είναι ικανός ώστε να επιτευχθεί σύντομα μία σημαντική αποκλιμάκωση του υπολοίπου τους. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν ήδη υποβάλει αναθεωρημένους επιχειρησιακούς στόχους για τα ΜΕΑ, οι οποίοι καλύπτουν το διάστημα μέχρι το 2021. Κατά την προσεχή περίοδο, αυξημένη συμβολή στη μείωση των ΜΕΑ αναμένεται να έχουν οι πωλήσεις δανείων, οι εισπράξεις δανείων, η ρευστοποίηση εξασφαλίσεων και οι επιτυχείς ρυθμίσεις δανείων, ούτως ώστε το ποσοστό των ΜΕΑ στο σύνολο των ανοιγμάτων να υποχωρήσει σε περίπου 20% ή χαμηλότερα μέχρι το 2021. Στη βάση αυτή θα πρέπει να εξεταστούν και άλλες λύσεις που θα διευκόλυναν τη μεταφορά των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων από τους ισολογισμούς των τραπεζών σε άλλες οντότητες, για παράδειγμα σε μια κεντρική εταιρία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, χωρίς να δημιουργηθούν πρόσθετοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι και αφού έχουν ληφθεί υπόψη οι ενδεχόμενες επιπτώσεις στην κεφαλαιακή βάση των τραπεζών. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος, στην πρόσφατη Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος, παρουσίασε την πρότασή της για τη δημιουργία Εταιρίας Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle) που θα απορροφήσει μη εξυπηρετούμενα δάνεια ύψους 40 δισεκ. ευρώ περίπου, με την παράλληλη χρήση αναβαλλόμενου φόρου ύψους 7,5 δισεκ. ευρώ.

Η μείωση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα εξυγιάνει τους ισολογισμούς των τραπεζών και θα στρέψει την προσοχή των διοικήσεών τους προς την καθιέρωση ενός βιώσιμου μοντέλου λειτουργίας των τραπεζών

Η συνεχιζόμενη προσπάθεια εξυγίανσης των ισολογισμών θα είναι πολλαπλώς επωφελής για τις τράπεζες. Πρώτον, θα μειώσει το κόστος του πιστωτικού κινδύνου, το οποίο παραμένει πολύ υψηλότερο από το προ της κρίσης επίπεδο του και απορροφά το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων των τραπεζών πριν από προβλέψεις. Το απαγορευτικά υψηλό κόστος του πιστωτικού κινδύνου διατηρεί υψηλό το περιθώριο διαμεσολάβησης, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, με αποτέλεσμα να μειώνεται η ζήτηση δανείων και να διαβρώνεται η ανταγωνιστικότητα. Δεύτερον, θα ενισχύσει τα καθαρά επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών, δεδομένου ότι κατά κανόνα τα προβληματικά στοιχεία ενεργητικού δεν αποφέρουν τόκους. Τρίτον, μπορεί να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, στο βαθμό που βοηθά να μετριαστούν οι ανησυχίες σχετικά με την ποιότητα του ενεργητικού και τη μακροπρόθεσμη ανθεκτικότητά τους. Τέταρτον, θα μειώσει το διοικητικό βάρος και το λειτουργικό κόστος της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων στοιχείων ενεργητικού. Τέλος, το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων απασχολεί, όπως είναι φυσικό, τις διοικήσεις των τραπεζών και δεν τις αφήνει να επικεντρωθούν στην αναζήτηση επικερδών αναπτυξιακών ευκαιριών.

Παράλληλα, το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, επειδή αποτελεί την κύρια πρόκληση για τις τράπεζες, καθυστερεί και την ανάληψη πρωτοβουλιών εκ μέρους των διοικήσεών τους όσον αφορά την καθιέρωση ενός βιώσιμου μοντέλου λειτουργίας για τις ελληνικές τράπεζες. Κατά τη διάρκεια της κρίσης οι ελληνικές τράπεζες υποχρεώθηκαν, όπως προέβλεπαν τα σχέδια αναδιάρθρωσής τους που συμφωνήθηκαν με τη Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού της Ευρω-

παϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της έγκρισης της κρατικής ενίσχυσης που θα λάμβαναν, να περιορίσουν σημαντικά τις διεθνείς εργασίες τους και εκείνες από τις εγχώριες εργασίες τους που δεν είναι αμιγώς τραπεζικές. Ως εκ τούτου, οι εγχώριες παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες αποτελούν πλέον τη βασική πηγή της οργανικής κερδοφορίας τους και αυτό θα συνεχιστεί σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Αναμφίβολα, οι τράπεζες στην Ελλάδα καλούνται να λειτουργήσουν σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον που επιεικώς θα μπορούσε να χαρακτηριστεί απαιτητικό, ενώ ορισμένοι από τους καλύτερους πελάτες τους, δηλ. οι μεγάλες εξωστρεφείς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, έχουν τη δυνατότητα να αντλούν χρηματοδότηση απευθείας από τις διεθνείς αγορές ομολόγων με σχετικά ευνοϊκούς όρους. Σε αυτό το πλαίσιο, η αξιοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρει η ψηφιακή τεχνολογία, σε συνδυασμό με άλλες προσπάθειες περιστολής του λειτουργικού κόστους, μπορεί να βελτιώσει περαιτέρω την αποτελεσματικότητα των τραπεζών, η οποία είναι ήδη εφάμιλλη αυτής των ευρωπαϊκών. Η ανάπτυξη εργασιών που αποφέρουν έσοδα από προμήθειες (π.χ. διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, τραπεζοασφάλειες κ.λπ.) μπορεί επίσης να συμβάλει στη διαφοροποίηση των πηγών εσόδων τους. Αυτονόητο είναι βεβαίως ότι η αποκατάσταση του διαμεσολαβητικού ρόλου των τραπεζών είναι εκ των ων ουκ άνευ για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα.

7 Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΕΞΑΚΟΛΟΥΘΕΙ ΝΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΕΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Παρατηρείται αξιόλογη πρόοδος της ελληνικής οικονομίας από το 2010 και μετά. Ειδικότερα επισημαίνονται η πρωτοφανής δημοσιονομική προσαρμογή και η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και ο περιορισμός του εξωτερικού ελλείμματος, οι εκτεταμένες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ιδίως στην αγορά εργασίας και στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και στη δημόσια διοίκηση, αλλά και η αναδιάρθρωση, ενο-

ποίηση και ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος και γενικότερα η διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ωστόσο, η χώρα εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, κάποιες από τις οποίες αποτελούν κληροδοτήματα της μακρόχρονης οικονομικής κρίσης.

Οι κυριότερες προκλήσεις είναι το υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, του οποίου η βιωσιμότητα έχει διασφαλιστεί μεσοπρόθεσμα, το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, το μεγάλο ποσοστό ανεργίας, η μετανάστευση εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού κατά τη διάρκεια της κρίσης, το μεγάλο επενδυτικό κενό και το σχετικά υψηλό ποσοστό φτώχειας στον πληθυσμό. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα εξακολουθεί να είναι πολύ χαμηλή σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες και έχει μάλιστα υποχωρήσει τα τελευταία δύο χρόνια σύμφωνα με την έκθεση Doing Business της Παγκόσμιας Τράπεζας και το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ.

Μακροπρόθεσμα, η προβλεπόμενη μείωση του πληθυσμού (λόγω της γήρανσης του πληθυσμού) αναμένεται να ασκήσει καθοδική πίεση στη δυνητική ανάπτυξη. Επίσης, η υπόθεση της διατήρησης μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων για μια παρατεταμένη χρονική περίοδο συνιστά κίνδυνο στην ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, καθώς η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι κάτι τέτοιο θα επιβραδύνει την ανάπτυξη. Η περιοριστική επίδραση των μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων θα είναι σημαντικά εντονότερη αν συνοδεύεται από υψηλή φορολογία.

Η σημαντικότερη ίσως πρόκληση για την ελληνική οικονομία στο άμεσο μέλλον είναι η επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις χρηματοπιστωτικές αγορές με βιώσιμους όρους. Παρά την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος προσαρμογής τον περασμένο Αύγουστο και τα μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που αποφάσισε το Eurogroup τον Ιούνιο του 2018, τα οποία εκτιμάται ότι διασφαλίζουν

τη βιωσιμότητά του μεσοπρόθεσμα, τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου δεν έχουν ακόμη αποκτήσει καθεστώς επενδυτικής βαθμίδας και οι αποδόσεις τους παραμένουν υψηλές και ευμετάβλητες, επηρεαζόμενες σημαντικά από τις αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και την αβεβαιότητα όσον αφορά τη διατήρηση της μεταρρυθμιστικής κατεύθυνσης της οικονομικής πολιτικής.

8 Η ΣΥΝΕΧΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΓΙΑ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΜΕ ΒΙΩΣΙΜΟΥΣ ΟΡΟΥΣ

Προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της αναπτυξιακής δυναμικής

Οι παραπάνω προκλήσεις θα πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα, προκειμένου να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας και να αυξηθεί η ανθεκτικότητά της σε εξωτερικούς κινδύνους. Προς το σκοπό αυτό, προτείνονται οι ακόλουθες παρεμβάσεις πολιτικής:

1ον Μείωση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων ασκεί αρνητική επίδραση στην προσφορά πιστώσεων, δεσμεύοντας τραπεζικά κεφάλαια και χρηματοδοτικούς πόρους σε μη παραγωγικές τοποθετήσεις. Επίσης, τα υψηλά επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων προκαλούν στρεβλώσεις στην κατανομή των πιστώσεων, καθώς οι τράπεζες διατηρούν τεχνητά στη ζωή μη βιώσιμες επιχειρήσεις προκειμένου να αποφύγουν ή να αναβάλουν την αναγνώριση των ζημιών από τα δάνεια που τους έχουν χορηγήσει, εις βάρος των επιχειρήσεων που είναι ανταγωνιστικές και έχουν καλύτερες αναπτυξιακές προοπτικές. Όλοι αυτοί οι λόγοι καθιστούν αναγκαία την αποκατάσταση του διαμεσολαβητικού ρόλου των τραπεζών σε μια οικονομία που χαρακτηρίζεται από υστέρηση της αποταμίευσης έναντι των επιθυμητών επενδύσεων, καθώς και από συνεχή απομόχλευση. Επιπλέον, η ανάκαμψη χωρίς τραπε-

ζικό δανεισμό είναι ασθενέστερη, κυρίως επειδή η έλλειψη τραπεζικών πιστώσεων επηρεάζει τις επενδύσεις.

2ον Αλλαγή στο μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής. Η υπερβολική εξάρτηση της δημοσιονομικής προσαρμογής από τους φόρους συνιστά αντικίνητρο τόσο για την εργασία όσο και για τις επενδύσεις, διογκώνοντας παράλληλα και την παραοικονομία. Επίσης, η υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων τα δύο τελευταία χρόνια επηρεάζει αρνητικά το ύψος των επενδύσεων σε υποδομές και τη μεσοπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική.

Αντίθετα, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στην υλοποίηση εκείνων των μεταρρυθμίσεων που θα επιτρέψουν την αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών και της ανακατανομής της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα. Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, μια μόνιμη ελάφρυνση του φορολογικού βάρους στη μισθωτή εργασία επιφέρει μόνιμο θετικό αποτέλεσμα στην οικονομική δραστηριότητα. Στην περίπτωση μάλιστα που η φορολογική ελάφρυνση συνδυάζεται με παράλληλη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων, όπως η βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης, η θετική επίδραση ενισχύεται περαιτέρω, ενώ η όποια βραχυπρόθεσμη επιδείνωση στα δημοσιονομικά μεγέθη αντισταθμίζεται λόγω διεύρυνσης της φορολογικής βάσης.

3ον Υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, προκειμένου να διαφυλαχθούν τα έως τώρα δημοσιονομικά επιτεύγματα και να ενισχυθεί η αξιοπιστία της ασκούμενης πολιτικής, η οποία αντανάκλαται στη διεθνή πιστοληπτική ικανότητα της χώρας. Παράλληλα, στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας μετά το πρόγραμμα, απαιτείται η έγκαιρη ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων-δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί, προκειμένου να καταστεί δυνατή η επιστροφή των κερδών από τη δια-

κράτηση ελληνικών κρατικών ομολόγων που έχει στην κατοχή του το Ευρωσύστημα (SMP και ANFA). Κάτι τέτοιο θα έχει θετική επίδραση στην προσπάθεια για την έξοδο της χώρας στις αγορές. Η τυχόν ανατροπή συμφωνημένων πολιτικών λειτουργεί προς την αντίθετη ακριβώς κατεύθυνση. Στο πλαίσιο αυτό, η εφαρμογή των (υπ' αριθ. 2287-2290/2015) αποφάσεων της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας, οι οποίες έκριναν αντισυνταγματικές προγενέστερες περικοπές στις συντάξεις, δημιουργούν σημαντικούς δημοσιονομικούς κινδύνους, καθώς προκαλούν αύξηση της συνταξιοδοτικής δαπάνης με αναδρομική ισχύ και επιβάρυνση του δημόσιου χρέους.

4ον Επιτάχυνση της υλοποίησης των ιδιωτικοποιήσεων, ειδικά αυτών με υψηλή συμβολική σημασία και αναπτυξιακό αποτέλεσμα (όπως της αξιοποίησης του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού). Κάτι τέτοιο θα έχει θετική επίδραση στη συνολική επενδυτική δαπάνη.

5ον Επιθετική προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων, καθώς οι εγχώριες αποταμιεύσεις δεν επαρκούν για την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών της ελληνικής οικονομίας. Ως εκ τούτου, πρέπει να δοθεί έμφαση στις πολιτικές που θα καταστήσουν περισσότερο ελκυστική την πραγματοποίηση επενδύσεων στη χώρα. Συγκεκριμένα, αυτές είναι η μείωση των φορολογικών επιβαρύνσεων, η αύξηση της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης και η μείωση της γραφειοκρατίας.

6ον Επιτάχυνση της απονομής της δικαιοσύνης. Σύμφωνα με το δείκτη αποτελεσματικής επίλυσης εμπορικών διαφορών (enforcing contracts) της έκθεσης Doing Business για το 2019 της Παγκόσμιας Τράπεζας, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 132η θέση μεταξύ 190 χωρών. Συγκεκριμένα, απαιτούνται κατά μέσο όρο 1.580 ημέρες για την εκδίκαση μιας υπόθεσης από το αρμόδιο πρωτοβάθμιο δικαστήριο και την εκτέλεση της απόφασης, έναντι 582,4 στις χώρες του ΟΟΣΑ. Επίσης, σύμφωνα με την ίδια έκθεση, ο χρόνος ολοκλήρωσης των πτωχευτικών διαδικασιών (resolving insolvency) φθάνει

τα 3,5 έτη, έναντι 1,7 ετών στις χώρες του ΟΟΣΑ. Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανάκτησης (recovery rate) από τους εξασφαλισμένους πιστωτές μέσω αναδιοργάνωσης, εκκαθάρισης ή κατάσχεσης ανέρχεται σε 33,2% στην Ελλάδα έναντι 70,5% στις χώρες του ΟΟΣΑ. Κατά συνέπεια, η ασφάλεια δικαίου, η σαφήνεια και η σταθερότητα του νομικού πλαισίου, καθώς και η γρήγορη και αξιόπιστη επίλυση των δικαστικών διαφορών, αποτελούν θεμελιώδεις προϋποθέσεις για την ενίσχυση του περιβάλλοντος αισθήματος των πολιτών, τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης.

7ον Ενδυνάμωση του τριγώνου της γνώσης (εκπαίδευση, έρευνα, καινοτομία) και ενθάρρυνση της στενής συνεργασίας επιχειρήσεων και ερευνητικών κέντρων. Η συστηματική χρήση καινοτόμων τεχνολογιών και η αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου σε εμπορεύσιμους κλάδους δραστηριότητας μπορεί να συμβάλει στο μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας προς ένα νέο παραγωγικό πρότυπο βασισμένο στη γνώση και τις εξαγωγές. Προς αυτή την κατεύθυνση, η ανάπτυξη της ψηφιακής επιχειρηματικότητας μέσω της υιοθέτησης τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) από τις επιχειρήσεις θα διευκολύνει τη διεθνοποίησή τους.

8ον Ενίσχυση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Κάτι τέτοιο απαιτεί τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, ιδιαίτερα στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η ενίσχυση της εξωστρέφειας τομέων της οικονομίας την τελευταία τριετία συνδέεται άμεσα με άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών και με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα τα προηγούμενα χρόνια.

9ον Διατήρηση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας. Η οικονομία βρίσκεται σε μία περίοδο που η ανάκαμψη, αν και έχει ξεκινήσει, δεν έχει ακόμη αποκτήσει ισχυρά θεμέλια μέσα από εύρωστους ρυθμούς ανάπτυξης και αύξησης της απασχόλησης. Κατά συνέπεια, κάθε παρέμβαση πολιτικής στην αγορά εργασίας

πρέπει να διασφαλίζει τη συνέχεια της ομαλής προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας και της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Στο πλαίσιο αυτό, κάθε ρυθμιστική παρέμβαση για την προστασία των εργαζομένων πρέπει να διαφυλάσσει την ευελιξία της αγοράς εργασίας, καθώς και τα οφέλη της επίπονης ευρύτερης μεταρρυθμιστικής προσπάθειας της περιόδου 2010-2017.

10ον Η υπό διαβούλευση πρόταση για αύξηση των κατώτατων μισθών πρέπει να συμβαδίζει με την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, έτσι ώστε να διασφαλίσει τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων και της ελληνικής οικονομίας εν γένει. Επίσης, μια αύξηση των κατώτατων μισθών πρέπει να συνοδευθεί από στοχευμένες παρεμβάσεις υπέρ εργαζομένων, επιχειρήσεων και κλάδων που αναμένεται να πληγούν περισσότερο, όπως στοχευμένες ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης ή μείωση του μη μισθολογικού κόστους της εργασίας, καθώς και από πιο αποτελεσματική εποπτεία της αγοράς εργασίας, ώστε να περιοριστούν τα περιθώρια κατάχρησης της ευελιξίας που παρέχει το παρόν ρυθμιστικό πλαίσιο και να αποτραπεί η αύξηση της παραοικονομίας.

Παρά την επιτυχή ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος προσαρμογής τον Αύγουστο του 2018 και τα θετικά μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που αποφασίστηκαν από το Eurogroup τον Ιούνιο του 2018, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παραμένουν υψηλές και ευμετάβλητες, λόγω των πρόσφατων αναταράξεων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδιαίτερα στην Ιταλία, αλλά και της ανησυχίας σχετικά με το ενδεχόμενο ανατροπής ήδη συμφωνημένων και νομοθετημένων μέτρων πολιτικής και μεταρρυθμίσεων.

Το υψηλό κόστος δανεισμού του δημόσιου τομέα διαχέεται και στον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα, με αποτέλεσμα να διατηρεί σε υψηλά επίπεδα το κόστος δανεισμού για τις ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Συνεπώς, η βασική πρόκληση στο άμεσο μέλλον εξακολουθεί να είναι η αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους με βιώσιμους όρους από τις διεθνείς αγορές.

Το υφιστάμενο ταμειακό απόθεμα ασφαλείας επιτρέπει στην κυβέρνηση να μην επιδιώξει άμεση επιστροφή στις διεθνείς αγορές μέσω νέων εκδόσεων ομολόγων. Ωστόσο, σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί λόγο εφησυχασμού. Είναι εξαιρετικά σημαντικό να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών το συντομότερο δυνατόν και πολύ πριν περιοριστεί το διαθέσιμο ταμειακό απόθεμα ασφαλείας. Κάτι τέτοιο θα επιτρέψει τη χρήση του υπολειπόμενου ποσού για την εξαγορά χρέους. Επιπλέον, θα επιτρέψει την πρόσβαση του ιδιωτικού επιχειρηματικού τομέα και των τραπεζών στις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους.

Προς το σκοπό αυτό, λαμβάνοντας υπόψη την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας καθώς και τις σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, θα πρέπει να συνεχιστεί με αποφασιστικότητα η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Μόνο έτσι θα είναι δυνατόν να περιοριστούν οι μελλοντικοί δημοσιονομικοί κίνδυνοι, να μειωθεί η αβεβαιότητα, να επιταχυνθεί η ανάκαμψη της οικονομίας και να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Με αυτό τον τρόπο θα διευκολυνθεί η διατηρήσιμη επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων και θα σηματοδοτηθεί η οριστική έξοδος από τη μακρόχρονη κρίση.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

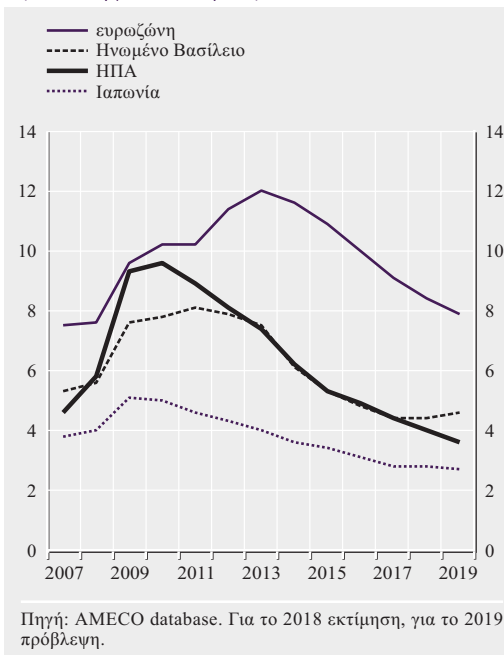
Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα διατηρηθεί σταθερός, στο 3,7%, το τρέχον έτος και το 2019, συμπληρώνοντας έτσι μία τριετία αρκετά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η οποία ενισχύθηκε από την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων, και από τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις προηγμένες οικονομίες. Εντούτοις, σύμφωνα με νεότερες εκτιμήσεις, η παγκόσμια οικονομία εισέρχεται σε φάση ομαλής επιβράδυνσης. Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,9% το 2018 και σε ελαφρώς χαμηλότερο επίπεδο το επόμενο έτος, ενώ ο πληθωρισμός προβλέπεται να ανέλθει σε 1,8% το τρέχον έτος και 1,6% το 2019. Οι σχετικά θετικές προοπτικές για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται ωστόσο από σημαντικούς κινδύνους, κυρίως λόγω των τάσεων προστατευτισμού και της προκύπτουσας αβεβαιότητας όσον αφορά το παγκόσμιο εμπόριο και τις επενδύσεις, λόγω των επιπτώσεων της ανόδου των επιτοκίων στους ρυθμούς ανάπτυξης και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα διεθνώς – δεδομένου του υψηλού επιπέδου του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε πολλές οικονομίες – αλλά και λόγω των οικονομικών επιπτώσεων γεωπολιτικών εντάσεων ή κρίσεων.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί σταθερός το τρέχον έτος και το 2019, συμπληρώνοντας έτσι μία τριετία αρκετά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η οποία ενισχύθηκε από την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων, καθώς και από ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις προηγμένες οικονομίες. Οι παράγοντες αυτοί θα εξακολουθήσουν να έχουν ευνοϊκή επίδραση, παρά τη σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ και σε ορισμένες άλλες προηγμένες οικονομίες προς λιγότερο διευκολυντική κατεύθυνση και την υποχώρηση των ρυθμών αύξησης του διεθνούς εμπορίου. Ωστόσο, εκτιμάται ότι η αναπτυξιακή δυναμική της παγκό-

Διάγραμμα II.1 Ποσοστό ανεργίας 2007-2019

(ποσοστό εργατικού δυναμικού)



σμιας οικονομίας βρίσκεται σε φάση επιβράδυνσης.² Αξιοσημείωτες εξελίξεις όσον αφορά τις επιμέρους οικονομίες αποτελούν ο υψηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις **ΗΠΑ** το τρέχον έτος, υπό την επίδραση της μείωσης της φορολογίας (και η αναμενόμενη υποχώρησή του σε χαμηλότερο αλλά σχετικά υψηλό επίπεδο το 2019), η διατήρηση σχετικά υψηλών αν και σταδιακά μειούμενων ρυθμών ανάπτυξης στην **Κίνα** (εν μέσω εμπορικών εντάσεων με τις ΗΠΑ και σταδιακής εξισορρόπησης του αναπτυξιακού της υποδείγματος) και η προβλεπόμενη ανάκαμψη της οικονομίας της **Βραζιλίας**, ύστερα από χαμηλούς ή και αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης επί σειρά ετών. Στις χώρες της **ΝΑ Ευρώπης** αναμένεται το 2018 επιβράδυνση του ΑΕΠ στις δύο οικονομίες που είναι μέλη της ΕΕ και στην Τουρκία, ενώ αντιθέτως γενικά επιτάχυνση στις οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων.

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 13.12.2018.

² Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2018*, Νοέμβριος 2018, και ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, No. 104, Νοέμβριος 2018.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 (σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του διεθνούς εμπορίου). Για το σύνολο του έτους αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,9% και να υποχωρήσει σε 1,7% το 2019. Η βελτίωση στην αγορά εργασίας, καθώς το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 7,8% το 2019 από 8,2% το τρέχον έτος (βλ. Διάγραμμα Π.1), και οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν να είναι βασικά χαρακτηριστικά της οικονομίας της ζώνης του ευρώ το 2019 και να στηρίζουν την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων. Η επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης αναμένεται να περιορίσει την αύξηση των εξαγωγών τη διετία 2018-2019. Ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,8% το τρέχον έτος και να υποχωρήσει το 2019, καθώς η επίδραση από την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των τιμών της ενέργειας αναμένεται να υπεραντισταθμίσει τη σταδιακή άνοδο των υπόλοιπων συνιστωσών του πληθωρισμού.

Οι θετικές προοπτικές για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από σημαντικούς **κινδύνους**. Αρχικά υπάρχει αβεβαιότητα ως προς την έκβαση των διαπραγματεύσεων για το διεθνές εμπόριο μεταξύ των ΗΠΑ και των κυριότερων εμπορικών τους εταίρων, αλλά και ως προς τις επιπτώσεις που θα έχει η άνοδος των επιτοκίων διεθνώς στους ρυθμούς ανάπτυξης και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα – ιδιαίτερα μάλιστα στο πλαίσιο του υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους και, στην περίπτωση ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών, του χρέους σε ξένο νόμισμα (κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ). Σε περίπτωση σημαντικής επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας, επιβαρυντικός παράγοντας θα είναι το περιορισμένο περιθώριο άσκησης αντικυκλικής πολιτικής, λόγω του υψηλού δημόσιου χρέους και των πολύ χαμηλών, ή και μηδενικών, επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών στις προηγμένες οικονομίες. Είναι σαφές η ανάγκη μείωσης του δημόσιου χρέους όταν η οικονομική συγκυρία είναι ευνοϊκή, ώστε να μπορούν να λειτουργούν οι αυτόμα-

τοι δημοσιονομικοί σταθεροποιητές στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η δημοσιονομική σταθερότητα. Ιδιαίτερα όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, η προσήλωση στην τήρηση των κοινών δημοσιονομικών κανόνων και η υλοποίηση των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι ουσιώδεις προϋποθέσεις για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, καθώς και για την ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού και της διατηρήσιμης σύγκλισης των οικονομιών της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλαίσιο Π.1). Σε θεσμικό επίπεδο, προτεραιότητα για τη βελτίωση της λειτουργίας της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) έχει δοθεί από τους ηγέτες της ζώνης του ευρώ στην ενίσχυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης.

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

2.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παραμείνει σταθερός το 2018 στο 3,7%. Ωστόσο, η άνοδος είναι λιγότερο συγχρονισμένη και οι εξελίξεις πιο διαφοροποιημένες μεταξύ των οικονομιών. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνεται κατά τη διάρκεια του έτους. Το γ' τρίμηνο ο σύνθετος δείκτης PMI για την παγκόσμια οικονομία, αν και υποδηλώνει θετικό ρυθμό μεγέθυνσης, υποχώρησε περαιτέρω, φθάνοντας στα επίπεδα του τέλους του 2016.

Στις **προηγμένες οικονομίες**, η ελαφρά επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το 2018, στο 2,4% από 2,3% το 2017, οφείλεται κυρίως στις ΗΠΑ, καθώς οι ρυθμοί ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία και τον Καναδά επιβραδύνονται (βλ. Πίνακα Π.1).

Στις **ΗΠΑ**, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υπερβαίνει το δυνητικό ρυθμό, καθώς η ιδιωτική

κατανάλωση επηρεάζεται θετικά από την καλή πορεία της αγοράς εργασίας και τα δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της οικονομίας. Οι επενδύσεις ενισχύονται από τις περικοπές των φορολογικών συντελεστών και την ευνοϊκή συγκυρία στον τομέα της ενέργειας. Ο ετησιοποιημένος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις ΗΠΑ το β' και γ' τρίμηνο του 2018 (4,2% και 3,5% αντίστοιχα) ήταν ο υψηλότερος των τελευταίων ετών. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω σε 3,7% το Σεπτέμβριο του 2018 από 4,2% ένα έτος πριν, καταγράφοντας το χαμηλότερο επίπεδο εδώ και πέντε δεκαετίες. Η ανασχετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα από τη συνεχιζόμενη εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής και την επιβολή δασμών στις εισαγωγές αναμένεται να γίνει ορατή από το 2019 και μετά.

Η οικονομία του **Ηνωμένου Βασιλείου** επιβραδύνεται για τέταρτο συνεχόμενο έτος. Η ιδιωτική κατανάλωση εξασθενεί, καθώς οι πραγματικοί μισθοί αυξάνονται ελάχιστα και τα νοικοκυριά αποταμιεύουν περισσότερο. Η υψηλή αβεβαιότητα έπληξε τις επενδύσεις – κυρίως σε εξοπλισμό – με μεγαλύτερη ένταση το 2018, οδηγώντας σε μείωσή τους κατά 3,2%, έναντι μείωσης κατά 2,6% το 2017. Ο πληθωρισμός ωστόσο σταθεροποιείται, καθώς εξαλείφεται σταδιακά η επίπτωση από την παρελθούσα σημαντική υποτίμηση της στερλίνας, ενώ το ποσοστό ανεργίας παραμένει σταθερά χαμηλό.

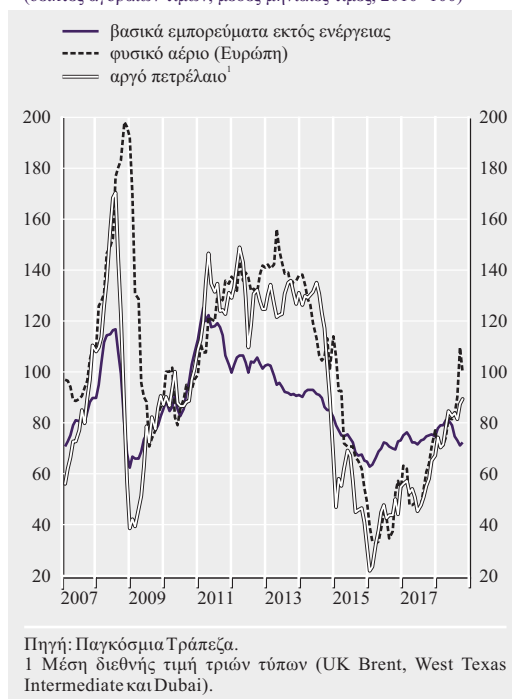
Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ως σύνολο, η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε σταθερή το 2018, αν και οι εκτιμήσεις για το τρέχον έτος έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, κυρίως για τις αναδυόμενες οικονομίες της Ευρώπης και της Λατινικής Αμερικής. Από τη μια πλευρά, οι οικονομίες εκείνες που εξάγουν προϊόντα ενέργειας ανέκαμψαν ταχύτερα των προβλέψεων, από την άλλη όμως οικονομίες όπως η Αργεντινή, η Βραζιλία, το Ιράν και η Τουρκία υστερούν των προβλέψεων, για διαφορετικούς λόγους η κάθε μία, π.χ. ασκούμενη οικονομική πολιτική, γεωπολιτικές εντάσεις, επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Το **παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών** εμφανίζει ενδείξεις συγκράτησης και ο όγκος του εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 4,2% το 2018 (έναντι πρόβλεψης 5,1% τον Απρίλιο) από 5,2% το 2017. Ο ηπιότερος ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου σε σχέση με το 2017 εξηγείται κατά κύριο λόγο από την επιβράδυνση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, λόγω τόσο της ωρίμανσης του διεθνούς οικονομικού κύκλου όσο και της αβεβαιότητας σχετικά με την κλιμάκωση του εμπορικού προστατευτισμού. Οι κίνδυνοι ως προς τη μεσοπρόθεσμη προοπτική εξέλιξης του διεθνούς εμπορίου διαφαίνονται αυξημένοι και επιδρούν ανασχετικά στις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου διεθνώς, καθώς οι ΗΠΑ από τα τέλη του 2017 προβαίνουν στην επιβολή δασμών σε σειρά προϊόντων και χωρών, αναγκάζοντας τους εμπορικούς τους εταίρους σε εμπορικά αντίποινα. Το σημαντικότερο μέτρο προστατευτισμού που ανακοινώθηκε στα τέλη Μαρτίου, με κύριο στόχο τον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, ήταν η επιβολή δασμών σε προϊόντα χάλυβα και αλουμινίου, ενώ μετά τα εμπορικά αντίποινα από την πλευρά της Κίνας οι ΗΠΑ ανακοίνωσαν την πιθανή επιβολή νέων δασμών σχεδόν στο σύνολο των εισαγωγών από την Κίνα, καθώς και στις εισαγωγές προϊόντων του κλάδου της αυτοκινητοβιομηχανίας. Εκεχειρία 90 ημερών στον εμπορικό πόλεμο φαίνεται ότι συμφώνησαν μεταξύ τους οι ΗΠΑ και η Κίνα στις αρχές Δεκεμβρίου.

Η **διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου** τον Οκτώβριο ανήλθε στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων τεσσάρων ετών (βλ. Διάγραμμα Π.2) και, με διακυμάνσεις, παρουσίασε γενικά αυξητική τάση κατά τη διάρκεια του έτους. Η τάση αυτή προέκυψε από την εύρωστη ζήτηση πετρελαίου λόγω της συνεχιζόμενης παγκόσμιας ανάκαμψης, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα για την εξέλιξη της συνολικής προσφοράς πετρελαίου, παρότι το γεγονός ότι τελικά η συνολική προσφορά αυξήθηκε ταχύτερα από τη ζήτηση το 2018. Η παραγωγή πετρελαίου αυξήθηκε σημαντικά στις ΗΠΑ, αλλά και στις χώρες του ΟΠΕΚ και τη Ρωσία,

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2007-Οκτώβριος 2018)

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



μετά τη συμφωνία των χωρών αυτών τον Ιούνιο του 2018 να αυξήσουν την ημερήσια παραγωγή τους. Με τις εξελίξεις αυτές υπερκαλύφθηκε η μείωση της παραγωγής από τη Βενεζουέλα, τη Λιβύη και το Ιράν (μετά την επαναφορά των κυρώσεων από τις ΗΠΑ). Το ΔΝΤ προβλέπει μέση ετήσια άνοδο της τιμής του πετρελαίου 31,4% σε όρους δολαρίου ΗΠΑ για το 2018, έναντι ανόδου 23,3% το 2017 και προηγούμενης πρόβλεψης 18% για το 2018 τον Απρίλιο. Σύμφωνα με τις νεότερες προβλέψεις και τεχνικές υποθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το πετρέλαιο τύπου Brent θα αυξηθεί κατά 30,7% το 2018 σε όρους ευρώ.

Ταυτόχρονα, η ζήτηση φυσικού αερίου εκ μέρους της Κίνας και της Ινδίας διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, συντελώντας στην αυξητική τάση της τιμής του φυσικού αερίου.

Οι τιμές του αργού πετρελαίου εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να υπόκεινται σε έντονες διακυ-

μάνσεις, λόγω του διαρκώς μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος, ωστόσο η πρόβλεψη είναι ότι η άνοδός τους θα ανακοπεί το 2019, καθώς η εξόρυξη σχιστολιθικού πετρελαίου στις ΗΠΑ αυξάνεται με έντονους ρυθμούς και αναμένεται ότι θα βοηθήσει στη χαλάρωση των πιέσεων από την πλευρά της προσφοράς. Παράλληλα, ευνοϊκά στην υποχώρηση των τιμών επιδρά από τα τέλη Οκτωβρίου η απόφαση των ΗΠΑ για εξαίρεση ορισμένων χωρών, μεταξύ αυτών της Κίνας και της Ελλάδας, από τις κυρώσεις κατά του Ιράν όσον αφορά τις εισαγωγές αργού πετρελαίου από αυτό. Μέχρι τα μέσα Νοεμβρίου οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου είχαν υποχωρήσει περί τα 20 δολ. το βαρέλι, υποχώρηση που συνιστά την ταχύτερη που έχει παρατηρηθεί εδώ και μία δεκαετία. Η αβεβαιότητα για το διεθνές εμπόριο και την εξέλιξη της παγκόσμιας ζήτησης αναμένεται επίσης να ασκήσει καθοδική πίεση στην τιμή του αργού πετρελαίου. Για την αποφυγή εκτεταμένης περαιτέρω υποχώρησης των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου, στις αρχές Δεκεμβρίου οι χώρες του ΟΠΕΚ αποφάσισαν τον περιορισμό της ημερήσιας παραγωγής κατά συνολικά 1,2 εκατ. βαρέλια.

Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων αυξήθηκαν κατά 6,8% σε όρους δολαρίου ΗΠΑ το 2017 και εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 2,7% το 2018. Η επιβολή δασμών στο χάλυβα και το αλουμίνιο οδήγησε αρχικά σε αξιοσημείωτη αύξηση της τιμής των μετάλλων για τις ΗΠΑ σε σχέση με άλλες χώρες και σε πρόσκαιρη αύξηση της διεθνούς τιμής τους.³ Ωστόσο, από τον Ιούνιο του 2018 η διεθνής τιμή των μετάλλων άρχισε να συμπιέζεται, ως αποτέλεσμα της μειωμένης διεθνούς ζήτησης – κυρίως από την Κίνα – και της ανησυχίας για πιθανή επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου, που επιδρά σημαντικά στη ζήτηση μετάλλων.

Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες, όπως μετρείται από το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί στο 2,0% το 2018 από 1,7% το 2017, κυρίως

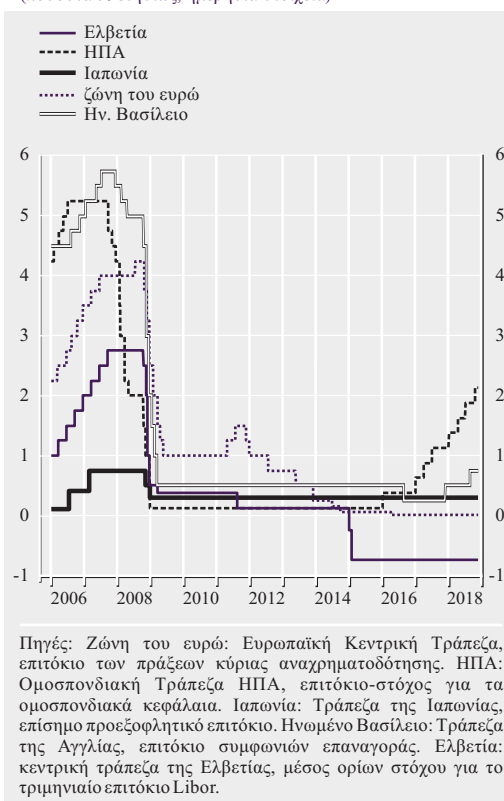
³ World Bank, *Commodity Markets Outlook*, October 2018.

λόγω της αύξησης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, και, σε πολλές περιπτώσεις, της πλήρους απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών. Επιπλέον, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι σχεδόν θα διπλασιαστεί το 2018 έναντι του 2017, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ. Οι πληθωριστικές πιέσεις και οι προσδοκίες ωστόσο παραμένουν προς το παρόν χαμηλές, με εξαίρεση τις ΗΠΑ, όπου η επιβολή δασμών στα εισαγόμενα εκτιμάται ότι θα επιφέρει πληθωριστικές πιέσεις. Ο πληθωρισμός ενισχύεται και στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες, κυρίως σε εκείνες που αντιμετωπίζουν σημαντική διολίσθηση της ισοτιμίας τους, είτε λόγω ενίσχυσης του δολαρίου ΗΠΑ, είτε λόγω απώλειας της εμπιστοσύνης στην ασκούμενη οικονομική πολιτική, είτε λόγω εγγενών αδυναμιών, με πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα τον υπερπληθωρισμό στη Βενεζουέλα (1,4 εκατ. % το 2018).

Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες σταδιακά εξομαλύνεται. Εξαιρουμένη ωστόσο να έχει διευκολυντικό χαρακτήρα, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, την απόφαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ να περιορίσει το μέγεθος του ισολογισμού της και τη μείωση από την ΕΚΤ του μηνιαίου ύψους αγορών περιουσιακών στοιχείων από τον Ιανουάριο του 2018. Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** αύξησε στις 26 Σεπτεμβρίου 2018, για τρίτη φορά εντός του 2018 και όγδοη συνολικά σε αυτό τον οικονομικό κύκλο, το βασικό της επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης, καθορίζοντας το εύρος-στόχο σε 2,00%-2,25%, ενώ αναμένεται ανάλογη αύξηση και το Δεκέμβριο. Οι προηγούμενες ανάλογες αυξήσεις το 2018 είχαν πραγματοποιηθεί στις 22 Μαρτίου και στις 14 Ιουνίου. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας, αντιθέτως, παρείχε καθοδήγηση ότι θα διατηρήσει επί μακρόν τα σχεδόν μηδενικά της επιτόκια, ενώ επέκτεινε τις αγορές ομολόγων του Ιαπωνικού Δημοσίου αυξάνοντας το μερίδιό της στο 35,8% του συνολικού ύψους του δημόσιου χρέους. Η

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών
(1 Ιανουαρίου 2006 - 30 Νοεμβρίου 2018)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



ΕΚΤ, αντιμετωπίζοντας χαμηλό ρυθμό ανόδου του πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (η ετήσια μεταβολή του γενικού ΕνΔΤΚ χωρίς τους υποδείκτες καυσίμων και μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής τους έξι μήνες μέχρι και το Νοέμβριο κυμαίνεται μεταξύ 1,1% και 1,3%), ανακοίνωσε ότι θα διατηρήσει μηδενικό το βασικό της επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης τουλάχιστον μέχρι το καλοκαίρι του 2019. Βάσει όμως της προόδου που έχει συντελεστεί προς την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου στόχου για τον πληθωρισμό και των θετικών μακροοικονομικών εξελίξεων, εξήγγειλε νέα μείωση του μηνιαίου ορίου αγορών τίτλων από 30 δισεκ. ευρώ σε 15 δισεκ. ευρώ το τελευταίο τρίμηνο του έτους και τερματισμό του προγράμματος αγοράς τίτλων στο τέλος του 2018. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** αύξησε στις 2 Αυγούστου 2018, για δεύτερη φορά τα τελευταία δέκα έτη, το εξαιρετικά

χαμηλό βασικό της επιτόκιο κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας στο 0,75%, ενώ διατηρεί το ανώτατο ύψος του αποθέματος περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιό της στα 435 δισεκ. στερλίνες. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, στην οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, σε μια προσπάθεια αποτροπής των ανατιμητικών πιέσεων επί του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα Π.3).

Η **δημοσιονομική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα προσφέρει ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2018, μετά από συσταλτική κατεύθυνση την περίοδο 2011-2015. Η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα είναι επεκτατική το 2018 στις ΗΠΑ, συσταλτική στην Ιαπωνία και ουδέτερη στη ζώνη του ευρώ.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο 2,5% του ΑΕΠ το 2018 από 2,2% το 2017. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται ότι θα αυξηθεί στο 4,7% του ΑΕΠ από 3,8% το 2017, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης θα αυξηθεί κατά μία ποσοστιαία μονάδα περίπου στο 106,1% του ΑΕΠ. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα περιοριστεί στο 3,7% από 4,3% το 2017, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα αυξηθεί περαιτέρω. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης περιστελλέται στο 1,3% του ΑΕΠ το 2018 από 1,8% το προηγούμενο έτος, ενώ το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 86% του ΑΕΠ από 87,4%.

2.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο **ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ επιβραδυνόταν το εννεάμηνο Ιανουα-

ρίου-Σεπτεμβρίου 2018, σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του διεθνούς εμπορίου. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σταδιακά στο 1,6% το γ' τρίμηνο του 2018 από 2,2% το β' τρίμηνο και 2,7% το δ' τρίμηνο του 2017, ενώ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,9% για το σύνολο του έτους (έναντι 2,5% το 2017) και να υποχωρήσει σε 1,7% το 2019. Η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν να αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά της οικονομίας της ζώνης του ευρώ το 2019 και να στηρίζουν την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων. Από την άλλη πλευρά, η επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης αναμένεται να περιορίσει την αύξηση των εξαγωγών τη διετία 2018-2019.

Η **ιδιωτική κατανάλωση** υπήρξε η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το τρέχον έτος και αναμένεται να συνεχίσει να έχει ανάλογη επίδραση και το 2019, στηριζόμενη στην αύξηση της απασχόλησης και στους ευνοϊκούς όρους χορήγησης τραπεζικών δανείων υπό την επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επιπλέον, η αυξανόμενη καθαρή περιουσιακή θέση των νοικοκυριών και η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση, εκτιμάται ότι επίσης θα στηρίξουν την κατανάλωση.⁴ Οι **επενδύσεις** αυξήθηκαν με ρυθμό περίπου 4% το 2018 και αναμένεται να κινηθούν με ελαφρώς χαμηλότερο ρυθμό το 2019. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις προβλέπεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους υπό την επίδραση σειράς παραγόντων, όπως η συνεχιζόμενη βελτίωση της κερδοφορίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ο υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες.

Η βελτίωση της **αγοράς εργασίας** στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε το 2018, παράλληλα με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 8,1% του εργατικού δυναμικού τον Αύγουστο (και

⁴ Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Δεκέμβριος 2018.

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ¹ %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Παγκόσμιο σύνολο	193	100,0	3,7	3,7	3,7	3,2	3,8	3,8									
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	39	41,3	2,3	2,4	2,1	1,7	2,0	1,9	-2,2	-2,5	-2,5	103,4	102,8	102,6	0,9	0,7	0,5
ΗΠΑ		15,3	2,2	2,9	2,5	2,1	2,4	2,1	-3,8	-4,7	-5,0	105,2	106,1	107,8	-2,3	-2,5	-3,0
Ιαπωνία		4,3	1,7	1,1	0,9	0,5	1,2	1,3	-4,3	-3,7	-2,8	237,6	238,2	236,6	4,0	3,6	3,8
Ην. Βασίλειο		2,3	1,7	1,3	1,2	2,7	2,6	2,0	-1,8	-1,3	-1,0	87,4	86,0	84,5	-3,8	-3,4	-3,3
Ζώνη ευρώ	19	11,6	2,5	1,9	1,7	1,5	1,8	1,6	-1,0	-0,5	-0,8	86,8	84,9	83,0	3,1	3,0	2,7
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	154	58,7	4,7	4,7	4,7	4,3	5,0	5,2	-4,4	-4,1	-4,6	48,6	50,4	51,8	0,0	0,0	0,0
Κίνα		18,2	6,9	6,6	6,2	1,6	2,2	2,4	-3,9	-4,1	-4,4	47,0	50,1	53,9	1,4	0,7	0,7
Ρωσία		3,2	1,5	1,7	1,8	3,7	2,8	5,1	-1,5	1,6	1,8	15,5	15,3	15,4	2,2	6,2	5,2

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2018, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2018*, Νοέμβριος 2018. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2018.

Σημειώσεις: Για το 2018 εκτιμήσεις και για το 2019 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2017, 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.

παρέμεινε στο επίπεδο αυτό έως και τον Οκτώβριο), το χαμηλότερο από το Νοέμβριο του 2008, και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 8,2% σε μέσα ετήσια επίπεδα (έναντι 9,1% το 2017). Η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση του ποσοστού ανεργίας αναμένεται να συνεχιστούν και το 2019, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς, αντανακλώντας την εμφάνιση ελλείψεων σε εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό σε ορισμένες χώρες. Έτσι, το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να υποχωρήσει σε μέσα επίπεδα 7,8% το 2019. Όσον αφορά τις εξελίξεις σε επιμέρους χώρες-μέλη, η μεγαλύτερη υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας το 2018 σημειώθηκε στην Ισπανία, την Κύπρο, την Ελλάδα και την Ιρλανδία, ενώ οι διαφορές στις επιδόσεις της αγοράς εργασίας παραμένουν σημαντικές στη ζώνη του ευρώ. Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία (Οκτώβριος 2018), τα ποσοστά ανεργίας κυμαίνονται μεταξύ 3,3% στη Γερμανία και 18,9% στην Ελλάδα.

Ο **πληθωρισμός** βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ κινήθηκε σε υψηλότερα επίπεδα το

β' εξάμηνο του 2018 σε σύγκριση με ένα χρόνο πριν, αντανακλώντας κυρίως την άνοδο των διεθνών τιμών των καυσίμων. Ο πληθωρισμός ανήλθε σε 2,2% τον Οκτώβριο και αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,8% σε μέσα επίπεδα έτους (έναντι 1,5% το 2017). Εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει το 2019, καθώς η επίδραση από την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των τιμών της ενέργειας αναμένεται να υπεραντισταθμίσει τη σταδιακή άνοδο των υπόλοιπων συνιστωσών του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά από 1,0% το 2018 σε 1,4% το 2019 υπό την επίδραση της βελτίωσης της κυκλικής θέσης της οικονομίας.

Η ανάκαμψη των **τραπεζικών χορηγήσεων** προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε στη διάρκεια του 2018, καθώς η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ εξακολούθησε να μεταδίδεται στην οικονομία, διατηρώντας χαμηλά τα επιτόκια και ενθαρρύνοντας τη

ζήτηση δανείων. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ανήλθε σε 4,3% το Σεπτέμβριο του 2018, έναντι 2,5% τον αντίστοιχο μήνα του 2017, και προς τα νοικοκυριά σε 3,1%, έναντι 2,7% το Σεπτέμβριο του 2017. Παρόμοια ήταν τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ του Οκτωβρίου, η οποία δείχνει αύξηση της ζήτησης για όλες τις κατηγορίες δανείων, καθώς και σημαντική βελτίωση των όρων χορήγησης επιχειρηματικών δανείων το γ' τρίμηνο του έτους. Σύμφωνα με την εν λόγω έρευνα, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ συνέχισε να συμβάλλει στη χαλάρωση των όρων δανεισμού και είχε θετική επίδραση στο ύψος των χορηγήσεων δανείων.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ το 2018 χαρακτηρίστηκαν από συνέχιση της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος, μολονότι με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Αυτή η τάση αναμένεται να αντιστραφεί το 2019, κυρίως λόγω της επιδείνωσης του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς πλεονάσματος, η οποία αντισταθμίζεται εν μέρει από την ελαφρά μείωση των δαπανών για τόκους που απορρέει, σύμφωνα με την ΕΚΤ, από την αντικατάσταση παλαιού χρέους υψηλού κόστους με νέο πιο χαμηλότοκο χρέος. Έτσι, το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο εκτιμάται σε 0,5% του ΑΕΠ το τρέχον έτος και 0,8% το 2019, έναντι 1,0% το 2017. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, καμία χώρα της ζώνης του ευρώ δεν θα έχει δημοσιονομικό έλλειμμα άνω του 3% του ΑΕΠ το 2018. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα είναι σε γενικές γραμμές ουδέτερη το 2018 και ελαφρώς επεκτατική το 2019. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ διατήρησε την καθοδική του πορεία ύστερα από την κορύφωσή του το 2014, υπό την ευνοϊκή επίδραση των πρωτογενών πλεονασμάτων και της θετικής διαφοράς του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και του επιτοκίου του δημόσιου χρέους. Για το 2018 προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 84,9% του ΑΕΠ και σε 83,0% το 2019.

Καθώς αυξημένοι οικονομικοί και γεωπολιτικοί κίνδυνοι περιβάλλουν τις προοπτικές της παγκόσμιας και της ευρωπαϊκής οικονομίας, είναι σημαντικό η οικονομική πολιτική στη ζώνη του ευρώ να επικεντρωθεί στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας και της προσαρμοστικότητας της οικονομίας έναντι εξωγενών και άλλων διαταραχών. Η προσήλωση στην τήρηση των κοινών δημοσιονομικών κανόνων και η υλοποίηση των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι ουσιώδεις προϋποθέσεις για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, καθώς και για την ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού και της διατηρήσιμης σύγκλισης των οικονομιών της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλαίσιο II.1). Σε θεσμικό επίπεδο, προτεραιότητα για τη βελτίωση της λειτουργίας της ONE έχει δοθεί από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στην ενίσχυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης.

2.3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Ελλάδα: έξοδος από το πρόγραμμα – ενισχυμένη εποπτεία

Στις 20 Αυγούστου 2018 έληξε επίσημα το τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής και η σύμβαση χρηματοδοτικής διευκόλυνσης της Ελλάδας. Είχε προηγηθεί ανακοίνωση της Ευρωομάδας στις 22 Ιουνίου για την επιτυχή ολοκλήρωση του ελληνικού προγράμματος, τον προσδιορισμό μεσοπρόθεσμων μέτρων για τη βιωσιμότητα του χρέους και την ένταξη της Ελλάδας σε πλαίσιο ενισχυμένης εποπτείας.⁵ Για την ένταξη της Ελλάδας σε πλαίσιο ενισχυμένης εποπτείας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε σχετική απόφαση στις 11 Ιουλίου.⁶ Η διάρκεια της ενισχυμένης εποπτείας είναι αρχικά έξι μήνες με δυνατότητα ανανέωσης

⁵ Άρθρο 2 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21.5.2013 για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, L 140/1, 27.5.2013.

⁶ Εκτελεστική απόφαση (ΕΕ) 2018/1192 της Επιτροπής, της 11.7.2018 σχετικά με την ενεργοποίηση της ενισχυμένης εποπτείας για την Ελλάδα, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, L 211/1, 22.8.2018.

ανά εξαμήνο και αναμένεται να ισχύσει μέχρι το 2022. Θετικές αξιολογήσεις στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας θα επιτρέψουν την επιστροφή των κερδών των κεντρικών τραπεζών από τη διακράτηση ελληνικών κρατικών ομολόγων, η οποία θα πραγματοποιείται σε εξαμηνιαία βάση από το Φεβρουάριο του 2019 έως τον Ιούνιο του 2022. Στη συνέχεια θα ισχύσουν οι όροι της κανονικής εποπτείας, μέχρι να αποπληρωθεί τουλάχιστον το 75% της χρηματοδοτικής συνδρομής.

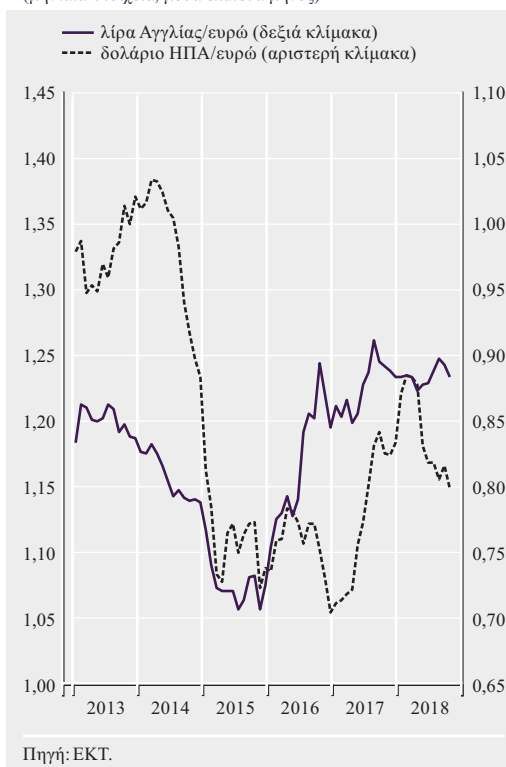
Στις 21 Νοεμβρίου 2018 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την πρώτη έκθεση αξιολόγησης για την Ελλάδα στο νέο πλαίσιο εποπτείας, η οποία περιλαμβάνει και μία αξιολόγηση του σχεδίου προϋπολογισμού για το 2019. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έκρινε ότι το σχέδιο επιτυγχάνει την τήρηση των δημοσιονομικών και οικονομικών στόχων, στηρίζοντας ταυτόχρονα την κοινωνική συνοχή. Ωστόσο, στην έκθεση επισημαίνεται ότι παρουσιάζονται καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων της ελληνικής κυβέρνησης (σύμφωνα με την απόφαση της Ευρωομάδας στις 22 Ιουνίου), οι οποίες θα πρέπει να αντιμετωπιστούν, με στόχο την ολοκλήρωση των δεσμεύσεων έως τη δεύτερη αξιολόγηση το Φεβρουάριο του 2019.

Το μέλλον της ONE: ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και αναμόρφωση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ)

Κατά τη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2018 σημειώθηκε πρόοδος στις πρωτοβουλίες για βάθυνση της ONE, οι οποίες μετά τις οδηγίες της συνόδου κορυφής της ζώνης του ευρώ⁷ το Δεκέμβριο του 2017 εστίασαν στην ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και την περαιτέρω ανάπτυξη του ΕΜΣ. Στις 29 Ιουνίου οι ηγέτες των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ συμφώνησαν την περαιτέρω ενίσχυση του ΕΜΣ. Στο πλαίσιο αυτό η Ευρωομάδα (σε σύνθεση των 27 κρατών-μελών) στις 3 Δεκεμβρίου συνέταξε Έκθεση, σύμφωνα με την οποία θα παρέχει το μηχανισμό ασφάλειας (backstop) για το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης στο πλαίσιο της τραπεζικής ένωσης με

Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ και λίρας Αγγλίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2013-Οκτώβριος 2018)

(μηνιαία στοιχεία, μέσα επίπεδα μηνός)



έτος έναρξης το 2024 εκτός εάν τα κράτη-μέλη αποφασίσουν να ενεργοποιηθεί νωρίτερα. Επίσης, στην Έκθεση διευκρινίζονται οι προϋποθέσεις χορήγησης προληπτικού πιστωτικού ορίου υπό όρους από τον ΕΜΣ και προτείνεται να αναλάβει ο ΕΜΣ ανεπίσημο ρόλο διαμεσολαβητή μεταξύ των κρατών-μελών και των ιδιωτών πιστωτών τους. Στο ίδιο πλαίσιο, συμφωνήθηκαν μεταξύ του ΕΜΣ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, όροι συνεργασίας για τη διευκρίνιση, μεταξύ άλλων, του ρόλου του ΕΜΣ στα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Η Έκθεση θα αποτελέσει τη βάση για τη λήψη συγκεκριμένων αποφάσεων στη σύνοδο κορυφής της ευρωζώνης του Δεκεμβρίου 2018.

⁷ Η σύνοδος διεξήχθη σε σύνθεση ανοικτή και στα 27 κράτη-μέλη της ΕΕ, καθώς το Δημοσιονομικό Σύμφωνο προβλέπει ότι όλες οι χώρες που το έχουν κυρώσει θα πρέπει να συμμετέχουν στις συνόδους κορυφής της ζώνης του ευρώ όταν συζητείται η αρχιτεκτονική της ευρωζώνης.

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

Στις 25 Νοεμβρίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο σε σύνθεση των 27 κρατών-μελών ενέκρινε τη Συμφωνία Αποχώρησης μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου (HB) και ΕΕ, η οποία καθορίζει τις ρυθμίσεις που θα ισχύσουν κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου, δηλ. από την 30ή Μαρτίου 2019 και έως την 31η Δεκεμβρίου 2020 (εκτός εάν HB και ΕΕ αποφασίσουν από κοινού να παραταθεί κατά τα προβλεπόμενα στη Συμφωνία Αποχώρησης). Επίσης, ενέκρινε την Πολιτική Δήλωση για τη μελλοντική σχέση του HB και της ΕΕ, σύμφωνα με την οποία οι δύο πλευρές δεσμεύονται να διαπραγματευθούν τους όρους για τη θέσπιση ζώνης ελεύθερου εμπορίου για την περίοδο μετά την οριστική έξοδο του HB. Ωστόσο, προϋπόθεση για την υλοποίηση της Συμφωνίας Αποχώρησης είναι η έγκρισή της από το Κοινοβούλιο του HB και το Ευρωκοινοβούλιο και η τελική υιοθέτησή της από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.

3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ⁸

Ο μέσος ετήσιος **ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης** των οικονομιών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί,⁹ από 4,0% το προηγούμενο έτος, που ήταν ο υψηλότερος της τελευταίας πενταετίας, σε 3,5% το 2018. Η επιβράδυνση του 2018 υποκρύπτει διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών, καθώς το ΑΕΠ αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί στις δύο οικονομίες που ανήκουν στην ΕΕ και στην Τουρκία, ενώ γενικά θα επιταχυνθεί στις οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων (βλ. Πίνακα Π.2).

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παραμένει υψηλός στις οικονομίες των δύο κρατών-μελών της ΕΕ της περιοχής, σχεδόν διπλάσιος εκείνου της ζώνης του ευρώ. Στη **Βουλγαρία** η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε ισχυρή, ενώ οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου επιταχύνθηκαν, βοηθούμενες από τη θετική συμβολή των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων, κυρίως λόγω της σημαντικής απορ-

ρόφησης ευρωπαϊκών κονδυλίων. Αντιθέτως, στη **Ρουμανία** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ αναμένεται να καταγράψει έντονη επιβράδυνση το 2018, μετά την πολύ καλή επίδοση του 2017. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην έντονη επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης (στο 4,6% από 10,1% το 2017), λόγω της επιβράδυνσης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος από την άνοδο του πληθωρισμού. Ωστόσο, η επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να αντισταθμιστεί εν μέρει από τη διατήρηση των ακαθάριστων επενδύσεων σε υψηλά επίπεδα, κυρίως λόγω της εκτιμώμενης επιτάχυνσης των επενδύσεων σε εξοπλισμό.

Όσον αφορά τις **οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων**, εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης για το 2018 θα είναι ο υψηλότερος της τελευταίας πενταετίας (3,5%). Σε ό,τι αφορά την οικονομία της **ΠΓΔΜ**, αυτή φαίνεται ότι εξέρχεται από τη στασιμότητα του προηγούμενου έτους. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μεγάλη θετική επίδραση των καθαρών εξαγωγών, αποτέλεσμα της έντονης εξωτερικής ζήτησης για ηλεκτρολογικό εξοπλισμό και μηχανήματα, καθώς και για ενεργειακά προϊόντα από μη εγχώριες εταιρίες. Η χαμηλή επίδοση του κατασκευαστικού κλάδου εξακολουθεί να ασκεί αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη της οικονομίας της ΠΓΔΜ, αντανakλώντας τη μεγάλη πτώση των επενδύσεων στο συγκεκριμένο κλάδο (στοιχεία α' εξαμήνου 2018). Στη **Σερβία**, η επιτάχυνση της οικονομίας προέρχεται από το σύνολο των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης. Βασικοί κινητήριιοι μοχλοί της αναπτυξιακής πορείας είναι η ισχυροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία σημείωσε τον υψηλότερο ρυθμό ανόδου από το 2008 (+3,1%), και οι επενδύσεις. Οι τελευταίες αφορούν βελτιώσεις της εθνικής οδού που συνδέει τα παράλια του Μαυροβουνίου με τη Σερβία (έργο χρηματοδοτούμενο από την China Exim Bank) και άλλες

⁸ Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

⁹ Εκτιμήσεις και προβλέψεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Economic Forecast, Νοέμβριος 2018). Για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη εκτιμήσεις και προβλέψεις ΔΝΤ Country Report No. 18/39.

βελτιώσεις που αποβλέπουν στην περαιτέρω τουριστική ανάπτυξη της περιοχής.

Στην **Τουρκία**, η υπερθέρμανση της οικονομίας, ως αποτέλεσμα των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των τελευταίων ετών, σε συνδυασμό με την παρατεταμένη ένταση στις σχέσεις της με τις ΗΠΑ το α' εξάμηνο του 2018, είχε δυσμενείς επιπτώσεις στην οικονομία. Η έντονη υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η οποία κορυφώθηκε τον Αύγουστο, τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού και η άνοδος των βασικών επιτοκίων που αυτή προκάλεσε, καθώς και το μεγάλο εξωτερικό χρέος που αντανάκλα υψηλό επίπεδο δανεισμού του ιδιωτικού τομέα σε ξένο νόμισμα δημιουργούν κλίμα αβεβαιότητας αναφορικά με τις προοπτικές της τουρκικής οικονομίας. Ως εκ τούτου, όλες οι συνιστώσες του ΑΕΠ καταγράφουν σημαντική επιβράδυνση, με την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις να σημειώνουν τη μεγαλύτερη υποχώρηση. Ειδικότερα, οι ξένοι επενδυτές εμφανίζονται ιδιαίτερα επιφυλακτικοί λόγω αβεβαιότητας, με αποτέλεσμα να σημειώνονται έντονες εκροές κεφαλαίων. Εκτιμάται ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης της τουρκικής οικονομίας θα υποχωρήσει το 2018 σε 3,8%, ενώ το 2019 προβλέπεται να εισέλθει σε ύφεση (-1,5%).

Η πορεία ανάκαμψης των περισσότερων οικονομιών της περιοχής επηρέασε θετικά τα επίπεδα του **ποσοστού ανεργίας**, η πτωτική τάση του οποίου συνεχίστηκε και το 2018. Σε κάθε περίπτωση όμως, παραμένει υψηλό στην ηλικιακή ομάδα των νέων (15-24 ετών). Αξίζει να σημειωθεί ότι, ειδικότερα στην Αλβανία, ο δείκτης ανεργίας (σύμφωνα με στοιχεία του α' εξαμήνου του 2018) είναι ο χαμηλότερος της τελευταίας εξαετίας. Αντίθετα, στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη παραμένει ο υψηλότερος της περιοχής και μάλιστα το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων ανέρχεται σε 80% του συνόλου.

Ο **πληθωρισμός** στις περισσότερες χώρες της περιοχής ακολούθησε αυξητική τάση. Ωστόσο, με εξαίρεση την Τουρκία, εξακολουθεί να βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα (βλ. Πίνακα Π.2). Η ανοδική πορεία του πληθωρισμού οφείλεται τόσο στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης όσο

και στις υψηλότερες διεθνείς τιμές ενέργειας και τροφίμων. Ο πληθωρισμός των χωρών της περιοχής (μη συμπεριλαμβανομένης της Τουρκίας) για το σύνολο του έτους εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε υψηλότερα επίπεδα (2,5%) σε σύγκριση με το 2017 (1,8%).

Στην **Τουρκία**, ο πληθωρισμός εξακολουθεί να αποτελεί σοβαρή πηγή κινδύνου για την οικονομία, καθώς επηρεάζει δυσμενώς τα πραγματικά εισοδήματα και, μέσω της αύξησης των επιτοκίων, την οικονομική δραστηριότητα. Ταυτόχρονα, η διατηρήσιμη μείωση του πληθωρισμού φαίνεται να αποτελεί απαιτητικό έργο για την κεντρική τράπεζα της Τουρκίας στο πλαίσιο της αβεβαιότητας και των πληθωριστικών προσδοκιών που κυριαρχούν. Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού με βάση τον ΔΤΚ, αφού αυξανόταν διαρκώς την περίοδο Ιουνίου-Οκτωβρίου (από 12,1% το Μάιο ανήλθε σε 25,2% τον Οκτώβριο), το Νοέμβριο υποχώρησε στο 21,6% αντανάκλωντας σε σημαντικό βαθμό τις εξελίξεις στη συναλλαγματική ισοτιμία. Η απότομη άνοδος του πληθωρισμού τροφοδοτήθηκε από την υποτίμηση της τουρκικής λίρας έως τον Αύγουστο (μόνο τον Αύγουστο η υποτίμηση έναντι του ευρώ έφθασε το 25%). Από το Σεπτέμβριο όμως, μετά τις παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας της Τουρκίας, παρατηρείται συνεχής ανατίμηση της λίρας. Η σωρευτική υποτίμηση της λίρας από την αρχή του έτους έως και τα τέλη Νοεμβρίου είχε περιοριστεί στο 22,6% έναντι του ευρώ και κατά 27,1% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Τα κύρια μέτρα στήριξης του εγχώριου νομίσματος που έλαβε η κεντρική τράπεζα της Τουρκίας ήταν: (α) μείωση του ελάχιστου ποσοστού υποχρεωτικών αποθεματικών σε εγχώριο νόμισμα κατά 250 μονάδες βάσης, (β) μείωση του φόρου καταθέσεων σε εγχώριο νόμισμα στο 10% με ταυτόχρονη αύξηση του φόρου καταθέσεων σε συνάλλαγμα στο 16% και (γ) η σταδιακή αύξηση του βασικού της επιτοκίου, το οποίο ανήλθε το Σεπτέμβριο σε 24%, από 8,0% το Μάιο. Τα μέτρα σταθεροποίησης αυτά φαίνεται ότι απέδωσαν, καθώς οδήγησαν σε ανατίμηση της λίρας, ενώ το Τουρκικό Δημόσιο στα μέσα Οκτωβρίου άντλησε από τις διεθνείς αγορές 2 δισεκ. δολάρια ΗΠΑ για ομόλογο 5ετούς διάρκειας με επιτόκιο 7,5%.

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

	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)				Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)				Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)						
Χώρα	2015	2016	2017	2018ε	2015	2016	2017	2018ε	2015	2016	2017	2018ε			
Αλβανία	2,2	3,4	3,8	4,1	1,9	1,3	2,0	2,3	-16,1	-15,2	-14,8	-6,3			
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	4,1	3,4	3,4	3,2	-1,0	-1,1	1,2	1,4	-5,1	-4,5	-4,6	-6,0			
Βουλγαρία	3,5	3,9	3,8	3,5	-1,1	-1,3	1,2	2,6	0,6	5,3	8,2	5,9			
Μαυροβούνιο	3,4	2,9	4,7	3,9	1,4	0,1	2,8	2,9	-11,0	-16,2	-16,1	-16,5			
ΠΓΔΜ	3,9	2,9	0,0	2,1	-0,3	-0,2	1,3	1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-0,7			
Ρουμανία	3,9	4,8	7,3	3,6	-0,4	-1,1	1,1	4,3	-0,8	-1,7	-3,1	-3,7			
Σερβία	0,8	2,8	1,9	4,1	1,4	1,1	3,2	2,1	-4,7	-4,0	-6,2	-5,9			
Τουρκία	6,1	3,2	7,4	3,8	7,7	7,8	11,1	16,7	-3,7	-3,8	-5,6	-6,8			
	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)				Πιστωτική επέκταση (ετήσιες μεταβολές %) ²			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Δάνεια σε καθυστερήση (%)				
Χώρα	2015	2016	2017	2018ε	2015	2016	2017	2015	2016	2017	Αύγ. 2018	2015	2016	2017	Σεπτ. 2018
Αλβανία	-4,4	-1,7	-2,0	-2,0	0,3	-0,7	-0,1	15,7	15,7	16,6	17,9	18,2	18,3	13,2	12,9
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	0,6	1,2	2,5	2,1	1,8	2,1	5,3	14,9	15,8	15,7	-	13,9	12,3	10,9	-
Βουλγαρία	-1,2	0,3	1,1	0,7	-1,6	1,8	4,5	22,2	22,2	21,6	19,9	21,1	19,0	15,5	12,9
Μαυροβούνιο	-8,3	-3,6	-5,5	-2,7	0,8	1,3	11,8	16,1	-	-	-	13,4	10,3	7,3	-
ΠΓΔΜ	-3,5	-2,7	-2,8	-2,8	9,1	4,0	2,5	15,5	15,2	15,2	16,5	10,3	6,3	6,1	4,9
Ρουμανία	-0,2	-2,2	-3,4	-3,3	3,0	1,2	5,7	17,5	18,3	18,9	20,1	13,6	9,5	6,4	5,6
Σερβία	-3,7	-1,3	1,2	0,4	7,0	9,0	2,2	20,9	21,8	22,6	22,9	21,6	17,0	9,8	-
Τουρκία	1,3	-2,3	-2,3	-2,5	20,4	16,2	21,2	13,0	13,0	14,1	14,0	2,9	3,2	3,1	3,2

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast Autumn 2018*, Νοέμβριος 2018, ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2018, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

ε = εκτιμήσεις.

1 Οι εκτιμήσεις της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα προέρχονται από το ΔΝΤ (*Country Report No 18/39*, Φεβρουάριος 2018).

2 Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αναφέρεται στον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες στο σύνολο.

Όσον αφορά το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** ως ποσοστό του ΑΕΠ, εκτιμάται ότι το 2018 όλες οι χώρες της περιοχής (πλην της Βουλγαρίας) θα συνεχίσουν να καταγράφουν ελλείμματα, όπως και το 2017. Η **Βουλγαρία** αναμένεται να συνεχίσει να διατηρεί πλεόνασμα το 2018, χαμηλότερο όμως σε σχέση με το 2017. Η αυξημένη εγχώρια ζήτηση, σε συνδυασμό με τις υψηλότερες τιμές ενέργειας οδηγούν σε αύξηση των εισαγωγών και περιορισμό του πλεονάσματος στον εξωτερικό τομέα. Στην περιοχή των Δυτι-

κών Βαλκανίων, το **Μαυροβούνιο** σημειώνει το υψηλότερο έλλειμμα, το οποίο μάλιστα επιδεινώνεται από το 2015, λόγω χειροτέρευσης του εμπορικού του ισοζυγίου παρά τις αυξημένες εισπράξεις από τον τουρισμό.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ στην **Τουρκία** παρουσίαζε ελαφρά επιδείνωση τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους σε σύγκριση με το 2017. Η τάση αυτή είναι πιθανόν να συνεχιστεί προς το

τέλος του έτους και υπολογίζεται ότι το έλλειμμα θα φθάσει στο 6,8% του ΑΕΠ. Γενικότερα, σε ό,τι αφορά το σύνολο των χωρών της περιοχής, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί παράγοντα αβεβαιότητας.

Τα **δημοσιονομικά μεγέθη** ως ποσοστό του ΑΕΠ των χωρών της ΝΑ Ευρώπης παρουσιάζουν ανομοιογένεια. Η Αλβανία, η Βουλγαρία και η Σερβία είναι οι χώρες που τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους κατέγραψαν δημοσιονομικά πλεονάσματα. Ειδικότερα, η Σερβία, μετά την επιτυχημένη ολοκλήρωση του προγράμματος προληπτικής στήριξης από το ΔΝΤ, τον Ιούνιο του 2018 υπέγραψε νέα συμφωνία χωρίς χρηματοδότηση (30-month Policy Coordination Instrument) με σκοπό να σηματοδοτήσει την προσήλωσή της στην εφαρμογή υγιούς μακροοικονομικής πολιτικής και συνέχισης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Αντίθετα, η Ρουμανία κατέγραψε υψηλά ελλείμματα τα δύο πρώτα τρίμηνα και εκτιμάται ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα θα ανέλθει στο 3,4% του ΑΕΠ στο τέλος του έτους. Για το σύνολο του

έτους, η δημοσιονομική εικόνα των περισσότερων χωρών αναμένεται να παρουσιάσει περαιτέρω επιδείνωση, με εξαίρεση το Μαυροβούνιο. Στην Τουρκία αναμένεται οριακή μόνο επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος το 2018, λόγω κυρίως της βελτιωμένης είσπραξης του ΦΠΑ με επακόλουθη ενίσχυση των εσόδων.

Ο **ρυθμός πιστωτικής επέκτασης** εμφάνισε αυξητικές τάσεις το 2018 στις περισσότερες χώρες της περιοχής. Ο υψηλότερος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης καταγράφηκε στην Τουρκία και ακολούθησε το Μαυροβούνιο. Το **ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων** εκτιμάται ότι θα μειωθεί το 2018, σε σύγκριση με το 2017, σε όλες τις χώρες της περιοχής. Ωστόσο, η Αλβανία και η Βουλγαρία εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν αρκετά υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων (12,9% και οι δύο το Σεπτέμβριο του 2018). Τέλος, κατά την ίδια χρονική περίοδο, τα τραπεζικά συστήματα των χωρών της περιοχής παραμένουν ισχυρά, πρωτίστως από την πλευρά της κεφαλαιακής επάρκειας.

Πλαίσιο II.1

Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΛΙΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ: ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ

Η ενίσχυση της βιώσιμης οικονομικής σύγκλισης μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ κατέχει κεντρική θέση στη διαδικασία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και ιδιαίτερα στη συζήτηση για τη βάθυνση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Η σύγκλιση συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της ΟΝΕ και μακροπρόθεσμα στην οικονομική ανάπτυξη και στην κοινωνική και πολιτική συνοχή της ΕΕ στο σύνολό της. Με τη σειρά της, μια εύρυθμη ΟΝΕ υποστηρίζει τη βιώσιμη σύγκλιση, καθώς μεταξύ άλλων, ενισχύει το διασυννοριακό εμπόριο και τις ροές κεφαλαίων, τη μεταφορά τεχνολογίας και γνώσης, την κινητικότητα του εργατικού δυναμικού και τον ανταγωνισμό.¹

Υπάρχουν διαφορετικές διαστάσεις της οικονομικής σύγκλισης στην ΕΕ, συγκεκριμένα η πραγματική, η ονομαστική, η κυκλική και η διαρθρωτική. Ως πραγματική σύγκλιση ορίζεται η διαδικασία σύγκλισης των εισοδημάτων (κατά κεφαλήν ΑΕΠ) και εξομείωσης των επιπέδων διαβίωσης και συνιστά πολιτικό στόχο κατοχυρωμένο στη Συνθήκη για τη λειτουργία της ΕΕ. Η ονομαστική σύγκλιση αναφέρεται στα ονομαστικά κριτήρια που πρέπει να πληροί ένα κράτος-μέλος σύμφωνα με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ προκειμένου να προσχωρήσει στη ζώνη του ευρώ. Η ικα-

¹ Diaz del Hoyo, J.L., E. Dorrucci, F.F. Heinz and S. Muzikarova (2017), "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", ECB Occasional Paper Series No. 203, European Central Bank.

νοποίηση αυτών των κριτηρίων, όπως η σταθερότητα των τιμών και η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, αποσκοπεί στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας μιας οικονομίας σε κλυδωνισμούς. Η κυκλική σύγκλιση σχετίζεται με το συγχρονισμό του οικονομικού κύκλου των χωρών της ΟΝΕ, έτσι ώστε η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να είναι αποτελεσματική.²

Η ονομαστική και η κυκλική σύγκλιση μπορεί να μην επαρκούν για τη διασφάλιση της πραγματικής και βιώσιμης σύγκλισης όταν υπάρχουν διαρθρωτικές διαφορές μεταξύ των χωρών. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο οι Ευρωπαίοι ηγέτες και τα θεσμικά όργανα της ΕΕ δίνουν μεγάλη έμφαση στη βελτίωση της ποιότητας των θεσμών και στην ανάγκη διαρθρωτικής σύγκλισης. Η “Έκθεση των πέντε Προέδρων” το 2015 συνιστά να γίνει η διαδικασία της διαρθρωτικής σύγκλισης πιο δεσμευτική, τόσο με την ενίσχυση του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών όσο και με θέσπιση, με κοινοτική νομοθεσία, κοινών προτύπων υψηλού επιπέδου για την αγορά εργασίας, την ανταγωνιστικότητα, το επιχειρηματικό περιβάλλον και τη δημόσια διοίκηση.³

2 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΛΙΣΗ Ή ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ;

2.1 Το θεωρητικό πλαίσιο: υποδείγματα μεγέθυνσης και παράγοντες σύγκλισης

Σύμφωνα με το νεοκλασικό υπόδειγμα του Solow (1956),⁴ το οποίο υποθέτει φθίνουσες οριακές αποδόσεις του κεφαλαίου, χώρες με παρόμοια χαρακτηριστικά, π.χ. ποσοστό αποταμίευσης και βαθμό τεχνολογικής προόδου, τείνουν να συγκλίνουν προς το ίδιο επίπεδο κατά κεφαλήν εισοδημάτων μακροχρόνιας ισορροπίας. Το υπόδειγμα Solow προβλέπει απόλυτη σύγκλιση (absolute convergence): ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης των φτωχότερων χωρών τείνει να είναι υψηλότερος από αυτόν των πλουσιότερων, εφόσον οι χώρες έχουν διαρθρωτικές ομοιότητες και διαφέρουν μόνο ως προς τον αρχικό λόγο κεφαλαίου ανά μονάδα αποτελεσματικής εργασίας (effective labour). Επομένως, οι φτωχότερες χώρες σταδιακά θα πλησιάσουν τις πλουσιότερες και μακροπρόθεσμα η μεταξύ τους απόσταση θα εξαλειφθεί.

Αντίθετα εάν, όπως έχει διαπιστωθεί εμπειρικά, οι οικονομίες διαφέρουν σημαντικά ως προς το ρυθμό αύξησης του πληθυσμού, το ποσοστό αποταμίευσης και το βαθμό τεχνολογικής προόδου, τότε η σύγκλιση είναι εφικτή, αλλά προς διαφορετικά σημεία ισορροπίας, εισάγοντας την έννοια της κατά συνθήκη σύγκλισης (conditional convergence).

Τα υποδείγματα ενδογενούς οικονομικής μεγέθυνσης (endogenous growth models) θεωρούν την τεχνολογία ως ενδογενή μεταβλητή. Επίσης, η έννοια του κεφαλαίου διευρύνεται, περιλαμβάνοντας το ανθρώπινο και το τεχνολογικό κεφάλαιο. Σύμφωνα με τα υποδείγματα αυτά, η διαδικασία οικονομικής σύγκλισης μπορεί να επιτευχθεί μέσω μιας επιτυχημένης παρεμβατικής πολιτικής, όπως με δημόσιες επενδύσεις σε υποδομές, ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου μέσω της εκπαίδευσης και προώθηση της έρευνας και καινοτομίας.

Οι δύο κυρίαρχες έννοιες στη βιβλιογραφία της εμπειρικής ανάλυσης για την ύπαρξη σύγκλισης ή απόκλισης των κατά κεφαλήν εισοδημάτων είναι η β-σύγκλιση (beta convergence) και η σ-σύγκλιση (sigma convergence).

2 Franks, J., B. Barkbu, R. Blavy, W. Oman and H. Schoelermann (2018), “Economic convergence in the euro area: coming together or drifting apart?”, IMF Working Paper No18/10, International Monetary Fund.

3 Juncker, J.C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, and M. Schulz (2015), “Completing Europe’s Economic and Monetary Union”, European Commission.

4 Solow, R. (1956), “A contribution to the theory of economic growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 70 (1), 65-94.

Η β-σύγκλιση είναι στενά συνδεδεμένη με το νεοκλασικό υπόδειγμα και αναφέρεται στην ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης ανάμεσα στο ρυθμό ανόδου του κατά κεφαλήν εισοδήματος και στο αρχικό επίπεδο του κατά κεφαλήν εισοδήματος.⁵ Σε γενικές γραμμές, η ύπαρξη και μόνο της β-σύγκλισης δεν συνεπάγεται αυτομάτως μικρότερη διασπορά στα επίπεδα εισοδήματος. Στη βιβλιογραφία συναντάται η έννοια της σ-σύγκλισης, η οποία παρατηρείται όταν υφίσταται διαχρονική μείωση της διασποράς του κατά κεφαλήν εισοδήματος.⁶ Αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη για την ύπαρξη σ-σύγκλισης είναι η ύπαρξη β-σύγκλισης. Επίσης, είναι πιθανόν η σύγκλιση να μη χαρακτηρίζει όλες τις οικονομίες, αλλά να περιορίζεται σε μία ομάδα. Σε αυτή την περίπτωση, πρόκειται για τη λεγόμενη “σύγκλιση κατά ομάδες” (club convergence), όπου μία ομάδα χωρών (ή μία ομάδα περιφερειών σε μία χώρα) συγκλίνουν μεταξύ τους μακροχρόνια, αλλά αποκλίνουν από άλλες χώρες (ή περιφέρειες).

2.2 Η εμπειρία σύγκλισης των οικονομιών της ζώνης του ευρώ διαχρονικά

Οι 12 χώρες που συμμετείχαν αρχικά στην ευρωζώνη (EZ-12)⁷ παρουσίασαν σε γενικές γραμμές μια πορεία πραγματικής σύγκλισης από το 1960 μέχρι και περίπου την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2007-08. Στο Διάγραμμα Α παρατηρούμε ότι η σύγκλιση⁸ του κατά κεφαλήν ΑΕΠ μπορεί να διακριθεί σε δύο φάσεις: (α) από το 1960 και μέχρι την πετρελαϊκή κρίση του 1973, κατά την οποία το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες χαμηλότερων εισοδημάτων (π.χ. Ελλάδα, Πορτογαλία και Ισπανία) αυξανόταν με ρυθμό πολύ ταχύτερο από τον αντίστοιχο των χωρών με υψηλότερα εισοδήματα, και (β) από το 1986, με την υπογραφή της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης, μέχρι και την υιοθέτηση του ευρώ το 1999, περίοδο κατά

5 Βλ. Barro, R.J. and X. Sala-i-Martin (1991), “Convergence across states and regions”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 22, 107-182.

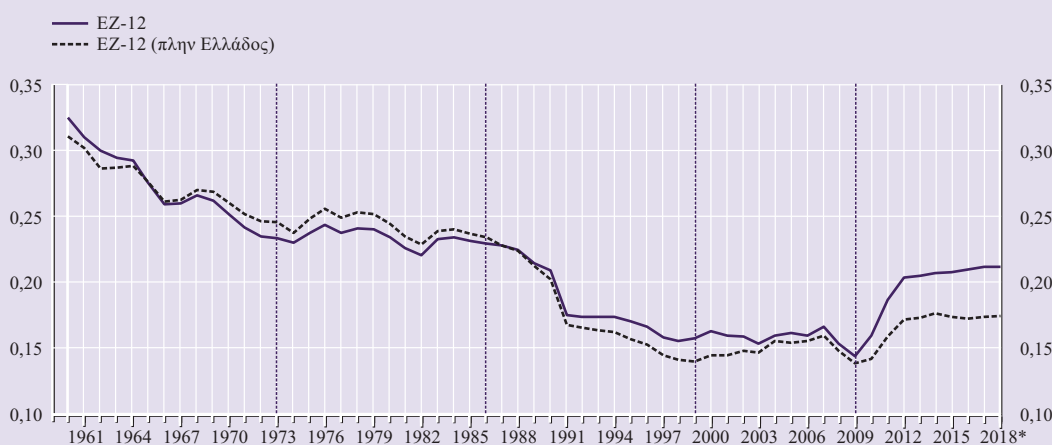
6 Βλ. Barro, R.J. and X. Sala-i-Martin (2004), *Economic Growth*, Second Edition, MIT Press, Cambridge.

7 Οι χώρες της EZ-12 είναι: Βέλγιο, Γερμανία, Ιρλανδία, Ελλάδα, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Αυστρία, Πορτογαλία και Φινλανδία. Στην παρούσα ανάλυση εξαιρείται το Λουξεμβούργο για στατιστικούς λόγους.

8 Εδώ αναφερόμαστε στην έννοια της σ-σύγκλισης χρησιμοποιώντας ως μέτρο την τυπική απόκλιση προς τη μέση τιμή.

Διάγραμμα Α σ-σύγκλιση στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην EZ-12¹

(τυπική απόκλιση προς μέση τιμή)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι εκφρασμένο σε πρότυπες μονάδες αγοραστικής δύναμης (PPS).

¹ Από το σύνολο της EZ-12 εξαιρείται το Λουξεμβούργο για στατιστικούς λόγους. Τα στοιχεία για την Ιρλανδία είναι διορθωμένα ως προς τη σημαντική αναθεώρηση του ΑΕΠ το 2015.

* Τα στοιχεία για το 2018 είναι προβλέψεις.

Διάγραμμα Β Συμβολή των συντελεστών παραγωγής στην αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην ΕΖ-12¹

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, μέσοι όροι περιόδου)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι εκφρασμένο σε σταθερές τιμές 2010. Η συμβολή του συντελεστή εργασίας έχει υπολογιστεί σε 0,37 και η συμβολή του συντελεστή κεφαλαίου σε 0,63. Η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (TFP) υπολογίζεται ως το κατάλοιπο Solow.

¹ Από το σύνολο της ΕΖ-12 εξαιρείται το Λουξεμβούργο για στατιστικούς λόγους. Τα στοιχεία για την Ιρλανδία είναι διορθωμένα ως προς τη σημαντική αναθεώρηση του ΑΕΠ το 2015.

* Τα στοιχεία για το 2018 είναι προβλέψεις.

Β, η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα της οικονομικής μεγέθυνσης, ιδιαίτερα σε συγκεκριμένες περιόδους υπό εξέταση (π.χ. 1960-1973). Ωστόσο, επισημαίνεται ότι τα αποτελέσματα θα πρέπει να αντιμετωπιστούν με επιφύλαξη, καθώς η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών, η οποία υπολογίζεται ως το κατάλοιπο Solow, περιλαμβάνει, εκτός από την επίδραση διαρθρωτικών παραγόντων στο ΑΕΠ, και το τμήμα της κυκλικής επίδρασης της ζήτησης που δεν εξηγείται από τις εξελίξεις στη συσσώρευση κεφαλαίου και εργασίας, καθώς και τυχόν στατιστικά σφάλματα.

Η πραγματική σύγκλιση ή απόκλιση μπορεί επομένως να αποδοθεί στη σύγκλιση ή απόκλιση σε όλες ή σε κάποιες από τις παραπάνω μεταβλητές.¹¹ Πράγματι, μια λεπτομερέστερη ανάλυση για

την οποία ο ρυθμός πραγματικής σύγκλισης ήταν πιο υποτονικός.⁹ Την περίοδο 2000-09 η διαδικασία σύγκλισης στη ζώνη του ευρώ παρουσίασε σημάδια κόπωσης, ενώ η κρίση δημόσιου χρέους το 2010 οδήγησε σε έντονη πραγματική απόκλιση μέχρι και το τέλος του 2017. Ως αποτέλεσμα, η εισοδηματική ανισότητα έχει αυξηθεί από το 2012 σε ανησυχητικά επίπεδα. Σημειώνεται επίσης ότι αυτή η πραγματική απόκλιση φαίνεται από το Διάγραμμα Α να μην σχετίζεται αποκλειστικά με τη βαθιά και παρατεταμένη ύφεση στην Ελλάδα. Αντίθετα, φαίνεται ότι συνδέεται με πιο θεμελιώδεις παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς, που αφορούν και άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ.¹⁰

Σύμφωνα με τη λογιστική της οικονομικής μεγέθυνσης (growth accounting), ο ρυθμός μεταβολής του κατά κεφαλήν εισοδήματος προσδιορίζεται από: (α) την ένταση κεφαλαίου (capital intensity), δηλ. το απόθεμα κεφαλαίου ανά εργαζόμενο, (β) μεταβλητές “ποσότητας” της εργασίας, όπως είναι το ποσοστό απασχόλησης ή ανεργίας και το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, και μεταβλητές “ποιότητας” της εργασίας (quality or skill-adjusted labour), όπως είναι οι δημογραφικές εξελίξεις και το ανθρώπινο κεφάλαιο, και (γ) τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (total factor productivity – TFP). Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα

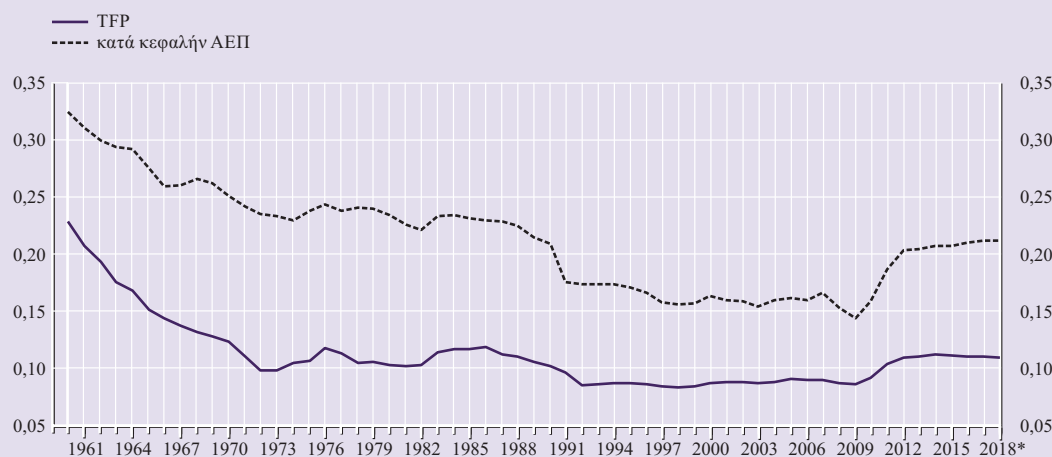
⁹ Σημειώνεται ότι η διαδικασία πραγματικής σύγκλισης την περίοδο αυτή φαίνεται ότι υποβοηθήθηκε από την προσπάθεια νομοθετικής και κανονιστικής εναρμόνισης μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ για τη δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς και από τη μακροοικονομική σταθεροποίηση που επιτεύχθηκε στο πλαίσιο της προσπάθειας για την ικανοποίηση των κριτηρίων του Μάαστριχτ για την ένταξη στην ΟΝΕ.

¹⁰ Για πιο λεπτομερή ανάλυση, βλ. Malliaropoulos, D. (2018), “Real convergence in the euro area or the lack thereof”, Presentation at the 7th BBVA Seminar for Public Sector Investors and Issues, Bank of Greece, 28.2.2018.

¹¹ Βλ. π.χ. Senhadji, A. (1999), “Sources of economic growth: an extensive growth accounting exercise”, IMF Working Paper Series No 99, International Monetary Fund.

Διάγραμμα Γ σ-σύγκλιση στη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (TFP) στην ΕΖ-12¹

(τυπική απόκλιση προς μέση τιμή)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι εκφρασμένο σε πρότυπες μονάδες αγοραστικής δύναμης (PPS). Η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (TFP) υπολογίζεται ως το κατάλοιπο Solow.

1 Από το σύνολο της ΕΖ-12 εξαιρείται το Λουξεμβούργο για στατιστικούς λόγους. Τα στοιχεία για την Ιρλανδία είναι διορθωμένα ως προς τη σημαντική αναθεώρηση του ΑΕΠ το 2015.

* Τα στοιχεία για το 2018 είναι προβλέψεις.

την ΕΖ-12 δείχνει ότι την περίοδο πριν από το 2008 υπήρξε σύγκλιση τόσο στο δείκτη έντασης κεφαλαίου όσο και στις περισσότερες μεταβλητές σε σχέση με την εργασία, όπως το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό ή το ποσοστό ανεργίας. Η κρίση όμως αποτέλεσε σημείο καμπής και συνετέλεσε στην εμφάνιση έντονης απόκλισης σε όρους κεφαλαίου και εργασίας, γεγονός που οδήγησε σε εισοδηματική απόκλιση. Η σημαντικότερη πηγή πραγματικής σύγκλισης ή απόκλισης στην ΕΖ-12 φαίνεται ότι είναι η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών.¹² Η πρώτη φάση πραγματικής σύγκλισης είναι και η περίοδος με τη μεγαλύτερη σύγκλιση στη συνολική παραγωγικότητα, ενώ μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1970 δεν παρατηρείται σύγκλιση στην ΕΖ-12 σε όρους συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Μάλιστα, από το 2008 παρατηρείται έντονη απόκλιση στη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών, η οποία φαίνεται ότι αποτέλεσε την πρωταρχική αιτία πραγματικής απόκλισης την περίοδο 2009-18 (βλ. Διάγραμμα Γ).

Από τα παραπάνω γίνεται εμφανές ότι η υιοθέτηση του ευρώ δεν λειτούργησε ως καταλύτης πραγματικής σύγκλισης, όπως αρχικά αναμενόταν. Παρά τις αυξημένες ροές κεφαλαίου από τις χώρες με υψηλότερα εισοδήματα προς τις χώρες με χαμηλότερα, όπως προβλεπόταν από τη νεοκλασική θεωρία ανάπτυξης, οι ροές αυτές σε μεγάλο βαθμό χρηματοδότησαν μια προσωρινή αύξηση της κατανάλωσης και μη παραγωγικές επενδύσεις, κυρίως στον τομέα των κατοικιών. Παράλληλα, η απότομη επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου τα χρόνια πριν από την κρίση οδήγησε σε υπερεκτίμηση του δυνητικού τους προϊόντος, σε χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής και τελικά στη συσσώρευση ιδιωτικού και δημόσιου χρέους, η οποία έκανε τις χώρες πιο ευάλωτες στην κρίση. Επίσης, η κατανομή των συντελεστών παραγωγής σε επίπεδο κλάδων της οικονομίας ήταν σχετικά αναποτελεσματική, περιορίζοντας μια πιο διαρθρωτικού χαρακτήρα βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας.

12 Το συμπέρασμα αυτό τείνει να συμφωνεί με τη βιβλιογραφία σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της οικονομικής σύγκλισης στην ΕΕ και το ρόλο της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Βλ. π.χ. Gros, D. (2018), "Convergence in the European Union: inside and outside the euro", Informal meeting of Economic and Financial Affairs Ministers, Sofia, 27-28.4.2018.

3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η ονομαστική και η κυκλική σύγκλιση δεν συνεπάγονται αυτόματα βιώσιμη οικονομική σύγκλιση, δεδομένου ότι οι οικονομίες της ζώνης του ευρώ παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές ως προς τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά τους. Η εμπειρία του ευρωπαϊκού νότου την περίοδο πριν και μετά την κρίση καταδεικνύει ότι η ονομαστική σύγκλιση των επιτοκίων και η αύξηση της ζήτησης που στηρίζεται σε πολύ ισχυρή πιστωτική επέκταση δεν οδηγούν σε βιώσιμη πραγματική σύγκλιση αν δεν συνοδεύονται από τις κατάλληλες μεταρρυθμίσεις από την πλευρά της προσφοράς ώστε να εξασφαλίζεται η αποτελεσματική κατανομή των πόρων προς πιο παραγωγικές χρήσεις.

Ταυτόχρονα, η διαρθρωτική ανομοιογένεια των χωρών υποδηλώνει ότι απόλυτη σύγκλιση δεν είναι εφικτή, εντός ή εκτός μιας νομισματικής ένωσης. Διαφορές στην κλαδική διάρθρωση, στο παραγωγικό και οργανωτικό πρότυπο των οικονομιών, στα συστήματα δημιουργίας και διάχυσης της τεχνολογίας, καθώς και η αρχική απόσταση κάθε χώρας από το “τεχνολογικό όριο” (technological frontier), επηρεάζουν το ρυθμό αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών και κατ’ επέκταση το τελικό σημείο μακροοικονομικής ισορροπίας.

Όταν οι χώρες έχουν ήδη συγκλίνει από χαμηλά σε μεσαία ή σχετικώς υψηλά εισοδήματα, όπως συμβαίνει με τις χώρες της ΕΖ-12, **παραitéρω πραγματική σύγκλιση μπορεί να επιτευχθεί μόνο με αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας**. Η ανεπαρκής μετάβαση μιας χώρας από “εκτατική” (extensive) σε “εντατική” (intensive) ανάπτυξη — δηλαδή από οικονομική μεγέθυνση που στηρίζεται στη συσσώρευση κεφαλαίου και εργασίας σε οικονομική μεγέθυνση που στηρίζεται στην αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών και στην καινοτομία — μπορεί να οδηγήσει σε “παγίδα μη σύγκλισης” (non-convergence trap).¹³

Ως εκ τούτου, **η ενίσχυση και η σύγκλιση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών αποτελεί κεντρικό στόχο** για την επίτευξη βιώσιμης σύγκλισης των εισοδημάτων στη ζώνη του ευρώ. Η βελτίωση του διαρθρωτικού σκέλους της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών προϋποθέτει τη συνέχιση ή την επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας, καθώς και την αναβάθμιση της ποιότητας των θεσμών και της διακυβέρνησης. Παράλληλα, η τεχνολογική καινοτομία και η διάχυση της τεχνολογίας απαιτούν μία συντεταγμένη αναπτυξιακή στρατηγική, καθώς και εκσυγχρονισμό στις οργανωτικές δομές της δημόσιας διοίκησης και των επιχειρήσεων. Με τη σειρά της, η οργανωτική αναδιάρθρωση της δημόσιας διοίκησης και του ιδιωτικού τομέα απαιτεί την ανάπτυξη σημαντικών διοικητικών δεξιοτήτων.¹⁴

Οι επενδύσεις σε υλικές και δικτυακές υποδομές πρέπει απαραίτητως να συνοδεύονται από επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο, έτσι ώστε να αυξηθούν τόσο το απόθεμα κεφαλαίου, το οποίο συρρικνώθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης, όσο και η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών και συνεπώς να ενισχυθεί η αναπτυξιακή δυναμική των κρατών-μελών της ΕΕ. Στο πλαίσιο μιας εθνικής στρατηγικής με μακροχρόνια προοπτική, οι παρεμβάσεις πολιτικής στις ασθενέστερες οικονομίες θα πρέπει αρχικά να δώσουν έμφαση στην τόνωση εκείνων των μηχανισμών που θα συνδράμουν στην ανακατεύθυνση των πόρων προς τους ήδη πιο παραγωγικούς τομείς της οικονομίας. Οι ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί για την ενίσχυση της

13 Βλ. Aghion, P. and C. Bircan (2017), “The middle-income trap from a Schumpeterian perspective”, LSE Research Paper Series, February.

14 Σχετικά με τη σπουδαιότητα των διοικητικών δεξιοτήτων (managerial skills) για τη συνολική παραγωγικότητα και την πραγματική σύγκλιση, βλ. μεταξύ άλλων Bloom, N., R. Sadun, and J. Van Reenen (2012), “Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle”, *American Economic Review*, 102(1):167-201 και Andrews, D. and B. Westmore (2014), “Managerial Capital and Business R&D as Enablers of Productivity Convergence”, OECD Economics Department Working Papers, No. 1137.

αρχιτεκτονικής της ONE μετά την κρίση, με την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης και την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και της ένωσης των κεφαλαιαγορών, αλλά και η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, αναμένεται να συμβάλουν θετικά σε αυτή την προσπάθεια.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Στα μέσα του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε προοδευτική μείωση των κατά μήνα καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα τα τελευταία έτη. Η απόφαση αυτή βασίστηκε στη διαπίστωση ότι ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ έχει πλέον τεθεί σε μεσοπρόθεσμη πορεία προσέγγισης προς τα επιθυμητά επίπεδα λίγο κάτω του 2%, που συνιστούν τη σταθερότητα των τιμών. Κύρια εξέλιξη που οδήγησε σε αυτή τη διαπίστωση είναι η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών στη ζώνη του ευρώ. Η ενιαία νομισματική πολιτική θα συνεχίσει να τηρεί επαρκώς διευκολυντική κατεύθυνση και μετά το μηδενισμό των καθαρών αγορών τίτλων, ως συνέπεια της πρακτικής που ήδη ακολουθείται να επανεπενδύεται το προϊόν της ωρίμανσης των τίτλων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος και του ότι τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα επίπεδα τουλάχιστον μέχρι και το καλοκαίρι του 2019.

Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2018 δεν μεταβλήθηκαν περαιτέρω τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Αντιθέτως, στα μέσα του έτους, στο πλαίσιο των καθοδηγητικών ενδείξεων (forward guidance) για τη μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα εν λόγω επιτόκια θα παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του θέρους του 2019.

Κατά το τρέχον έτος, συνεχίστηκε η διεξαγωγή των πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα προς τους αντισυμβαλλομένους του (κυρίως εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες) χωρίς ποσοτικό περιορισμό και με μηδενικό επιτόκιο. Δεν διενεργήθηκαν νέες στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Η ανεξόφλητη χρηματοδότηση, η οποία είχε χορηγηθεί στις τράπεζες μέσω της δεύτερης

σειράς στοχευμένων πράξεων (Ιούνιος 2016-Μάρτιος 2017) με διάρκεια μέχρι τεσσάρων ετών, παραμένει και αποτελεί σημαντικό μέρος (το 1/4 περίπου) της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ. Σχεδόν όλη η υπόλοιπη ρευστότητα έχει χορηγηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω οριστικών (outright) αγορών χρεογράφων από τις τράπεζες στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (το οποίο ξεκίνησε στα τέλη του 2014).

Όσον αφορά ειδικότερα το πρόγραμμα αυτό, στα μέσα του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προανήγγειλε μείωση του ύψους των μηνιαίων καθαρών αγορών (απόκτηση νέων τίτλων μείον εξοφλήσεις τίτλων που είχαν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα σε εκτέλεση του προγράμματος) και προσδιόρισε την υπό προϋποθέσεις ημερομηνία παύσης των καθαρών αγορών. Έτσι, οι μηνιαίες καθαρές αγορές μειώθηκαν από 30 δισεκ. ευρώ κατά τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2018 σε 15 δισεκ. ευρώ το τελευταίο τρίμηνο, ενώ αναμένεται να μηδενιστούν το νέο έτος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τον περιορισμό του ύψους των καθαρών αγορών, καθώς σταδιακά ενισχύονταν οι ενδείξεις ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός έχει πλέον τεθεί σε μεσοπρόθεσμη πορεία προσέγγισης επιπέδων λίγο κάτω του 2%. Η εκτίμηση αυτή βασίζεται στο ότι η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής παραμένει αρκούντως διευκολυντική, καθώς και στο ότι η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ έχει ικανή ισχύ και εύρος. Πράγματι, η οικονομική ανάκαμψη δεν διακόπηκε το 2018, απλώς επιβραδύνθηκε ώστε η άνοδος του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ να πλησιάζει περισσότερο το δυνητικό ρυθμό, καθώς δεν επαναλήφθηκε η εξαιρετική αύξηση των εξαγωγών του 2017.

Εάν εξεταστεί ένα ευρύ φάσμα δεικτών του πυρήνα του πληθωρισμού, διαπιστώνεται ότι ο πυρήνας έχει αυξηθεί κάπως, αλλά παρα-

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 13.12.2018.

μένει ακόμη αδύναμος. Η προσδοκία ότι ο πυρήνας πρόκειται να ενισχυθεί περαιτέρω στηρίζεται στην καταγραφόμενη αύξηση των συνολογούμενων με συλλογική διαπραγμάτευση μισθών, με αποτέλεσμα η αμοιβή εργασίας να αυξάνεται με ετήσιο ρυθμό 2,2% κατά μέσο όρο τη διαθέσιμη περίοδο (εννεάμηνο) του 2018, στις εξελίξεις στις τιμές χονδρικής και στην εύλογη εκτίμηση ότι οι αυξήσεις των τιμών της ενέργειας θα μετακυλιστούν με χρονική υστέρηση στις τιμές των τελικών προϊόντων. Οι πληθωριστικές προσδοκίες (που αναφέρονται στον καταγραφόμενο πληθωρισμό) έχουν ενισχυθεί σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος και υποδηλώνουν προσέγγιση προς τη σταθερότητα των τιμών τα επόμενα έτη, ωστόσο με ιδιαίτερος αργό ρυθμό. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τονίζει ότι, ακόμη και μετά την παύση των καθαρών αγορών τίτλων, το Ευρωσύστημα θα εξακολουθήσει να προβαίνει σε αγορές νέων τίτλων, ώστε να αναπληρώνει τα χρεόγραφα που λήγουν στο χαρτοφυλάκιό του (εφόσον έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος). Με αυτό τον τρόπο, η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ θα διατηρηθεί άφθονη και μελλοντικά.

Το Δεκέμβριο του 2018 ανακοινώθηκε ειδικότερα ότι η πολιτική επανεπένδυσης θα εξακολουθήσει για ικανό χρονικό διάστημα και μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα ξεκινήσει η αναπροσαρμογή προς τα άνω των βασικών επιτοκίων.

Όσον αφορά τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στη Νομισματική Ένωση, η υπερβάλλουσα ρευστότητα των τραπεζών σταθεροποιήθηκε σε υψηλά επίπεδα και τα επιτόκια στην αγορά χρήματος παρέμειναν σε αρνητικά επίπεδα. Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατέγραψαν οριακή αύξηση έναντι των ιστορικών χαμηλών. Μεγαλύτερη ήταν η αύξηση που κατέγραψε το συνολικό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης (από τις τράπεζες και τις αγορές κεφαλαίων) για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι έχει απομακρυνθεί σημα-

ντικά από το ιστορικό χαμηλό επίπεδο που καταγράφηκε στα μέσα του 2016.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) υποχώρησε (4% σε ετήσια βάση κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2018), κυρίως λόγω της επιβράδυνσης του αντίστοιχου ρυθμού των καταθέσεων μίας ημέρας (8,1%). Βασικότερος παράγοντας που συμβάλλει στη δημιουργία χρήματος με την ευρεία έννοια είναι η πιστωτική επέκταση από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI), τα οποία περιλαμβάνουν τις εμπορικές και τις επενδυτικές τράπεζες κυρίως, αλλά και το Ευρωσύστημα. Ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (2,9% τη διαθέσιμη περίοδο του 2018) τελεί σε αμφίδρομη θετική σχέση με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ και έχει επηρεαστεί επίσης θετικά από την υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών, που ήταν άμεσο αποτέλεσμα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς και από την πρόοδο στην εξυγίανση των ισολογισμών τους. Η αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα (3,8%) αντανάκλα την εφαρμογή του σκέλους του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων που αφορά τα χρεόγραφα του δημόσιου τομέα και ειδικότερα το γεγονός ότι οι τίτλοι που αποκτώνται εκ μέρους του Ευρωσυστήματος προέρχονται από τα χαρτοφυλάκια φορέων (όπως οι ξένες τράπεζες) εκτός τραπεζικού συστήματος στην επικράτεια της Νομισματικής Ένωσης. Η συνεισφορά της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα στη δημιουργία χρήματος το 2018 ήταν σχετικά λιγότερο σημαντική από ό,τι τα προηγούμενα έτη καθώς, όπως είναι γνωστό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ περιόρισε σταδιακά το ύψος των καθαρών αγορών ήδη από το β' τρίμηνο του 2017.

2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

2.1 ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το 2018 τα βασικά επιτόκια εξακολουθήσαν να διατηρούνται στα επίπεδα στα οποία είχαν

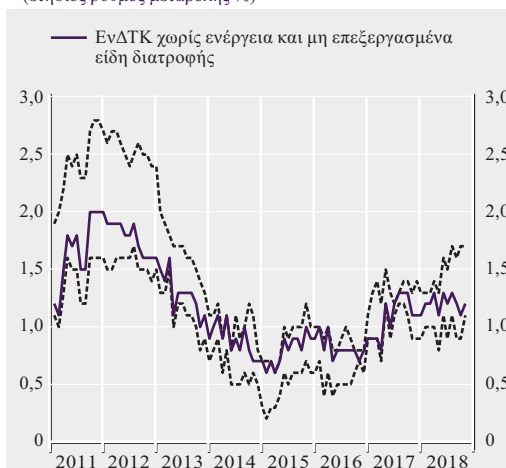
τεθεί το Μάρτιο του 2016. Συνεχίστηκε η τακτική διεξαγωγή των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, ανά εβδομάδα, και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, ανά μήνα. Μέσω αυτών των πράξεων, οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος, δηλ. κυρίως οι εμπορικές ή επενδυτικές τράπεζες, αντλούν ρευστά διαθέσιμα από τις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες. Έχει καθοριστεί ότι οι πράξεις αυτές θα διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, χωρίς ποσοτικό περιορισμό επί της χορηγούμενης ρευστότητας, τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2020.

Όσον αφορά το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανειλημμένως τόνισε ότι το αναγκαίο ύψος των κατά μήνα καθαρών αγορών χρεογράφων είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με το βαθμό της προόδου που έχει επιτευχθεί ως προς την επανευθυγράμμιση της μεσοπρόθεσμης πορείας των τιμών, ώστε ο καταγραφόμενος πληθωρισμός να κατευθύνεται με ασφάλεια προς ρυθμούς λίγο κάτω του 2%. Στα μέσα Ιουνίου 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε αξιολόγηση της σχετικής προόδου που είχε επιτελεστεί μέχρι εκείνη τη στιγμή, συνεκτιμώντας τις πλέον πρόσφατες οικονομομετρικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, δείκτες των πληθωριστικών πιέσεων, την εξέλιξη των μισθών, όπως επίσης και τις διάφορες όψεις της αβεβαιότητας που περιέβαλλε τις προοπτικές όσον αφορά τον πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα III.1).

Η αξιολόγηση αυτή οδήγησε το Διοικητικό Συμβούλιο στο συμπέρασμα ότι είχε επιτευχθεί, μέχρι εκείνη τη στιγμή, σημαντική πρόοδος ως προς την επιδιωκόμενη διατηρήσιμη επανευθυγράμμιση της πορείας των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξήγησε πως μπορούσε πλέον να έχει εμπιστοσύνη ότι η σύγκλιση του καταγραφόμενου πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα θα συνεχιζόταν στο εγγύς μέλλον, ακόμη και αν περιοριζόταν σταδιακά το ύψος των κατά μήνα καθαρών αγορών τίτλων, υπό το φως των εξής δεδομένων: (α) οι πληθωριστικές προσδοκίες είχαν πλέον σταθεροποιηθεί σε ικανά επίπεδα, (β) στη ζώνη

Διάγραμμα III.1 Πυρήνας του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Σημείωση: Με διακεκομμένες γραμμές σημειώνεται το εύρος διαφόρων μέτρων του πληθωρισμού και ειδικότερα του ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια, του ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, του ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής, του μέσου όρου του ΕνΔΤΚ εξαιρουμένου του υψηλότερου/χαμηλότερου 10% και 30% των παρατηρήσεων και της διαμέσου του ΕνΔΤΚ.

του ευρώ συνεχιζόταν η οικονομική ανάκαμψη με ικανοποιητικούς ρυθμούς (βλ. παρακάτω) και (γ) η ενιαία νομισματική πολιτική εξακολουθούσε να έχει επαρκώς διευκολυντική κατεύθυνση.

Κατ' ακολουθία, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να περιορίσει το ύψος των κατά μήνα αγορών τίτλων σε 15 δισεκ. ευρώ από τον Οκτώβριο του 2018 και ύστερα και προσδιόρισε ότι, από την αρχή του 2019 και μετά, οι καθαρές αγορές τίτλων θα μηδενιστούν, εφόσον βεβαίως εξακολουθήσουν τα οικονομικά στοιχεία και οι πληροφορίες που θα έχουν συγκεντρωθεί μέχρι εκείνη τη στιγμή να επιβεβαιώνουν τη σύγκλιση του πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα προς τα επιθυμητά επίπεδα. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης επιβεβαίωσε ότι θα συνεχίσει, για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, την πολιτική επανένδυσης την οποία ήδη εφάρμοζε, να επανατοποθετεί σε χρεόγραφα το προϊόν της ωρίμανσης των τίτλων που έχει αποκτήσει σε εκτέλεση του προγράμματος. Υπενθυμίζεται ότι

επανεπενδύεται το εξοφλούμενο κεφάλαιο και όχι τα τοκομερίδια τα οποία αποδίδουν τα εν λόγω χρεόγραφα. Ειδικότερα, επανειλημμένως υπογραμμίστηκε ότι πολιτική επανεπένδυσης θα εφαρμόζεται και μετά το τέλος του 2018 και γενικότερα θα ακολουθηθεί για όσο χρόνο χρειαστεί ώστε οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ να διατηρηθούν ευνοϊκές και να παραμείνει υψηλός ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική τηρεί διευκολυντική κατεύθυνση.

Μάλιστα, το Δεκέμβριο του 2018 διευκρινίστηκε ότι η πολιτική επανεπένδυσης θα συνεχίσει να εφαρμόζεται για παρατεταμένο χρονικό διάστημα μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα ξεκινήσει η αναπροσαρμογή προς τα άνω των βασικών επιτοκίων.

Τον Ιούνιο του 2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε εξειδικεύσει την ημερομηνία μέχρι την οποία θεωρεί πιθανό να διατηρήσει τα βασικά επιτόκια στα παρόντα επίπεδα. Η ημερομηνία αυτή τοποθετείται στο τέλος του θέρους του 2019. Διευκρινίστηκε, ωστόσο, ότι εάν μέχρι εκείνο το χρονικό σημείο δεν έχει εξασφαλιστεί ότι η εξέλιξη του πληθωρισμού παραμένει σταθερά ευθυγραμμισμένη κατά τα ανωτέρω, τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα επίπεδα για όσο ακόμη χρειαστεί. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανεπιβεβαίωσε την πρόθεσή του να προχωρήσει πέρα από τα μέτρα που εφαρμόζει επί του παρόντος, τροποποιώντας εκ νέου τα μέσα νομισματικής πολιτικής, εάν αυτό χρειαστεί, προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να εξακολουθήσει να κατευθύνεται σταθερά προς τις επιθυμητές τιμές. Έτσι, οι πρόσφατες ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ συμβάλλουν στη διατήρηση υψηλού βαθμού νομισματικής διευκόλυνσης στη ζώνη του ευρώ.

2.2 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ ΕΚΤ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτι-

κής στο πλαίσιο διασταύρωσης (cross-checking) των συμπερασμάτων από (α) την οικονομική ανάλυση την οποία διεξάγει, χρησιμοποιώντας πλούτο πληροφοριών και τεχνικών, με (β) τις ενδείξεις που παρέχει η νομισματική ανάλυση, δηλ. κατ' ουσίαν η εις βάθος ανάλυση των νομισματοπιστωτικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ την οποία επίσης διενεργεί. Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης διαπιστώθηκε ότι στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να επικρατούν συνθήκες υπερβάλλουσας ρευστότητας, ως συνέπεια της πραγματοποίησης από το Ευρωσύστημα του προγράμματος αγοράς τίτλων και των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Αντιθέτως, η συνεισφορά των πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης (δηλ. τρίμηνης) αναχρηματοδότησης στη δημιουργία ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα ήταν μηδαμινή. Τα NXI, δηλαδή οι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες (καθώς επίσης και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς) τοποθετούν την πλεονάζουσα ρευστότητα κατά κύριο λόγο σε τρεχούμενους λογαριασμούς στις εθνικές κεντρικές τράπεζες πλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων (excess reserves) και δευτερευόντως στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

Εξαιτίας της πλεονάζουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας (EONIA) παραμένουν πλησίον του αρνητικού επιτοκίου (-40 μονάδες βάσης) στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος. Τα επιτόκια για τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά έναντι πολλών κατηγοριών εξασφαλίσεων (λ.χ. κρατικά ομόλογα), στο πλαίσιο συναλλαγών *repos*, διαμορφώθηκαν χαμηλότερα από το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Τα επιτόκια Euribor επίσης παρέμειναν σε αρνητικά επίπεδα.

Οι τιμές στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, αλλά και συναφείς έρευνες πεδίου των προσδοκιών των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές για τη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων,

φανερώνουν ότι το EONIA αναμένεται να αρχίσει να καταγράφει αξιολογή αύξηση –ακολουθώντας πιθανολογούμενη αναπροσαρμογή του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος– το έτος 2020. Σύμφωνα με αυτές τις προσδοκίες, ο πληθωρισμός θα προσεγγίσει πολύ σταδιακά το 2%.

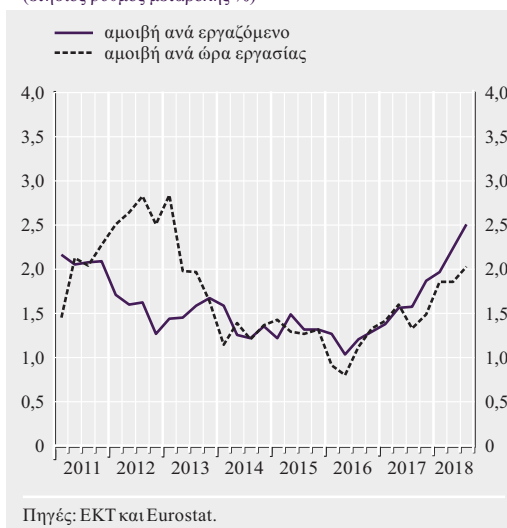
Υπό το φως της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού στη ζώνη του ευρώ διατηρήθηκαν σε τιμές κατά τι υψηλότερες από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα τα οποία είχαν καταγραφεί τα αμέσως προηγούμενα έτη. Είναι σαφές πάντως ότι η ταχεία αποκλιμάκωση αυτών των επιτοκίων κατά την περίοδο από τα μέσα του 2014 μέχρι τα τέλη του 2017 έχει πλέον σταματήσει. Εξάλλου, το κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, αλλά και των τραπεζών, με τη διάθεση ομολογιακών ή μετοχικών τίτλων στις αγορές κεφαλαίου, σημείωσε αύξηση το 2018 μετά από σχεδόν συνεχή πτωτική πορεία κατά την πενταετία που προηγήθηκε.

Όσον αφορά το μακροοικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο ασκήθηκε η ενιαία νομισματική πολιτική και τις επιπτώσεις της πέρα από το χρηματοπιστωτικό σύστημα, ο πυρήνας του πληθωρισμού (core inflation) στη ζώνη του ευρώ παραμένει σε μάλλον χαμηλά επίπεδα. Για παράδειγμα, ο ρυθμός αύξησης των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής διαμορφώθηκε σε 0,98% κατά μέσο όρο το ενδεκάμηνο του 2018 έναντι 0,99% το 2017. Εντούτοις, με βάση συνολική θεώρηση πλήρους φάσματος δεικτών του πυρήνα του πληθωρισμού, διαπιστώνεται ότι το μέγεθος αυτό έχει κατ' ουσίαν σταθεροποιηθεί σε κάπως υψηλότερα επίπεδα από ό,τι κατά το πρόσφατο παρελθόν (βλ. Διάγραμμα III.1).

Σημαντική ένδειξη που συνηγορεί υπέρ της προσδοκίας ότι θα ενισχυθεί ο πυρήνας του πληθωρισμού είναι η παρατηρούμενη αύξηση των μισθολογικών διεκδικήσεων. Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας δεν είναι πλέον χαλα-

Διάγραμμα III.2 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμ. 2011 - γ' τρίμ. 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



ρές, συνεπεία της συνεχιζόμενης οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, η οποία οφείλεται σε μεγάλη έκταση στη στήριξη που έχει προσφέρει η ενιαία νομισματική πολιτική. Το ύψος των μισθών που συμφωνούνται στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων μεταξύ εργοδοτών και εργαζομένων βαίνει αυξανόμενο σε όλες τις χώρες της Νομισματικής Ένωσης. Μια τέτοια άνοδος του κόστους εργασίας χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο βαθμό μονιμότητας σε σύγκριση με τις προσαυξήσεις στις αποδοχές λόγω υπερωριών κ.λπ. (wage drift). Η αύξηση των μισθολογικών διεκδικήσεων, σε συνδυασμό με την ευνοϊκή επίδραση των διαφορών προσαυξήσεων, οδηγεί σε επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των αποδοχών ανά εργαζόμενο (compensation per employee) σε επίπεδα ελαφρώς άνω του 2% (βλ. Διάγραμμα III.2).

Επιπροσθέτως, έχουν εμφανιστεί ενδείξεις ενίσχυσης των ανοδικών πιέσεων στις τιμές χονδρικής και τις τιμές των ενδιάμεσων προϊόντων, οι οποίες είναι πιθανόν να μετακυλιστούν σε αυξήσεις των τιμών των τελικών προϊόντων. Γενικότερα, οι αυξήσεις των τιμών του αργού πετρελαίου, κατά τα προηγούμενα έτη, εύλογα αναμένεται ότι θα ενσωματωθούν

στις τιμές των λοιπών αγαθών και υπηρεσιών εκτός ενέργειας με χρονική υστέρηση. Άλλη αιτία που κρίνεται ότι θα συντηρήσει τις πληθωριστικές πιέσεις είναι ο υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού που καταγράφεται στη ζώνη του ευρώ.

Η ανάλυση αυτή αποτυπώνεται στις μακροοικονομικές προβολές που υποβλήθηκαν πρόσφατα (Σεπτέμβριος, Δεκέμβριος 2018) στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, σύμφωνα με τις οποίες ο πυρήνας του πληθωρισμού θα διαμορφωθεί σε 1,0% (1,1%)² κατά μέσο όρο το 2018 και μεσοπρόθεσμα θα αυξηθεί σε 1,4% (1,5%) το 2019, 1,6% (1,8%) το 2020 και 1,8% το 2021. Από την άλλη πλευρά, η πρόσφατη ενδυνάμωση του καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) αντανακλά σε σημαντικό βαθμό την πορεία των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και των τροφίμων. Με βάση τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για το αργό πετρέλαιο, εκτιμάται (Δεκέμβριος 2018) ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα επιβραδυνθεί κατά τους επόμενους μήνες. Εξάλλου, σύμφωνα με τις προαναφερθείσες μακροοικονομικές προβολές του Σεπτεμβρίου 2018, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμενόταν να διαμορφωθεί σε 1,7% κατά μέσο όρο τόσο το 2018 όσο και τα επόμενα έτη μέχρι και το 2020.

Το Δεκέμβριο του 2018 η πρόβλεψη αυτή αναθεωρήθηκε κατά τι: ο μέσος πληθωρισμός κατά το τρέχον έτος αναμένεται να διαμορφωθεί στο 1,8%. Ύστερα, το 2019, ο πληθωρισμός προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει στο 1,6%. Θα ανακάμψει στο 1,7% και περαιτέρω στο 1,8% κατά το 2020 και το 2021 αντίστοιχα.

Μετά τις αρχές του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στη Νομισματική Ένωση σημείωνε επιβράδυνση σε σύγκριση με τη σχετικά πολύ υψηλή τιμή που επιτεύχθηκε κατά μέσο όρο το 2017. Το Διοικητικό Συμβούλιο παρατήρησε ότι η οικονομική ανάκαμψη δεν έχει διακοπεί, αλλά εξακολουθεί να είναι κατά βάση ομοιόμορφα κατανεμημένη μεταξύ των κρατών-μελών και των διαφόρων τομέων οικονομικής

δραστηριότητας. Στα περισσότερα κράτη-μέλη, το παραγωγικό κενό παραμένει σε θετικά επίπεδα, ενώ η δημοσιονομική πολιτική ακολουθεί ελαφρώς επεκτατική κατεύθυνση. Υποστηρίχθηκε ότι το 2017 είχε σημειωθεί ιδιαίτερος έντονος ρυθμός επέκτασης της εξωτερικής ζήτησης, ο οποίος ωστόσο δεν ήταν δυνατόν να εξακολουθήσει, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι θα καταγραφεί μείωση του ύψους των εξαγωγών από τη ζώνη του ευρώ, αλλά απλώς επιβράδυνση του ρυθμού αύξησής τους κατά το 2018.

Η ευνοϊκή επίδραση των εξαγωγών στη συνολική ζήτηση που χαρακτήριζε το 2017 υποκαθίσταται εν μέρει κατά το 2018 από αυξανόμενη θετική επιρροή εγχώριων παραγόντων και ειδικότερα (α) της ιδιωτικής κατανάλωσης, την οποία τροφοδοτεί η άνοδος της απασχόλησης, των μισθών και του ιδιωτικού πλούτου, και (β) των ιδιωτικών επιχειρηματικών επενδύσεων, στην ενίσχυση των οποίων συμβάλλουν η ισχυρή εγχώρια ζήτηση προϊόντων, οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η κερδοφορία των επιχειρήσεων. Στήριξη στην εγχώρια ζήτηση παρέχουν επίσης οι επενδύσεις σε κατοικίες. Έτσι, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιστρέφει σε επίπεδα συνεπέστερα προς το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, τα οποία είχε υπερβεί κατά το προηγούμενο έτος. Βέβαια, στη διάρκεια του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο εντόπισε ορισμένους αυξανόμενους κινδύνους όσον αφορά τη συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης, προερχόμενους από το παγκόσμιο περιβάλλον. Οι κίνδυνοι αυτοί σχετίζονται με την προσφυγή από ορισμένες χώρες σε μέτρα προστατευτισμού, την αδυναμία που εκδηλώνουν ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες και τους κραδασμούς που έχουν παρουσιαστεί πρόσφατα στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής συμβάλλει ώστε οι ετήσιοι ρυθμοί αύξη-

² Σε παρένθεση δίνεται η πρόβλεψη που δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο του 2018.

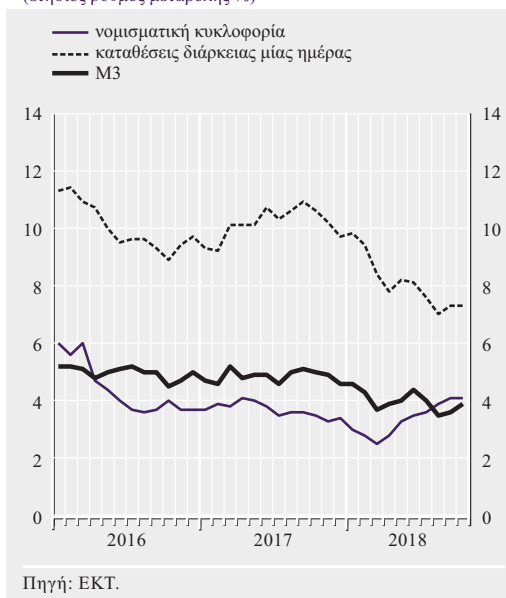
σης πολλών νομισματικών μεγεθών να παραμένουν σε επίπεδα πρόσφορα για περαιτέρω ενίσχυση του πληθωρισμού. Ειδικότερα, οι σχετικώς υψηλοί ρυθμοί νομισματικής επέκτασης οφείλονται στην οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ και στη διατήρηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, αλλά και εν γένει των αποδόσεων επί εναλλακτικών προς το χρήμα χρηματοπιστωτικών στοιχείων που αντιπροσωπεύουν το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος, σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί ότι μεταξύ τέλους 2017 και Οκτωβρίου 2018 οι ρυθμοί ανόδου του M3 και του M1 ακολούθησαν πτωτική πορεία. Ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) διαμορφώθηκε σε 4,0% κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 έναντι μέσης τιμής 4,9% το 2017 (βλ. Διάγραμμα III.3).

Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του χρήματος με τη στενή έννοια (M1) (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2018: 7,4%, 2017: 9,2%), κυρίως λόγω του ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας κάμφθηκε. Ο ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας παραμένει σταθερός μεταξύ 3-4% κατά τα τελευταία δύο έτη. Αυτό σημαίνει ότι, παρά το ιδιαιτέρως χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, δεν σημειώθηκε σε μεγάλη κλίμακα μετατόπιση κεφαλαίων από τραπεζικές καταθέσεις σε αποθησανριζόμενα αποθέματα μετρητών. Το υπόλοιπο των καταθέσεων προθεσμίας (μεγάλο μέρος των οποίων περιλαμβάνεται στο M3), συνέχισε να υποχωρεί, παρά το γεγονός ότι κατά το 2018 σταμάτησε να περιορίζεται η θετική διαφορά μεταξύ των επιτοκίων των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων μίας ημέρας. Αρνητική ήταν επίσης η εξέλιξη του υπολοίπου των εμπορεύσιμων μέσων που περιλαμβάνονται στο M3, δηλ. κυρίως των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς.

Η μεταβολή του χρήματος με την ευρεία έννοια κατά το 2018 έναντι του προηγούμενου έτους μπορεί να αποδοθεί κυρίως στην αύξηση της εγχώριας τραπεζικής χρηματοδό-

Διάγραμμα III.3 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



τησης προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ, η οποία βρίσκεται υπό εξέλιξη από το 2014. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης μέσω χορήγησης δανείων (σε αντιδιαστολή με την απόκτηση χρεογράφων) από τα NXI, στα οποία συμπεριλαμβάνεται το Ευρωσύστημα, προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (25% του συνόλου της τραπεζικής χρηματοδότησης), επιταχύνθηκε από 2,5% το 2017 σε 3,8% κατά μέσο όρο τη διαθέσιμη περίοδο του 2018. Όσον αφορά την εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της στεγαστικής πίστης (η οποία αντιπροσωπεύει το 25% της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ) επιταχύνθηκε από 3,1% το 2017 σε 3,3% το γ' τρίμηνο του 2018 και αυτός της καταναλωτικής πίστης (4% της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης)³ από

³ Το υπόλοιπο 26% της τραπεζικής χρηματοδότησης κατευθύνεται προς τον τομέα των γενικών κυβερνήσεων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και το 8% αντιπροσωπεύει τίτλους που έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις και διακρατούν τα NXI. Τέλος, ένα 6% κατευθύνεται προς μη τραπεζικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα (π.χ. ασφαλιστικές επιχειρήσεις) και ένα 4% προς αμοιβαία κεφάλαια (εκτός αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς).

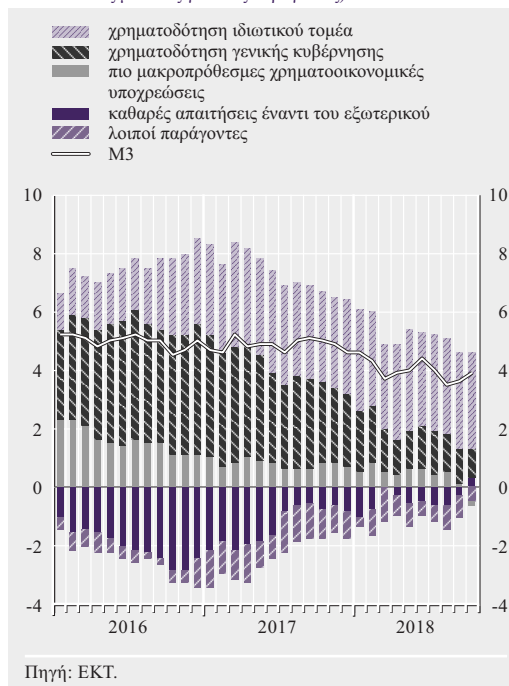
6,0% το 2017 σε 7,2% την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018.

Η δυναμική εξέλιξη της τραπεζικής πίστης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά τροφοδοτήθηκε από την υποχώρηση των επιτοκίων δανεισμού μετά τα μέσα του 2014, η οποία ήταν εντονότερη για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους και για τους εν γένει πιστούχους στις ευάλωτες χώρες της Νομισματικής Ένωσης, όπως και από τη βελτίωση των μη επιτοκιακών όρων που προσφέρουν οι τράπεζες στους υποψήφιους δανειολήπτες, την οποία στοιχειοθετούν οι έρευνες πεδίου. Οι ίδιες έρευνες αναφέρουν επέκταση της ζήτησης τραπεζικών πιστώσεων από τρίμηνο σε τρίμηνο κατά τα τελευταία έτη. Πράγματι, η άνοδος της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα (και ιδίως προς οικονομικές μονάδες εκτός χρηματοπιστωτικού συστήματος), σχετίζεται αμφίδρομα με την υπό εξέλιξη άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας. Η χορήγηση τραπεζικών πιστώσεων χωρίς ποσοτικό περιορισμό (credit rationing) προάγει την άνοδο του ΑΕΠ συμβάλλοντας σε ενίσχυση τόσο της συνολικής ζήτησης όσο και της συνολικής προσφοράς.

Με τη σειρά της, η οικονομική επέκταση οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης για χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα αλλά και της προσφοράς πιστώσεων καθώς αμβλύνει τον πιστωτικό κίνδυνο στην οικονομία. Έτσι, η επιτάχυνση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συμβαδίζει με σημαντική αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων, ενώ η επιτάχυνση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά συμβαδίζει με βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας και κατοικιών, καθώς επίσης και με αύξηση τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων σε κατοικίες. Επιδράσεις οι οποίες συμβάλλουν ειδικότερα σε ενίσχυση της προσφοράς πιστώσεων από τις τράπεζες είναι η καταγραφείσα βελτίωση της κερδοφορίας τους και η πρόοδος ως προς την εξυγίανση των ισολογισμών τους, συμπεριλαμβανομένου του περιορισμού των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, τα οποία

Διάγραμμα III.4 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % για το M3 και συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες για τους παράγοντες)



ωστόσο εξακολουθούν να βρίσκονται σε ορισμένες χώρες σε υψηλά επίπεδα. Τέλος, επισημαίνεται ότι, καθώς το Ευρωσύστημα περιλαμβάνεται στα NXI, τμήμα της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ αντανακλά την απόκτηση ομολογιακών τίτλων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στο πλαίσιο του σκέλους του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς που αφορά χρεόγραφα μη τραπεζικών επιχειρήσεων και ξεκίνησε στα μέσα του 2016.

Άλλο μέρος της ανόδου του M3, μεταξύ της περιόδου υπό επισκόπηση και του προηγούμενου έτους, αντικρίστηκε από πιστωτική επέκταση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος προς το δημόσιο τομέα (βλ. Διάγραμμα III.4). Η εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα αντανακλά κυρίως το γεγονός ότι το Ευρωσύστημα απέκτησε τίτλους οι οποίοι έχουν εκδοθεί από τον εν λόγω τομέα στο πλαίσιο του αντίστοιχου σκέλους του διευρυ-

μένου προγράμματος αγοράς (που δρομολογήθηκε στις αρχές του 2015). Μάλιστα, οι τίτλοι αυτοί δεν ήταν προηγούμενως αποκλειστικά στην κυριότητα των λοιπών (εκτός Ευρωσυστήματος) NXI, αλλά σε σημαντικό βαθμό προέρχονταν από τα χαρτοφυλάκια αφενός επενδυτών εκτός ζώνης του ευρώ και αφετέρου εγχώριων οντοτήτων εκτός τραπεζικού τομέα. Ενδεικτικά, οι μισοί από τους φορείς που πωλούσαν τίτλους στο Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος εδρεύουν εκτός της Νομισματικής Ένωσης. Αντίθετα, εάν το Ευρωσύστημα είχε αποκτήσει τους τίτλους αυτούς απευθείας από τα εγχώρια NXI, το πρόγραμμα αγοράς δεν θα είχε άμεση μηχανιστική επίπτωση στο υπόλοιπο της τραπεζικής πίστης προς το δημόσιο τομέα. Επίσης σημειώνεται ότι η συμβολή της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα προς το δημόσιο τομέα στη μεταβολή του M3 έβαινε μειούμενη μετά τις αρχές του 2017, καθώς το ύψος των μηνιαίων καθαρών αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος περιορίστηκε, όπως αποφασίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στα τέλη του 2016 και πάλι προς τα τέλη του 2017. Από την άλλη πλευρά, η πιστωτική επέκταση προς το δημόσιο τομέα από τα NXI εκτός Ευρωσυστήματος ήταν αρνητική.

Άλλος παράγοντας ο οποίος συγκράτησε την αύξηση του M3 ήταν η υποχώρηση των καθαρών απαιτήσεων του τομέα των NXI έναντι του εξωτερικού της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, ο περιορισμός του ύψους των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των NXI εκτός ιδίων

κεφαλαίων και αποθεματικών αποτέλεσε εξέλιξη που συνέβαλε θετικά στην άνοδο του M3. Ο εν λόγω περιορισμός επήλθε εξαιτίας εξοφλήσεων καταθέσεων προθεσμίας και ομολόγων που έχουν εκδώσει τα NXI με αρχική διάρκεια άνω των 2 ετών, όπως επίσης και καταθέσεων υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών. Τα στοιχεία αυτά δεν περιλαμβάνονται στο M3 καθώς χαρακτηρίζονται από συγκριτικά μικρότερο βαθμό ρευστότητας. Βεβαίως τα προαναφερθέντα στοιχεία καταγράφονται στο παθητικό του τομέα των NXI, συνεπώς οι μεταβολές του ενεργητικού μπορεί να αντισταθμιστούν με μεταβολές αυτών των στοιχείων εναλλακτικά προς τις μεταβολές των στοιχείων που περιλαμβάνονται στο M3.

Η εξέλιξη των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των NXI εκτός ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών σχετίζεται τόσο με τη γενική υποχώρηση των επιτοκίων και των αποδόσεων όσο και με τη διενέργεια καθαυτή των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης αλλά και του προγράμματος αγοράς τίτλων. Οι τράπεζες υποκατέστησαν την άντληση κεφαλαίων, μέσω της συγκέντρωσης μακροπρόθεσμων καταθέσεων ή της έκδοσης ομολόγων, με (α) συμμετοχή στις στοχευμένες πράξεις, από τις οποίες ήταν δυνατόν να αντλήσουν χρηματοδότηση μέχρι και τετραετούς διάρκειας από το Ευρωσύστημα, και (β) την έκδοση καλυμμένων ομολογιών, οι συνθήκες για την οποία βελτιώθηκαν λόγω των καθαρών αγορών τέτοιων τίτλων από το Ευρωσύστημα.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας επιταχύνθηκε το 2018 χάρη στο δυναμισμό των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και στη σταθεροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε θετικό επίπεδο. Αντίθετα, οι πάγιες επενδύσεις παρέμειναν σε επίπεδο χαμηλότερο του αναμενόμενου. Δυναμικοί τομείς της οικονομίας, όπως ο τουρισμός και το εμπόριο, συνέχισαν να δημιουργούν νέες θέσεις απασχόλησης, περιορίζοντας περαιτέρω την ανεργία, το ποσοστό της οποίας ωστόσο παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Η ολοκλήρωση του τρίτου και τελευταίου ελληνικού προγράμματος συνέβαλε στην περαιτέρω βελτίωση του οικονομικού κλίματος, αλλά οι νέες αναπτυξιακές προοπτικές αναμένεται να δοκιμαστούν σε ένα εξωτερικό περιβάλλον με αυξημένες αβεβαιότητες. Αναγκαίες προϋποθέσεις για την επιτάχυνση του αναπτυξιακού ρυθμού και την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας σε εξωτερικούς κινδύνους είναι η επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης των επιχειρηματικών και των δημοσίων επενδύσεων, η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και η ενίσχυση του μεταρρυθμιστικού έργου, με ταυτόχρονη ευθυγράμμιση της δημοσιονομικής πολιτικής με τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας.

Οι προοπτικές της οικονομίας ενδέχεται να επηρεαστούν από την πιθανή επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης λόγω αναταραχών στις διεθνείς αγορές και της εφαρμογής πολιτικών προστατευτισμού. Επίσης, μια πιο αρνητική έκβαση συνδέεται με εγχώριους παράγοντες, όπως η υψηλή φορολόγηση και τυχόν ανάκληση ή καθυστέρηση στην υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Σε συνέχεια της ανάκαμψης του 2017, η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε περαιτέρω το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου

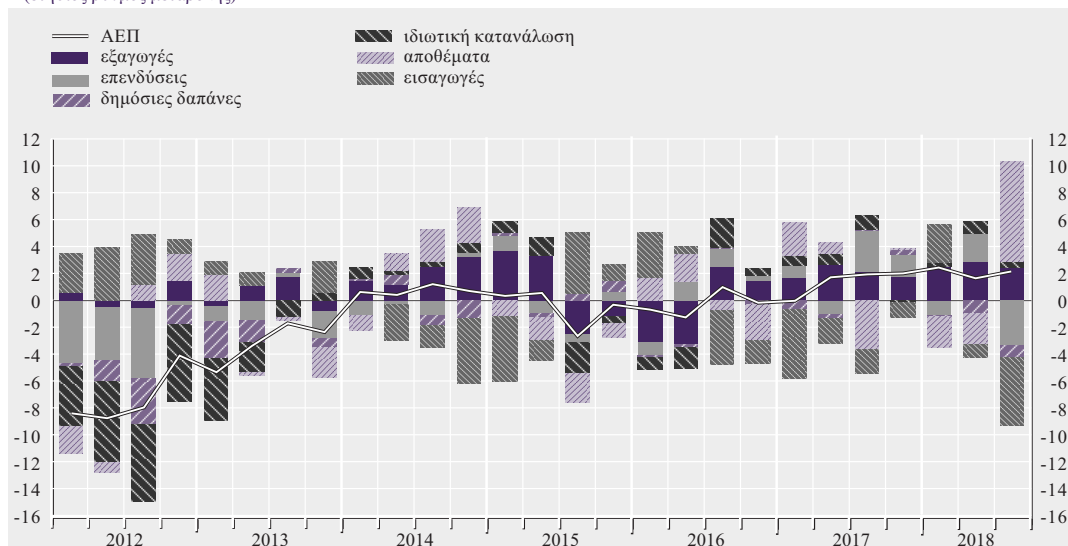
2018, κυρίως λόγω των επιδόσεων των εξωστρεφών τομέων της οικονομίας, ιδιαίτερα της μεταποίησης και του τουρισμού. Ταυτόχρονα, η ιδιωτική κατανάλωση κινήθηκε θετικά, ακολουθώντας την εξέλιξη του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, το οποίο σε πραγματικούς όρους το α' εξάμηνο του 2018 κατέγραψε την υψηλότερη αύξηση από το 2007. Οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και σε εξοπλισμό τηλεπικοινωνιών και πληροφορικής σημείωσαν σημαντική άνοδο, ενώ και οι επενδύσεις σε κατοικίες κατέγραψαν θετικούς ρυθμούς μεταβολής ύστερα από δέκα έτη, αν και ως ποσοστό του ΑΕΠ παρέμειναν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Όμως, οι συνολικές πάγιες επενδύσεις της οικονομίας παρέμειναν σε χαμηλότερο του αναμενόμενου επίπεδο, λόγω της μεγάλης υποχώρησης την οποία εμφάνισε, κυρίως ως επίδραση βάσης, η κατηγορία των λοιπών κατασκευών και του μεταφορικού και αμυντικού εξοπλισμού. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα προσωράτως δημοσιευμένα στοιχεία (ΕΛΣΤΑΤ, Δεκέμβριος 2018), το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η ιδιωτική κατανάλωση συνέβαλαν στη μεταβολή του ΑΕΠ θετικά κατά 2,6 και 0,6 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Αρνητική ήταν η συμβολή στο ΑΕΠ των επενδύσεων (-0,8 της ποσοστιαίας μονάδας), καθώς και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης (-1,0 και -0,6 ποσοστιαία μονάδα αντίστοιχα – βλ. Διάγραμμα IV.1).

Οι έως τώρα διαθέσιμοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας καταγράφουν την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας το 2018: οι δείκτες από την πλευρά της παραγωγής και από την πλευρά της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης, καθώς και οι δείκτες απασχόλησης και προσδοκιών, παρουσιάζουν βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Όμως, σημειώνεται επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής σε όλη τη διάρκεια του 2018, ενώ παρατηρούνται και ενδείξεις ανόδου της αβεβαιότητας που προέρχεται

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 13.12.2018.

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμ. 2012-γ' τρίμ. 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

κυρίως από το εξωτερικό περιβάλλον, οι οποίες αποτυπώνονται στην εξέλιξη του Δείκτη

Οικονομικού Κλίματος τους τελευταίους μήνες του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.2).

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹ (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2018)



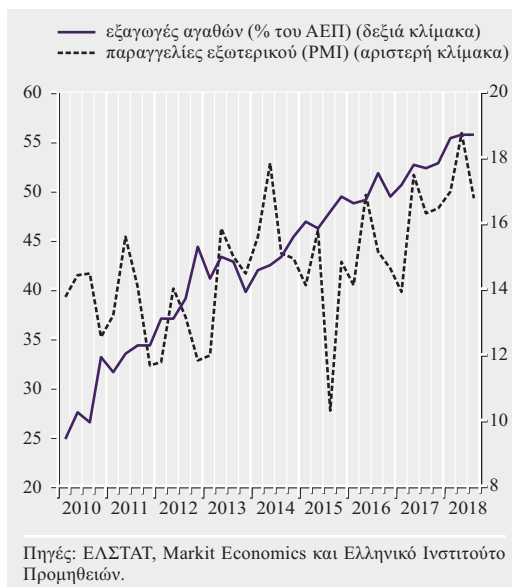
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή/IOBE.

1 Για τον ΔΟΚ, κινητός μέσος όρος 3 μηνών, στοιχεία έως Νοέμβριο του 2018.

Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των εξελίξεων στη διάρκεια του 2018 ήταν:

(α) Η εξωστρέφεια της οικονομίας ενισχύθηκε, καθώς οι εξαγωγές αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.3) και υπηρεσιών συνέχισαν τις εξαιρετικές τους επιδόσεις. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018, οι εξαγωγές αγαθών κατέγραψαν υπερδιπλάσιο ποσοστό αύξησης σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (7,6%, σε σταθερές τιμές), ενώ χωρίς τη συμβολή των καυσίμων η αύξηση ανέρχεται σε 11,0% (σε σταθερές τιμές). Σε ό,τι αφορά τις εξαγωγές υπηρεσιών, οι τουριστικές εισπράξεις συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, επιβεβαιώνοντας τις προσδοκίες για μια εξαιρετική τουριστική χρονιά. Ταυτόχρονα, τα έσοδα από τη ναυτιλία κινούνται με διψήφιους ρυθμούς ανόδου, λόγω κυρίως της αύξησης των ναύλων ξηρού φορτίου. Κατά συνέπεια, το μερίδιο των συνολικών εξαγωγών στο ΑΕΠ αυξήθηκε σε 36% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-

Διάγραμμα IV.3 Εξαγωγές αγαθών και παραγγελίες εξωτερικού (PMI)



Σεπτεμβρίου 2018, από 20% το 2009, καταδεικνύοντας τη στροφή προς ένα πιο εξωστρεφές υπόδειγμα ανάπτυξης για την ελληνική οικονομία.² Η αύξηση αυτή αντανάκλα την ισχυρότερη ανάπτυξη κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες σε σχέση με τους κλάδους των μη εμπορεύσιμων. Στηρίζεται στη βελτίωση (και αποκατάσταση σε σχέση με το 2000) της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας, η οποία οφείλεται και στην υλοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από το 2009 και μετά.

(β) Η κατάσταση στην αγορά εργασίας βελτιώνεται σταθερά. Αύξηση της απασχόλησης και υποχώρηση της ανεργίας καταγράφεται και το α' εξάμηνο του 2018, με σημαντικές θετικές επιδράσεις στο διαθέσιμο εισόδημα. Το εμπόριο και ο τουρισμός είναι οι τομείς που συνεχίζουν να δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες νέες θέσεις είναι πλέον μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης. Ωστόσο, παρά την υποχώρηση, η ανεργία των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων παραμένει σταθερά πρώτη ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ, υποδεικνύοντας την ανάγκη

συνέχισης των ενεργητικών πολιτικών για την απασχόληση και των προγραμμάτων κατάρτισης. Επισημαίνεται ότι η αύξηση της απασχόλησης σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα συνδέεται στενά με την επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης.

(γ) Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών ανακάμπτει. Η ενίσχυση της απασχόλησης, ιδιαίτερα της μισθωτής, στη διάρκεια του 2018 και η σταδιακή αύξηση των αμοιβών ανά απασχολούμενο βελτιώνουν το διαθέσιμο εισόδημα και στηρίζουν τις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών. Σε αυτό συνηγορούν η σταθερή βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης των νοικοκυριών τους τελευταίους μήνες καθώς και η διατήρηση των επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο σε υψηλά επίπεδα. Επομένως, η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης εξακολουθεί να είναι σημαντική για τη μεγέθυνση του ΑΕΠ, όπως και το 2017.

Παραμένουν, ωστόσο, σημαντικές προκλήσεις, κάποιες εκ των οποίων χρειάζεται να αντιμετωπιστούν άμεσα προκειμένου να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας και να αυξηθεί η ανθεκτικότητά της σε εξωτερικούς κινδύνους. Ειδικότερα:

(α) Το επίπεδο της επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας δεν επαρκεί για την κάλυψη του επενδυτικού κενού των ετών 2007-2016 σε εύλογο χρονικό διάστημα. Παρά το γεγονός ότι οι επιχειρηματικές επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και σε εξοπλισμό τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς τα τελευταία τρίμηνα, το επίπεδο των επενδύσεων του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα είναι χαμηλό ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ταυτόχρονα, παραμένει ιδιαίτερα ευαίσθητο στις διακυμάνσεις ευμετάβλητων κατηγοριών επενδύσεων, όπως αυτές του μεταφορικού και αμυντικού εξοπλισμού. Ιδιαίτερα αναγκαία κρίνεται επίσης η επιτάχυνση της υλοποίησης των ιδιωτικοποιήσεων, ειδικά αυτών με υψηλή

² Το μερίδιο των εξαγωγών αγαθών ως προς το ΑΕΠ αυξήθηκε από 8% το 2009 σε 16% το εννέαμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018.

συμβολική σημασία και αναπτυξιακό αποτέλεσμα (όπως η αξιοποίηση του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού).

(β) Το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων επιβραδύνει τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Εκτιμάται ότι η βελτιωμένη κερδοφορία των επιχειρήσεων τον τελευταίο χρόνο, σε συνδυασμό με την αξιοποίηση των ευρωπαϊκών προγραμμάτων στήριξης της επιχειρηματικότητας, μόνο εν μέρει μπορούν να οδηγήσουν σε αποκατάσταση της χρηματοδότησης της οικονομικής δραστηριότητας. Καθώς οι ανάγκες χρηματοδότησης των επενδύσεων υπερβαίνουν τις δυνατότητες εγχώριας συσσώρευσης πόρων, χρειάζεται εντονότερη προσπάθεια για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

(γ) Η ενίσχυση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας απαιτεί τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, ιδιαίτερα στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, και τη διασφάλιση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας. Υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η ενίσχυση της εξωστρέφειας τομέων της οικονομίας την τελευταία τριετία συνδέεται άμεσα με την άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών.

(δ) Η ένταση και το μίγμα της δημοσιονομικής προσαρμογής αφαιρούν πόρους από την πραγματική οικονομία, επιβραδύνοντας την ανάπτυξη. Αφενός, η υπέρβαση του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα περιορίζει την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και επηρεάζει την κατανάλωση των νοικοκυριών. Αφετέρου, η υπερβολική εξάρτηση της δημοσιονομικής προσαρμογής από τους φόρους δημιουργεί αντικίνητρα τόσο για την εργασία (καθώς επιβραδύνει την αύξησή της), όσο και για τις επενδύσεις, διογκώνοντας παράλληλα την παραοικονομία.³ Επίσης, η υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων τα δύο τελευταία χρόνια επηρεάζει το ύψος των επενδύσεων σε υποδομές και επιδρά αρνητικά στη μεσοπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική.

(ε) Η εξασφάλιση διατηρήσιμων ρυθμών μακροχρόνιας ανάπτυξης είναι αναγκαία για τη θωράκιση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος και του δημόσιου χρέους. Δεδομένων των εκτιμήσεων για μελλοντικές δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις, η βιώσιμη ανάπτυξη προϋποθέτει υψηλούς ρυθμούς αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας. Αυτό δεν μπορεί να εξασφαλιστεί χωρίς τη συνεπή εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, την ενίσχυση των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη και τη στροφή προς ένα πιο εξωστρεφές παραγωγικό υπόδειγμα (βλ. αναλυτικά Πλαίσιο IV.1).

Όσον αφορά τα άλλα μακροοικονομικά μεγέθη, παρατηρείται ότι:

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε έλλειμμα αυξημένο κατά 1,5 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2017. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται κυρίως με την επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών, δεδομένου ότι σημειώθηκε αύξηση των εισαγωγών μεγαλύτερη, σε απόλυτο μέγεθος, από εκείνη των εξαγωγών. Ταυτόχρονα, επιδεινώθηκε και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων. Αντίθετα τα ισοζύγια των υπηρεσιών και των δευτερογενών εισοδημάτων βελτιώθηκαν.

Ο πληθωρισμός, όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, επέστρεψε σε θετικό έδαφος το 2017, αλλά στη διάρκεια του 2018 κινήθηκε ηπιότερα, λόγω των επιδράσεων βάσης στα ενεργειακά αγαθά και τα επεξεργασμένα είδη διατροφής. Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου επέδρασαν αυξητικά, ενώ οι τιμές των μη ενεργειακών αγαθών συνεχίζουν να καταγράφουν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής.

Σε ό,τι αφορά την ελληνική αγορά ακινήτων, το 2018 υπήρξαν ενδείξεις σταθεροποίησης και τοπικά ανάκαμψης. Το επενδυτικό ενδιαφέρον που καταγράφεται κατά τα δύο τελευ-

³ Βλ. Dellas, H., D. Malliaropoulos, D. Papageorgiou and E. Vourvachaki (2017), "Fiscal Policy with an Informal Sector", Bank of Greece Working Paper No. 235.

ταία έτη συνεχίστηκε και στη διάρκεια του 2018, ιδιαίτερα στον τομέα των ξενοδοχείων και τις συναφείς με τον τουρισμό χρήσεις.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Για το 2019 προβλέπεται ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ 2,3%. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στις εξαγωγές και στην άνοδο της ιδιωτικής κατα-
νάλωσης.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνουν και σημαντικές αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περι-

βάλλον, υπερβολική φορολόγηση ή/και καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων ενδέχεται να οδηγήσουν σε επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης της οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το ευρύτερο περιβάλλον, κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν από ενδεχόμενη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας σε συνθήκες αύξησης του προστατευτισμού και αβεβαιότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και αγορές συναλλάγματος. Ενδεχόμενη επιδείνωση του γεωπολιτικού περιβάλλοντος ή/και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα.

Πλαίσιο IV.1

ΟΙ ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Το δυνητικό προϊόν είναι η ικανότητα παραγωγής μιας οικονομίας δεδομένων των παραγωγικών συντελεστών και της τεχνολογίας και δείχνει τις προοπτικές μιας οικονομίας για μακροχρόνια βιώσιμη οικονομική μεγέθυνση με σταθερό πληθωρισμό. Διαφοροποιείται από το ΑΕΠ, το οποίο δείχνει την παραγωγή μιας οικονομίας σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο (βλ. Διάγραμμα Α). Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης (2009-2017) το δυνητικό προϊόν της ελληνικής οικονομίας μειώθηκε σωρευτικά κατά περίπου 15%.¹ Αν και η εκτιμώμενη μείωση του επιπέδου του δυνητικού προϊόντος είναι σαφώς μικρότερη από τη μείωση του ΑΕΠ την ίδια περίοδο (25,1%), αποτυπώνει το μέγεθος των αρνητικών επιπτώσεων της παρατεταμένης ύφεσης και της κρίσης εν γένει στο παραγωγικό δυναμικό της ελληνικής οικονομίας.

Καθώς η οικονομία σταδιακά ανακάμπτει, είναι απαραίτητο να κατανοηθούν οι παράγοντες που μπορούν να υποστηρίξουν τη μακροχρόνια ανάπτυξη με ρυθμούς που εξασφαλίζουν την προοδευτική ανάκτηση των απωλειών της κρίσης και τη μακροχρόνια ευημερία. Παράλληλα, ένας εύρωστος ρυθμός μακροχρόνιας ανάπτυξης θωρακίζει τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και του δημόσιου χρέους.

Το επίπεδο και ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος αναλύονται βάσει μιας συνάρτησης παραγωγής τύπου Cobb-Douglas, με συντελεστές παραγωγής την εργασία και το κεφάλαιο, και τη συνολική παραγωγικότητα.² Σε αυτό το πλαίσιο, η συνολική παραγωγικότητα ενσωματώνει μεταξύ άλλων τις επιδράσεις της τεχνολογίας, της ποιότητας του κεφαλαίου και της εργασίας και τις επιδράσεις του ευρύτερου ρυθμιστικού περιβάλλοντος. Η εκτίμηση του δυνητικού προϊόντος απαιτεί την εκτίμηση της μακροχρόνιας τάσης των επιμέρους παραγωγικών συντελεστών

1 Η αρνητική επίδραση της πολυετούς κρίσης στο δυνητικό προϊόν της ελληνικής οικονομίας αποτυπώνεται επίσης στις διαθέσιμες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και του ΟΟΣΑ, αν και υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις ως προς το μέγεθος της σωρευτικής μείωσης του δυνητικού προϊόντος την περίοδο 2009-2017.

2 Συγκεκριμένα, το δυνητικό προϊόν Y δίδεται από την εξίσωση:

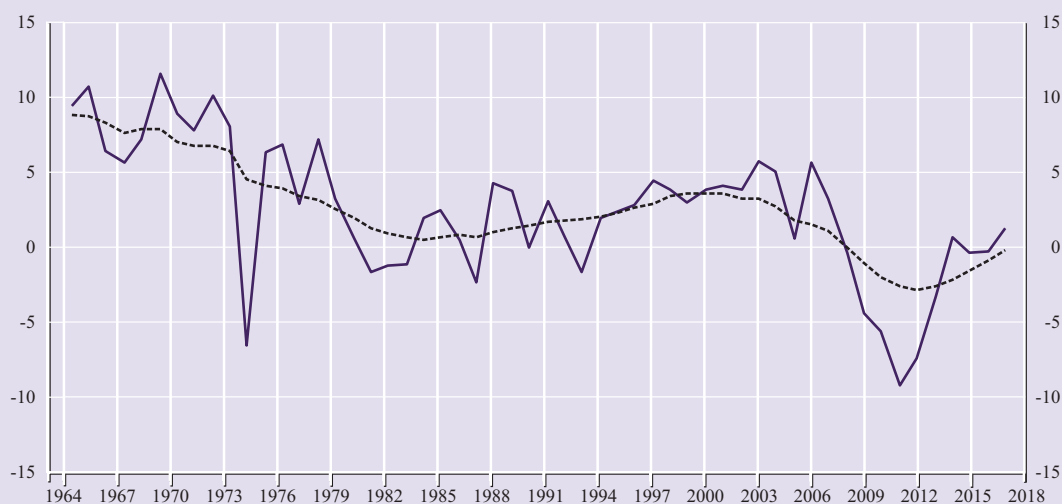
$$Y = E^{\alpha} * K^{(1-\alpha)} * A,$$

όπου E είναι η εργασία, K το κεφάλαιο, α το μερίδιο της αμοιβής της εργασίας στο προϊόν και A η συνολική παραγωγικότητα.

Διάγραμμα Α Ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ και του δυνητικού προϊόντος

(ρυθμός μεταβολής, %)

— ΑΕΠ
----- δυνητικό προϊόν



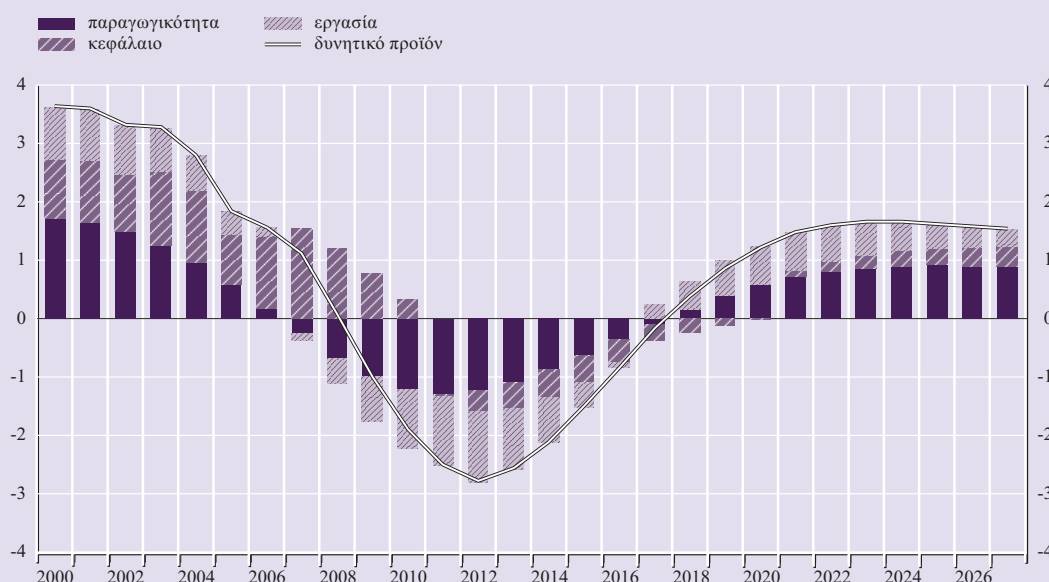
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

και της συνολικής παραγωγικότητας, δηλ. των μεγεθών που προκύπτουν μετά την αφαίρεση της κυκλικής τους συνιστώσας.

Με βάση τις επιμέρους συνιστώσες του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι η μείωση του δυνητικού προϊόντος της ελληνικής οικονομίας τα χρόνια της κρίσης οφείλεται πρωτίστως στη μείωση της συνολικής παραγωγικότητας (51%) και δευτερευόντως στη μείωση της εργασίας (40%). Η μείωση του κεφαλαίου εξηγεί μόνο το 9% της μείωσης του δυνητικού προϊόντος, καθώς, δεδομένης της σωρευτικής του φύσης, αποτυπώνει μόνο μερικώς και με χρονική υστέρηση τη δραματική μείωση της επενδυτικής δαπάνης στη διάρκεια της κρίσης. Η μεγάλη μείωση του δυνητικού επιπέδου της εργασίας συνδέεται πρωτίστως με την παρατεταμένα υψηλή ανεργία και τη συνεπαγόμενη υποβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου, καθώς σταδιακά φθίνουν οι δεξιότητες των μακροχρόνια ανέργων και αυτοί αποθαρρύνονται από το να συμμετάσχουν στην αγορά εργασίας. Επιπλέον, η υποβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου επιδεινώθηκε από το σύγχρονο κύμα μετανάστευσης νέων από την Ελλάδα με υψηλές δεξιότητες (brain drain).

Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος αναμένεται να είναι θετικός το 2018, για πρώτη φορά ύστερα από εννέα χρόνια, και να ισχυροποιηθεί σταδιακά τα επόμενα χρόνια. Η τρέχουσα εκτίμηση της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ότι ο μεσομακροπρόθεσμος ρυθμός μεταβολής του δυνητικού προϊόντος της ελληνικής οικονομίας θα είναι 1,5%. Σημειώνεται ότι ο ρυθμός αυτός είναι σημαντικά χαμηλότερος από το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος την περίοδο πριν από την κρίση (1970-2008: 2,7%). Αυτό οφείλεται σε δύο παράγοντες: Πρώτον, η περίοδος πριν από την κρίση χαρακτηρίζεται από ιδιαιτέρως υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, αρχικά λόγω της σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας με τις ανεπτυγμένες οικονομίες και αργότερα λόγω της σύγκλισης με τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Δεύτερον, διαπιστώνεται διαχρονικά μια τάση επιβράδυνσης της μεγέθυνσης στις ανεπτυγμένες οικονομίες, που αποδίδεται μεταξύ άλλων στη

Διάγραμμα Β Η εξέλιξη της δυνητικής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Το διάγραμμα παρουσιάζει τον εκτιμώμενο ετήσιο ρυθμό μεταβολής του δυνητικού προϊόντος (σε %) και τις συμβολές του κεφαλαίου, της εργασίας και της παραγωγικότητας σε ποσοστιαίες μονάδες.

γήρανση του πληθυσμού και την επιβράδυνση της τεχνολογικής προόδου και της διάχυσης της τεχνολογίας.³

Εκτιμάται ότι την επόμενη δεκαετία η ετήσια συμβολή της παραγωγικότητας στην αύξηση του δυνητικού προϊόντος θα ανέλθει σε 0,9 της ποσοστιαίας μονάδας, ενώ η εργασία και το κεφάλαιο θα συνεισφέρουν ετησίως από 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας έκαστο (βλ. Διάγραμμα Β). Συνεπώς, η κυρίαρχη συνιστώσα της μακροχρόνιας οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να είναι η αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας. Αξίζει να αναφερθεί ότι η συμβολή των επιμέρους συντελεστών στο δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης δεν ήταν πάντοτε ίδια. Πριν από την κρίση (1970-2008) η συμβολή της παραγωγικότητας ήταν ανάλογη με αυτή του κεφαλαίου, 37% και 43% της μέσης ετήσιας ανάπτυξης αντίστοιχα, ενώ η συμβολή της εργασίας ήταν μόλις 20%. Συνεπώς, κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης κατά την εν λόγω περίοδο ήταν η αύξηση της έντασης κεφαλαίου της παραγωγής (capital deepening, δηλ. αύξηση του λόγου κεφάλαιο/εργαζόμενο), η οποία συνέβαλε στην άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας. Η υψηλή σχετική συμβολή του κεφαλαίου οφείλεται στη μεγάλη δημόσια και ιδιωτική δαπάνη για επενδύσεις. Ειδικότερα, κατά την πρώιμη περίοδο σύγκλισης και αργότερα, μέσω των μεταβιβάσεων από την Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και στο πλαίσιο της διοργάνωσης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας, έγιναν σημαντικές επενδύσεις σε βασικές υποδομές. Επίσης πραγματοποιήθηκαν μεγάλες ιδιωτικές επενδύσεις σε ένα περιβάλλον χαμηλού κόστους κεφαλαίου λόγω της συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

3 Βλ. μεταξύ άλλων Andrews, D., C. Criscuolo and P.N. Gal (2016), "The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy", OECD Productivity Working Papers, No. 5, OECD Publishing, Paris, Gordon, R. (2012), "Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds", NBER Working Paper No. 18315, Nerlich, C. and J. Schroth (2018), "The economic impact of population ageing and pension reforms", ECB Economic Bulletin, Issue 2.

Όσον αφορά τη δυναμική εξέλιξη του δυνητικού προϊόντος και των συνιστωσών του, εκτιμάται ότι βραχυχρόνια ο κύριος συντελεστής θα είναι η εργασία. Η αύξηση της συμβολής της εργασίας οφείλεται κυρίως στη σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας, που συνδέεται με την ανάκαμψη της παραγωγικής δραστηριότητας και ειδικότερα των επενδύσεων, και υποστηρίζεται από τις μεταρρυθμίσεις της περιόδου 2010-2012, οι οποίες αύξησαν την ευελιξία και την αποτελεσματικότητα της αγοράς εργασίας. Μακροχρόνια, θα υπάρξει αρνητική επίδραση από τη γήρανση του πληθυσμού, αν και η συμβολή της εργασίας θα ενισχυθεί από την προβλεπόμενη αύξηση του ποσοστού απασχόλησης, λόγω της μεγαλύτερης συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας, καθώς και από τις πιθανές θετικές εισροές μετανάστευσης, Ελλήνων ή αλλοδαπών οικονομικών μεταναστών που έφυγαν από τη χώρα κατά την περίοδο της κρίσης.

Η αύξηση της έντασης κεφαλαίου με την ανάκαμψη των επενδύσεων αναμένεται να συμβάλει θετικά στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας μεσομακροπρόθεσμα, αν και με ρυθμούς χαμηλότερους σε σχέση με το παρελθόν. Ο χαμηλός ρυθμός συσσώρευσης κεφαλαίου που αναμένεται την επόμενη δεκαετία οφείλεται στην εκτεταμένη αποεπένδυση της περιόδου της κρίσης, η οποία συνεπάγεται ότι το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης θα αφορά αντικατάσταση κεφαλαίου. Επιπλέον, οι επενδύσεις σε ιδιωτικές κατοικίες δεν αναμένεται να ανακάμψουν στο προ κρίσης επίπεδο.

Η επίτευξη ισχυρής βιώσιμης ανάπτυξης μεσομακροπρόθεσμα εξαρτάται κυρίως από τη συνολική παραγωγικότητα. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας αναμένεται να επανέλθει σταδιακά σε επίπεδα παραπλήσια προς τις επιδόσεις της περιόδου πριν από την κρίση, παρά την τάση επιβράδυνσης της ανόδου της συνολικής παραγωγικότητας σε άλλες προηγμένες οικονομίες. Ειδικότερα:

- Με την έξοδο της οικονομίας από τη μακροχρόνια κρίση, θα ανακάμψει ο βαθμός χρησιμοποίησης των απασχολούμενων παραγωγικών πόρων.
- Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις έχουν αυξήσει την ευελιξία των αγορών εργασίας, αγαθών και υπηρεσιών και έχουν βελτιώσει το ευρύτερο ρυθμιστικό περιβάλλον. Η επίδραση των μεταρρυθμίσεων προβλέπεται να είναι μεγαλύτερη από ό,τι θα αναμενόταν για μια τυπική χώρα, λόγω του χαμηλού σημείου εκκίνησης της Ελλάδος. Έτσι, ενώ η βιβλιογραφία εκτιμά τη μέση ετήσια επίδραση στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στο 0,4% για οκτώ χρόνια⁴ ή 0,6% για πέντε χρόνια,⁵ πρόσφατες μελέτες που έγιναν για την Ελλάδα εκτιμούν επίδραση από 0,8% έως 1,4% ανά έτος για μια δεκαετία.⁶ Επίσης, το γεγονός ότι η Ελλάδα εφάρμοσε ταυτόχρονα πρόγραμμα δημοσιονομικής εξυγίανσης συνεπάγεται υψηλότερα οφέλη λόγω συνεργειών με τη μεταρρυθμιστική προσπάθεια.⁷
- Υπάρχουν ενδείξεις ανακατανομής των πόρων προς τους πιο παραγωγικούς εμπορεύσιμους κλάδους, κάτι που θα οδηγήσει σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας (βλ. Πλαίσιο IV.3).

4 Bλ. International Monetary Fund (2016), *World Economic Outlook*.

5 Bλ. Adhikari, B., R. Duval, B. Hu and P. Loungani (2016), "Can Reform Waves Turn the Tide? Some Case Studies Using the Synthetic Control Method", IMF Working Paper No. 16/171.

6 Bλ. OECD (2016), *OECD Economic Surveys: Greece*, Daude, C. (2016), "Structural reforms to boost inclusive growth in Greece," OECD Economics Department Working Papers, No 1298, Varga, J., W. Roeger and J. in 't Veld (2013), "Growth effects of structural reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal", *Economic Papers* 511, *European Economy*, European Commission, Monteagudo, J., A. Rutkowski and D. Lorenzani (2012), "The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation", *Economic Papers* 456, *European Economy*, European Commission.

7 Bλ. Papageorgiou, D. and E. Vourvachaki (2017), "Macroeconomic effects of structural reforms and fiscal consolidations: Trade-offs and complementarities", *European Journal of Political Economy*, 48, 54-73.

- Η ύφεση έχει οδηγήσει μη παραγωγικές επιχειρήσεις (συνήθως μικρές και εσωστρεφείς) σε έξοδο, επιδρώντας θετικά στην ενδοκλαδική αποτελεσματικότητα της κατανομής των πόρων και συνεπώς στη μέση παραγωγικότητα του κάθε κλάδου.
- Οι νέες επενδύσεις ενσωματώνουν νέες τεχνολογίες με υψηλότερη παραγωγικότητα. Επίσης, οι επενδυτικές ροές αναμένεται να συγκεντρωθούν στους πιο παραγωγικούς και εμπορεύσιμους κλάδους της οικονομίας, οι οποίοι θα χρησιμοποιήσουν τα νέα κεφαλαιακά αγαθά με πιο αποτελεσματικό τρόπο.

Προβλέψεις για το 2060

	Ελλάδα	Ευρωζώνη
Δυνητικό προϊόν (% μεταβολή)	1,3	1,5
Συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες		
Κεφάλαιο	0,5	0,6
Εργασία	-0,3	-0,1
Συνολική παραγωγικότητα	1,1	1,0
Δυνητικό προϊόν κατά κεφαλήν (% μεταβολή)	2,1	1,6

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Ageing Report 2018*.

Μακροπρόθεσμα, η μεγάλη πρόκληση για την ανάπτυξη είναι η γήρανση του πληθυσμού. Η σχετική έκθεση *Ageing Report 2018* της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προβλέπει ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος στην Ελλάδα το 2060 θα είναι 1,3%, έναντι 1,5% στη ζώνη του ευρώ, λόγω των ιδιαίτερα δυσμενών δημογραφικών εκτιμήσεων για την ελληνική οικονομία (βλ. τον πίνακα). Είναι χαρακτηριστικό ότι ο πληθυσμός σε ηλικία εργασίας (15-64 ετών) αναμένεται να μειωθεί με ετήσιο ρυθμό 0,4% το 2060, έναντι σταθερού πληθυσμού στη ζώνη του ευρώ.

Εκτός των αρνητικών δημογραφικών εξελίξεων, μια ακόμη σημαντική πρόκληση για τη μακροχρόνια ανάπτυξη της ελληνικής, αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας, είναι η κλιματική αλλαγή. Ειδικότερα, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι το κόστος των αρνητικών επιδράσεων της κλιματικής αλλαγής στην ελληνική παραγωγή μπορεί να είναι υψηλό, με τους κινδύνους να είναι μεγαλύτεροι για ορισμένους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, όπως ο τουρισμός και η γεωργία.⁸

Δεδομένων των προκλήσεων των δυσμενών δημογραφικών εξελίξεων και της κλιματικής αλλαγής, ο μόνος παράγοντας που μπορεί να στηρίξει την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας μακροχρόνια είναι η αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας. Η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η ενίσχυση των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη και η στροφή προς ένα πιο εξωστρεφές παραγωγικό υπόδειγμα είναι τα μέσα για την επίτευξη ισχυρής βιώσιμης ανάπτυξης στην Ελλάδα.

⁸ Βλ. τις εκθέσεις της Επιτροπής Μελέτης των Επιπτώσεων της Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ι ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Η οικονομική δραστηριότητα, αφού επέστρεψε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2017, ανέκαμψε περαιτέρω το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018. Το ΑΕΠ, σε σταθερές τιμές έτους 2010 (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), κατέγραψε άνοδο κατά 2,1% έναντι της ίδιας

περιόδου του 2017. Βασικοί πυλώνες της μεγέθυνσης της οικονομίας το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 ήταν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (8,3%) και η ιδιωτική κατανάλωση (0,8%). Οι εξαγωγές αγαθών συνέχισαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από ό,τι η εξωτερική ζήτηση, λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας της χώρας, και είχαν την υψηλότερη θετική συμβολή (1,5 ποσοστιαία μονάδα) στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Οι εξαγωγές υπη-

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2012-γ' τρίμ. 2018)

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (α' τρίμ.)	2018 (β' τρίμ.)	2018 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-7,9 (-5,5)	-2,7 (-1,8)	0,8 (0,5)	-0,3 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,9 (0,6)	0,5 (0,3)	1,3 (0,9)	0,7 (0,5)
Δημόσια κατανάλωση	-7,2 (-1,7)	-5,4 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	1,5 (0,3)	-0,7 (-0,2)	-0,5 (-0,1)	-0,6 (-0,1)	-4,3 (-0,9)	-4,1 (-0,9)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-23,5 (-3,6)	-8,4 (-1,1)	-4,6 (-0,5)	0,6 (0,1)	4,6 (0,5)	9,4 (1,1)	-8,8 (-1,1)	19,2 (2,1)	-23,2 (-3,3)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-38,0 (-1,8)	-31,3 (-1,0)	-53,2 (-1,2)	-25,7 (-0,3)	-12,4 (-0,1)	-5,5 (-0,0)	11,1 (0,1)	5,4 (0,0)	20,8 (0,1)
Εγχώρια τελική ζήτηση¹	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)	0,4 (0,5)	1,6 (1,6)	-0,8 (-0,9)	2,0 (2,0)	-3,6 (-3,8)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,6%	-0,8%	0,5%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	0,3%	-0,9%	2,8%
Εγχώρια ζήτηση	-9,8 (-10,4)	-4,4 (-4,6)	0,8 (0,9)	-1,1 (-1,2)	0,7 (0,7)	1,8 (1,8)	-2,7 (-2,8)	-0,3 (-0,3)	4,7 (4,7)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1,2 (0,3)	1,6 (0,4)	7,7 (2,2)	2,8 (0,9)	-1,9 (-0,6)	6,9 (2,1)	8,1 (2,5)	9,2 (2,9)	7,6 (2,5)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-9,4 (2,9)	-3,4 (1,0)	7,7 (-2,3)	0,4 (-0,1)	1,2 (-0,4)	7,4 (2,5)	-7,5 (-2,8)	2,7 (0,9)	15,0 (5,0)
Εξωτερική ζήτηση	... (3,2)	... (1,5)	... (-0,2)	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,4)	... (5,3)	... (2,0)	... (-2,5)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-7,3	-3,2	0,8	-0,5	-0,3	1,4	2,5	1,7	2,2

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2018, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

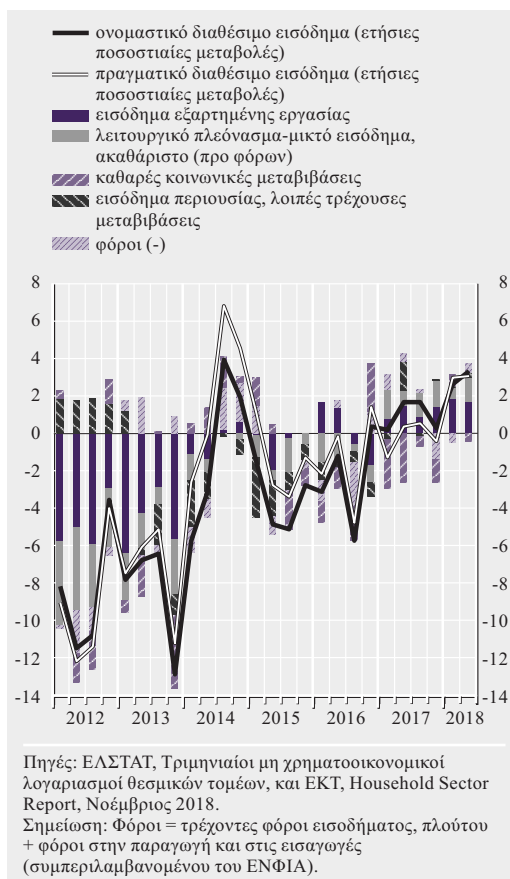
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

¹ Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

ρεσιών είχαν επίσης σημαντική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ (1,2 ποσοστιαία μονάδα), λόγω της σημαντικής αύξησης των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να κινείται θετικά (0,8%), καθώς υποστηρίχθηκε από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου είχαν αρνητική συμβολή στην ανάπτυξη (-0,8 ποσοστιαία μονάδα), λόγω της σημαντικής μείωσης των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό και οπλικά συστήματα, καθώς και των επενδύσεων στον τομέα των λοιπών κατασκευών, που όμως σε μεγάλο βαθμό αφορά την επίδραση βάσης. Αντιθέτως, όλες οι υπόλοιπες συνιστώσες των επενδύσεων – “Εξοπλισμός τεχνολογίας, πληροφορικής και επικοινωνίας”, “Μηχανολογικός εξοπλισμός” και “Κατοικίες” – αυξήθηκαν σημαντικά. Αρνητική ήταν η συμβολή των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

Η **ιδιωτική κατανάλωση** αυξήθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018, συμβάλλοντας θετικά στο ΑΕΠ (βλ. Πίνακα IV.1). Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης βασίστηκε στην ανάκαμψη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ). Το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και ΜΚΙΕΝ, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκε κατά 3,0% το α' εξάμηνο του έτους. Η ανάλυση των επιμέρους συνιστωσών του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος (βλ. Διάγραμμα IV.4) καταδεικνύει τη σημαντικά θετική συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας, καθώς και του λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (σε μεγάλο βαθμό εισόδημα αυτοαπασχολούμενων). Το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε (3,3%), εξέλιξη που αποδίδεται κυρίως στην ενίσχυση της μισθωτής απασχόλησης (2,1%)

Διάγραμμα IV.4 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμ. 2012 - β' τρίμ. 2018)

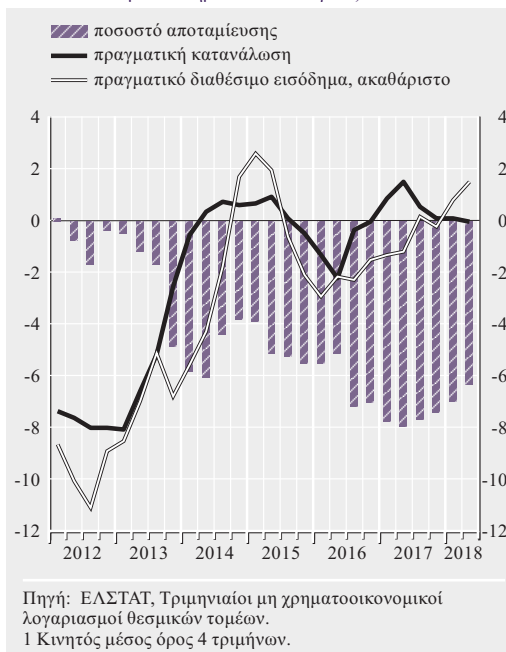


και στην αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά απασχολούμενο (1,2%). Η σταθερή αύξηση της μισθωτής απασχόλησης εκτιμάται ότι συνέβαλε στην άνοδο του μόνιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, ενισχύοντας την καταναλωτική τους δαπάνη, ενώ παράλληλα οι άνεργοι που εισήλθαν στην αγορά εργασίας είχαν υψηλότερη ροπή προς κατανάλωση. Σημαντική ήταν και η συμβολή του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων, το οποίο αυξήθηκε κατά 2,0%.

Η άνοδος του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών συνέβαλε και στην αύξηση της αποταμιευτικής τους ικανότητας (βλ. Διάγραμμα IV.5). Οι αποταμιεύσεις στήριξαν την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών σε

Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης⁴ (α' τρίμ. 2012 - β' τρίμ. 2018)

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



όλη τη διάρκεια της κρίσης, με το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ να βρίσκεται σε πτωτική πορεία από το 2010 — και σε αρνητικό έδαφος από το 2012 — καταγράφοντας τη χαμηλότερη τιμή το 2017 (-7,4%). Ωστόσο, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων, η πτωτική τάση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών φαίνεται να ανακόπτεται από το γ' τρίμηνο του 2017. Το β' τρίμηνο του 2018 το ποσοστό αποταμίευσης ήταν -3,5%, από -6,2% το β' τρίμηνο του 2017. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από τη σταδιακή αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών.⁴

Η ολοκλήρωση της τελευταίας αξιολόγησης του τρίτου ελληνικού προγράμματος συνέβαλε στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος και

⁴ Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 9,135 δις εκ. ευρώ από το β' τρίμηνο του 2017 έως το γ' τρίμηνο του 2018.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2012-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-12,2	-8,1	-0,4	-1,4	-0,6	1,1	2,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-11,8	-8,4	-0,7	-0,5	0,4	1,4	2,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	-9,0	-9,1	0,5	-2,2	0,0	-0,4	2,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ένδυση-υπόδηση	-20,6	-2,2	5,4	7,9	5,4	3,2	0,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-16,3	-6,2	-1,4	-3,8	-1,2	6,2	6,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-12,1	-0,1	7,0	7,0	4,4	7,7	2,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	-12,8	-6,5	-0,4	1,9	11,0	4,1	1,5 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-3,0	23,0	27,1	-9,1	20,9	-6,7	8,5 (Ιαν.-Νοεμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-74,8	-69,4	-54,0	-50,7	-68,0	-63,0	-35,8 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-41,7	3,1	30,1	13,8	10,7	22,2	27,1 (Ιαν.-Νοεμ.)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινητής τηλεφωνίας	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4	-10,7	-0,1	2,4 (Ιαν.-Οκτ.)
Καταναλωτική πίστη ³	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,5 (Οκτ.)

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

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

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

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

ιδίως στην ανάκαμψη της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, που έφθασε το Νοέμβριο του 2018 στο υψηλότερο επίπεδο από το Μάρτιο του 2015, καθώς και στη βελτίωση βασικών δεικτών της οικονομικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, σε θετικό έδαφος βρίσκονται ο δείκτης όγκου λιανικού εμπορίου και ο αριθμός των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία, ενώ και τα έσοδα από ΦΠΑ συνέχισαν να αυξάνονται (βλ. Πίνακα IV.2). Για το σύνολο του 2018 εκτιμάται ότι η κατανάλωση θα συμβάλει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα, κυρίως λόγω της ανόδου της απασχόλησης, που αναμένεται να στηρίξει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών.

Παρά το γεγονός ότι το οικονομικό κλίμα βελτιώθηκε σημαντικά στη διάρκεια του τελευταίου έτους, ο ρυθμός μεταβολής των επενδύσεων παρουσιάζει διακυμάνσεις και δεν επαρκεί για την κάλυψη του επενδυτικού κενού⁵ και την επίτευξη υψηλότερων αναπτυ-

ξιακών επιδόσεων στο άμεσο μέλλον (βλ. Πλαίσιο IV.2). Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας υποχώρησε σημαντικά (-6,2%, από 9,4% το 2017), εξαιτίας της μεγάλης μείωσης που καταγράφηκε στην κατηγορία μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων, αλλά και στην κατηγορία των λοιπών κατασκευών. Ύστερα από τη θεαματική αύξηση του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, που αντανακλούσε προμήθειες πλοίων και ενδεχομένως και αμυντικού εξοπλισμού, η κατηγορία μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων παρουσίασε κατακόρυφη πτώση. Αντίθετα, οι επενδύσεις τόσο σε

5 Η ισχυρή επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων σε επίπεδα άνω του 8% για τα επόμενα εννέα χρόνια θεωρείται προϋπόθεση για την κάλυψη του επενδυτικού κενού της περιόδου 2007-2016, σύμφωνα με συγκλίνουσες μελέτες (βλ. Δ. Μαλλιαρόπουλος, παρουσίαση με τίτλο "Greece's Economic Outlook" στο συνέδριο SWIFT Business Forum, 12.6.2017, αλλά και μελέτες της PwC ("Από την ύφεση στην ανάκαμψη", Απρίλιος 2018) και της Deloitte ("Εργαλειοθήκη επιτάχυνσης παραγωγικών επενδύσεων", για τον ΣΕΒ, Απρίλιος 2018).

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2012-2018)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	2,9	4,5	2,5 (Ιαν.-Οκτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	58,2	61,4	64,7	62,1	65,5	64,1	69,1 (Ιαν.-Νοε.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	-4,3 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)	-0,7 (Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ³	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4	5,6 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,45	-8,20	15,47	3,08	22,90	-14,6	-2,6 (β' τριμ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσηρμών βάσει αδειών	-30,6	-25,6	-5,8	-0,2	-6,9	19,3	15,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Παραγωγή τοιμέντου	-12,8	3,4	-3,4	3,6	23,6	-4,5	6,7 (Ιαν.-Οκτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,8	-29,9	-1,1	-9,6	4,5 (Ιαν.-Νοε.)
Στεγαστική πίστις ⁴	-3,3 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,0 (Οκτ.)

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

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

2 Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα. Από τον Ιούνιο του 2010 δεν περιλαμβάνονται τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινομήσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

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

4 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινομήσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

μηχανολογικό εξοπλισμό όσο και σε εξοπλισμό πληροφορικής και επικοινωνιών σημείωσαν σημαντική άνοδο, επιτυγχάνοντας για τέταρτο συνεχόμενο τρίμηνο υψηλούς ρυθμούς μεταβολής (18,4% και 16,5% αντίστοιχα).⁶ Θετικές μεταβολές καταγράφηκαν στον τομέα των επενδύσεων σε κατοικίες, ύστερα από 10 σχεδόν χρόνια, γεγονός το οποίο ενδέχεται να σχετίζεται και με τη δυναμική του τουριστικού τομέα.⁷ Ταυτόχρονα, η εκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (βλ. Πίνακα IV.3) συνεχίζει να υστερεί έναντι των στόχων του προϋπολογισμού, με αποτέλεσμα να καθυστερούν οι επενδύσεις σε υποδομές,⁸ παρά το γεγονός ότι σημαντικό μέρος των σχετικών πιστώσεων προέρχεται από τα ευρωπαϊκά προγράμματα.

Ωστόσο, στο βαθμό που θα διατηρηθεί η βελτίωση του εγχώριου οικονομικού κλίματος και δεν θα επιδεινωθεί το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, εκτιμάται ότι υπάρχουν οι προϋ-

ποθέσεις για την ανάκαμψη των επενδύσεων, ιδιαίτερα στον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας. Οι παράγοντες που μπορούν να συμβάλουν σε αυτή την προοπτική είναι: (α) η *αποκατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων*, ως αποτέλεσμα της επιτάχυνσης της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, (β) η *ταχύτερη υλοποίηση σημαντικών ιδιωτικοποιήσεων*⁹ όπως του Ελληνικού και της ΔΕΗ, (γ) η *αξιοποίηση των νέων και υφιστάμενων χρηματοδοτικών εργαλείων στη-*

6 Στην εξέλιξη αυτή συνηγορεί και η συνεχής άνοδος του βαθμού χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη μεταποίηση την τελευταία τριετία, από 65,2 το 2015 σε 70,2 το γ' τρίμηνο του 2018.

7 Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΕΟΤ, κατά την τελευταία τριετία έχουν πραγματοποιηθεί 350 επενδυτικά σχέδια για τη δημιουργία ή τον εκσυγχρονισμό ξενοδοχείων 4 και 5 αστέρων. Ταυτόχρονα, εκτιμάται ότι η κατακόρυφη άνοδος της τουριστικής δραστηριότητας που ασκείται μέσω βραχυχρονίων μισθώσεων συμβάλλει στην αύξηση των οικιστικών αγορών και ανακαινίσεων.

8 Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του ΣΕΒ, η υποχώρηση των δημοσίων επενδύσεων την τελευταία διετία είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του αποθέματος του δημόσιου κεφαλαίου (ΣΕΒ, Εβδομαδιαίο Δελτίο για την Ελληνική Οικονομία, 1.11.2018).

9 Τα έσοδα του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων για τη διετία 2018-19 αναμένεται να ξεπεράσουν τα 3,7 δισεκ. ευρώ.

ριξης της επιχειρηματικότητας και των έργων υποδομής¹⁰ και (δ) η σταδιακή αποκατάσταση της κερδοφορίας του ιδιωτικού τομέα, ιδιαίτερα των μεγάλων επιχειρήσεων, την τελευταία διετία (βλ. Ενότητα 4.3).

¹⁰ Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομίας και Ανάπτυξης, 35 χρηματοδοτικά προγράμματα ύψους 7,8 δισεκ. ευρώ, κάποια εκ των οποίων βρίσκονται ήδη σε φάση υλοποίησης, είναι σε θέση να ενεργοποιήσουν συνολικές επενδύσεις 22 δισεκ. ευρώ μέσα στην επόμενη τριετία. Από αυτά, τα 4,3 δισεκ. ευρώ αφορούν, μεταξύ άλλων, την επιχειρηματικότητα, 1,3 δισεκ. ευρώ τις υποδομές, την ενέργεια, το περιβάλλον και την τοπική ανάπτυξη και 0,8 δισεκ. ευρώ το ανθρώπινο κεφάλαιο.

Πλαίσιο IV.2

Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το παρόν πλαίσιο αναλύει την εξέλιξη της χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων στην πραγματική οικονομία, με έμφαση στην περίοδο από τα μέσα του 2016, όταν μειώθηκαν σημαντικά οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις σε σχέση με τις πραγματικές επενδύσεις, δημιουργώντας χρηματοδοτικό κενό. Επίσης εξετάζει τη σχέση μεταξύ της “διαφοράς αποταμίευσης και επενδύσεων” (saving-investment gap) του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα και τις συνέπειές της στις προοπτικές των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα.

Όπως προκύπτει από την ανάλυση των λογαριασμών των θεσμικών τομέων της οικονομίας, οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα δεν επαρκούν πλέον για τη χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδύσεων στην πραγματική οικονομία, λόγω της έλλειψης τραπεζικού δανεισμού και της δυσκολίας χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές. Από τα μέσα του 2016 και μετά, ένα μέρος των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία χρηματοδοτήθηκε με τη χρήση αποταμιεύσεων και χρηματοοικονομικού πλούτου παρελθόντων ετών, λύση που δεν είναι μακροχρόνια βιώσιμη. Γενικά, οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που είναι διαθέσιμοι για επενδύσεις συρρικνώθηκαν από ένα μέγιστο 15,9% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2009 σε ένα ελάχιστο 3,5% του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2017, με σημάδια ανάκαμψης έκτοτε (5,4% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2018). Η συρρίκνωση αυτή συνδέεται εν μέρει με την έντονη δημοσιονομική προσαρμογή που βασίστηκε ως επί το πλείστον στην αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, αλλά οφείλεται και σε άλλους λόγους, όπως η προσπάθεια για σταδιακή εξομάλυνση της κατανάλωσης (consumption smoothing) και η ανάγκη για απομόχλευση του υψηλού χρέους του ιδιωτικού τομέα. Όπως προκύπτει από την εθνολογιστική ταυτότητα, η συστατική δημοσιονομική πολιτική — η οποία την τελευταία τριετία χαρακτηρίζεται από δημοσιονομική υπεραπόδοση έναντι του στόχου του τρίτου προγράμματος για το πρωτογενές πλεόνασμα — στερεί πόρους από την πραγματική οικονομία, οι οποίοι δεν φαίνεται επί του παρόντος να αναπληρώνονται από αυξημένες εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό.

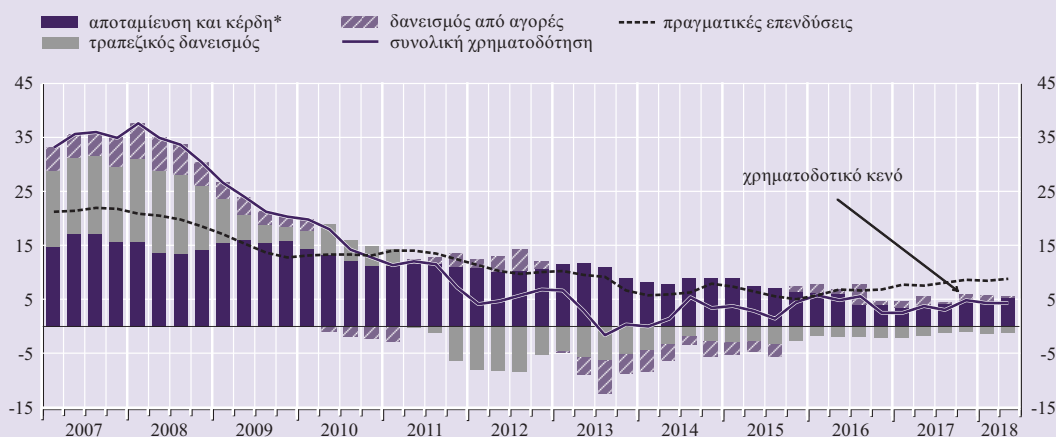
2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟ ΚΕΝΟ

Οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου (“πραγματικές επενδύσεις”) του ιδιωτικού τομέα¹ μειώθηκαν την τελευταία δεκαετία από 21,9% του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2007 σε 8,7% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2018 σε ετησιοποιημένη βάση (κινητό άθροισμα τεσσάρων τριμήνων). Το ίδιο διάστημα η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα συρρικνώθηκε κατά πολύ περισσότερο, από 35,9% του ΑΕΠ σε 4,2% του ΑΕΠ. Η μεγάλη αυτή μείωση προήλθε τόσο από τον περιορι-

¹ Ο ιδιωτικός τομέας περιλαμβάνει τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Στα νοικοκυριά συμπεριλαμβάνονται οι ελεύθεροι επαγγελματίες, οι ατομικές επιχειρήσεις, οι αγρότες και τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ). Για μια αναλυτική παρουσίαση των επενδύσεων των νοικοκυριών, βλ. Μάνου, Κ. και Ε. Παπαπέτρου (2016), “Η οικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές”, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 44, σελ. 7-38.

Διάγραμμα Α Πραγματικές επενδύσεις και χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

*Περιλαμβάνονται και οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις.

σμό της “εσωτερικής χρηματοδότησης” του ιδιωτικού τομέα από ιδίους πόρους² όσο και από την κατάρρευση της “εξωτερικής χρηματοδότησης” του, πρωτίστως από τις τράπεζες και δευτερευόντως από τις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές (βλ. Διάγραμμα Α).³

Ως αποτέλεσμα, από το τέλος του 2010 και μετά ο ιδιωτικός τομέας στην Ελλάδα αντιμετωπίζει δυσκολία στην άντληση πόρων για τη χρηματοδότηση των πραγματικών επενδύσεών του, μολονότι αυτές οι επενδύσεις έχουν μειωθεί αισθητά και παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Μια πιο λεπτομερής ανάλυση των πηγών χρηματοδότησης ανά υποπερίοδο δείχνει ότι η εικόνα διαφοροποιείται ουσιαστικά πριν και μετά τα μέσα του 2016 και αυτό οφείλεται κυρίως στις εξελίξεις στην εσωτερική χρηματοδότηση, ή αλλιώς στις ροές αποταμίευσης. Συγκεκριμένα, την περίοδο από τα μέσα του 2012 έως το α' τρίμηνο του 2016 οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα επαρκούσαν για τις πραγματικές επενδύσεις του και συχνά τις υπερχάλυπταν, χωρίς συνεπώς να υπάρχει ανάγκη για χρηματοδότηση από τις αγορές – “ανάκαμψη χωρίς δανεισμό” (creditless recovery), π.χ. το 2014. Αντίθετα, την περίοδο από τα μέσα του 2016 έως τα μέσα του 2018 οι ροές αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα μειώθηκαν σημαντικά και διαμορφώθηκαν χαμηλότερα από τις αυξανόμενες πραγματικές επενδύσεις, δημιουργώντας ένα χρηματοδοτικό κενό σε περιβάλλον αρνητικής αλλά βελτιούμενης εξωτερικής χρηματοδότησης (βλ. Διάγραμμα Α).⁴ Ειδικότερα, οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα μειώθηκαν από 6,2% του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2016 σε 5,4% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2018,⁵ ενώ την ίδια περίοδο οι πραγματικές επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν από 5,7% του ΑΕΠ σε

² Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών (και των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων) και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων. Οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις παρουσιάζονται μαζί με τις αποταμιεύσεις, δεδομένου ότι δεν δίδεται τίποτα ως αντάλλαγμα για τη λήψη αυτών των κεφαλαίων. Στην περίπτωση των νοικοκυριών, αφορούν επιδοτήσεις για επενδύσεις ή πληρωμή φόρου κληρονομιάς, ενώ στην περίπτωση των επιχειρήσεων πρόκειται για επιχορηγήσεις εξοπλισμού ή κτιρίων από τη γενική κυβέρνηση για τη λειτουργία ερευνητικών εργαστηρίων.

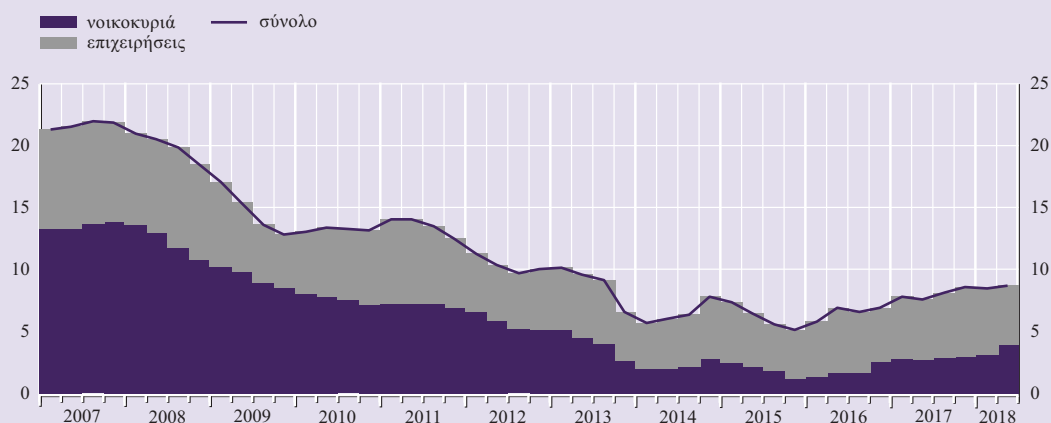
³ Για λεπτομέρειες, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2016-2017*, Ιούνιος 2017, Ειδικό θέμα IV.3: “Ιδιωτικές επενδύσεις στην Ελλάδα: προοπτικές ανάκαμψης και χρηματοδότησης”.

⁴ Οι λόγοι κατάρρευσης της εξωτερικής χρηματοδότησης, η οποία παραμένει αρνητική από το 2011, σχετίζονται τόσο με παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς (αβεβαιότητα, αυξημένοι κίνδυνοι και αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια) όσο και με παράγοντες από την πλευρά της ζήτησης (απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα και ύφεση).

⁵ Στις αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα έχουν συμπεριληφθεί οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις.

Διάγραμμα Β Πραγματικές επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ από την Τράπεζα της Ελλάδος.

8,7% του ΑΕΠ (κυρίως λόγω της αύξησης των επενδύσεων των νοικοκυριών,⁶ βλ. Διάγραμμα Β). Ως αποτέλεσμα, οι καθαρές αποταμιεύσεις, μετρούμενες ως η διαφορά μεταξύ αποταμιεύσεων και πραγματικών επενδύσεων, από θετικές (+0,5% του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2016) έγιναν αρνητικές (-3,3% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2018), το οποίο ισοδυναμεί με χρηματοδοτικό κενό αντίστοιχου μεγέθους.⁷

3 ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΕΩΝ-ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ

Σύμφωνα με τη λογιστική ταυτότητα των εθνικών λογαριασμών, το άθροισμα των καθαρών αποταμιεύσεων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα ισούται με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ).⁸ Καθώς το ΙΤΣ παραμένει σταθερό από το 2015, οι αρνητικές καθαρές αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα την τελευταία διετία συνδέονται με την έντονη αύξηση των καθαρών αποταμιεύσεων του δημόσιου τομέα και τη δημοσιονομική προσαρμογή (βλ. Διάγραμμα Γ).

Η δημοσιονομική προσαρμογή, όπως αποτυπώνεται στη βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος, έχει οδηγήσει σε συρρίκνωση των αποταμιεύσεων του ιδιωτικού τομέα, σε στέρηση ιδιωτικών πόρων για πραγματικές επενδύσεις και σε “εκτόπιση” (crowding-out) του ιδιωτικού από το δημόσιο τομέα. Η εντονότερη μάλιστα της απαιτούμενης δημοσιονομική προσαρμογή, όπως αποτυπώνεται στην υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης έναντι των στόχων του προγράμματος τα τρία τελευταία έτη, επιτείνει περαιτέρω το πρόβλημα. Δεδομένης της δύσκολης πρόσβασης του ιδιωτικού τομέα σε τραπεζικό δανεισμό και χρηματοδότηση από τις αγορές, η αναιμική ιδιωτική αποταμίευση εμποδίζει την περαιτέρω ενίσχυση των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία.

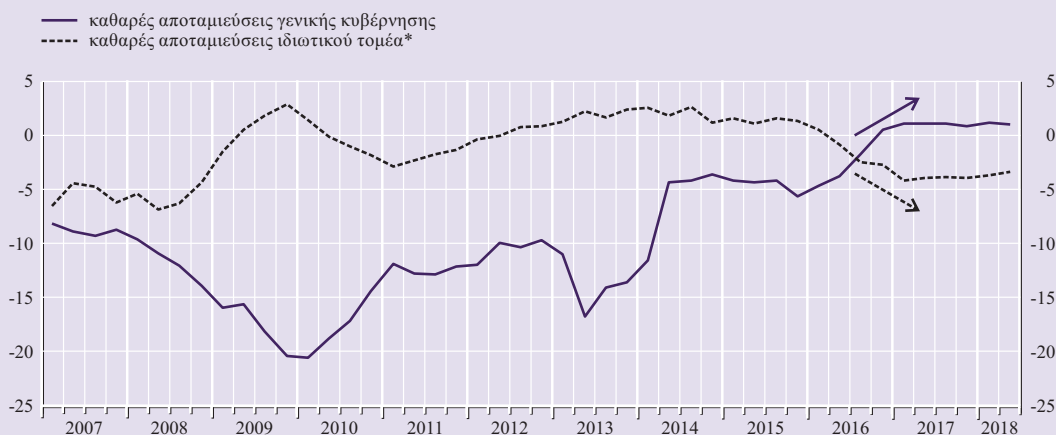
⁶ Την εν λόγω περίοδο, οι επενδύσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, ενώ των επιχειρήσεων μόνο κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας.

⁷ Σημειώνεται ότι το χρηματοδοτικό κενό μετρούμενο ως η διαφορά μεταξύ συνολικής χρηματοδότησης και πραγματικών επενδύσεων (total financing-investment gap) του ιδιωτικού τομέα ήταν υψηλότερο και αντιστοιχούσε σε 4,5% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2018, καθώς η συνολική χρηματοδότηση συνυπολογίζει, εκτός από τις αποταμιεύσεις, και την αρνητική χρηματοδότηση από τις αγορές.

⁸ Βλ. επίσης Βασαράκη, Μ., Σ.Ν. Μπρισίμης, Χ. Παπάζογλου, Ν.Θ. Τσαβέας και Γ. Χονδρογιάννης (2010), “Προσδιοριστικοί παράγοντες και διατηρησιμότητα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε περιόδους διαρθρωτικών μεταβολών”, *Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας: αιτίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής*, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούνιος 2010.

Διάγραμμα Γ Καθαρές αποταμιεύσεις ιδιωτικού και δημόσιου τομέα

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ από την Τράπεζα της Ελλάδος.

*Ο ιδιωτικός τομέας δεν περιλαμβάνει τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

4 ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟΥ ΚΕΝΟΥ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ένα μέρος του χρηματοδοτικού κενού που δημιουργήθηκε από τις μειωμένες ροές αποταμιεύσεων και την αρνητική εξωτερική χρηματοδότηση καλύφθηκε από την αποεπένδυση (ρευστοποίηση) και τη χρήση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που είχε συσσωρεύσει ο ιδιωτικός τομέας τα προηγούμενα χρόνια. Ένα άλλο μέρος των πραγματικών επενδύσεων ενδεχομένως καλύφθηκε από μετρητά που διακρατούσε ο ιδιωτικός τομέας εκτός τραπεζικού συστήματος (για την αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας και τη ζήτηση τραπεζογραμμάτων ως μέσου αποθήκευσης πλούτου σε περιόδους αβεβαιότητας, βλ. Πλαίσιο VI.1). Το Διάγραμμα Δ απεικονίζει τους χρηματοδοτικούς πόρους του ιδιωτικού τομέα (εσωτερική και εξωτερική χρηματοδότηση) μαζί με τις συνολικές χρήσεις αυτών των πόρων σε κάθε χρονική περίοδο, όπως αυτές αποτυπώνονται τόσο από τις επενδύσεις στην πραγματική οικονομία⁹ όσο και από τις χρηματοοικονομικές επενδύσεις, π.χ. σε καταθέσεις, μετοχές, ομόλογα και αμοιβαία κεφάλαια, σύμφωνα με την παρακάτω ταυτότητα. Οι επενδύσεις (χρήση των κεφαλαίων) απεικονίζονται στο διάγραμμα με θετικές τιμές και οι χρηματοδοτικοί πόροι με αρνητικές.

Ακαθάριστη αποταμίευση + Εξωτερική χρηματοδότηση = Πραγματικές επενδύσεις + Χρηματοοικονομικές επενδύσεις + Στατιστική διαφορά¹⁰

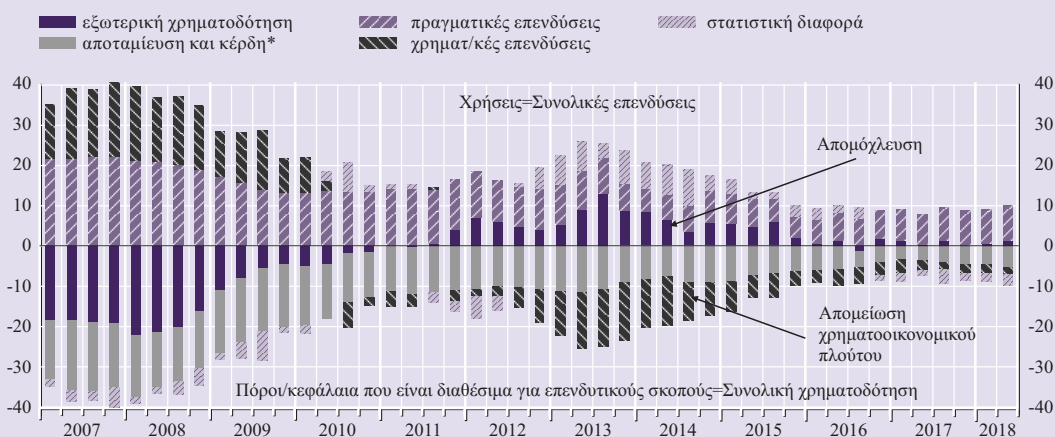
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Δ, από τα μέσα του 2016 και μετά, καθώς η εσωτερική χρηματοδότηση δεν επαρκούσε πλέον για τις πραγματικές επενδύσεις, η χρηματοδότηση των

⁹ Ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίων (αγορά κατοικίας, επισκενές, κεφαλαιακά αγαθά και μεταβολή αποθεμάτων) και αγορές μείων πωλήσεις μη χρηματοοικονομικών μη παραχθέντων περιουσιακών στοιχείων (διπλώματα ευρεσιτεχνίας, δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, συμβάσεις μίσθωσης προς εκμετάλλευση γης ή κτιρίων κ.λπ.).

¹⁰ Θεωρητικά, το συνολικό ποσό των διαθέσιμων κεφαλαίων (πόρων) θα πρέπει να ισούται με εκείνο των επενδύσεων (χρήσεων) που πραγματοποιούνται σε κάθε χρονική περίοδο. Λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορετικές στατιστικές πηγές από τις οποίες αντλούνται τα στοιχεία (εθνικολογιστικά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ και χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί της Τράπεζας της Ελλάδος), συνήθως εμφανίζεται μια στατιστική διαφορά μεταξύ της συνολικής χρήσης των κεφαλαίων και των συνολικών διαθέσιμων πόρων του ιδιωτικού τομέα (βλ. ECB, *Household Sector Report*, Explanatory notes and Glossary, August 2018).

Διάγραμμα Δ Συνολικές επενδύσεις και χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

*Περιλαμβάνονται και οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις.

πραγματικών επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα στηρίχθηκε εν μέρει σε πόρους που αντλήθηκαν από την αποεπένδυση σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, κυρίως μέσω της μείωσης του αποθέματος των καταθέσεων και της ρευστοποίησης μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων.¹¹ Η αποεπένδυση του ιδιωτικού τομέα σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ήταν ιδιαίτερα έντονη την περίοδο 2013-2015 και, όπως προκύπτει από την ανάλυση των στοιχείων, ένα μέρος των κεφαλαίων αυτών είχε χρησιμοποιηθεί για την καθαρή αποπληρωμή δανείων και άλλων υποχρεώσεων του ιδιωτικού τομέα (απομόγχευση). Εν ολίγοις, η απομείωση του χρηματοοικονομικού πλούτου παρελθόντων ετών χρησιμοποιείται πλέον ως επιπρόσθετη πηγή χρηματοδότησης των πραγματικών επενδύσεων, κάτι που δεν αποτελεί μακροχρόνια βιώσιμη επιλογή.

Η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων στην πραγματική οικονομία προϋποθέτει είτε την αύξηση των εγχώριων αποταμιεύσεων του ιδιωτικού τομέα είτε την εξασφάλιση μεγαλύτερης χρηματοδότησης από το εξωτερικό σε πιο σταθερή βάση. Επίσης, ο ρόλος των ξένων άμεσων επενδύσεων είναι καταλυτικός στην ενίσχυση των συνολικών ιδιωτικών επενδύσεων της χώρας. Ταυτόχρονα, το τρέχον δημοσιονομικό μίγμα, που χαρακτηρίζεται από υψηλούς φορολογικούς συντελεστές και σχετικά αυξημένο μη μισθολογικό κόστος εργασίας, δυσχεραίνει την αναπτυξιακή διαδικασία δημιουργώντας αντικίνητρα για επενδύσεις και για μεγέθυνση των επιχειρήσεων (βλ. και Πλαίσιο V.1). Συνεπώς, η επιδίωξη μιας λιγότερο συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής, ευθυγραμμισμένης με το στόχο του πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, θα βοηθούσε στην ενίσχυση των εγχώριων ιδιωτικών αποταμιεύσεων, στο βαθμό που τις επηρεάζει, και κατ' επέκταση θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη ευχέρεια χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων, σε συνδυασμό με μια αύξηση της χρηματοδότησης από τις τράπεζες και τις κεφαλαιαγορές.

¹¹ Η μείωση στο νόμισμα σε κυκλοφορία και στις καταθέσεις αφορά εξ ολοκλήρου τα νοικοκυριά, ενώ στα αμοιβαία κεφάλαια η μείωση αφορά περισσότερο τα νοικοκυριά και λιγότερο τις επιχειρήσεις.

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Στη διάρκεια του εννεαμήνου του έτους **η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** αυξήθηκε κατά 1,8% σε σταθερές τιμές, λόγω της θετικής επίδοσης όλων των τομέων δραστηριότητας και κυρίως λόγω της ανόδου στις υπηρεσίες εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.6). Σημαντικά θετική ήταν η συμβολή του τομέα επαγγελματιών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων, καθώς και των τομέων της βιομηχανίας και των κατασκευών.

Η **προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας** (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) σημείωσε άνοδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 (1,2%), αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους (4,8%). Η επιβράδυνση της

ανόδου του τομέα της βιομηχανίας, όπως καταγράφεται από το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής (0,7% το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018, έναντι 5,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2017, βλ. Διάγραμμα IV.7), εν μέρει αποδίδεται στη μείωση της παραγωγής ηλεκτρισμού (-2,0%) και στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής (1,7%, έναντι 3,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2017).

Οι πιο δυναμικοί κλάδοι¹¹ που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή είναι οι κλάδοι των παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, των βασικών μετάλλων και των φαρμακευτικών

¹¹ Οι κλάδοι παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα, βασικών μετάλλων και φαρμακευτικών προϊόντων έχουν υψηλή βαρύτητα στην κατάρτιση του δείκτη μεταποιητικής παραγωγής (27%). Εντούτοις, το επίπεδο παραγωγής κλάδων όπως τρόφιμα, ποτά, μη μεταλλικά ορυκτά, κατασκευή μεταλλικών προϊόντων (με βαρύτητα περίπου 40% στην κατάρτιση του δείκτη) υπολείπεται του μέσου όρου της περιόδου 2000-2007.

Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2013-γ' τρίμ. 2018)

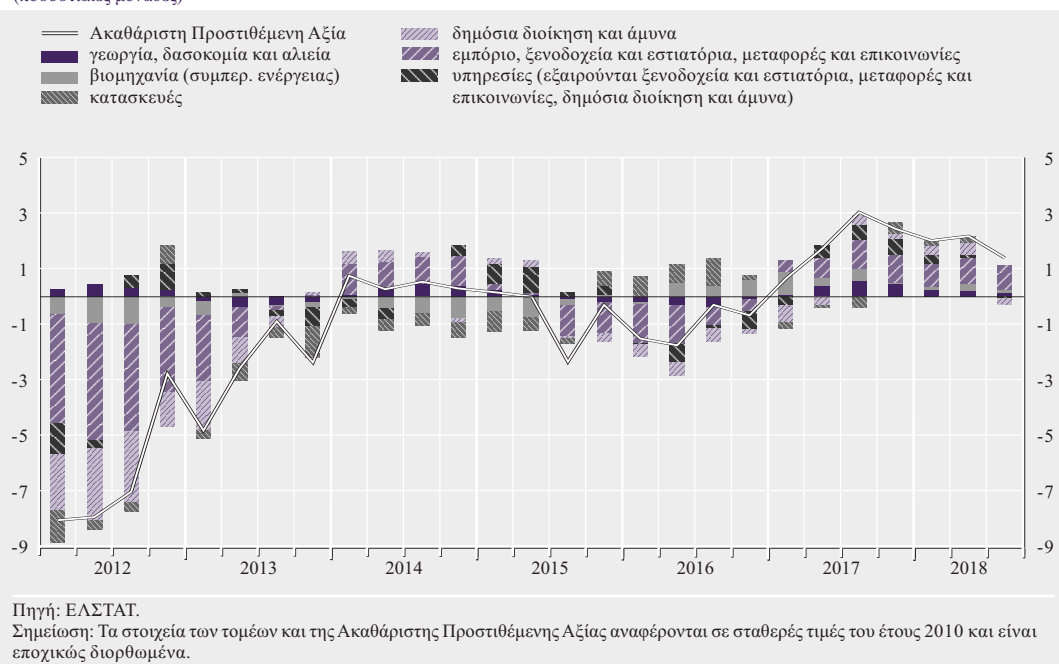
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές 2010)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (α' τρίμ.)	2018 (β' τρίμ.)	2018 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-6,2 (-0,3)	8,0 (0,3)	0,3 (0,0)	-6,1 (-0,3)	8,9 (0,4)	6,2 (0,3)	4,7 (0,2)	3,2 (0,1)
Δευτερογενής τομέας	-4,8 (-0,7)	-5,8 (-0,9)	-4,2 (-0,6)	7,2 (1,0)	2,4 (0,4)	1,6 (0,2)	3,5 (0,5)	0,7 (0,1)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-1,2 (-0,1)	-4,0 (-0,5)	-3,2 (-0,4)	3,2 (0,4)	3,7 (0,4)	0,6 (0,1)	2,2 (0,3)	0,8 (0,1)
Κατασκευές	-16,8 (-0,6)	-12,7 (-0,4)	-8,4 (-0,2)	25,3 (0,6)	-2,1 (-0,1)	6,0 (0,2)	8,6 (0,2)	0,0 (0,0)
Τριτογενής τομέας	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,2)	0,1 (0,0)	-2,1 (-1,7)	1,2 (1,0)	1,9 (1,5)	1,8 (1,5)	0,8 (0,6)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-4,1 (-0,9)	4,8 (1,0)	-2,2 (-0,5)	-4,3 (-0,9)	3,7 (0,8)	3,9 (0,8)	4,3 (0,9)	4,0 (0,9)
Ενημέρωση και επικοινωνία	5,7 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-5,4 (-0,2)	-0,5 (-0,0)	-1,0 (-0,0)	-0,3 (-0,0)	-1,4 (-0,0)	0,7 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	0,9 (0,0)	-6,4 (-0,3)	-2,3 (-0,1)	-1,3 (-0,1)	-6,5 (-0,3)	-9,1 (-0,4)	-10,0 (-0,4)	-10,0 (-0,4)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	1,0 (0,2)	3,4 (0,7)	2,2 (0,5)	-0,7 (-0,1)	2,3 (0,5)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-12,7 (-0,7)	-3,1 (-0,1)	4,8 (0,2)	-1,4 (-0,1)	3,1 (0,1)	7,5 (0,4)	6,5 (0,3)	8,3 (0,4)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-3,3 (-0,7)	0,9 (0,2)	0,0 (0,0)	-1,7 (-0,4)	-0,5 (-0,1)	1,4 (0,3)	1,9 (0,4)	-0,8 (-0,2)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	1,3 (0,1)	-2,2 (-0,1)	3,5 (0,1)	-2,2 (-0,1)	0,1 (0,0)	8,4 (0,3)	5,5 (0,2)	-3,1 (-0,1)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-2,7	0,5	-0,6	-1,1	2,0	2,0	2,2	1,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2018, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

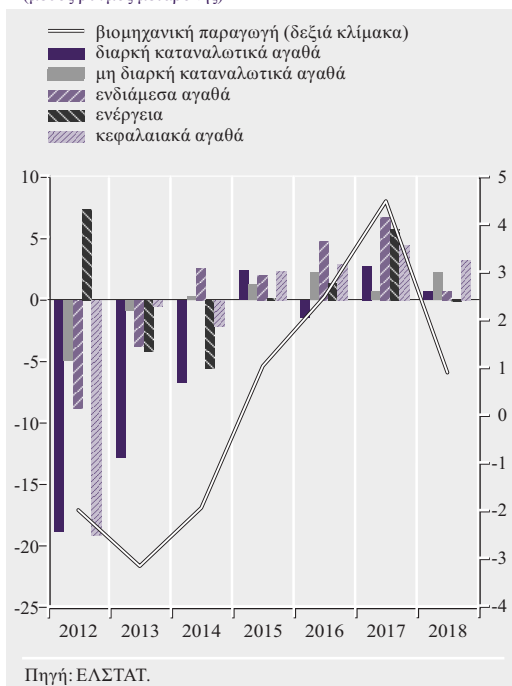
Διάγραμμα IV.6 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς (α' τρίμηνο 2012 - γ' τρίμηνο 2018)

(ποσοστιαίες μονάδες)



Διάγραμμα IV.7 Βιομηχανική παραγωγή (2012 - δεκάμηνο 2018)

(μέσος ρυθμός μεταβολής)

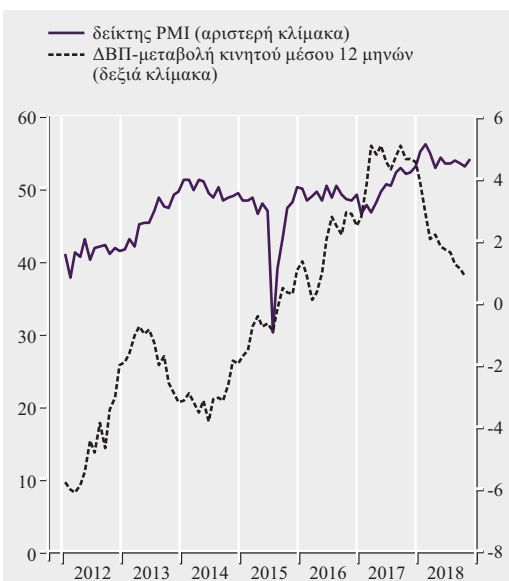


προϊόντων, η παραγωγή των οποίων βρίσκεται σε ιστορικά υψηλό επίπεδο και συνδέεται με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα. Κατά συνέπεια, η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στη χαμηλότερη άνοδο της παραγωγής του τομέα των βασικών μετάλλων, κυρίως ως επίδραση βάσης.

Αυξημένες εμφανίζονται την ίδια περίοδο και οι βιομηχανικές πωλήσεις στην εξωτερική αγορά (αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2017), επιβεβαιώνοντας την ενίσχυση της εξωστρέφειας πολλών μεταποιητικών κλάδων (βλ. Πλαίσιο IV.3).

Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται σε επίπεδα ισχυρής ανάπτυξης για 18 συνεχείς μήνες, αντανακλώντας τη δυναμική του κλάδου της μεταποίησης λόγω της αύξησης της ανταγωνιστικότητας κόστους και της εξωστρέφειας (βλ. Διάγραμμα IV.8). Επίσης, βελτίωση κατέ-

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2012-Νοέμβριος 2018)



Πηγές: Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών και ΕΛΣΤΑΤ για το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής. Σημείωση: Τα στοιχεία για το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου 2012-Οκτωβρίου 2018.
1 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση.

γραψε ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία κατά τη διάρκεια του έτους, ενώ αυξήθηκε ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, όπως καταγράφεται στις σχετικές έρευνες του IOBE.¹²

Η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 ήταν ιδιαίτερα θετική (4,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους). Ανοδικά κινήθηκε και ο όγκος οικοδομικών αδειών την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (15,7%), ενώ βελτιωμένες είναι και οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2018. Αντίθετα, ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές κατέγραψε μείωση (-2,6%) το α' εξάμηνο του έτους, καθώς η αύξηση που σημειώθηκε στον υποδείκτη των οικοδομικών έργων αντισταθμίστηκε από τη μείωση του υποδείκτη των έργων πολιτικού μηχανικού (έργα υποδομών).

¹² Ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού ανήλθε κατά μέσο όρο στο 70,8 την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2018, έναντι 69,5 για το σύνολο του 2017. Όμως υπολείπεται ακόμη του μέσου όρου της περιόδου 1991-2008 (76,1).

Πλαίσιο IV.3

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: ΜΙΑ ΚΛΑΔΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ¹

Η αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής (ΣΠΣ, Total Factor Productivity) αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα διατηρήσιμης ανάπτυξης. Η ΣΠΣ μετρά τη συνδυαστική επίδραση της παραγωγικότητας της εργασίας και του κεφαλαίου ως αποτέλεσμα της τεχνολογικής προόδου και της συσσώρευσης ανθρώπινου κεφαλαίου. Διαχρονικά, οι περίοδοι υψηλής (χαμηλής) ανάπτυξης συνδέονται με υψηλή (χαμηλή) παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής.

Στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης κατά την προ κρίσης περίοδο 1995-2007 (3,5% κατά μέσο όρο) συνοδεύθηκαν από θετικούς ρυθμούς μεταβολής της παραγωγικότητας (1,4% κατά μέσο όρο, βλ. Διάγραμμα Α). Ωστόσο, η ανάπτυξη την εν λόγω περίοδο²

1 Η παρούσα ανάλυση βασίστηκε στη μελέτη της Gibson, H. (2010), "Ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας κατά τομέα την περίοδο 1995-2003", *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδας: Αιτίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής*, Τράπεζα της Ελλάδος.

2 Για ανάλυση των πηγών ανάπτυξης την περίοδο 1995-2014, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2015*, Δεκέμβριος 2015, Ειδικό θέμα IV.2 "Κλαδική παραγωγικότητα και εξαγωγική δραστηριότητα".

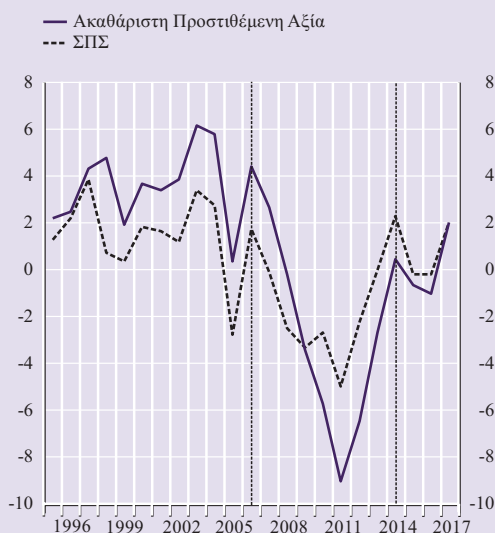
προήλθε σε μεγάλο βαθμό από τομείς μη εμπορεύσιμων προϊόντων, με αποτέλεσμα την απώλεια ανταγωνιστικότητας και τη σημαντική επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Μέρος της απώλειας της ανταγωνιστικότητας ανακτήθηκε κατά την περίοδο της κρίσης (2008-2013) μέσω της ανακατανομής πόρων υπέρ εξωστρεφών κλάδων, όπως ο τουρισμός, η μεταποιητική παραγωγή και οι υπηρεσίες (κυρίως μεταφορές) αλλά και ο αγροτικός τομέας. Αξίζει να σημειωθεί ότι, για το σύνολο της οικονομίας, η ΣΠΣ εισήλθε σε θετικό έδαφος το 2014 για πρώτη φορά από την έναρξη της κρίσης. Στη συνέχεια, ύστερα από δύο χρόνια οριακής κάμψης (2015-2016), η ΣΠΣ σημείωσε εκ νέου δυναμική άνοδο το 2017 (2,0%), συμβαδίζοντας με την αύξηση της πραγματικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (2,0%). Δεδομένου ότι την περίοδο 2014-2017 κατά μέσο όρο καταγράφεται σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας, με παράλληλη αύξηση του μέσου ρυθμού μεταβολής της ΣΠΣ, είναι χρήσιμο να διερευνηθούν οι πηγές ανάπτυξης σε επίπεδο τομέων και να εξεταστεί κατά πόσον συνεχίζεται η διαδικασία αναδιάρθρωσης της οικονομίας προς ένα νέο παραγωγικό υπόδειγμα, το οποίο βασίζεται σε υψηλότερη παραγωγικότητα και εξαγωγές. Στη συνέχεια, δεδομένου ότι μπειρικά έχει καταδειχθεί η συσχέτιση της παραγωγικότητας με την εξαγωγική δραστηριότητα,³ θα αναλυθούν οι εξαγωγικές επιδόσεις στους επιμέρους κλάδους.

Υπολογισμός της ανάπτυξης

Για τον υπολογισμό της ανάπτυξης κατά τομέα διαμετρείται μια συνάρτηση παραγωγής σταθερών αποδόσεων κλίμακας Cobb-Douglas.⁴ Κύρια πηγή στατιστικής πληροφόρησης είναι οι νέοι αναθεωρημένοι Εθνικοί Λογαριασμοί της ΕΛΣΤΑΤ (ΕΣΑ 2010),⁵ που παρέχουν λεπτομερείς ετήσιες σειρές για την ελληνική οικονομία σε επίπεδο διψήφων κωδικών ταξινόμησης για την περίοδο 1995-2017. Η ανάπτυξη ορίζεται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας (ΑΠΑ). Ο ρυθμός αύξησης της εισροής εργασίας ορίζεται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πραγματικών ωρών εργασίας. Τέλος, τα μερίδια συμβολής της εργασίας (α_i) σε διψήφιο επίπεδο υπολογίζονται ως ο λόγος των ακαθάριστων μισθών προς το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα κάθε τομέα με διόρθωση ώστε να ληφθεί υπόψη η αυτοαπασχόληση.⁶

Διάγραμμα Α Συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής και πραγματική Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

3 Βλ. Berthou, A. et al. (2015), "Assessing European firms' exports and productivity distributions: the CompNet trade module", ECB Working Paper 1788, και Gibson, H. and G. Pavlou (2017), "Exporting and performance: evidence from Greek firms", Bank of Greece Working Paper No. 228.

4 Η συνάρτηση Cobb-Douglas είναι: $Y_i = A_i + \alpha_i + (1-\alpha_i)K_i$, όπου, για κάθε τομέα i , Y_i είναι ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής, A_i είναι η αύξηση της ΣΠΣ, L_i είναι η αύξηση των ωρών εργασίας, K_i είναι η αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου, α_i είναι το μερίδιο συμβολής της εργασίας και $(1-\alpha_i)$ είναι το μερίδιο συμβολής του κεφαλαίου.

5 Νέοι αναθεωρημένοι ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί για τα έτη 1995-2017 και δεύτερη εκτίμηση για το 2017, ΕΛΣΤΑΤ, Οκτώβριος 2018.

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

Αποτελέσματα και ανάλυση

Η ανάπτυξη κατά τομέα για την περίοδο 2014-2017 καθώς και η συμβολή των αυξήσεων του κεφαλαίου, της εργασίας και της ΣΠΣ εμφανίζονται στο Διάγραμμα Β (όπου οι τομείς κατατάσσονται σύμφωνα με το μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της ΑΠΑ). Το Διάγραμμα Β προκύπτει από συγκέντρωση στοιχείων σε διηγήσιο κλαδικό επίπεδο.^{7,8}

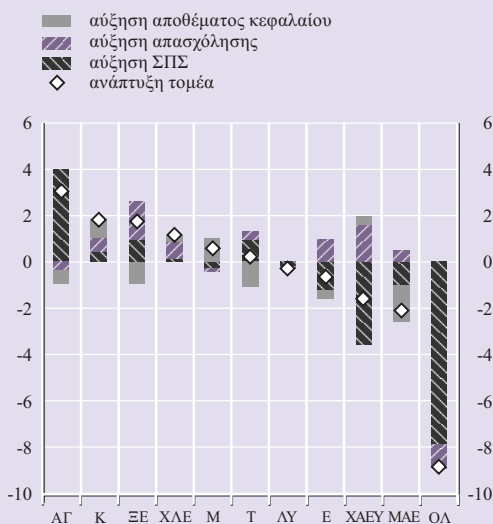
Την περίοδο 2014-2017 αρκετοί τομείς καταγράφουν θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σε όρους ανάπτυξης και παραγωγικότητας, τις υψηλότερες επιδόσεις εμφανίζουν κλάδοι εμπορεύσιμων προϊόντων, συγκεκριμένα ο αγροτικός τομέας (3,0% και 4,0% αντίστοιχα) και ο τουρισμός (1,7% και 0,9% αντίστοιχα). Θετική, σε όρους ανάπτυξης, είναι και η εικόνα του συνολικού μεταποιητικού τομέα για πρώτη φορά μετά την κρίση (0,6%), λόγω της επίδοσης που καταγράφηκε τα έτη 2016-2017 (5,0% και 3,0% αντίστοιχα). Σημειώνεται ότι μεταξύ των ετών 2007 και 2013 οι επενδύσεις στο σύνολο της οικονομίας μειώθηκαν κατά 64,1%, ενώ οι επενδύσεις στον τομέα της μεταποίησης κατά 18%. Επίσης, την πιο πρόσφατη περίοδο σταθεροποίησης της οικονομίας (2014-2017) παρατηρήθηκε δυναμική ανάκαμψη των επενδύσεων στη μεταποίηση (μέσος ρυθμός ανόδου: 10,1%, έναντι 2,5% για το σύνολο της οικονομίας).

Σε θετικό έδαφος εισήλθε και ο τομέας των κατασκευών (1,8%) την περίοδο 2014-2017, για πρώτη φορά από το 2009, λόγω επενδύσεων σε έργα υποδομής, κυρίως το 2016 και σε μικρότερο βαθμό το 2017. Θετική επίδοση την περίοδο 2014-2017 κατέγραψε και ο τομέας “Χονδρικό και λιανικό εμπόριο” (1,2%), με το επίπεδο της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας το 2017 να είναι ωστόσο κατά 46% χαμηλότερο σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα. Η άνοδος του τομέα “Χονδρικό και λιανικό εμπόριο” αποδίδεται εν μέρει στη δυναμική του τουριστικού κλάδου, αλλά και στις θετικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις της ανάπτυξης του τομέα της μεταποίησης. Αντιθέτως, σε αρνητικό έδαφος βρίσκονται οι τομείς “Μεταφορά, Αποθήκευση και Επικοινωνία” (-2,1%), “Ενέργεια” (-0,6%), “Χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση” (-1,6%) και “Λοιπές υπηρεσίες” (-0,3%), καθώς και ο τομέας “Ορυχεία και Λατομεία” (-8,9%).

Στα Διαγράμματα Γ1 και Γ2 παρουσιάζονται οι κλάδοι με τις υψηλότερες επιδόσεις σε όρους ανάπτυξης και παραγωγικότητας στους τομείς της μεταποίησης και των υπηρεσιών εκτός του τουρισμού την περίοδο 2014-2017. Στο μεταποιητικό τομέα (βλ. Διάγραμμα Γ1), εντυπωσιακές επι-

Διάγραμμα Β Τομεακή ανάπτυξη και συνιστώσες την περίοδο 2014-2017

(κατά ρυθμό τομεακής ανάπτυξης)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Τα αρκτικόλεξα για τους διάφορους τομείς επεξηγούνται στην υποσημείωση 7. Τ=ηοικονομία ως σύνολο.

7 Η αντιστοιχία ανάμεσα στους διηγήσιμους τομείς και τους ευρύτερους τομείς που εμφανίζονται στο Διάγραμμα Β είναι η εξής: Φυτική και ζωική παραγωγή, θήρα και συναφείς δραστηριότητες, Δασοκομία και υλοτομία, Αλιεία και υδατοκαλλιέργεια (ΑΓ, διηγήσιοι κωδικοί NACE Rev.2, 01-03), Ορυχεία και Λατομεία (ΟΛ, 05-09), Μεταποίηση (Μ, 10-33), Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου, ατμού και κλιματισμού (Ε, 35-39), Κατασκευές (Κ, 41-43), Χονδρικό και Λιανικό Εμπόριο (ΧΛΕ, 45-47), Μεταφορά, Αποθήκευση και Επικοινωνία (ΜΑΕ, 49-53 και 58-63), Καταλύματα και δραστηριότητες υπηρεσιών εστίασης (ΞΕ, 55-56), Χρηματοπιστωτικές, Ασφαλιστικές και Επιχειρηματικές Υπηρεσίες (ΧΑΕΥ, 64-66 και 69-82), Κοινοτικές, Κοινωνικές και Προσωπικές Υπηρεσίες (ΛΥ, 84-99).

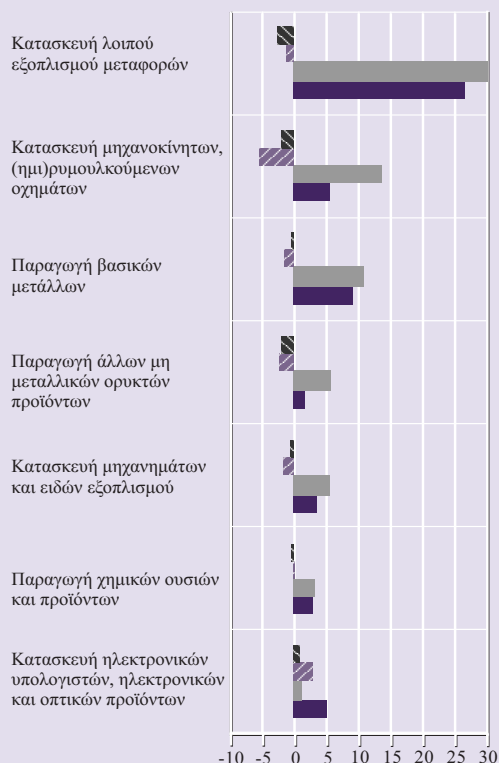
8 Από την ανάλυση παραλείπεται ο διηγήσιμος τομέας “Διαχείριση ακίνητης περιουσίας” (κωδικός 68), ο οποίος αφορά εισόδημα από μισθώσεις ακινήτων και άρα δεν είναι κατ’ αρχήν εφικτή η εφαρμογή της έννοιας της παραγωγικότητας.

Διάγραμμα Γ. Οι κλάδοι της μεταποίησης και των υπηρεσιών με τις υψηλότερες επιδόσεις ΣΠΣ την περίοδο 2014-2017

(ποσοστά %)

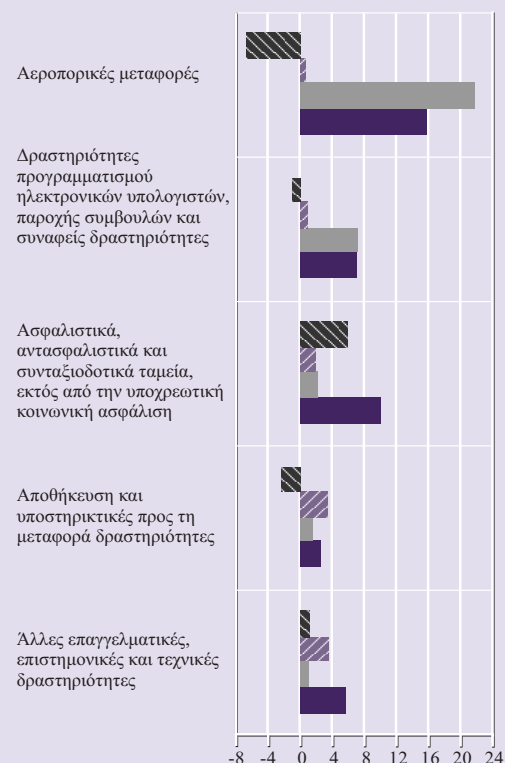
Γ1. Κλάδοι μεταποίησης

■ ανάπτυξη τομέα
■ αύξηση ΣΠΣ



Γ2. Κλάδοι υπηρεσιών (εκτός τουρισμού)

■ αύξηση απασχόλησης
■ αύξηση αποθέματος κεφαλαίου



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

δόσεις σε όρους ΣΠΣ καταγράφουν οι κλάδοι “Κατασκευή λοιπού εξοπλισμού μεταφορών” (30%), “Κατασκευή μηχανοκίνητων και (ημι)ρυμουλκούμενων οχημάτων” (13,7%), “Παραγωγή βασικών μετάλλων” (10,8%), “Κατασκευή άλλων μη μεταλλικών ορυκτών προϊόντων” (5,7%), “Κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού” (5,6%) και “Παραγωγή χημικών ουσιών και προϊόντων” (3,2%). Στις υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα Γ2), οι κλάδοι με την υψηλότερη αύξηση ΣΠΣ είναι οι “Αεροπορικές μεταφορές” (21,9%) και οι “Δραστηριότητες προγραμματισμού ηλεκτρονικών υπολογιστών” (7,3%).

Μεταβολές στην εξαγωγική επίδοση

Η ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομικής δραστηριότητας τόσο κατά την περίοδο της κρίσης (2008-2013) όσο και κατά την περίοδο σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας (2014-2017) επιβεβαιώνεται και από την πορεία του λόγου των εξαγωγών προς την ακαθάριστη αξία παραγωγής κατά κλάδο δραστηριότητας.⁹ Παρατηρείται σημαντική αύξηση της εξαγωγικής επίδοσης κατά την περίοδο της κρίσης, η οποία εντείνεται την πιο πρόσφατη περίοδο (2014-2017), τόσο

⁹ Βλ. Mano, R. and M. Castillo (2015), “The level of productivity in traded and non-traded sectors for a large panel of countries”, IMF WP/15/48.

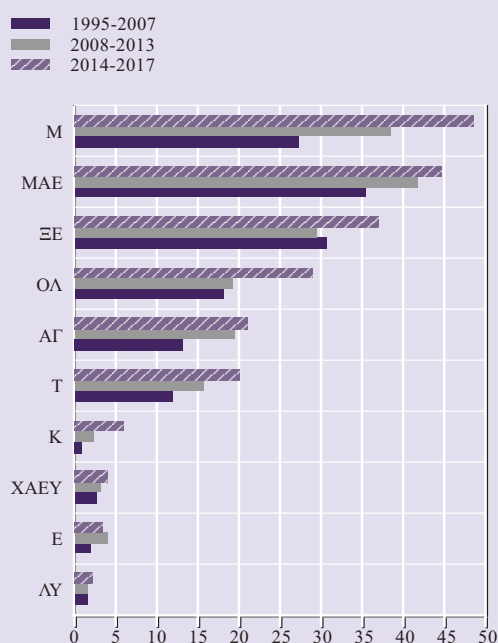
σε κλάδους παραγωγής αγαθών όσο και σε κλάδους υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα Δ). Συγκεκριμένα, εντυπωσιακή είναι η εξαγωγική επίδοση του κλάδου της μεταποίησης, η οποία αυξήθηκε από 27,2% την περίοδο 1995-2007 σε 48,7% την περίοδο 2014-2017, των υπηρεσιών “Μεταφοράς, Αποθήκευσης και Επικοινωνίας” και του τουρισμού. Σημαντική εξωστρέφεια εμφανίζουν ο κλάδος ορυχείων-λατομείων και ο αγροτικός τομέας, ενώ αυξανόμενη εξωστρέφεια παρουσιάζεται στους τομείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, ενέργειας, ακόμη και στον παραδοσιακά θεωρούμενο κλάδο μη εμπορεύσιμων προϊόντων, δηλαδή αυτόν των κατασκευών. Επομένως, διαπιστώνεται ότι κατά την περίοδο 2014-2017 συνεχίζεται με εντεινόμενο ρυθμό η εξωστρέφεια που είχε παρατηρηθεί στη διάρκεια της κρίσης τόσο στους παραδοσιακά θεωρούμενους κλάδους παραγωγής εμπορεύσιμων προϊόντων, όσο και σε πολλούς κλάδους υπηρεσιών, συμβάλλοντας στη διαμόρφωση ενός νέου παραγωγικού υποδείγματος που βασίζεται στις εξαγωγές.

Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Τα αποτελέσματα από την ανάλυση της τομεακής ανάπτυξης της οικονομίας για την πρόσφατη περίοδο 2014-2017 επιβεβαιώνουν τη σταδιακή αλλαγή του παραγωγικού υποδείγματος, με στροφή από κλάδους μη εμπορεύσιμων προς κλάδους εμπορεύσιμων προϊόντων. Η μεγαλύτερη εξωστρέφεια παραδοσιακών κλάδων εμπορεύσιμων προϊόντων, όπως ο αγροτικός τομέας, η μεταποίηση και ο τουρισμός, αλλά και ο αυξανόμενα εξαγωγικός χαρακτήρας κυρίως υπηρεσιών, όπως οι μεταφορές, οι υπηρεσίες μηχανοργάνωσης/πληροφορικής και οι ασφαλιστικές υπηρεσίες, συνάδουν με την υψηλότερη ανάπτυξη και παραγωγικότητα των εν λόγω κλάδων και έχουν συμβάλει στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας την πρόσφατη περίοδο.

Για την ενίσχυση της παραγωγικότητας των εξωστρεφών κλάδων είναι απαραίτητη η χρηματοδότηση επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και νέες τεχνολογίες. Δεδομένης της έλλειψης εγχώριων επενδυτικών πόρων, πρέπει να ενισχυθεί η προσπάθεια προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων. Μια άλλη πρόκληση για το μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας προς ένα νέο παραγωγικό υπόδειγμα βασισμένο στη γνώση και τις εξαγωγές είναι η ενίσχυση της Έρευνας και Ανάπτυξης (Ε&Α)^{10,11} μέσω της στενής συνεργασίας επιχειρήσεων και ερευνητικών κέντρων. Η συστηματική χρήση καινοτόμων τεχνολογιών και η αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου σε

Διάγραμμα Δ Εξαγωγική επίδοση της ελληνικής οικονομίας κατά κλάδο δραστηριότητας την περίοδο 1995-2017¹



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Τα αρκτικόλεξα για τους διάφορους τομείς επεξηγούνται στην υποσημείωση 7. Τ= η οικονομία ως σύνολο.
1 Εξαγωγική επίδοση = εξαγωγές/ακαθάριστη αξία παραγωγής.

10 Βλ. Αλμπάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2017), “Έρευνα και Καινοτομία στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο 46.

11 Σύμφωνα με τα προκαταρκτικά στοιχεία του Εθνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης, οι συνολικές δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη στην Ελλάδα το 2017 ανήλθαν σε 2.033 εκατ. ευρώ, αυξημένες κατά 15,9% σε σχέση με το 2016. Ως εκ τούτου, η “Ένταση Ε&Α” αυξήθηκε σε 1,14% του ΑΕΠ, από 1,01% του ΑΕΠ το 2016, έναντι 2,03% στην ΕΕ-28 το 2016.

εμπορεύσιμους κλάδους μπορεί να συμβάλει στην επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης.¹² Προς αυτή την κατεύθυνση, η ανάπτυξη της ψηφιακής επιχειρηματικότητας μέσω της υιοθέτησης τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) από τις επιχειρήσεις θα διευκολύνει τη διεθνοποίηση τους. Τέλος, απαραίτητη για την ενίσχυση της παραγωγικότητας είναι η προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη δημόσια διοίκηση και στο επιχειρηματικό περιβάλλον, ώστε να μειωθεί το διοικητικό κόστος και να ενισχυθεί η επιχειρηματικότητα.

12 Στουρνάρας, Γ. και Μ. Αλμπάνη (2008), *Η ελληνική οικονομία μετά την κρίση: Αναζητώντας ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο*, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), Αθήνα.

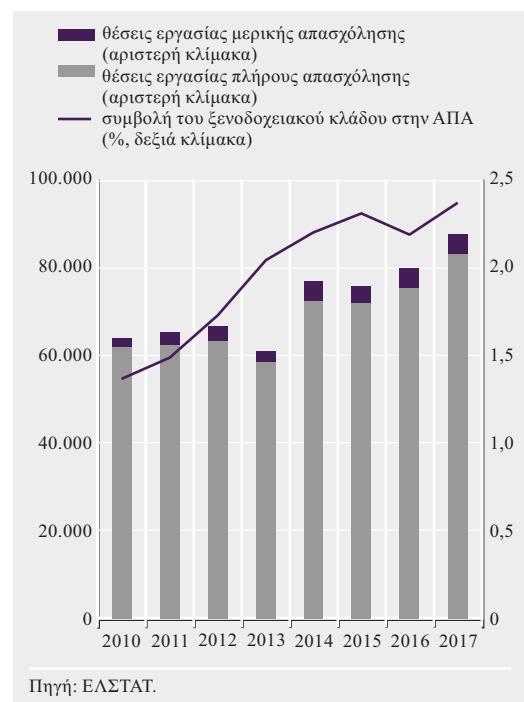
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών με ετήσιο ρυθμό 1,2% το 2017 συνέβαλε θετικά κατά 1,0 ποσοστιαία μονάδα στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο (βλ. Πίνακα IV.4). Το εννεάμηνο του 2018 παρατηρείται επιτάχυνση (1,5%) στους κλάδους του τριτογενούς τομέα, κυρίως λόγω της αύξησης του κλάδου του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των μεταφορών-αποθήκευσης, αλλά και των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων. Παράλληλα, θετικά κινούνται και οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών.

Θετική εικόνα προκύπτει και από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 (βλ. Πίνακα IV.5). Καταγράφεται αύξηση στις υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, όπως η παροχή καταλύματος και η εστίαση, τα ταξιδιωτικά πρακτορεία και οι μεταφορές, εξαιρουμένων των θαλάσσιων μεταφορών. Αύξηση παρατηρείται επίσης στις υπηρεσίες του εμπορίου και των επαγγελματικών υπηρεσιών (με εξαίρεση τις δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών).

Η θετική εικόνα του τουρισμού το 2017 συνεχίστηκε και τους πρώτους εννέα μήνες του 2018, με τα στοιχεία να υποδηλώνουν νέο υψηλό αφίξεων και εσόδων για το 2018. Κατά το εννεάμηνο του 2018 η εισερχόμενη ταξι-

Διάγραμμα IV.9 Απασχόληση στον ξενοδοχειακό κλάδο και συμβολή του κλάδου στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (ΑΠΑ)



διωτική κίνηση¹³ και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε σταθερές τιμές και εξαιρουμένων των εισπράξεων από την κρουαζιέρα) αυξήθηκαν κατά 10,3% και 8,4% αντίστοιχα, ενώ θετικές παραμένουν και οι επιχειρηματικές προσδοκίες των τουριστικών επιχειρήσεων.

¹³ Τους πρώτους πέντε μήνες του 2018 οι αφίξεις ταξιδιωτών αυξήθηκαν κατά 16,8% σε ετήσια βάση, έναντι μικρότερης αύξησης, κατά 2,4%, την αντίστοιχη περίοδο του 2017. Αυτή η εξέλιξη, πέρα από την αύξηση της τουριστικής κίνησης, υποδηλώνει και επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου κατά τους χειμερινούς μήνες.

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2015-2018)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες				
1. Εμπόριο				
Χονδρικό εμπόριο	-4,4	-1,6	3,7	7,2 (Ιαν.-Σεπ.)
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,6 (Ιαν.-Σεπ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	7,8	7,2	6,3	12,9 (Ιαν.-Σεπ.)
2. Μεταφορές				
Χερσαίες μεταφορές	-5,8	-2,1	9,3	1,1 (Ιαν.-Σεπ.)
Θαλάσσιες και αεροπορικές μεταφορές	-3,6	-4,1	-9,4	-3,2 (Ιαν.-Σεπ.)
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	1,9 (Ιαν.-Σεπ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	2,4	7,7	9,6	9,9 (Ιαν.-Σεπ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια				
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	7,8	0,8	8,2	9,9 (Ιαν.-Σεπ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία				
Τηλεπικοινωνίες	-1,3	0,5	-0,5	-0,4 (Ιαν.-Ιουν.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλεοπτικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,3	0,0	-5,9	7,7 (Ιαν.-Σεπ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	-22,4	-13,7	-5,2	15,2 (Ιαν.-Σεπ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες				
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	9,1 (Ιαν.-Ιουν.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-13,9 (Ιαν.-Ιουν.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	3,9 (Ιαν.-Ιουν.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-5,2	-3,9	8,0	24,5 (Ιαν.-Σεπ.)
B. Επιβατική κίνηση				
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	19,0	10,7	8,6	11,2 (Ιαν.-Νοεμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	15,2	7,0	6,0	5,9 (Ιαν.-Σεπ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-9,7	-3,0	4,1	5,7 (Ιαν.-Ιουν.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες	-16,2	1,5	16,9	5,1 (Ιαν.-Νοεμ.)

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

Η ενίσχυση των διεθνών τουριστικών αφίξεων στη χώρα μας, ιδιαίτερα μετά το 2013, είχε θετική επίδραση στον κλάδο των καταλυμάτων. Την περίοδο 2010-2017 παρατηρείται ενίσχυση της συμβολής του ξενοδοχειακού κλάδου στην ελληνική οικονομία ως ποσοστού τόσο της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας όσο και της απασχόλησης. Συγκεκριμένα, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του κλάδου

των καταλυμάτων διαμορφώθηκε σε 2,4% της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας το 2017, από 1,4% το 2010, ενώ η απασχόληση διαμορφώθηκε στις 83,1 χιλ. άτομα το 2017, από 61,9 χιλ. άτομα το 2010 (βλ. Διάγραμμα IV.9). Συνολικά, η συμβολή των κλάδων που συνδέονται με τον τουρισμό στην ακαθάριστη προστιθέμενη αξία εκτιμάται ότι έχει αυξηθεί από 11,3% το 2010, σε 12,6% το 2017.

Τέλος, επισημαίνεται ότι ο ξενοδοχειακός κλάδος ενσωμάτωσε σταδιακά τη μετάβαση από τους κατά 30% μειωμένους συντελεστές του ΦΠΑ σε διάφορα νησιά στους συντελεστές που ισχύουν στην υπόλοιπη επικράτεια, καταγράφοντας αυξήσεις τόσο το 2017 (5,5%) όσο και το 2018 (6,8% κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο).¹⁴

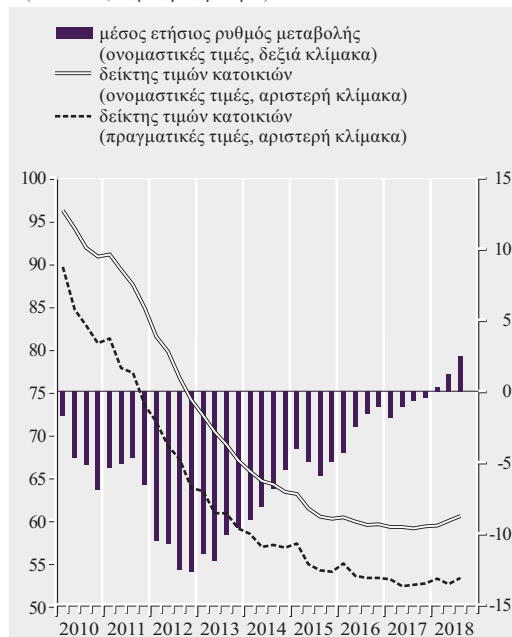
2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2018 καταγράφηκαν μικτές τάσεις στην ελληνική αγορά ακινήτων, με σημαντικές διαφοροποιήσεις στους επιμέρους τομείς, σε διαφορετικές περιοχές και θέσεις. Ως δυναμικότεροι τομείς αναδείχθηκαν οι χρήσεις που σχετίζονται με τον τουρισμό, ενώ αυξημένο παρουσιάστηκε το ενδιαφέρον και για επενδυτικά ακίνητα υψηλών προδιαγραφών, ειδικά στην ευρύτερη περιοχή της Αθήνας. Στον αντίποδα, συντηρούνται οι πιέσεις στο χαμηλών προδιαγραφών απόθεμα της αγοράς κατοικίας και επαγγελματικών ακινήτων, ως συνέπεια της περιορισμένης ρευστότητας και της υποχώρησης του διαθέσιμου εισοδήματος και του ΑΕΠ κατά την τελευταία δεκαετία.

Ειδικότερα, στην **αγορά των κατοικιών** παρατηρούνται ενδείξεις σταθεροποίησης και τοπικά ανάκαμψης. Με βάση τα στοιχεία εκτιμήσεων που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, το εννεάμηνο του 2018 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν αυξημένες κατά 1,3% σε ετήσια βάση, έναντι μείωσης κατά 1,2% το αντίστοιχο διάστημα του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Στην αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας συνέβαλε η σημαντική αύξηση στις τιμές των διαμερισμάτων στην περιοχή της Αθήνας κατά 2,1%, ενώ αντίστοιχα στη Θεσσαλονίκη περιορίστηκε σε 0,8% και στις άλλες μεγάλες πόλεις και λοιπές περιοχές της χώρας σε 0,7%. Στην ενίσχυση της ζήτησης οικιστικών ακινήτων έχει συντελέσει το έντονο ενδιαφέρον για επενδυτικά οικιστικά ακίνητα, τα οποία, ειδικά μέσω των

Διάγραμμα IV.10 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμ. 2010-γ' τρίμ. 2018)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

βραχυχρόνιων μισθώσεων, αποτελούν πλέον ένα νέο τομέα της αγοράς με ραγδαία ανάπτυξη.

Σταδιακή βελτίωση των συνθηκών της αγοράς ακινήτων αποτυπώνεται και σε σχετικούς δείκτες. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε κατοικίες¹⁵ αυξήθηκαν κατά 12,3% το εννεάμηνο του 2018, αν και παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (0,7%). Το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2018 οι οικοδομικές άδειες για κατοικίες, όπως καταγράφονται από την ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκαν κατά 24,3% σε αριθμό και 21,1% σε όρους όγκου. Παράλληλα, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών του IOBE για τις κατοικίες βελτιώθηκε, καταγράφοντας αύξηση κατά 21,7% το ενδεκάμηνο του 2018. Επιπλέον, σύμφωνα με στοιχεία του Υποθηκοφυλακείου Αθηνών ενι-

¹⁴ Οι αυξημένες τιμές κατά το τρέχον έτος ενσωματώνουν επιπλέον και τον νέο φόρο ανά διανυκτέρευση που τέθηκε σε ισχύ από τον Ιανουάριο του 2018 και αντανακλούν την αυξημένη τουριστική ζήτηση.

¹⁵ Σε σταθερές τιμές 2010 και εποχικώς διορθωμένα στοιχεία (ΕΛΣΤΑΤ).

σχύεται σημαντικά ο αριθμός των συναλλαγών για το ενδεκάμηνο του 2018.

Στον κλάδο των **επαγγελματικών ακινήτων** κατά το α' εξάμηνο του 2018 καταγράφηκαν θετικές τάσεις, τόσο στην αγορά γραφείων όσο και στην αγορά καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών. Για το σύνολο της χώρας οι τιμές των γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών κατέγραψαν αύξηση 3,5% και 2,1% σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2017, με τους ρυθμούς αύξησης να είναι ακόμη υψηλότεροι στην Αθήνα, 4,6% και 4,0% αντίστοιχα (προσωρινά στοιχεία). Σημειώνεται ότι τόσο για τα γραφεία όσο και για τα καταστήματα καταγράφονται ανομοιογενείς ρυθμοί και τάσεις σε τοπικό επίπεδο, αποτυπώνοντας τη διαφορετική δυναμική των επιμέρους θέσεων και τομέων της αγοράς.

Το επενδυτικό ενδιαφέρον που καταγράφεται τα δύο τελευταία χρόνια συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2018, με έμφαση στον τομέα των ξενοδοχείων και τις συναφείς με τον τουρισμό χρήσεις. Τόσο οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) όσο και άλλα επενδυτικά κεφάλαια και εταιρίες ανάπτυξης ακινήτων προχώρησαν σε σημαντικές επενδύσεις στον τουρισμό ανά την επικράτεια, αλλά και σε επαγγελματικούς χώρους υψηλών προδιαγραφών στην Αττική. Παράλληλα, διεθνείς αλυσίδες ξενοδοχείων και τουριστικών πρακτόρων ενίσχυσαν περαιτέρω την παρουσία τους στην ελληνική αγορά.

Το εστιασμένο ενδιαφέρον στον τομέα των επαγγελματικών ακινήτων συγκεκριμένων κατηγοριών αποτυπώνεται και στην εξέλιξη της οικοδομικής δραστηριότητας¹⁶ τους πρώτους οκτώ μήνες του 2018. Πιο συγκεκριμένα, για τα ξενοδοχεία καταγράφεται υψηλός ρυθμός αύξησης στον αριθμό των νέων οικοδομικών αδειών (64,7%). Θετική μεταβολή καταγράφεται και για τις νέες άδειες γραφείων (11,7%), ενός τομέα ο οποίος παρέμενε σε αρνητικούς ρυθμούς μέχρι και το τέλος του 2017. Αντίθετα, στις νέες άδειες εμπορικών καταστημάτων καταγράφεται μείωση (-14,1%) κατά την ίδια περίοδο, αντιστρέφο-

ντας την εικόνα των θετικών μεταβολών του 2017.

Στον τομέα της αξιοποίησης των ακινήτων του Δημοσίου, αν και οι ρυθμοί παραμένουν αργοί, ορισμένα σημαντικά έργα φαίνεται να προωθούνται. Χαρακτηριστικά, η επένδυση στο Ελληνικό βρίσκεται πλέον πιο κοντά στην έναρξή της, δεδομένης και της εξέλιξης του διαγωνισμού για την επιλογή αναδόχου για το καζίνο, το οποίο αποτελεί βασική προϋπόθεση για την έναρξη του έργου.

Η σταδιακή διάχυση της ζήτησης σε όλο το φάσμα της αγοράς ακινήτων θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη των μακροοικονομικών μεγεθών της οικονομίας, τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος και την αποκατάσταση της παροχής ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα. Τέλος, επισημαίνεται η ανάγκη περαιτέρω παρεμβάσεων για τη βελτίωση των συνθηκών στον τομέα της φορολογίας, της διαφάνειας και της απλοποίησης των διαδικασιών, ώστε να δημιουργηθεί ένα φιλικότερο επενδυτικό περιβάλλον και να διασφαλιστεί μια βιώσιμη και σταθερή πορεία ανάκαμψης και τελικά ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων.

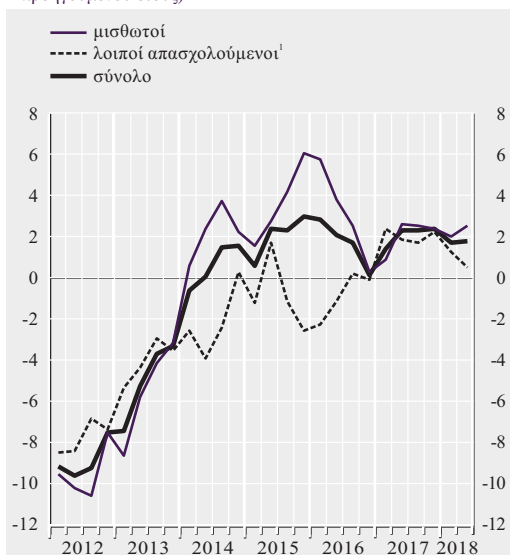
3 ΕΞΕΛΙΞΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας βελτιώνεται σταθερά από το 2014, με την απασχόληση να αυξάνεται κατά 1,8% το α' εξάμηνο του 2018 (έναντι 1,9% το αντίστοιχο διάστημα του 2017) και το ποσοστό ανεργίας να υποχωρεί σε 20,1% την ίδια περίοδο. Η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση της ανεργίας συνδέονται με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας κατά 1,5% το 2017 και 2,1% το εννεάμηνο του 2018, καθώς και με την καλή πορεία κλάδων της οικονομίας που απασχολούν αξιόλογο μερίδιο εργαζομένων, όπως ο τουρισμός, το εμπόριο και η μεταποίηση. Σημαντική συμβολή στη βελτίωση των δεικτών της αγοράς εργασίας είχαν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των

¹⁶ Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.11 Απασχόληση (α' τρίμ. 2012-β' τρίμ. 2018)

(ρυθμός μεταβολής 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.

προηγούμενων ετών, που περιόρισαν τις δυσκαμψίες της αγοράς εργασίας, διατήρησαν το κόστος εργασίας σε χαμηλά επίπεδα και αύξησαν την κινητικότητα των εργαζομένων (βλ. Πλαίσιο IV.4). Αξίζει να σημειωθεί ότι σημαντικό μερίδιο στην αύξηση της απασχόλησης έχουν οι ευέλικτες μορφές απασχόλησης, και συγκεκριμένα η μερική και η εκ περιτροπής απασχόληση, που συνιστούν την πλειοψηφία των νέων προσλήψεων το 2017 και το δεκάμηνο του 2018. Ωστόσο, τα ποσοστά ανεργίας των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων, αν και υποχωρούν σημαντικά, παραμένουν τα υψηλότερα στην ΕΕ. Αυτό υποδηλώνει την ύπαρξη μακροχρόνιων προβλημάτων στην αγορά εργασίας και υπογραμμίζει την ανάγκη συνέχισης της υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων παράλληλα με την περαιτέρω ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (Σεπτέμβριος 2018), το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω στο 18,6% (με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, από 18,9% τον Αύγουστο του 2018).

Η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης σε ετήσια βάση συνεχίζεται για πέμπτη συνεχή χρονιά (2,3% το α' εξάμηνο του 2018), με παράλληλη αύξηση του μεριδίου συμμετοχής της στη συνολική απασχόληση στο 66,1%. Σημαντική αύξηση παρατηρείται στους αυτοαπασχολούμενους με προσωπικό (6,7% το α' εξάμηνο του 2018) λόγω του αυξημένου αριθμού των επιχειρήσεων, ενώ μείωση σημειώθηκε στους αυτοαπασχολούμενους χωρίς προσωπικό και στην κατηγορία των βοηθών στις οικογενειακές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Όσον αφορά την απασχόληση ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας, ο πρωτογενής τομέας παρουσιάζει για πρώτη φορά θετικό ρυθμό μεταβολής το α' εξάμηνο του 2018 (3,3%, έναντι -0,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2017). Ο δευτερογενής και ο τριτογενής τομέας σημειώνουν επίσης θετικούς ρυθμούς μεταβολής, αν και παρουσιάζουν επιβράδυνση (1,4% και 1,6% αντίστοιχα το 2018, έναντι 2,4% και 2,3% το 2017), μειώνοντας οριακά τα μερίδια συμμετοχής τους στο σύνολο της απασχόλησης (15,3% και 72,3% αντίστοιχα).

Εξετάζοντας την εξέλιξη της απασχόλησης κατά κλάδο, παρατηρείται ότι οι κατασκευές αντέστρεψαν την αρνητική εικόνα του α' εξαμήνου 2017 και παρουσίασαν ετήσια αύξηση κατά 1,6%. Όσον αφορά τη μεταποίηση, η ανοδική πορεία επιβραδύνθηκε σημαντικά, με αύξηση μόλις 0,3% έναντι 3% το α' εξάμηνο του 2017. Η αύξηση της απασχόλησης επιβραδύνθηκε επίσης στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο (1,2% έναντι 3,0%) και σε δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (0,9% έναντι 3,6%). Ως αποτέλεσμα, τα μερίδια συμμετοχής των συγκεκριμένων κλάδων στη συνολική απασχόληση υποχώρησαν οριακά.¹⁷ Η αύξηση της απασχόλησης το 2018 αποτυπώ-

¹⁷ Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής), τους πρώτους έντεκα μήνες του 2018 παρατηρείται σημαντική βελτίωση των προοπτικών απασχόλησης στις υπηρεσίες. Επίσης, θετικά κινούνται και οι προοπτικές απασχόλησης στο λιανικό εμπόριο, αν και σημειώνουν σχετική επιδείνωση. Όσον αφορά τη μεταποίηση, η εικόνα παρουσιάζεται ελαφρώς βελτιωμένη, ενώ οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές εξακολουθούν να κινούνται σε αρνητικό έδαφος, αν και σημαντικά βελτιωμένες.

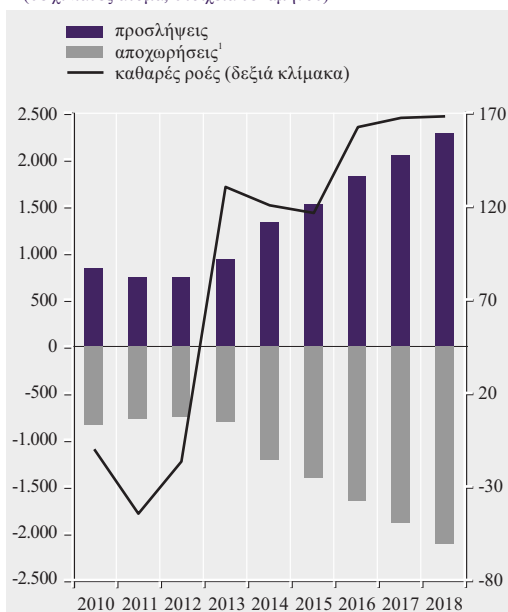
νεται και στο ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (σύμφωνα με στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ). Ειδικότερα, τους πρώτους δέκα μήνες του 2018 δημιουργήθηκαν 168.282 νέες θέσεις εργασίας, μόλις 831 περισσότερες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.12). Τον Οκτώβριο του 2018 το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης υποχώρησε σημαντικά, ωστόσο η αξιοσημείωτη ενίσχυση των ροών απασχόλησης κατά το τρίμηνο Μαρτίου-Μαΐου συντέινει στη διατήρησή του το δεκάμηνο. Το ίδιο διάστημα, οι ευέλικτες μορφές απασχόλησης εξακολουθούν να υπερετερούν. Συγκεκριμένα, το 53,9% των νέων προσλήψεων αφορούσε προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης (έναντι 54,4% το αντίστοιχο διάστημα του 2017). Ως συνέπεια των ανωτέρω, το ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών συνέχισε να αυξάνεται (54,3% το α' εξάμηνο του 2018, έναντι 53% το ίδιο διάστημα του 2017), όμως παραμένει το χαμηλότερο στην ΕΕ-28.

Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες. Συγκεκριμένα, το ποσοστό ανεργίας των νέων 20-29 ετών μειώθηκε σε 32,6% το α' εξάμηνο του 2018 (35,7% το α' εξάμηνο του 2017), διατηρώντας όμως τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-28 (βλ. Διάγραμμα IV.13). Η επιστροφή της οικονομίας σε σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης και η αντιμετώπιση της υψηλής ανεργίας των νέων, μέσω συστηματικών δράσεων και πρωτοβουλιών, θα αποτρέψουν την αποθάρρυνση και την έξοδό τους από την αγορά εργασίας, ενώ επίσης θα αναστείλουν την απαξίωση των δεξιοτήτων τους.

Το ποσοστό της μακροχρόνιας ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί (14,1% του εργατικού δυναμικού το α' εξάμηνο του 2018, έναντι 16,0% την ίδια περίοδο το 2017), παραμένει όμως το υψηλότερο στην ΕΕ τόσο στο σύνολο των ανέργων όσο και κατά φύλο. Παράλληλα, το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων στο σύνολο των ανέργων υποχώρησε σε 70,3% το α' εξάμηνο του 2018. Η πλειοψηφία

Διάγραμμα IV.12 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2018)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία δεκαμήνου)

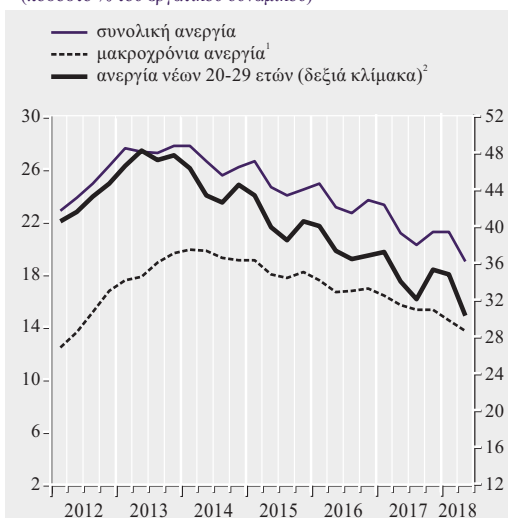


Πηγές: ΟΑΕΔ και πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ.

1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

Διάγραμμα IV.13 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμ. 2012-β' τρίμ. 2018)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.

2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

των μακροχρόνια ανέργων είναι γυναίκες και όσοι παραμένουν άνεργοι για διάστημα μεγαλύτερο των 48 μηνών. Η σύνθεση της μακροχρόνιας ανεργίας υποδηλώνει την ανάγκη συνέχισης των ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης που θα ενισχύουν τις δεξιότητες του εργατικού δυναμικού, την καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας και τη διά βίου μάθηση.¹⁸ Τέτοιες δράσεις μειώνουν την πιθανότητα απόσυρσης των ατόμων από την αγορά εργασίας, βελτιώνουν τις ικανότητες και τις αμοιβές τους, με αποτέλεσμα να περιορίζεται ο κίνδυνος κοινωνικού αποκλεισμού, φτώχειας και αύξησης των ανισοτήτων.

Στο πλαίσιο της αντιμετώπισης του φαινομένου της αδήλωτης εργασίας και της προστασίας των εργαζομένων, ο ν. 4554/2018 αναθεωρεί τα πρόστιμα για την αδήλωτη εργασία, παρέχοντας έκπτωση του προστίμου σε επιχειρήσεις που προσλαμβάνουν τους αδήλωτους εργαζομένους, και αυξάνει την προστασία επιλεγμένων κατηγοριών εργαζομένων. Επιπροσθέτως, με την ολοκλήρωση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, επανέρχονται ο μηχανισμός επέκτασης των κλαδικών συλλογικών συμβάσεων και η αρχή της ευνοϊκότερης ρύθμισης.

Επιπλέον, το Υπουργείο Εργασίας εξέδωσε εγκύκλιο¹⁹ για τον καθορισμό του διοικητικού μηχανισμού μέτρησης της αντιπροσωπευτικότητας των κλαδικών συλλογικών συμβάσεων. Η κάλυψη του 51% τουλάχιστον του εργατικού δυναμικού στον αντίστοιχο κλάδο αξιολογείται μέσω του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ. Το τρίμηνο Σεπτεμβρίου-Νοεμβρίου 2018 υπογράφηκαν υπουργικές αποφάσεις για επέκταση των κλαδικών συλλογικών συμβάσεων για τους εργαζόμενους σε τράπεζες, ναυτιλιακά πρακτορεία, ναυτιλιακές εταιρίες, ταξιδιωτικά και τουριστικά γραφεία, ξένες αεροπορικές εταιρίες, για τους τεχνικούς ραδιοφωνίας και ηχολήπτες, καθώς και για δύο τοπικές συλλογικές συμβάσεις για ξενοδοχοϋπαλλήλους στην Κρήτη και μία στη Ρόδο.

Τέλος, αποκλειστικά για το 2018, το Υπουργείο Εργασίας αναθεώρησε το χρονοδιάγραμμα της διοικητικής διαδικασίας σχετικά με το θεσμικό καθορισμό του κατώτατου μισθού, προκειμένου να νομοθετήσει αλλαγές τον Ιανουάριο του 2019.²⁰ Σε αυτό το πλαίσιο, απεστάλη πρόσκληση σε ανεξάρτητους φορείς έρευνας και πολιτικής, συμπεριλαμβανομένης της Τράπεζας της Ελλάδος, προκειμένου να εκφράσουν τη γνώμη τους σχετικά με τα ισχύοντα επίπεδα του κατώτατου μισθού, ενώ παράλληλα ορίστηκε πενταμελής επιτροπή για να συντονίσει τη διαδικασία και να διαμορφώσει την τελική πρόταση στον Υπουργό Εργασίας.

Η επιστροφή της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και η συνέχιση της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αναμένεται να επηρεάσουν θετικά την αύξηση της απασχόλησης και την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας, ιδιαίτερα της μακροχρόνιας ανεργίας και της ανεργίας των νέων και των γυναικών. Προϋπόθεση για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι η εφαρμογή στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, καθώς και προγραμμάτων κατάρτισης για την ενίσχυση των δεξιοτήτων των ανέργων. Σημαντική προς αυτή την κατεύθυνση είναι η ενεργοποίηση του μηχανισμού διάγνωσης των αναγκών της αγοράς εργασίας για το σχεδιασμό πολιτικών με στόχο τη μείωση της ανεργίας. Τέλος, η εφαρμογή του σχεδίου δράσης για την αδήλωτη εργασία που είχε συμφωνηθεί το Σεπτέμβριο του 2016 έχει ήδη οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα, αλλά θα χρειαστεί περαιτέρω συνεργασία μεταξύ των εμπλεκόμενων φορέων ώστε να στηριχθεί η νόμιμη απασχόληση και να ενισχυθεί ο υγιής ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων.

¹⁸ Πρόσφατη μελέτη αναδεικνύει την ανάγκη ενίσχυσης των ψηφιακών δεξιοτήτων του πληθυσμού και ιδιαίτερα των νέων (European Commission, *Education and Training Monitor 2018, Country analysis*, October 2018). Επιπλέον, σε έκθεση του CEDEFOP (2018) επισημαίνεται ότι οι πτυχιούχοι αναγκάζονται να αποδέχονται θέσεις εργασίας κατώτερες των δεξιοτήτων τους, καθώς οι θέσεις που προσφέρονται απαιτούν χαμηλότερα προσόντα.

¹⁹ Εγκύκλιος 32921/2175/2018, 13.6.2018.

²⁰ Ν. 4564/2018, ΦΕΚ Α'170/21.9.2018.

Η ΕΥΕΛΙΞΙΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ: ΜΙΑ ΚΛΑΔΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΕΥΕΛΙΚΤΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας την περίοδο 2010-2012 είχαν ως στόχο την αύξηση της προσαρμοστικότητας των επιχειρήσεων στις διαταραχές της οικονομικής δραστηριότητας μέσω της αύξησης της ευελιξίας στην αγορά εργασίας. Οι μεταρρυθμίσεις διευκόλυναν την προσαρμογή του μισθολογικού κόστους και της απασχόλησης. Τα κυριότερα από τα μέτρα που υιοθετήθηκαν αφορούσαν τη μείωση του κόστους απολύσεων/καταγγελίας συμβάσεων, αλλαγές στον τρόπο προσδιορισμού του κατώτατου μισθού, αλλαγές στη δομή του συστήματος συλλογικών διαπραγματεύσεων και την προώθηση ευέλικτων μορφών απασχόλησης (δηλ. μερικής και εκ περιτροπής εργασίας).¹

Εν μέρει λόγω των μεταρρυθμίσεων, η απασχόληση, και ειδικότερα η μισθωτή απασχόληση, κατέγραψε σημαντικούς ρυθμούς αύξησης σε όλα τα τρίμηνα από το 2014 μέχρι σήμερα, παρότι το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ από το 2014 μέχρι το 2017 ήταν χαμηλός ή αρνητικός.

Το παρόν πλαίσιο εξετάζει την ευελιξία στην αγορά εργασίας, δίνοντας έμφαση σε μια συγκεκριμένη πτυχή της, που αφορά την προσαρμογή της απασχόλησης. Προς το σκοπό αυτό, εξετάζει τις μικτές ροές απασχόλησης, δηλ. το άθροισμα των προσλήψεων και των αποχωρήσεων ως ποσοστό του συνόλου των εργαζομένων. Μια αυξητική τάση των μικτών ροών ως προς το σύνολο των εργαζομένων (labour turnover) είναι ενδεικτική μιας πιο ευέλικτης αγοράς εργασίας,^{2,3} ενώ η καθαρή δημιουργία θέσεων απασχόλησης είναι ένδειξη ευρωστίας της αγοράς εργασίας.

Οι μικτές ροές απασχόλησης υπολογίζονται ανά κλάδο, ως το άθροισμα των ροών πλήρους, μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης, χρησιμοποιώντας στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ για τις προσλήψεις και τις αποχωρήσεις/απολύσεις. Με βάση αυτές τις ροές αναλύεται η ευελιξία στην αγορά εργασίας ανά ευρύ κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (σύμφωνα με την ταξινόμηση NACE) για την περίοδο Μαρτίου 2014-Απριλίου 2018,⁴ τόσο για τις συνολικές ροές όσο και για τις ροές ανά τύπο σύμβασης. Ο λόγος για τον οποίο διαχωρίζονται οι ροές ανά τύπο σύμβασης είναι για να διαπιστωθεί κατά πόσον τυχόν αύξηση της ευελιξίας οφείλεται στην προώθηση ευέλικτων μορφών απασχόλησης, όπως της μερικής και της εκ περιτροπής εργασίας.

2 ΧΡΗΣΗ ΕΥΕΛΙΚΤΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ

Ο πίνακας παρουσιάζει στοιχεία για τη μισθωτή απασχόληση σε επιλεγμένους κλάδους. Οι ετήσιες μικτές ροές μισθωτής απασχόλησης ως προς το σύνολο των μισθωτών είναι σημαντικές και

1 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για τα έτη 2016 και 2017*.

2 Η έννοια του labour turnover και οι τρόποι μέτρησής του αποτελούν αντικείμενο ανάλυσης εδώ και πολλές δεκαετίες, βλ. Goddard (1927). Το μέγεθος αυτό μπορεί να μετρηθεί με πολλούς τρόπους, όπως π.χ. αποχωρήσεις ως προς το σύνολο των εργαζομένων (separation rate), προσλήψεις ως προς το σύνολο των εργαζομένων (accession rate), οικειοθελείς αποχωρήσεις ως προς το σύνολο (mobility rate), προσλήψεις και αποχωρήσεις ως προς το σύνολο (labour flux rate), κ.ά. Για το σκοπό της παρούσας ανάλυσης, χρησιμοποιείται ο δείκτης labour flux rate. Για ανάλογες στατιστικές, βλ. επίσης Bureau of Labor Statistics. Για τη χρήση του στην οικονομική έρευνα – θεωρητική και εμπειρική – βλ. μεταξύ άλλων Stiglitz (1974) και Du Caju et al. (2015).

3 Ταυτόχρονα όμως, η ίδια αυξητική τάση του labour turnover θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως αυξανόμενη εργασιακή επισφάλεια (precarity).

4 Τα στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ αφορούν τον αριθμό των προσλήψεων και των οικειοθελών αποχωρήσεων και απολύσεων ανά τύπο σύμβασης – πλήρους, μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης. Για τις αποχωρήσεις αναφέρεται επίσης αν υφίσταται λήξη σύμβασης ορισμένου χρόνου. Τα στοιχεία είναι ανά κλάδο και μήνα και καλύπτουν την περίοδο Μαρτίου 2014-Απριλίου 2018.

Μικτές ροές και μεταβολές μισθωτών σε επιλεγμένους κλάδους

		Μεταποίηση	Χονδρικό & λιανικό εμπόριο	Μεταφορά & αποθήκευση	Υπηρεσίες καταλυμάτων & εστίασης	Ενημέρωση & επικοινωνία	Εκπαιδευτικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	Σύνολο οικονομίας
2015	Πλήρους απασχόλησης	Αριθμός απόμων	232.332	126.078	168.137	68.223	78.974	2.128.918
		Προσλήψεις	123.506	42.865	254.718	26.892	34.389	849.651
		Αποχωρήσεις	117.150	39.270	255.661	23.039	35.610	625.734
	Μερικής ή εκ περιτροπής απασχόλησης	Αριθμός απόμων	27.220	12.679	131.678	7.471	11.305	420.398
		Προσλήψεις	36.727	17.860	483.120	18.550	54.427	959.901
2016	Πλήρους απασχόλησης	Αποχωρήσεις	33.421	15.115	449.859	18.229	52.137	885.167
		% μεταβολής του συνόλου των μισθωτών	3,6%	4,8%	13,3%	6,4%	4,5%	4,0%
		Συμβολή μισθωτών πλήρους απασχόλησης	70,8%	59,6%	19,6%	87,8%	51,5%	33,8%
	Μικτές ροές ως % του συνόλου των μισθωτών		119,7%	83,0%	481,4%	114,6%	195,6%	123,7%
2016	Πλήρους απασχόλησης	Αριθμός απόμων	240.399	129.707	169.359	70.635	80.553	2.172.221
		Προσλήψεις	136.921	47.536	279.707	30.976	38.520	969.965
		Αποχωρήσεις	128.224	44.319	283.414	29.174	33.893	795.473
	Μερικής ή εκ περιτροπής απασχόλησης	Αριθμός απόμων	31.507	15.489	168.444	8.270	14.559	507.269
		Προσλήψεις	43.186	21.496	601.972	21.879	65.175	1.173.009
2017	Πλήρους απασχόλησης	Αποχωρήσεις	39.360	17.965	571.722	20.936	62.251	1.086.997
		% μεταβολής του συνόλου των μισθωτών	4,8%	4,6%	12,7%	4,2%	5,4%	5,1%
		Συμβολή μισθωτών πλήρους απασχόλησης	65,3%	56,4%	3,2%	75,1%	32,7%	33,3%
	Μικτές ροές ως % του συνόλου των μισθωτών		127,9%	90,4%	514,2%	130,5%	210,1%	130,2%
2017	Πλήρους απασχόλησης	Αριθμός απόμων	249.333	133.073	172.097	73.864	86.772	2.234.085
		Προσλήψεις	140.168	53.288	313.480	41.415	43.851	1.083.417
		Αποχωρήσεις	130.406	49.967	314.680	37.850	37.195	922.366
	Μερικής ή εκ περιτροπής απασχόλησης	Αριθμός απόμων	34.967	19.220	197.596	9.244	17.429	586.897
		Προσλήψεις	49.806	24.495	681.422	24.711	57.080	1.316.977
2017	Πλήρους απασχόλησης	Αποχωρήσεις	46.283	21.694	652.004	23.646	53.343	1.236.620
		% μεταβολής του συνόλου των μισθωτών	4,6%	4,9%	9,4%	5,3%	9,6%	5,3%
		Συμβολή μισθωτών πλήρους απασχόλησης	72,1%	47,4%	8,6%	76,8%	68,4%	43,7%
	Μικτές ροές ως % του συνόλου των μισθωτών		129,0%	98,1%	530,6%	153,6%	183,7%	150,2%

Πηγές: Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού ΕΛΣΤΑΤ για το α' τρίμηνο του 2013 και Πληροφοριακό Σύστημα ΕΡΓΑΝΗ για μεταγενέστερες περιόδους. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος. Σημειώσεις: 1) Το αρχικό σύνολο μισθωτών με μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση ανά κλάδο είναι κατά προσέγγιση, καθώς χρησιμοποιήθηκαν τα ποσοστά κάθε κλάδου στο σύνολο των εργαζομένων. Επίσης, τα αρχικά σύνολα μισθωτών περιλαμβάνουν και μισθωτούς με σχέση εργασίας δημοσίου δικαίου. Συνεπώς, τα σύνολα των μισθωτών του πίνακα είναι ψευδοσύνολα και εμφανίζουν κάποιες διαφορές από επίσημες πηγές. 2) Για κάθε έτος, ο αριθμός εργαζομένων του κλάδου αναφέρεται στο μέσο όρο των μισθωτών στον κλάδο για το έτος. Το ποσοστό μεταβολής έχει ως βάση το μέσο αριθμό των εργαζομένων του προηγούμενου έτους. 3) Ο αριθμός εργαζομένων για κάθε κλάδο και έτος αναφέρεται στο μέσο όρο του έτους. Αντιθέτως, οι προσλήψεις και αποχωρήσεις αφορούν το σύνολο του έτους. Οπότε, εάν τα στοιχεία αφορούσαν τον αριθμό ατόμων στο τέλος του έτους, το σύνολο των μισθωτών απασχολούμενων θα ήταν συνεπές με τις ροές.

υπερβαίνουν αισθητά το 100% στους περισσότερους υπό εξέταση κλάδους. Ιδιαίτερα μεγάλες ροές παρουσιάζει ο κλάδος “υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης”, λόγω της έντονης εποχικότητάς του. Επιπλέον, για το σύνολο της οικονομίας όπως και για τους σημαντικότερους, σε όρους απασχόλησης, κλάδους (χονδρικό και λιανικό εμπόριο, μεταποίηση, υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης), οι μικτές ροές μισθωτής απασχόλησης ως προς το σύνολο των μισθωτών βαίνουν διαχρονικά αυξανόμενες, υποδηλώνοντας μια σταθερή αύξηση της ευελιξίας στην αγορά εργασίας.⁵

Τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ δείχνουν επίσης τη σταθερή αύξηση της μερικής ή της εκ περιτροπής απασχόλησης στο σύνολο των μισθωτών και σε όλους τους κλάδους.⁶ Σημειώνεται ότι στον κλάδο “χονδρικό και λιανικό εμπόριο” η άνοδος έφθασε τις 5 ποσοστιαίες μονάδες το 2015-2017 (από 17% σε 22% των μισθωτών) και στον κλάδο “υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης” τις 9 ποσοστιαίες μονάδες το ίδιο διάστημα (από 44% σε 53%).⁷ Επίσης, στην υπό εξέταση περίοδο αυτοί οι κλάδοι παρουσιάζουν κατά μέσο όρο υψηλό ποσοστό χρήσης της μερικής ή εκ περιτροπής εργασίας στο σύνολο των μισθωτών. Αυτό αποτελεί ίσως ένδειξη ότι οι κλάδοι εντάσεως εργασίας – σε αντίθεση με κλάδους εντάσεως κεφαλαίου – και με υψηλή δυνατότητα αντικατάστασης προσωπικού λόγω ανειδίκευτης εργασίας τείνουν να προσφεύγουν σε μεγαλύτερο βαθμό σε ευέλικτες μορφές απασχόλησης, όπου αυτό είναι δυνατόν, καθώς το κόστος εκπαίδευσης του εργατικού δυναμικού είναι γενικά πολύ χαμηλό.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει επίσης το γεγονός ότι ο κλάδος “υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης”, παρότι τη σημαντική αύξηση στη ζήτηση του προϊόντος του και στις εισπράξεις του τα τελευταία χρόνια,⁸ επέλεξε να καλύψει τις ανάγκες του με ευέλικτες μορφές απασχόλησης και όχι με εργασία πλήρους απασχόλησης. Συγκρίνοντας τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ με αυτά της “Έρευνας απασχόλησης εργατικού δυναμικού” της ΕΛΣΤΑΤ, παρατηρούνται σημαντικές διαφορές. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την έρευνα της ΕΛΣΤΑΤ, το ανώτατο ποσοστό μισθωτών με ευέλικτες μορφές απασχόλησης στο συγκεκριμένο κλάδο ήταν περίπου 27% το 2017, πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο 53% που καταγράφηκε από την ΕΡΓΑΝΗ.⁹ Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι μια βασική διαφορά των δύο πηγών είναι ότι τα στοιχεία της Έρευνας Απασχόλησης Εργατικού Δυναμικού είναι δειγματοληπτικά και κατά δήλωση του εργαζομένου, ενώ τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ είναι κατά δήλωση του εργοδότη και αφορούν το σύνολο των μισθωτών με σύμβαση ιδιωτικού δικαίου. Η μεγάλη αυτή διαφορά δεν είναι εύκολο να αποδοθεί σε καθαρά στατιστικούς λόγους και θα μπορούσε να εξεταστεί το ενδεχόμενο να οφείλεται στην υπέρβληση σημαντικής υποδηλωμένης εργασίας.^{10,11}

3 ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΕΛΙΞΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας αύξησαν την προσαρμοστικότητα των επιχειρήσεων στις διαταραχές της οικονομικής δραστηριότητας, με στόχο τη διευκόλυνση της ένταξης στην

5 Θα πρέπει να επισημανθεί ότι το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ δεν μετρά θέσεις εργασίας, αλλά συμβάσεις. Δηλαδή, σε περίπτωση ανανέωσης της σύμβασης εργασίας ενός εργαζομένου για την ίδια θέση εργασίας, το σύστημα εμφανίζει αύξηση ροών.

6 Στο σύνολο της οικονομίας η μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση έχει αυξηθεί από 10% του συνόλου των μισθωτών το 2013 σε πλέον του 21% το 2018.

7 Για το σύνολο της περιόδου από το Μάρτιο του 2014 έως τον Απρίλιο του 2018 οι αυξήσεις είναι σαφώς μεγαλύτερες: οι μικτές ροές στον κλάδο του εμπορίου αυξήθηκαν από 10% σε 22% και στον κλάδο καταλυμάτων και εστίασης από 26% σε σχεδόν 60%. Δύο ακόμη κλάδοι που παρουσιάζουν σημαντική αύξηση στη χρήση ευέλικτων μορφών απασχόλησης (άνω του 30% του συνόλου των συμβάσεων το 2017) είναι οι κλάδοι των “διοικητικών και υποστηρικτικών δραστηριοτήτων” και της “διαχείρισης ακίνητης περιουσίας”.

8 Για την περίοδο 2015-2017 οι αφίξεις τουριστών αυξήθηκαν κατά 23% και οι εισπράξεις κατά 11% συνολικά.

9 Το 27% της έρευνας απασχόλησης προκύπτει με βάση την υπόθεση ότι όλοι οι εργαζόμενοι μερικής απασχόλησης στην Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού είναι μισθωτοί.

10 Σε αντίθεση με την αδήλωτη εργασία, πρόκειται για υποδηλωμένη εργασία (under-declared vs undeclared labor).

11 Σημαντικές διαφορές στο ποσοστό χρήσης ευέλικτων μορφών απασχόλησης παρατηρούνται και στους κλάδους “διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες”, “διαχείριση ακίνητης περιουσίας” και, σε μικρότερο βαθμό, στον κλάδο “χονδρικό και λιανικό εμπόριο”.

αγορά εργασίας. Εξετάζοντας διαχρονικά τις μικτές ροές απασχόλησης ως προς το σύνολο των εργαζομένων ανά κλάδο, παρατηρούμε ότι η ευελιξία στην αγορά εργασίας έχει πράγματι αυξηθεί σημαντικά (βλ. Διάγραμμα Α). Συγκεκριμένα, το σύνολο των προσλήψεων και των απολύσεων/αποχωρήσεων εργαζομένων πλήρους και μερικής ή εκ περιτροπής απασχόλησης για κάθε δωδεκάμηνο διαιρείται με το μέσο όρο του συνόλου των εργαζομένων του ίδιου δωδεκαμήνου.¹²

$$\text{Μικτές ροές προς σύνολο}_i = \frac{\sum_{n=-11}^{n=0} \text{προσλήψεων}_{t-n} + \text{αποχωρήσεων}_{t-n}}{1/12 * \sum_{n=-11}^{n=0} \text{σύνολο εργαζομένων}_{t-n}}$$

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, σχεδόν όλοι οι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας σύμφωνα με την ταξινόμηση NACE παρουσιάζουν αυξημένο επίπεδο ευελιξίας τον Απρίλιο του 2018 σε σύγκριση με το Μάρτιο του 2014. Ο μόνος βασικός κλάδος που παρουσιάζει μειωμένο επίπεδο ευελιξίας είναι αυτός της δημόσιας διοίκησης (που αφορά σχέσεις εργασίας ιδιωτικού δικαίου, π.χ. στους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης – ΟΤΑ), γεγονός που πιθανώς να οφείλεται πρωτίστως στις σημαντικές μειώσεις στη χρηματοδότηση των ΟΤΑ, καθώς και στον κανόνα 5:1 (μία πρόσληψη για κάθε πέντε αποχωρήσεις) που επιβλήθηκε στο πλαίσιο του πρώτου μνημονίου. Η αυξημένη ευελιξία είναι εμφανής και σε συμβάσεις πλήρους απασχόλησης, αλλά είναι πιο έντονη σε συμβάσεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης. Όμως, για το σύνολο της οικονομίας, η αυξημένη ευελιξία της πλήρους απασχόλησης έχει μεγαλύτερο αντίκτυπο, λόγω του ότι η πλήρης απασχόληση έχει μεγαλύτερη βαρύτητα.¹³ Η αύξηση των μικτών ροών ως προς το σύνολο των εργαζομένων θα μπορούσε να αντανακλά, σε κάποιο βαθμό, εκτός από αυξημένη ευελιξία, και μια αύξηση της εργασιακής κινητικότητας, δηλ. της μετακίνησης των εργαζομένων από μια θέση απασχόλησης σε μια άλλη (job-to-job transition).¹⁴

Ένα πρόσθετο ερώτημα είναι κατά πόσον η μεγαλύτερη ευελιξία συνδέεται με την καθαρή δημιουργία (νέων) θέσεων απασχόλησης, δηλ. κατά πόσον η ευελιξία (και η αύξησή της) στην αγορά εργασίας συνδέεται με την ευρωστία της αγοράς εργασίας.

Το Διάγραμμα Β δείχνει τη συνολική ποσοστιαία αύξηση της μισθωτής εργασίας μεταξύ Μαρτίου 2014 και Απριλίου 2018 σε σύγκριση με το επίπεδο ευελιξίας το 2014. Η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην κλαδική ευελιξία και στην καθαρή δημιουργία θέσεων απασχόλησης είναι θετική.¹⁵ Στο σύνολο του δείγματος η καθαρή αύξηση των θέσεων εργασίας οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση της χρήσης της μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης. Συγκεκριμένα, η συμβολή της μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης στο σύνολο των νέων θέσεων εργασίας είναι 61% (και η συμβολή της πλήρους απασχόλησης 39%).¹⁶ Όμως, με την πάροδο του χρόνου, η συνεισφορά της πλήρους απασχόλησης αυξάνεται και τους πρώτους μήνες του 2018 φθάνει το 47%. Αυτή η μεγαλύτερη συμβολή της πλήρους απασχόλησης – και η ταυτόχρονη μείωση της συμβο-

12 Ο τρόπος μέτρησης είναι το labour flux rate, βλ. Goddard (1927). Τα κυλιόμενα δωδεκάμηνα αντιμετωπίζουν όποια θέματα εποχικότητας μπορεί να υπάρχουν σε κάθε κλάδο.

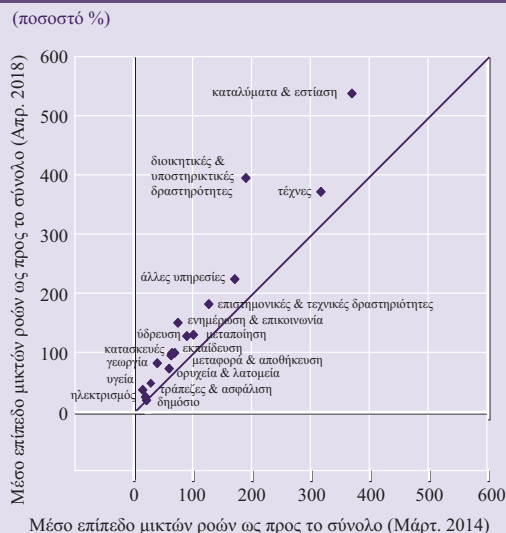
13 Περίπου το 80% αφορά συμβάσεις πλήρους απασχόλησης και το 20% μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης. Έτσι, το μέσο επίπεδο ροών πλήρους απασχόλησης ως προς το σύνολο της απασχόλησης έχει τετραπλάσια βαρύτητα συγκριτικά με το μέσο επίπεδο ροών μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης ως προς το σύνολο της απασχόλησης.

14 Εντούτοις, η Eurostat στα πειραματικά της στοιχεία για την αγορά εργασίας, που βασίζονται στην Έρευνα Απασχόλησης Εργατικού Δυναμικού, δείχνει για την Ελλάδα μια σταθερότητα στην πιθανότητα της εργασιακής κινητικότητας της τάξεως του 1%, που είναι και από τα πιο χαμηλά ποσοστά μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Βλ.: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/experimental-statistics/labour-market-transitions>.

15 Δηλαδή στην αύξηση της μισθωτής απασχόλησης (job creation).

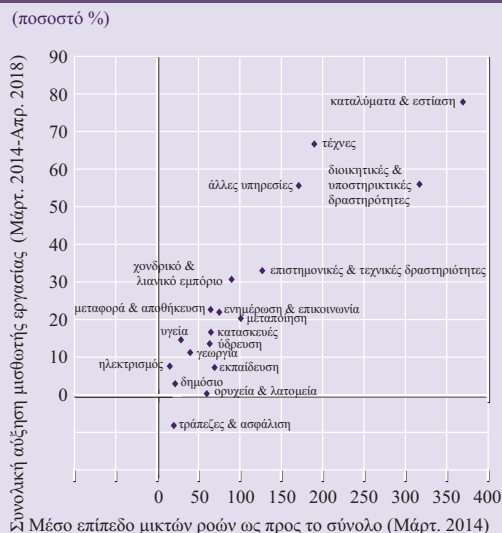
16 Κατά κύριο λόγο, η αύξηση της μερικής απασχόλησης οφείλεται στους διψήφιους κλάδους NACE “Εστίαση” και “Λιανικό Εμπόριο”, οι οποίοι είναι κλάδοι υψηλής εντάσεως εργασίας και με υψηλή δυνατότητα αντικατάστασης προσωπικού λόγω του τύπου απασχόλησης, καθώς το κόστος εκπαίδευσης του εργατικού δυναμικού είναι πολύ χαμηλό.

Διάγραμμα Α Αύξηση μικτών ροών απασχόλησης ως προς το σύνολο των εργαζομένων (Μάρτιος 2014-Απρίλιος 2018)



Πηγές: ΕΡΓΑΝΗ και έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος. Σημείωση: Στον οριζόντιο άξονα εμφανίζεται το “επίπεδο ευελιξίας” το 2014 και στον κάθετο το “επίπεδο ευελιξίας” το 2018. Οι κλάδοι που βρίσκονται επάνω και αριστερά από τη γραμμή των 45° παρουσιάζουν αυξημένη ευελιξία.

Διάγραμμα Β Μικτές ροές ως προς το σύνολο απασχόλησης και αύξηση απασχόλησης μισθωτής εργασίας (Μάρτιος 2014-Απρίλιος 2018)



Πηγές: ΕΡΓΑΝΗ και έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού ΕΛΣΤΑΤ. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

λής των ευέλικτων μορφών απασχόλησης— είναι ενδεικτικές της μειούμενης αβεβαιότητας όσον αφορά την πορεία της ελληνικής οικονομίας.¹⁷

Συμπερασματικά, το γεγονός ότι η αύξηση των ροών μισθωτής απασχόλησης ως προς το σύνολο των εργαζομένων παρατηρείται για μεγάλο χρονικό διάστημα μετά την περίοδο 2010-2012, όταν δηλ. έγιναν οι αλλαγές στην αγορά εργασίας, και αφορά όλες τις σχέσεις εργασίας (πλήρους, μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης) και σχεδόν όλους τους κλάδους της οικονομίας, υποδηλώνει ότι η ευελιξία στην αγορά εργασίας έχει αυξηθεί σημαντικά. Επιπλέον, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, που έδωσαν τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να προσαρμόσουν τόσο το μισθολογικό κόστος όσο και την απασχόληση στις διαταραχές της οικονομικής δραστηριότητας, συνέβαλαν επίσης στην αύξηση της μισθωτής απασχόλησης από το 2014 έως σήμερα.

17 Βλ. Kosma et al. (2017).

Βιβλιογραφία:

- Bureau of Labor Statistics, Job Openings and Labor Turnover Survey, *Handbook of Methods*, <https://www.bls.gov/opub/hom/programs.htm>.
- Du Caju, P., T. Kosma, M. Lawless, J. Messina and T. Rööm, (2015), “Why Firms Avoid Cutting Wages: Survey Evidence from European Firms”, *ILR Review*, 68(4), 862-888.
- Goddard, I., (1927), “The Methodology of the Measurement of Labour-Turnover”, *Economica*, 21, 362-368.

Kosma, T., E. Papapetrou, G. Pavlou, Ch. Tsochatzi and P. Zioutou, (2017), “Labour market adjustment and reforms in Greece during the crisis: microeconomic evidence from the third wave of the wage dynamics survey”, Bank of Greece, Working Paper no. 227.

Stiglitz, J.E., (1974), “Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDC’s: The Labor Turnover Model”, *Quarterly Journal of Economics*, 88(2), 194-227.

Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Πλαίσιο V.2, “Προσαρμογή της αγοράς εργασίας και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης”.

Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2017, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V, “Οικονομική προσαρμογή 2009-2017”.

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

4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατέγραψε αύξηση 1,1% το 2017, ωθούμενος από την άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου και της έμμεσης φορολογίας (βλ. Διάγραμμα IV.14). Η έλλειψη σημαντικών νέων επιβαρύνσεων στην έμμεση φορολογία το 2018 επηρέασε σημαντικά την πορεία του πληθωρισμού.

Αντίθετες δυνάμεις επέδρασαν καθοριστικά στις εξελίξεις το 2018. Αυξητικά, για ακόμη μια χρονιά, επέδρασαν οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Από την άλλη πλευρά, αποπληθωριστική υπήρξε η συμβολή των επιδράσεων βάσης, οι οποίες υπήρξαν ιδιαίτερα εμφανείς στα ενεργειακά αγαθά και στα επεξεργασμένα είδη διατροφής και λιγότερο στις υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα IV.15).

Η ευμετάβλητη συνιστώσα της ενέργειας επηρεάζεται κυρίως από την πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Το 2017 η μέση τιμή του πετρελαίου Brent σε ευρώ αυξήθηκε κατά 21% σε σχέση με το 2016, ενώ η αντίστοιχη αύξηση το 2018 σε σύγκριση με το 2017 είναι της τάξεως του 26%. Παρά τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση που καταγράφεται το 2018 στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών στο διαθέσιμο ενδεκάμηνο του τρέχοντος έτους (4,2%)

υπολείπεται του μέσου όρου του 2017 (8,5%). Η αναντιστοιχία αυτή αποδίδεται στις έντονα πτωτικές επιδράσεις βάσης λόγω των περυσινών αυξήσεων στην έμμεση φορολογία.

Κατ’ αντίστοιχο τρόπο επενέργησαν οι πτωτικές επιδράσεις βάσης και στα επεξεργασμένα είδη διατροφής, τα οποία συμπεριλαμβάνουν τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό.²¹

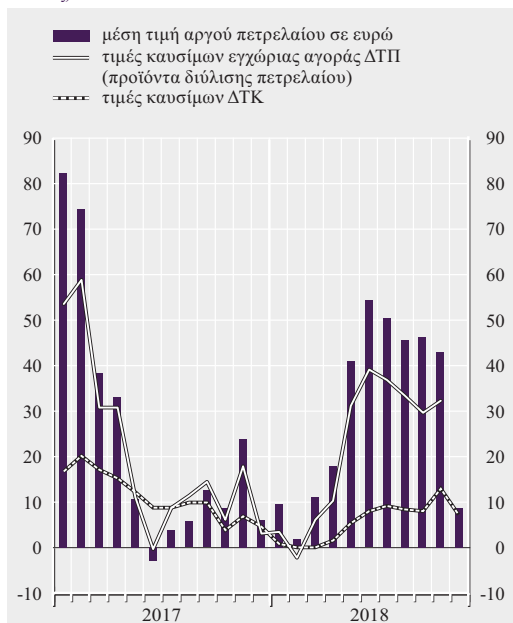
Η έλλειψη νέων αυξήσεων στην έμμεση φορολογία των ειδών διατροφής το 2018, συνεπικουρούμενη από τις διεργασίες, τις αναδιατάξεις και τον έντονο ανταγωνισμό στην λιανική αγορά τροφίμων, συνέβαλε στη διατήρηση του πληθωρισμού των επεξεργασμένων ειδών διατροφής χωρίς τον καπνό σε ισχνά επίπεδα. Επιπροσθέτως, ο πληθωρισμός των επεξεργασμένων τροφίμων υποχώρησε κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο στο 1,2% κατά μέσο όρο, από 2,0% το 2017, κυρίως λόγω επιδράσεων βάσης που αφορούν τις τιμές του καπνού (αύξηση 3,8% κατά μέσο όρο κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο, από 7,7% το 2017).

Είναι εμφανές ότι η διαγραφόμενη εικόνα για τον πληθωρισμό του 2018 κατατείνει σε ποσοστό χαμηλότερο εκείνου που καταγράφηκε το 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.16). Συμβολή προς αυτή την κατεύθυνση, πέραν των επιδράσεων βάσης στα είδη διατροφής και στην ενέργεια, είχαν και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, που συνεχίζουν να καταγράφουν

²¹ Οι μεγάλες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία στον καπνό και στον καφέ τον Ιανουάριο του 2017 είχαν ασκήσει έντονη πληθωριστική επίδραση.

Διάγραμμα IV.14 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2017 - Νοέμβριος 2018)

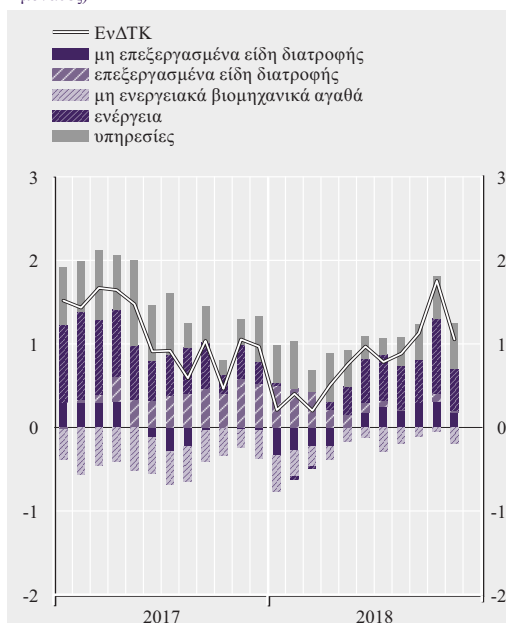
(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2017-Νοέμβριος 2018)

(ΕνΔΤΚ σε ετήσιες (%) μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών τους, αντανακλώντας τη χαμηλή εγχώρια ζήτηση.

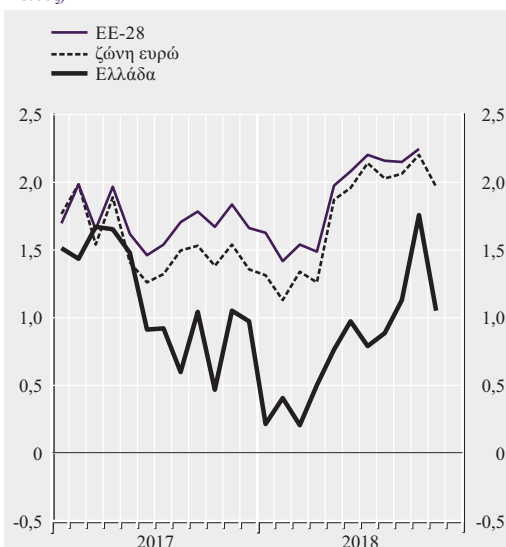
4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το 2017, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία των ετήσιων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, η άνοδος της μισθωτής απασχόλησης κατά 1,7% συνοδεύθηκε από μικρή αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό, με αποτέλεσμα το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας να αυξηθεί κατά 2,3% (έναντι μείωσης κατά 0,1% το 2016 – βλ. Πίνακα IV.6). Ταυτόχρονα, καθώς η παραγωγικότητα έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη, καταγράφηκε περιορισμένη άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας.

Τους πρώτους εννέα μήνες του 2018, σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το

Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας IV.6 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2016-2019)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2016	2017	2018 (εκτίμ.)	2019 (προβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-0,1	2,3	3,6	2,3
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-0,9	0,5	1,2	0,1
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-0,7	-0,04	0,2	0,3
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-0,3	-0,6	1,1	-0,2
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	-0,5	0,2	...	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	0,2	3,5	...	...

Πηγές: Για το 2016 και το 2017: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 17-29.10.2018 και 16.11.2018. Για το 2018 και το 2019: εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,0%, αντανακλώντας σχεδόν εξίσου την άνοδο της μισθωτής απασχόλησης και εκείνη των αμοιβών ανά μισθωτό. Η αύξηση των αμοιβών ήταν εντονότερη στον επιχειρηματικό τομέα και πιο ήπια στον τομέα της γενικής κυβέρνησης (τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί της ΕΛΣΤΑΤ – στοιχεία εξαμήνου).²²

Στον επιχειρηματικό τομέα, σύμφωνα με το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 υπογράφηκαν 264 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας. Περίπου τα 3/5 των μισθωτών τους οποίους αφορούσαν έλαβαν μικρές αυξήσεις μισθών, ενώ για τους περισσότερους από τους υπόλοιπους οι αποδοχές παρέμειναν αμετάβλητες (πολύ μικρός αριθμός συμβάσεων προέβλεπε μειώσεις).

Το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στην οικονομία αναμένεται ότι θα αυξηθεί και το 2019, αλλά αισθητά λιγότερο από ό,τι το 2018, αντανakλώντας αφενός τη συνεχιζόμενη αύξηση της παραγωγής, την καλή επίδοση της απασχόλησης και τις ήπιες αυξήσεις μισθών στον επιχειρηματικό τομέα και αφετέρου τις αρνητικές επιδράσεις βάσης στο δημόσιο τομέα (λόγω της καταβολής αναδρομικών σε μισθούς και συντάξεις το 2018).

Εκτιμάται επομένως ότι στο σύνολο της οικονομίας το επόμενο έτος οι αμοιβές ανά μισθωτό θα εμφανίσουν αύξηση της τάξεως του 0,1%, ενώ ελαφρώς μεγαλύτερη θα είναι η άνοδος της παραγωγικότητας, με αποτέλεσμα το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος να μειωθεί κατά 0,2%.

4.3 ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το ευνοϊκότερο οικονομικό κλίμα, η μείωση της αβεβαιότητας και η αύξηση των εξαγωγών ενίσχυσαν σημαντικά την κερδοφορία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά το α' εξάμηνο του 2018. Σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 133 εισηγμένων επιχειρήσεων (πλην των διυλιστηρίων) σε ενοποιημένη βάση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 8,1%, κυρίως λόγω της επίδοσης των βιομηχανικών και εμπορικών επιχειρήσεων. Τα μικτά κέρδη αυξήθηκαν κατά 9,1%, ενώ τα καθαρά κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 65,2%, εξέλιξη που σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στη σημαντική αύξηση των καθαρών κερδών (κατά 79,2%) στον κλάδο παροχής υπηρεσιών και λοιπών δραστηριο-

²² Επίσης, σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 4,3%.

τήτων, κυρίως λόγω του περιορισμού των ζημιών της ΔΕΗ. Αν αφαιρεθεί η ΔΕΗ από το δείγμα, τα καθαρά κέρδη προ φόρων των εισηγμένων εταιριών σημειώνουν αύξηση κατά 25,4%. Το περιθώριο καθαρού κέρδους στο σύνολο των επιχειρήσεων αυξήθηκε σε 3,3% το α' εξάμηνο του 2018, από 2,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2017, ενώ και το περιθώριο μικτού κέρδους αυξήθηκε οριακά σε 14,1% από 14,0%. Η δανειακή επιβάρυνση (ξένα προς ίδια κεφάλαια) αυξήθηκε οριακά από 1,85 σε 1,92, εξαιτίας της μεγαλύτερης μείωσης των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα ξένα, τα οποία έμειναν σχεδόν αμετάβλητα (οριακή μείωση κατά 0,2%), καθώς η μείωση του μακροπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού κατά 7,7% σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2017 αντισταθμίστηκε από την αύξηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους βελτιώθηκε στη βιομηχανία (2,4% από 1,8%), στο εμπόριο (3,5% από 3,2%) και στις λοιπές υπηρεσίες (3,6% από 2,0%).

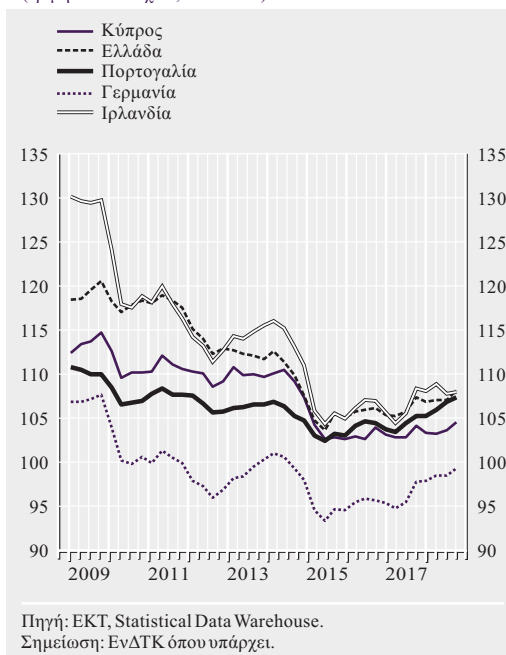
Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το α' εξάμηνο του 2018 (τριμηνιαία στοιχεία) αυξήθηκε κατά 11,0% σε σχέση με το α' εξάμηνο του 2017 (έναντι αύξησης κατά 4,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2017), λόγω της αύξησης της καθαρής προστιθέμενης αξίας κατά 6,8% και παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 5,3% στο ίδιο διάστημα. Το μερίδιο κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος προς την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία) παρέμεινε σχεδόν σταθερό στο 53,1% το α' εξάμηνο του 2018, από 53,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2017.

4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας συνεχίζει να εμφανίζει έναν δυϊσμό. Σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας, η ελληνική οικονομία δεί-

Διάγραμμα IV.17 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τους ΔΤΚ

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



χνει γενικά να διατηρεί το πλεονέκτημα της σημαντικής ανάκτησης της ανταγωνιστικότητας που επέτυχε την περίοδο 2010-2016, παρά τη διαρκή από το 2016 ανατίμηση της ισοτιμίας του ευρώ. Σε όρους όμως διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, εμφανίζονται και πάλι ενδείξεις οπισθοχώρησης τα τελευταία έτη, καθώς παρατηρείται χειροτέρευση σε δείκτες που σχετίζονται με το μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον και το ρυθμό υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων.

Η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδας, λόγω της ανοδικής πορείας του ευρώ, εξακολουθεί να επηρεάζει δυσμενώς τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας για τρίτο συνεχόμενο έτος σε όλες τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.17). Αντιθέτως, οι σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας συνεχίζουν να υποχωρούν και το 2018, εξουδετερώνοντας εν μέρει τις συνέπειες της ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος. Συγκεκριμένα, ο εκτιμώμενος για το 2018 εγχώριος πληθωρισμός τιμών

συνεχίζει να υπολείπεται εκείνου των κυριότερων εμπορικών εταίρων (0,9% έναντι 2,1%). Ομοίως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξάνεται με χαμηλότερο ρυθμό στην Ελλάδα από ό,τι στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της το 2018 (0,6% έναντι 2,0%).

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την Ελλάδα η Τράπεζα της Ελλάδος, η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί κατά 2,2% το 2018, έναντι επίσης αύξησης 1,4% το 2017 (μέσα επίπεδα έτους). Η

αύξηση αυτή του δείκτη για το 2018 αντανakλά σε μεγάλο βαθμό την ανατίμηση, σε σχέση με το 2017, της διμερούς ισοτιμίας του ευρώ, τόσο έναντι των δολαρίων ΗΠΑ και Αυστραλίας όσο και έναντι της σουηδικής κορώνας και της τουρκικής λίρας.

Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** με βάση το **σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** στο σύνολο της οικονομίας, σε μέσα επίπεδα έτους, εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,9% το 2018, καθώς η βραδύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων αντισταθμίζει μόνο εν μέρει

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

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				Δείκτης έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,6	128,8	3,9	109,2	1,0	118,5	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,5	126,6	-1,8	112,6	3,1	121,0	2,1
2011	112,7	0,5	118,8	0,4	123,8	-2,2	113,0	0,4	118,5	-2,1
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	116,2	-6,1	111,3	-1,6	113,7	-4,1
2013	112,7	2,0	113,8	-0,8	108,1	-6,9	108,7	-2,3	104,7	-7,9
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	105,8	-2,1	106,7	-1,8	102,4	-2,2
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	100,0	-5,5	105,5	-1,2	100,5	-1,8
2016	111,8	1,3	107,3	0,5	99,3	-0,7	105,2	-0,2	99,5	-1,0
2017	113,4	1,4	107,9	0,6	99,8	0,5	104,8	-0,4	99,5	0,0
2018**	115,9	2,2	108,8	0,9	100,6	0,9	104,1	-0,7	98,8	-0,7

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Τα στοιχεία για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προέρχονται από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτίμηση.

1 Οι ευρείς δείκτες πραγματικής ΣΣΙ περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, εντός και εκτός Ευρώπης. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

την απώλεια ανταγωνιστικότητας από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. **Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή**, σε μέσα επίπεδα έτους, εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,9% το 2018, καθώς η διαφορά του πληθωρισμού παραμένει αρνητική για την Ελλάδα, αλλά θα είναι μικρότερη από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ για το β' και το γ' τρίμηνο του 2018, οι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος εμφανίζουν επιδείνωση σε ετήσια βάση, η οποία όμως είναι αισθητά μικρότερη σε σχέση με την επιδείνωση των δεικτών της ζώνης του ευρώ.

Η σημαντική αρνητική επίδραση της ανατίμησης του ευρώ στην πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αντανακλάται καλύτερα στους στενότερους δείκτες ανταγωνιστικότητας, εκείνους ως προς τους εταίρους μας στη ζώνη του ευρώ. Λόγω απουσίας της συναλλαγματικής επίδρασης, και οι δύο δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υποδηλώνουν βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος το 2018 (βλ. Πίνακα IV.7).

Μακροπρόθεσμα, η σημαντική αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας που έχει επιτευχθεί στην Ελλάδα, εάν διαφυλαχθεί τα επόμενα έτη, θα εξακολουθήσει να επιδρά θετικά, παρά τις άλλες δυσχέρειες που υπάρχουν, στην προσπάθεια εξισορρόπησης του εξωτερικού ισοζυγίου και αύξησης της ανταγωνιστικότητας και της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων. Το μερίδιο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ, από 23% τη διετία 2007-2008, θα ανέλθει στο 35,8% το 2018, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Η **διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα** της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα πλήθος άλλων παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πλην των σχετικών τιμών, σύμ-

φωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, συνεχίζει να παρουσιάζει ενδείξεις οπισθοχώρησης για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2018. Τη διετία 2013-2014 είχε σημειωθεί σχετική πρόοδος. Σύμφωνα με πρόσφατες σχετικές εκθέσεις,²³ η Ελλάδα συνέχισε να υποχωρεί και το 2018 στις σχετικές παγκόσμιες κατατάξεις. Παρά τις μεταρρυθμίσεις που έχουν υλοποιηθεί στο πρόσφατο παρελθόν, η Ελλάδα βρίσκεται στην προτελευταία θέση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ-28. Σημαντικότερα εμπόδια στο επιχειρείν θεωρούνται οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία της δημόσιας διοίκησης, η βραδύτητα στην απονομή της δικαιοσύνης και το αδύναμο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

5 ΕΞΕΛΙΞΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ²⁴

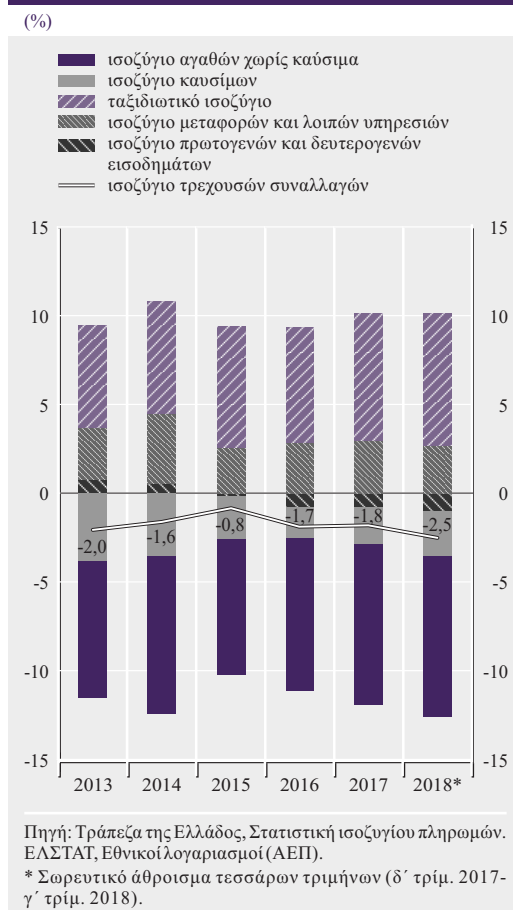
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 εμφάνισε έλλειμμα 1,3 δισεκ. ευρώ, αυξημένο κατά 1,5 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2017. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών. Παράλληλα, σημαντική επιδείνωση σημείωσε και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων. Αντίθετα, τα ισοζύγια υπηρεσιών και δευτερογενών εισοδημάτων βελτιώθηκαν (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό Παράρτημα και Διάγραμμα IV.18).

Οι εξαγωγές αγαθών και οι εισπράξεις από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές ήταν οι κυριότεροι παράγοντες που επέδρασαν θετικά στο ΙΤΣ, συνεχίζοντας την ανοδική τους πορεία τους πρώτους εννέα μήνες του τρέχοντος έτους. Οι τάσεις αυτές αναμένεται να διατηρηθούν μέχρι το τέλος του 2018 και το 2019, δεδομένου ότι το διεθνές περιβάλλον φαίνεται να είναι ευνοϊκό για τη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών, ενώ παράλληλα η ελλη-

²³ World Economic Forum, *Global Competitiveness Report*, October 2018 και World Bank, *Doing Business 2019*, October 2018).

²⁴ Από το μήνα αναφοράς Σεπτέμβριο 2018, η Τράπεζα της Ελλάδος άλλαξε τον τρόπο κατάρτισης των λογαριασμών που αφορούν τις θαλάσσιες μεταφορές (βλ. Πλαίσιο IV.6).

Διάγραμμα IV.18 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2013-2018)



νική οικονομία φαίνεται να έχει διατηρήσει το πλεονέκτημα της ανάκτησης της ανταγωνιστικότητας κόστους και τιμών της περιόδου μετά το 2010. Ειδικότερα, όσον αφορά τις εξαγωγές αγαθών, οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν αυξήσει τα μερίδιά τους στις αγορές αγαθών. Όσον αφορά τον τουρισμό, οι προοπτικές για τις αφίξεις ξένων ταξιδιωτών και τις αντίστοιχες εισπράξεις είναι θετικές. Επιπλέον, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές επανέκαμψαν ως αποτέλεσμα της ανόδου των ναύλων.

Αρνητική επίδραση αναμένεται από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου, αλλά και από την αύξηση των εισαγωγών, κυρίως αγαθών, που είναι αναγκαίες για την ανανέωση

και ενίσχυση του κεφαλαιακού εξοπλισμού, ιδιαίτερα στους εξωστρεφείς κλάδους της μεταποίησης, ως συνέπεια της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Τελικά, η βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών θα εξαρτηθεί από τη δυνατότητα επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών και κατά συνέπεια από την περαιτέρω ενίσχυση των επενδύσεων και τη βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η οποία φαίνεται να έχει επιβραδυνθεί τα τελευταία χρόνια.

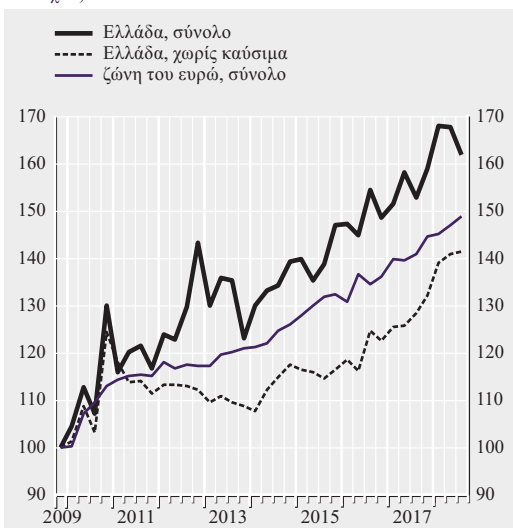
Η άνοδος του προστατευτισμού παγκοσμίως και οι γεωπολιτικές εξελίξεις είναι πιθανόν να ασκήσουν ανασταλτική επίδραση στο ρυθμό αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Ειδικότερα, οι εξελίξεις στην τουρκική οικονομία πιθανώς θα επηρεάσουν την ελληνική, δεδομένου ότι η Τουρκία είναι από τις σημαντικότερες αγορές για τα ελληνικά προϊόντα, αλλά και άμεσος ανταγωνιστής στην αγορά των ταξιδιωτικών υπηρεσιών (βλ. Πλαίσιο IV.5).

Το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 το έλλειμμα του **ισοζυγίου αγαθών** αυξήθηκε, παρά την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών. Σε μεγάλο βαθμό το εμπορικό ισοζύγιο επιβαρύνθηκε από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου, και κατ' επέκταση του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων, παρά το γεγονός ότι οι εξαγωγές καυσίμων σημείωσαν αύξηση κατά 4% σε σταθερές τιμές. Το ισοζύγιο χωρίς καύσιμα επίσης επιδεινώθηκε, καθώς οι σχετικές εισαγωγές αυξήθηκαν ως απόλυτο μέγεθος περισσότερο από τις αντίστοιχες εξαγωγές.

Οι **εξαγωγές αγαθών** διατήρησαν την ανοδική τους τάση και κινήθηκαν, σε σταθερές τιμές, με ρυθμό 7,6%, διπλάσιο εκείνου της ίδιας περιόδου του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.19). Ο κλάδος των πετρελαιοειδών συνέχισε να έχει θετική συμβολή στην άνοδο των εξαγωγών, αλλά μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι **κλάδοι** των μετάλλων, των τροφίμων, των φαρμακευτικών προϊόντων και του μηχανολογικού εξοπλισμού. Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή**

Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμ. 2009-γ' τρίμ. 2018)

(δείκτης δ' τρίμ. 2009=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.

¹ Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με τον δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές (ΕΛΣΤΑΤ) για την Ελλάδα και τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (Eurostat) για τη ζώνη του ευρώ.

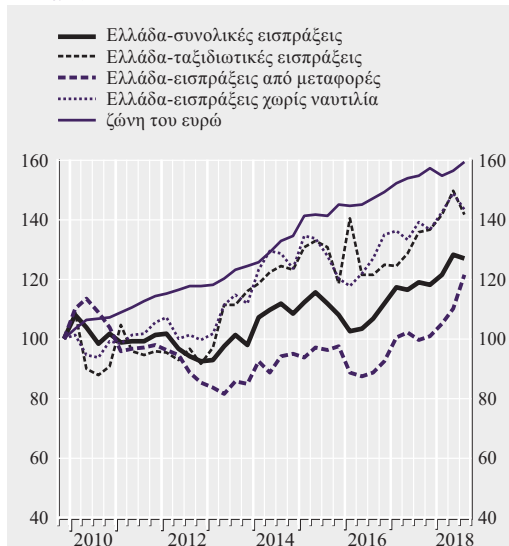
των ελληνικών εξαγωγών, μέχρι τώρα δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στους κύριους προορισμούς, με την ΕΕ να δέχεται πάνω από το 50% των εξαγωγών.

Οι **εισαγωγές αγαθών** παρουσίασαν αύξηση κατά 6,3% σε σταθερές τιμές, με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τον κλάδο του μηχανολογικού εξοπλισμού, γεγονός που συνδέεται με τη θετική εικόνα των επενδύσεων της κατηγορίας αυτής. Αντίθετα, μειώθηκαν σε σταθερές τιμές οι εισαγωγές καυσίμων. Η αύξηση των εισαγωγών αντανάκλα εισαγωγές κυρίως ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών (εκτός των μέσων μεταφοράς).

Το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 το πλεόνασμα του **ισοζυγίου υπηρεσιών** παρουσίασε αύξηση, η οποία οφείλεται στην άνοδο των καθαρών εισπράξεων πρωτίτως από ταξιδιωτικές και δευτερευόντως από μεταφορικές υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα IV.20).

Διάγραμμα IV.20 Εξαγωγές υπηρεσιών
(δ' τρίμ. 2009 - γ' τρίμ. 2018)

(δείκτης δ' τρίμ. 2009=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.

¹ Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (ΕΛΣΤΑΤ για την Ελλάδα και Eurostat για τη ζώνη του ευρώ).

Ωστόσο, η άνοδος αυτή αντισταθμίστηκε μερικώς από την επιδείνωση του ισοζυγίου των λοιπών υπηρεσιών, κυρίως λόγω της επιδείνωσης των λογαριασμών για υπηρεσίες ασφάλισης, πληροφορικής και λοιπές υπηρεσίες επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Η αύξηση του πλεονάσματος του **ταξιδιωτικού ισοζυγίου** αντανάκλα την άνοδο των ταξιδιωτικών εισπράξεων κατά 9,1%. Αυτή οφείλεται στην αύξηση των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών κατά 10,3%, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι κατέγραψε μικρή μείωση (0,9%). Αύξηση σημείωσαν οι αφίξεις από τις παραδοσιακές αγορές της ΕΕ (Γερμανία, Γαλλία) και τις ΗΠΑ, ενώ μείωση σημείωσαν οι εισπράξεις από το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Ρωσία. Η ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων αυξήθηκε κατά 13,6%, ενώ η κίνηση μέσω οδικών σταθμών αυξήθηκε κατά 5,0%. Την ίδια περίοδο, οι συνολικές εισπράξεις στον τομέα της κρουαζιέρας (προσωρινά στοιχεία) παρέμειναν στα ίδια επίπεδα σε σχέση

με την αντίστοιχη περίοδο του 2017,²⁵ ενώ για το 2019 αναμένεται βελτίωση κατά 2% σε σχέση με το τρέχον έτος.²⁶ Για το σύνολο του 2018 αναμένεται να καταγραφεί νέο υψηλό αφίξεων, καθόσον παρατηρείται αύξηση των προγραμματισμένων αεροπορικών θέσεων από το εξωτερικό κατά 12,3% ή σχεδόν 2,0 εκατ. θέσεις.²⁷

Η βελτίωση του **ισοζυγίου μεταφορών** οφείλεται αποκλειστικά στη βελτίωση του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών (βλ. επίσης Πλαίσιο IV.6). Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από την παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αυξήθηκαν κατά 12,6%, αντανakλώντας την άνοδο των ναύλων — σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea Index — κατά 11,7%, λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των ναύλων στον κλάδο του ξηρού φορτίου.²⁸

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** ως σύνολο είχαν αρνητική επίδραση στην εξέλιξη του ΙΤΣ, αλλά κατέγραψαν αντίθετες τάσεις. Η επιδείνωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων προήλθε κυρίως από τη μείωση των εισπράξεων τόκων και μερισμάτων, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων περιορίστηκε λόγω της βελτίωσης του ισοζυγίου της γενικής κυβέρνησης. Το **ισοζύγιο κεφαλαίων** εμφάνισε μειωμένο πλεόνασμα το εννεάμηνο του 2018 σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2017.

Επισημαίνεται ότι στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων περιλαμβάνονται οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ, καθώς και οι αποδόσεις στον κοινοτικό προϋπολογισμό. Τους πρώτους εννέα μήνες του 2018 οι απολήψεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 564 εκατ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ ανήλθαν σε 2,7 δισεκ. ευρώ.²⁹ Η πορεία απορρόφησης των διαρθρωτικών πόρων του πλαισίου 2014-2020 εμφανίζεται υποτονική το 2017 και το 2018.³⁰

Το **ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών** την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 παρουσίασε μείωση των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων αντιστάθμισε εν μέρει μόνο τη μείωση των καθαρών απαιτήσεων από άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου.

Όσον αφορά την κατηγορία των **άμεσων επενδύσεων**, οι καθαρές απαιτήσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού κατά το εννεάμηνο του 2018 αυξήθηκαν κατά 517 εκατ. ευρώ. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε, μεταξύ άλλων, ο περιορισμός της δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου στην περιοχή των Βαλκανίων³¹ στο πλαίσιο των σχεδίων αναδιάρθρωσής τους.³² Οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους, ανήλθαν σε υψηλότερο επίπεδο (2,8 δισεκ. ευρώ)³³ σε σύγκριση με το προη-

²⁵ Σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία από την Έρευνα Συνόρων για την κρουαζιέρα, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2018 οι συνολικές εισπράξεις σημείωσαν άνοδο 2,4% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017, οι αφίξεις κρουαζιερόπλοιων μείωση κατά 5,1% ενώ οι συνολικές επισκέψεις επιβατών αυξήθηκαν κατά 4,6%.

²⁶ Ένωση Εφοπλιστών Κρουαζιερόπλοιων και Φορέων Ναυτιλίας, Οκτώβριος 2018.

²⁷ Πηγή: SETE Intelligence, Στατιστικό δελτίο No. 47, Νοέμβριος 2018.

²⁸ Οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου αυξήθηκαν κατά περίπου 22% τους πρώτους εννέα μήνες του 2018 συγκριτικά με το αντίστοιχο διάστημα του 2017, ενώ οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων μειώθηκαν κατά 29%, λόγω της υπερβάλλουσας προσφοράς πλοίων.

²⁹ Επεξεργασία στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ταμειακές εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ (προσωρινά στοιχεία). Ως διαρθρωτικά ταμεία στην παρούσα ενότητα ορίζονται το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Ταμείο Συνοχής.

³⁰ Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Βασαρδάνη, Μ. και Δ. Δημητροπούλου (2018), "Η αξιοποίηση των διαρθρωτικών πόρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 47.

³¹ Οι σημαντικότερες συναλλαγές αφορούν την πώληση της θυγατρικής της Τράπεζας Eurobank Ergasias ΑΕ στη Ρουμανία και της θυγατρικής της Τράπεζας Πειραιώς ΑΕ στη Σεβρία.

³² Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος, Ιούλιος 2017, και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Φεβρουάριος 2017.

³³ Οι κυριότερες συναλλαγές αφορούν α) την εξαγορά από την Eni gas e luce S.p.A. του 51% της Εταιρείας Προμήθειας Αερίου Θεσσαλονίκης-Θεσσαλίας ΑΕ (ZENITH ΑΕ) που κατείχε η ΔΕΠΑ ΑΕ, β) τη μεταβίβαση ποσοστού 67% του ΟΛΘ ΑΕ που κατείχε το ΤΑΙΠΕΔ ΑΕ στην εταιρία South Europe Gateway Thessaloniki (SEGT) Limited και γ) την εξαγορά του 5% των μετοχών του ΟΤΕ ΑΕ από την Deutsche Telekom AG μέσω του ΤΑΙΠΕΔ ΑΕ.

γούμενο έτος. Η συνολική εισροή στην Ελλάδα για την τρέχουσα περίοδο συνεχίζει, όπως και το 2017, να κατευθύνεται κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών. Προέκυψε κυρίως από αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου των

θυγατρικών εταιριών που βρίσκονται στην Ελλάδα και δευτερευόντως από συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιριών. Οι ιδιωτικοποιήσεις αντιπροσωπεύουν το 22% σχεδόν των συνολικών εισροών.

Πλαίσιο IV.5

ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΤΟΥΡΚΙΑ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια, ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης της Τουρκίας έχει οδηγήσει σε σημαντική υπερθέρμανση της οικονομίας, με αποτέλεσμα να έχουν δημιουργηθεί εσωτερικές και εξωτερικές ανισορροπίες, όπως, μεταξύ άλλων, υψηλός πληθωρισμός, ελλείμματα στον εξωτερικό τομέα και αύξηση του εξωτερικού χρέους. Το 2018 το πρόβλημα επιτάχθηκε περαιτέρω από τη μη έγκαιρη αύξηση του βασικού επιτοκίου της κεντρικής τράπεζας και οδήγησε σε εκτόξευση του πληθωρισμού, ενίσχυση των εκροών κεφαλαίων και ραγδαία υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η οποία, σε συνδυασμό με τη γενικότερη ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ, δημιούργησε σοβαρά προβλήματα στην αναχρηματοδότηση του εξωτερικού χρέους και γενικότερα στην εξυπηρέτηση των δανείων σε ξένο νόμισμα. Η αυξημένη αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει πλέον την τουρκική οικονομία υποσκάπτει τις προοπτικές ανάπτυξής της. Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις,¹ αναμένεται επιβράδυνση της οικονομίας το 2018, η οποία θα ενταθεί το 2019, ενώ είναι πιθανόν η κάμψη του ρυθμού ανάπτυξης να συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια. Το ερώτημα που τίθεται αφορά το κατά πόσον οι δυσμενείς αυτές εξελίξεις στη γείτονα χώρα θα μπορούσαν να έχουν σοβαρές επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία.

2 ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΤΟΥΡΚΙΑΣ

Η σημασία της Τουρκίας ως εμπορικού εταίρου της Ελλάδος συνδέεται κυρίως με τις εξαγωγές αγαθών προς τη γειτονική χώρα, το μερίδιο των οποίων στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών διαμορφώθηκε σε 6,2% κατά μέσο όρο την τριετία 2015-2017. Μολονότι η Τουρκία ανήκει στους κορυφαίους προορισμούς των ελληνικών εξαγόμενων αγαθών (βλ. Διάγραμμα Α), δεν είναι εξίσου σημαντική ως προμηθευτής, δεδομένου ότι οι εισαγωγές αγαθών από την Τουρκία δεν ξεπερνούν το 3% του συνόλου των ελληνικών εισαγωγών. Ταυτόχρονα, το εμπόριο υπηρεσιών μεταξύ των δύο χωρών είναι περιορισμένο, αφού τα μερίδια της Τουρκίας τόσο στο σύνολο των εισπράξεων όσο και των πληρωμών από υπηρεσίες κυμαίνονται γύρω στο 2% των αντίστοιχων συνολικών μεγεθών. Ειδικότερα, τα 3/4 των εισπράξεων από την Τουρκία αντιπροσωπεύουν ταξιδιωτικές υπηρεσίες, ενώ στις αντίστοιχες πληρωμές οι ταξιδιωτικές και οι μεταφορικές υπηρεσίες έχουν σχεδόν την ίδια βαρύτητα.²

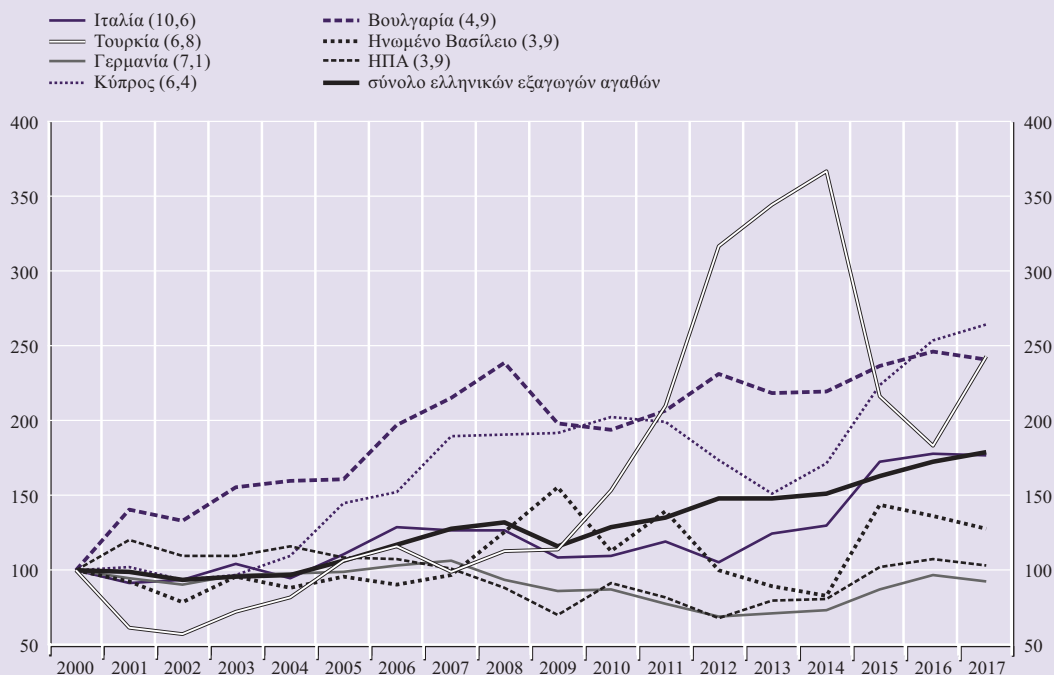
Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει τη σύνθεση των εξαγωγών αγαθών προς την Τουρκία, όπου είναι προφανής η επικράτηση των εξαγωγών καυσίμων (κυρίως πετρελαιοειδών). Οι εν λόγω εξαγωγές αυξήθηκαν ως ποσοστό του συνόλου των ελληνικών εξαγωγών κατά την περίοδο 2011-2014, όχι μόνο λόγω ανόδου της τιμής του πετρελαίου στη διεθνή αγορά, αλλά και λόγω της αύξησης του όγκου των εξαγωγών. Η εξέλιξη αυτή σηματοδότησε μια αξιοπρόσεκτη αναδιάρθρωση του εμπορίου αγαθών μεταξύ Τουρκίας και Ελλάδος, καθώς η Ελλάδα έγινε ένας από τους κυριότερους

¹ IMF, *World Economic Outlook*, October 2018.

² Βλ. επίσης Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015*, Πλαίσιο III.3 “Διμερές εμπόριο μεταξύ Ελλάδος και Τουρκίας”.

Διάγραμμα Α Εξέλιξη των εξαγωγών αγαθών προς τους κυριότερους προορισμούς των ελληνικών προϊόντων

(δείκτης 2000=100, σε σταθερές τιμές)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, το ποσοστό κάθε προορισμού στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών για το 2017.

προμηθευτές καυσίμων της Τουρκίας. Εκτός από τα καύσιμα, μεγάλο μέρος των ελληνικών εξαγωγών καταλαμβάνουν το βαμβάκι ως πρώτη ύλη και διάφορα προϊόντα μεταποίησης. Όσον αφορά τη σύνθεση των εισαγωγών αγαθών της Ελλάδος από την Τουρκία, τα 2/3 περίπου αντιπροσωπεύουν προϊόντα μεταποίησης εκτός καυσίμων, φυσικό αέριο και, από τον κλάδο των τροφίμων, προϊόντα ιχθυοκαλλιέργειας.

Αναφορικά με το εμπόριο υπηρεσιών, την περίοδο 2015-2017 οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες ανήλθαν, όπως προαναφέρθηκε, σε περίπου 75% των συνολικών εισπράξεων από την παροχή υπηρεσιών προς την Τουρκία, ενώ οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών σε 17% (βλ. Διάγραμμα Γ). Αν και το μερίδιο των ταξιδιωτικών εισπράξεων από την Τουρκία ανέρχεται μόλις σε 2,6% των συνολικών ταξιδιωτικών εισπράξεων, σε δύο περιφέρειες της χώρας (Ανατολική Μακεδονία-Θράκη και Βόρειο Αιγαίο) οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από την Τουρκία ανήλθαν την περίοδο 2016-2017 σε 32% και 23% των αντίστοιχων συνολικών ταξιδιωτικών εισπράξεων.³ Οι πληρωμές προς την Τουρκία αφορούν κυρίως ταξιδιωτικές και μεταφορικές υπηρεσίες. Συγκεκριμένα, η Τουρκία κατέχει την έκτη θέση στην κατάταξη των χωρών προορισμού των ελληνικών πληρωμών ταξιδιωτικών υπηρεσιών. Συνολικά, από το 2010 το ισοζύγιο του διμερούς εμπορίου υπηρεσιών Ελλάδος-Τουρκίας είναι πλεονασματικό και ανέρχεται – κατά μέσο όρο – σε άνω των 200 εκατ. ευρώ ετησίως, το οποίο όμως αντιπροσωπεύει μόλις το 1,4% του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών της Ελλάδος.

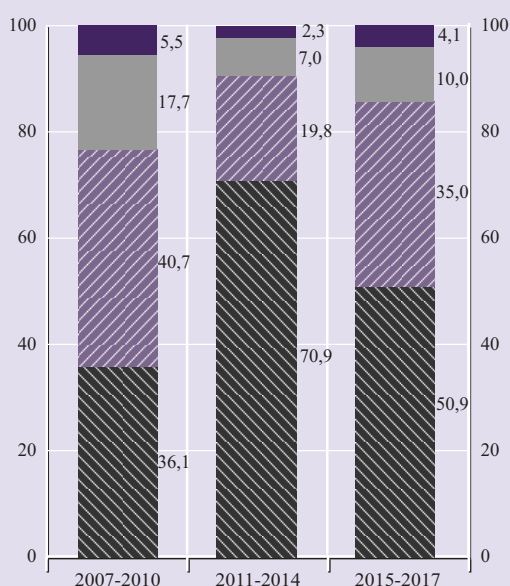
³ Οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες της περιφέρειας Ανατολικής Μακεδονίας-Θράκης (EL51) ανέρχονται στο 2% και της περιφέρειας Βορείου Αιγαίου (EL41) στο 1% των συνολικών εισπράξεων της επικράτειας. Σημειώνεται ότι η συγγέντρωση και επεξεργασία ταξιδιωτικών στοιχείων ανά περιφέρεια, όπως αυτά συλλέγονται μέσω της Έρευνας Συνόρων, ξεκίνησε τον Ιανουάριο του 2016.

Διάγραμμα Β Σύνθεση των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών της Ελλάδος προς/από την Τουρκία κατά προϊόν

(ποσοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντων στο σύνολο των εξαγωγών/εισαγωγών αγαθών προς/από την Τουρκία, μέσος όρος περιόδου)

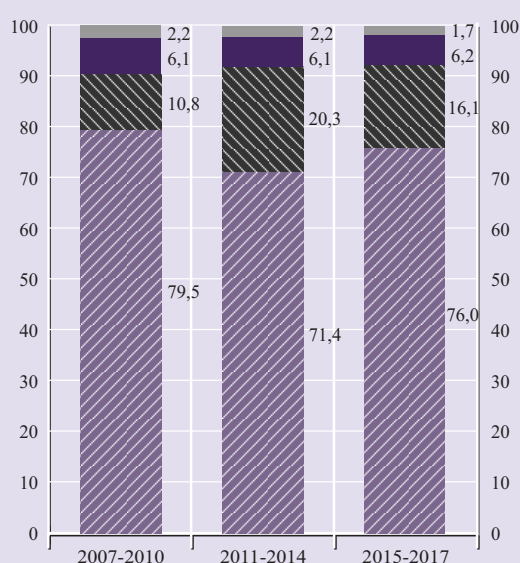
Α. Εξαγωγές

- τρόφιμα, αγροτικά (κυρίως ρύζι)
- πρώτες ύλες εκτός καυσίμων (κυρίως βαμβάκι)
- λοιπά προϊόντα μεταποίησης (κυρίως πλαστικά σε πρωτογενή μορφή, αλουμίνιο, χαλκός, H/Y)
- καύσιμα (κυρίως προϊόντα διύλισης)



Β. Εισαγωγές

- τρόφιμα, αγροτικά (προϊόντα ιχθυοκαλλιέργειας)
- πρώτες ύλες εκτός καυσίμων
- προϊόντα μεταποίησης (κυρίως αυτοκίνητα, προϊόντα κλωστοϋφαντουργίας, πλαστικά, μεταλλικά, από χαρτί, μηχ. εξοπλισμός)
- καύσιμα (φυσικό αέριο)



Πηγή: Eurostat.

Τέλος, σε ό,τι αφορά την επενδυτική παρουσία της Τουρκίας στην Ελλάδα και αντιστρόφως, η κίνηση κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις εκατέρωθεν εμφανίζεται περιορισμένη. Μετά την πώληση της συμμετοχής της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος στη Finansbank το 2016, δεν έχουν καταγραφεί σημαντικές επενδυτικές κινήσεις από καμία πλευρά.

3 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Βασικός σκοπός της εμπειρικής ανάλυσης είναι να εκτιμηθεί ενδεχόμενη επίπτωση στις εισπράξεις από τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών προς την Τουρκία για την περίοδο 2018-2020, εξαιτίας των δυσμενών εξελίξεων στην τουρκική οικονομία.

Για τη διερεύνηση, αρχικά εκτιμάται ένα δυναμικό υπόδειγμα ζήτησης εξαγωγών αγαθών για την περίοδο Ιανουαρίου 1998-Ιουνίου 2018 σε τριμηνιαία συχνότητα, ακολουθώντας το μεθοδολογικό πλαίσιο ενός υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος. Σύμφωνα με το υπόδειγμα, οι βασικότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες για τη ζήτηση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών (X) στην Τουρκία (σε σταθερές τιμές του έτους αναφοράς 2010 με βάση τον αποπληθωριστή εξαγωγών) είναι η διμερής πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία⁴ (RER) και το πραγματικό ΑΕΠ ($GDP^{(TUR)}$)

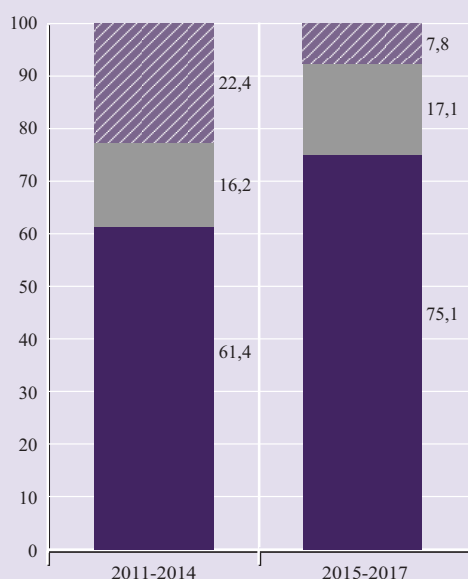
⁴ Η διμερής πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία υπολογίζεται με βάση την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία της τουρκικής λίρας ως προς το ευρώ, λαμβάνοντας υπόψη το λόγο των σχετικών τιμών (με βάση το ΔΤΚ) μεταξύ των δύο χωρών.

Διάγραμμα Γ Σύνθεση των εισπράξεων και πληρωμών υπηρεσιών της Ελλάδος από/προς την Τουρκία

(ποσοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας στο σύνολο των εισπράξεων/πληρωμών υπηρεσιών από/προς την Τουρκία, μέσος όρος περιόδου)

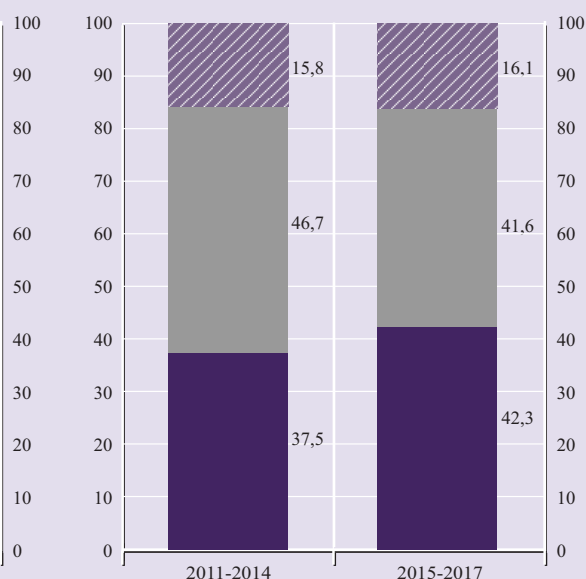
Α. Εισπράξεις

■ ταξιδιωτικές υπηρεσίες
■ μεταφορικές υπηρεσίες
■ λοιπές υπηρεσίες



Β. Πληρωμές

■ ταξιδιωτικές υπηρεσίες
■ μεταφορικές υπηρεσίες
■ λοιπές υπηρεσίες



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

της Τουρκίας.⁵ Η εξειδίκευση⁶ του υποδείγματος περιγράφεται από τη μακροχρόνια σχέση (1) και το υπόδειγμα διόρθωσης σφάλματος (2).

Μακροχρόνια σχέση

$$X_t = \hat{b}_0 + \hat{b}_1 GDP_t^{(TUR)} + \hat{b}_2 RER_t + u_t \quad (1)$$

Υπόδειγμα διόρθωσης σφάλματος

$$\Delta X_t = \hat{c}_0 + \hat{c}_1 \Delta GDP_t^{(TUR)} + \hat{c}_2 \Delta RER_t + \delta (X_{t-1} - \hat{b}_0 - \hat{b}_1 GDP_{t-1}^{(TUR)} - \hat{b}_2 RER_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

Οι μακροχρόνιες ελαστικότητες ως προς το πραγματικό ΑΕΠ και τη διμερή πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία είναι $b_1 = 1,6$ και $b_2 = -0,7$ αντιστοίχως και έχουν το αναμενόμενο πρόσημο.⁷ Τα αποτελέσματα της εκτίμησης των παραμέτρων του υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος παρουσιάζονται στον πίνακα. Οι βραχυχρόνιες ελαστικότητες ως προς το πραγματικό ΑΕΠ και

5 Bλ. Bussiere, M. et al. (2009), "Modelling global trade flows: results from a GVAR model", ECB Working paper series No. 1087, Hooper, P. et al. (1998), "Trade elasticities for G-7 countries", *International Finance Discussion Paper* No. 609, Board of Governors of the Federal Reserve System, και Hooper, P. (1976), "Forecasting U.S. export and import prices and volumes in a changing world economy", *International Finance Discussion Paper* No. 99, Board of Governors of the Federal Reserve System.

6 Οι σειρές εκφράζονται σε λογαριθμούς και η εκτίμηση των σχέσεων έγινε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

7 Επισημαίνεται ότι οι σειρές είναι συνολοκληρωμένες και συνεπώς εκτιμάται το υπόδειγμα διόρθωσης σφάλματος που περιγράφεται από τη σχέση (2).

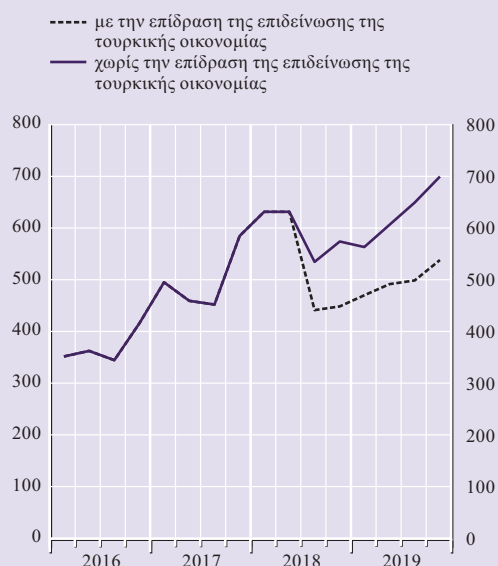
Εκτιμήσεις του υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος

Σταθερός όρος	c_0	0,01 (0,7)
$\Delta GDP_t^{(TUR)}$	c_1	1,9* (1,9)
ΔRER_t	c_2	-0,8** (-2,2)
u_{t-1}	δ	-0,8** (-6,8)
D984	c_3	-0,8** (-4,1)
D152	c_4	-0,8** (-3,7)
R^2 -adjusted		0,5
F-statistic		17,1
Durbin-Watson statistic		2,1

Σημείωση: * επίπεδο σημαντικότητας 10%, ** επίπεδο σημαντικότητας 5%, στατιστική t στις παρενθέσεις.

Διάγραμμα Δ Αποτελέσματα προσομοίωσης για την εξέλιξη των εισπράξεων από τις ελληνικές εξαγωγές προς την Τουρκία

(εκατ. ευρώ σε σταθερές τιμές 2010, τριμηνιαία στοιχεία)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

τη διμερή πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία είναι $c_1 = 1,9$ και $c_2 = -0,8$ αντίστοιχα, είναι στατιστικά σημαντικές και έχουν το αναμενόμενο πρόσημο.⁸ Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, οι ελληνικές εξαγωγές προς την Τουρκία είναι ελαστικές ως προς το ύψος του ΑΕΠ της Τουρκίας και ανελαστικές ως προς τις σχετικές τιμές.

Στο επόμενο στάδιο διενεργείται μια άσκηση προσομοίωσης με βάση τις εκτιμήσεις του υποδείγματος. Στην προσομοίωση επιχειρείται να εκτιμηθεί το ύψος στο οποίο θα διαμορφώνονταν οι εισπράξεις από τις εξαγωγές ελληνικών αγαθών στην Τουρκία κατά την περίοδο 2018-2020 εάν δεν είχε επιδεινωθεί η τουρκική οικονομία, καθώς και πώς τελικά αναμένεται να διαμορφωθούν με τα σημερινά δεδομένα. Οι υποθέσεις για την εξέλιξη των προσδιοριστικών παραγόντων πριν από την επιδείνωση της οικονομίας βασίζονται στις προβλέψεις που δημοσίευσε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) τον Οκτώβριο του 2017,⁹ ενώ οι αντίστοιχες υποθέσεις που αντανακλούν τη σημερινή κατάσταση βασίζονται στις προβλέψεις του ΔΝΤ τον Οκτώβριο του 2018.¹⁰ Πιο συγκεκριμένα, στο σενάριο του Οκτωβρίου 2017 προβλεπόταν αύξηση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ της Τουρκίας κατά 3,5% σε όλη την περίοδο 2018-2020, ενώ στο σενάριο που λαμβάνει υπόψη την τωρινή δυσμενέστερη κατάσταση προβλέπεται αύξηση κατά 3,5% το 2018, 0,4% το 2019 και 2,6% το 2020. Αντίστοιχα, αναμένεται μια υποτίμηση (ως ποσοστιαία απόκλιση από το σενάριο του Οκτωβρίου 2017) της διμερούς πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά 32,3% το 2018, 47,0% το 2019 και 38,9% το 2020, εξέλιξη που αναμένεται να πλήξει τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών την περίοδο 2018-2020.

8 Το υπόδειγμα περνά τους ελέγχους για αυτοσυσχέτιση και κανονικότητα των καταλοίπων, καθώς επίσης και τους ελέγχους για τη σταθερότητα των συντελεστών. Οι ψευδομεταβλητές D984 και D152 αφορούν έντονες αιφνίδιες αρνητικές μεταβολές των εξαγωγών αγαθών το δ' τρίμηνο του 1998 και το β' τρίμηνο του 2015 αντίστοιχα.

9 IMF (2017), *World Economic Outlook Database*, October 2017.

10 IMF (2018), *World Economic Outlook Database*, October 2018.



Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της προσομοίωσης, η επιδείνωση της τουρκικής οικονομίας αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές προς την Τουρκία, μειώνοντας τις συναφείς εισπράξεις κατά 19,8% το β' εξάμηνο του 2018, ενώ για το σύνολο του έτους η μείωση εκτιμάται στο 9,3% σε σχέση με το σενάριο βάσης (από 2,4 δισεκ. ευρώ σε 2,1 δισεκ. ευρώ, σε σταθερές τιμές έτους 2010 – βλ. Διάγραμμα Δ). Η επίπτωση αυτή αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδος κατά 0,1% για το σύνολο του 2018.¹¹ Για τα έτη 2019 και 2020 η αρνητική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές αγαθών αναμένεται να είναι 20,6% (από 2,5 δισεκ. ευρώ σε 1,9 δισεκ. ευρώ) και 19,1% (από 3,0 δισεκ. ευρώ σε 2,4 δισεκ. ευρώ) αντίστοιχα, ενώ η αρνητική επίπτωση στο ΑΕΠ αναμένεται να είναι 0,2% για κάθε έτος.¹² Επισημαίνεται ότι αυτοί οι υπολογισμοί μπορούν να θεωρηθούν ως το δυσμενέστερο σενάριο για τη μείωση του πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδος, δεδομένου ότι οι Έλληνες εξαγωγείς πιθανόν να αναζητήσουν νέες αγορές ή, πολύ πιθανότερα, να αυξήσουν τις εξαγωγές τους προς άλλες χώρες, αξιοποιώντας τους διαύλους με τους ήδη υφιστάμενους εμπορικούς τους εταίρους.

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η Τουρκία είναι ένας από τους πιο σημαντικούς εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος. Οι εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των δύο χωρών έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια και ειδικότερα οι εξαγωγές καυσίμων κατέχουν δεσπόζουσα θέση μεταξύ του συνόλου των ελληνικών εξαγωγών προς τη γείτονα χώρα.

Σύμφωνα με την εμπειρική ανάλυση, η επιβράδυνση της τουρκικής οικονομίας και η υποτίμηση της ισοτιμίας του τουρκικού νομίσματος αναμένεται να έχουν περιορισμένη επίπτωση στην ελληνική οικονομία. Αυτό, έως ένα βαθμό, συνδέεται με τη σχετικά χαμηλή ελαστικότητα των ελληνικών εξαγωγών ως προς τις σχετικές τιμές και μπορεί να αντανακλά το γεγονός ότι το βασικό εξαγωγικό προϊόν της Ελλάδος προς την Τουρκία, δηλαδή τα καύσιμα, αποτελεί αναγκαία πρώτη ύλη για την τουρκική βιομηχανία.

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία μπορεί έως ένα βαθμό να υποεκτιμώνται, δεδομένου ότι η προηγηθείσα ανάλυση δεν λαμβάνει υπόψη την πιθανή δυσμενή επίδραση της παρατεταμένης υποτίμησης της τουρκικής λίρας στην ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών αγαθών προς τρίτες χώρες έναντι των αντίστοιχων τουρκικών. Επίσης, όσον αφορά τον τουρισμό, εάν ληφθεί υπόψη ότι και οι δύο χώρες προσελκύουν σημαντικό αριθμό ταξιδιωτών από τις ίδιες αγορές (π.χ. Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ρωσία), η έντονη υποτίμηση της τουρκικής λίρας ενδέχεται να έχει επιπτώσεις στις εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες λόγω του ανταγωνισμού τιμών στις συγκεκριμένες αγορές. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τυχόν παρατεταμένη επιβράδυνση της τουρκικής οικονομίας θα επιτείνει περαιτέρω τις δυσμενείς επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία, ενώ ενδέχεται να προκαλέσει κλίμα αβεβαιότητας στην ευρύτερη περιοχή.

¹¹ Για τον υπολογισμό της επίπτωσης στο πραγματικό ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας γίνεται η παραδοχή ότι το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών προς την Τουρκία θα παραμείνει σταθερό στο 6,2% (μέση τιμή 2015-2017) για την περίοδο 2018-2020 και ότι αντίστοιχα το μερίδιο του συνόλου των ελληνικών εξαγωγών αγαθών στο ελληνικό ΑΕΠ θα παραμείνει σταθερό στο 17%.

¹² Βλ. επίσης Eurobank Research (2018), *7 ημέρες Οικονομία*, Τεύχος 259, 17 Αυγούστου, και National Bank of Greece (2018), *Greece Macro Flash*, 11 September.

Πλαίσιο IV.6

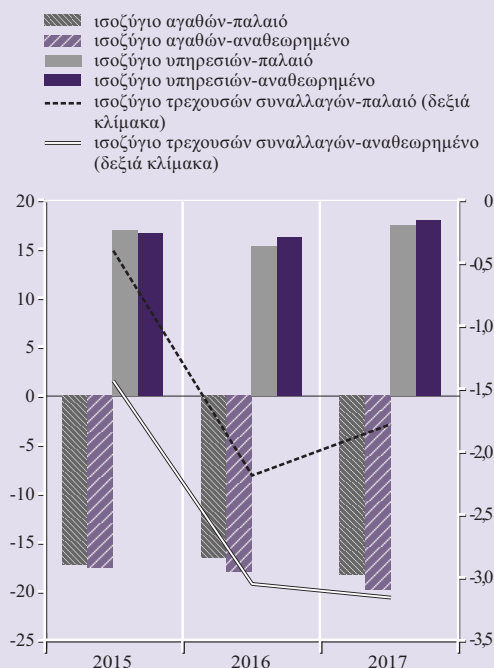
Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΩΝ ΘΑΛΑΣΣΙΩΝ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το Νοέμβριο του 2018 και με μήνα αναφοράς το Σεπτέμβριο του 2018, η Τράπεζα της Ελλάδος προχώρησε στην αλλαγή του τρόπου κατάρτισης των λογαριασμών των θαλάσσιων μεταφορών του ισοζυγίου πληρωμών. Συγκεκριμένα, αντί των στοιχείων διακανονισμού τραπεζικών συναλλαγών (bank settlements data) που χρησιμοποιούνταν μέχρι και το μήνα αναφοράς Αύγουστο 2018, πλέον χρησιμοποιεί διεθνείς βάσεις δεδομένων και διοικητικές πηγές που αφορούν τη ναυτιλία. Με τη χρήση των νέων πηγών, τα στοιχεία θαλάσσιων μεταφορών του ισοζυγίου πληρωμών αντικατοπτρίζουν συναλλαγές που πραγματοποιούνται για διεθνείς θαλάσσιες μεταφορές εντός και εκτός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, σύμφωνα με τους διεθνείς κανόνες κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών.¹

Αποκαθίσταται έτσι η ασυνέχεια που είχε καταγραφεί μετά την απότομη πτώση των εισπράξεων και πληρωμών για υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών το β' εξάμηνο του 2015, με την επιβολή περιορισμών στη μεταφορά κεφαλαίων και τη συνακόλουθη μείωση της διαμεσολάβησης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στις ναυτιλιακές συναλλαγές. Σημειώνεται ότι η υπάρ-

Διάγραμμα Α Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ισοζύγιο αγαθών και ισοζύγιο υπηρεσιών

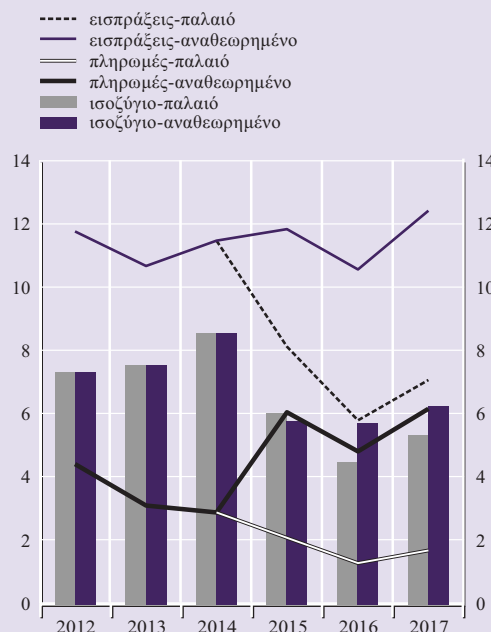
(δισεκ. ευρώ)



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

Διάγραμμα Β Ισοζύγιο θαλάσσιων μεταφορών

(δισεκ. ευρώ)



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

¹ Για την αναλυτική περιγραφή της μεθοδολογίας βλ. "Ισοζύγιο Πληρωμών: Αναθεώρηση των στατιστικών στοιχείων που αφορούν τις θαλάσσιες μεταφορές", Δελτίο τύπου, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα, 20.11.2018.

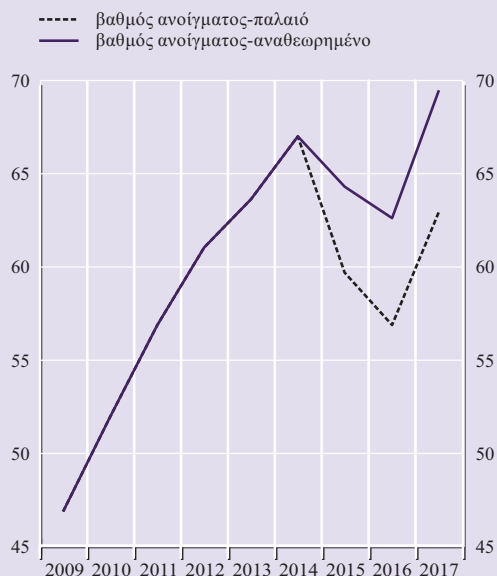
Διάγραμμα Γ Εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών

(δείκτης 2009=100)



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

Διάγραμμα Δ Βαθμός ανοίγματος της ελληνικής οικονομίας στο διεθνές εμπόριο



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών – προσωρινά στοιχεία.
Σημείωση: Ο βαθμός ανοίγματος της οικονομίας στο διεθνές εμπόριο είναι ο λόγος του αθροίσματος των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών της χώρας προς το ΑΕΠ.

χουσα σειρά στοιχείων θαλάσσιων μεταφορών αναθεωρήθηκε αναδρομικά για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2015 και μετά. Σύμφωνα με όλες τις ενδείξεις, τα στοιχεία υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών του ισοζυγίου πληρωμών μέχρι το τέλος του έτους 2014 αποτύπωναν επαρκώς τις ναυτιλιακές εξελίξεις και συνεπώς δεν συντρέχει ανάγκη αναθεώρησής τους.

Σε σύγκριση με τα ήδη δημοσιευμένα στοιχεία, τα αναθεωρημένα στοιχεία δείχνουν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλότερα επίπεδα για την περίοδο 2015-2017 (βλ. Διάγραμμα Α). Ειδικότερα, οι πιο σημαντικές μεταβολές συνοψίζονται ως ακολούθως:

- Σε ό,τι αφορά τις υπηρεσίες, τόσο οι εισπράξεις όσο και οι πληρωμές για θαλάσσιες μεταφορές βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα, αφού αποκαταστάθηκε η ασυνέχεια που είχε παρατηρηθεί από τα μέσα του 2015 (βλ. Διάγραμμα Β). Επίσης, καταγράφηκαν και αυξημένες πληρωμές για λοιπές υπηρεσίες που συνδέονται με τις παρεχόμενες υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών. Οι παραπάνω μεταβολές συνετέλεσαν στην αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών κατά τα έτη 2016-2017, ενώ υπήρξε μικρή μείωσή του το 2015.
- Αναφορικά με το ισοζύγιο αγαθών, η αναθεώρηση των στατιστικών στοιχείων που αφορούν την προμήθεια εφοδίων για πλοία στο εξωτερικό συνετέλεσε στην αύξηση των εισαγωγών αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία. Σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο πλοίων, η αναθεώρηση για τις εισαγωγές και εξαγωγές πλοίων είχε θετική επίδραση. Συνολικά όμως, η αθροιστική μεταβολή των δύο παραπάνω μεγεθών είχε αρνητική επίδραση στο ισοζύγιο αγαθών συγκριτικά με τα προηγούμενα στοιχεία.

- Τέλος, στο *ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων* καταγράφηκε επιδείνωση, κυρίως λόγω των πληρωμών για εισόδημα από εργασία που καταβάλλεται σε μη κατοίκους ναυτικούς.²

Εν κατακλείδι, αν και τα αναθεωρημένα στοιχεία δείχνουν το έλλειμμα του *ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών* σε υψηλότερο επίπεδο (1,8% του ΑΕΠ το 2017 από 1,0% του ΑΕΠ πριν την αναθεώρηση), διατηρούνται τόσο η θετική εικόνα των εξελίξεων των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα Γ) όσο και η διόρθωση της ανισορροπίας του εξωτερικού τομέα από την αρχή της κρίσης (μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ κατά 13 ποσοστιαίες μονάδες). Ιδιαίτερα σημαντική είναι η βελτιωμένη εικόνα, όπως καταγράφεται από τα αναθεωρημένα στοιχεία, του βαθμού ανοίγματος (*openness*) της ελληνικής οικονομίας (βλ. Διάγραμμα Δ), ο οποίος διαμορφώθηκε το 2017 σε περίπου 70% του ΑΕΠ από 47% το 2009.

² Η αλλαγή του τρόπου κατάρτισης των λογαριασμών των θαλάσσιων μεταφορών οδήγησε στην αναθεώρηση και των στοιχείων απαιτήσεων και υποχρεώσεων των λοιπών επενδύσεων στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Με την αναθεώρηση αυτή εμφανίζεται μείωση των καθαρών απαιτήσεων σε υπόλοιπα ναυτιλιακών δανείων-καταθέσεων έναντι των μη κατοίκων σε σύγκριση με τα στοιχεία που είχαν δημοσιευθεί στο παρελθόν.

6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,1% το 2018, κατά 2,3% το 2019 και κατά 2,2% το 2020 (βλ. Πίνακα IV.8).

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα έχει θετική συμβολή στην οικονομική δραστηριότητα καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης, ως αποτέλεσμα της σταδιακής αύξησης των αμοιβών ανά απασχολούμενο και της συνεχιζόμενης βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας, και κατ' επέκταση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν, ιδιαίτερα από το 2019 και έπειτα. Η βελτίωση της εμπιστοσύνης με την ολοκλήρωση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, καθώς και η σταδιακή αποκατάσταση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στην ανάληψη νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών και στην ενίσχυση της επενδυτικής δαπάνης. Οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλούς, αν και επιβραδυνόμενους, ρυθμούς τα επόμενα δύο χρόνια, εξαιτίας της εξασθένησης του διεθνούς εμπορίου και του ρυθμού ανάπτυξης της

παγκόσμιας οικονομίας λόγω του εντεινόμενου προστατευτισμού και της αύξησης των επιτοκίων στις διεθνείς αγορές. Οι εξαγωγές υπηρεσιών θα ακολουθήσουν την αύξηση των τουριστικών υπηρεσιών. Άνοδο αναμένεται ότι θα σημειώσουν και οι εισαγωγές, με χαμηλότερο όμως ρυθμό σε σχέση με τις εξαγωγές. Η απασχόληση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται, στηριζόμενη κυρίως στη θετική πορεία επιμέρους κλάδων της οικονομικής δραστηριότητας, όπως ο τουρισμός, το εμπόριο και η μεταποίηση. Η εμπεδωση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και η συνέχιση της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των ετών που προηγήθηκαν θα συντελέσουν στην αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και στην περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας. Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα σημειώσει διακυμάνσεις, επηρεαζόμενος από εξωγενείς παράγοντες, όπως οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται ότι θα ακολουθήσει ανοδική πορεία κατά την περίοδο πρόβλεψης, κυρίως λόγω της ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης και της ήπιας αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Όσον αφορά τους κινδύνους που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τρά-

Πίνακας IV.8 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017	2018	2019	2020
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,5	2,1	2,3	2,2
Ιδιωτική κατανάλωση	0,9	1,1	1,3	1,1
Δημόσια κατανάλωση	-0,4	0,1	0,7	0,9
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	9,1	3,8	9,2	8,5
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,8	8,1	5,4	4,9
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	7,1	5,3	4,9	4,4
ΕνΔΤΚ	1,1	0,9	1,1	0,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,6	0,6	1,0	0,9
Απασχόληση	2,2	1,9	2,0	2,0
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	21,5	19,8	18,2	16,8
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-1,8	-1,9	-2,0	-2,2

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

πεζας της Ελλάδος, εγχώριοι παράγοντες, όπως είναι η υπέρμετρη φορολόγηση και τυχόν ανάκληση ή καθυστερήσεις στην υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων, ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Οι κίνδυνοι από το διεθνές περιβάλλον συνδέονται με την αύξηση του παγκόσμιου προστατευτισμού, την

υιοθέτηση πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής από τις ΗΠΑ, τις αναταράξεις που σχετίζονται με την αστάθεια στις αναδυόμενες αγορές, τις διακυμάνσεις στις διεθνείς αγορές ομολόγων και με τις γεωπολιτικές εξελίξεις, συμπεριλαμβανομένης μιας πιθανής επιδείνωσης της προσφυγικής κρίσης ή/και μιας επιδείνωσης της οικονομίας της Τουρκίας (βλ. Πλαίσιο IV.5).

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

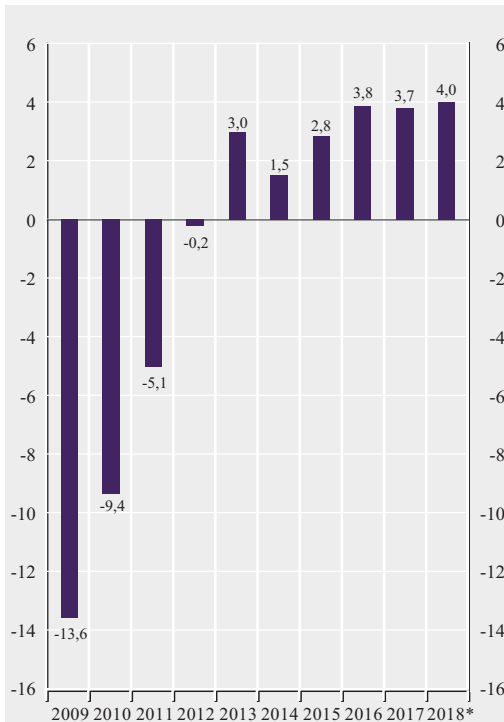
Μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης τον Ιούνιο του 2018, έληξε τον Αύγουστο του 2018 η τριετής Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης. Στη μεταμνημονιακή περίοδο, η ελληνική οικονομία εντάχθηκε σε ένα πλαίσιο ενισχυμένης εποπτείας, που περιλαμβάνει περιοδικές αξιολογήσεις για τη διασφάλιση της τήρησης των δημοσιονομικών δεσμεύσεων και τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα, εκταμιεύθηκε η τελευταία δόση στο πλαίσιο της δανειακής σύμβασης, η οποία ενίσχυσε σημαντικά το ταμειακό απόθεμα ασφαλείας. Οι αποδόσεις ωστόσο των κρατικών ομολόγων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, εκτός των άλλων και λόγω της ενδεχόμενης ανατροπής μεταρρυθμίσεων που έχουν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος, καθώς και λόγω των αναταράξεων στις διεθνείς αγορές. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης του 2017 επιβεβαιώθηκε σε 4,1% του ΑΕΠ, έναντι στόχου του προγράμματος 1,75% του ΑΕΠ. Η δημοσιονομική υπεραπόδοση όμως που παρατηρείται για τρίτο συνεχές έτος αντλεί πόρους από την πραγματική οικονομία και δυσχεραίνει την επάνοδο σε αναπτυξιακή τροχιά. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη συγκράτηση των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις και η διατήρηση του αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης σε υψηλά επίπεδα επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα. Ως εκ τούτου, η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα επιτρέψουν την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας θεωρείται απαραίτητη προϋπόθεση για την ενίσχυση της οικονομικής μεγέθυνσης και την εμπέδωση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Στην κατεύθυνση αυτή, η αλλαγή του μίγματος της δημοσιονομικής πολιτικής προς μια περισσότερο φιλική προς την ανάπτυξη πολιτική κρίνεται αναγκαία.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2017 ακολουθήθηκε ουδέτερη δημοσιονομική πολιτική, που αντικατοπτρίστηκε στη δια-

Διάγραμμα V.1 Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Πρόβλεψη.

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

τήρηση του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος περίπου στο επίπεδο του 2016² (βλ. Διάγραμμα V.1).

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2018, το 2017 καταγράφηκε για δεύτερη συνεχή χρονιά πλεόνασμα στη γενική κυβέρνηση (ΓΚ), ύψους 0,8% του ΑΕΠ, έναντι 0,5% το 2016 (βλ. Πίνακα V.1). Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2017 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,9% του

¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 13.12.2018.

² Το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα, εκτός από τους τόκους, απομονώνει επίσης τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου και των έκτακτων παραγόντων.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2014	2015	2016	2017
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	-3,6	-5,6	0,5	0,8
– Κεντρική κυβέρνηση	-4,3	-5,6	-0,9	-1,2
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,7	0,0	1,4	1,9
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	-3,6	-2,9	0,3	0,7
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα¹	0,3	0,7	3,5	3,9
Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού				
Δημοσιονομικά στοιχεία²	-2,1	-2,4	-1,6	-2,4
Ταμειακά στοιχεία³	-2,4⁴	-1,9⁵	-2,0⁶	-2,5⁷

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών, ΕΛΣΤΑΤ.

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

2 Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (Δελτία Εκτέλεσης ΚΠ, Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2019).

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

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

5 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP).

6 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

7 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

ΑΕΠ έναντι πλεονάσματος 3,7% του ΑΕΠ το 2016. Η βελτίωση σε σχέση με το 2016 οφείλεται σε περιστολή δαπανών, που υπεραντιστάθμισε τη μείωση των εσόδων.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2017, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τον ορισμό του προγράμματος,³ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,1% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα 1,75% του ΑΕΠ.

Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσαν η περιστολή των δαπανών για συντάξεις, η υποεκτέλεση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και για δημόσιες επενδύσεις, καθώς και η καλύτερη πορεία των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές, οφειλές παρελθόντων ετών και ΦΠΑ.

Η καλύτερη απόδοση των εσόδων στις κατηγορίες αυτές σχετίζεται, μεταξύ άλλων, με την

ασφαλιστική μεταρρύθμιση, τις ρυθμίσεις για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο και την οικειοθελή αποκάλυψη εισοδημάτων, καθώς και με την αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών.⁴

Ωστόσο, παρατηρήθηκε υστέρηση των εσόδων από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, καθώς το συνολικό ποσό των δηλωθέντων εισοδημάτων το 2017 ήταν χαμηλότερο του προσδοκώμενου. Το ποσό αυτό, αν και αρχικώς αναμενόταν υψηλότερο από το 2016 με βάση τα νέα φορολογικά μέτρα που τέθηκαν σε ισχύ το 2017 (νέα κλίμακα, μείωση του αφορολόγητου

3 Με βάση το πρόγραμμα, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2017 δεν υπολογίζεται, μεταξύ άλλων, η επίπτωση από την άμεση εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφής φόρου (ύψους 0,5% του ΑΕΠ).

4 Βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaiconomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, σελ. 17-20 και Hondroyannis, G. and D. Papaiconomou (2018), "Fiscal structural reforms: the effect of card payments on VAT revenue in the euro area", Bank of Greece Working Paper no. 249.

και αυξημένη προκαταβολή φόρου για ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες), διαμορφώθηκε εν τέλει στο ίδιο επίπεδο με το 2016, λόγω της περαιτέρω μείωσης των δηλωθέντων εισοδημάτων.⁵ Ειδικά για τους ελεύθερους επαγγελματίες και δευτερευόντως για τους αγρότες καταγράφηκε σημαντική μείωση των δηλωθέντων εισοδημάτων στις φορολογικές δηλώσεις του 2017. Η εξέλιξη αυτή δηλώνει ότι το ισχύον φοροκεντρικό δημοσιονομικό μίγμα δεν είναι διατηρήσιμο, αφού συρρικνώνει τη φορολογική βάση.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου που παρατηρείται τα τελευταία έτη, αν και συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, επιφέρει αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Και τούτο διότι το μεγαλύτερο από το απαιτούμενο μέγεθος της δημοσιονομικής συστολής που συντελείται, η οποία μάλιστα βασίζεται σε μια πολιτική φοροκεντρικού χαρακτήρα, έχει ως αποτέλεσμα να αντλούνται σημαντικοί πόροι από την παραγωγική διαδικασία, ενώ ταυτόχρονα το δημοσιονομικό μίγμα δεν κρίνεται διατηρήσιμο. Η αρνητική απόκλιση των δηλωθέντων εισοδημάτων το 2017 από το στόχο που είχε τεθεί με βάση τη φορολογική μεταρρύθμιση του 2016 αποτελεί ένδειξη της αρνητικής επίδρασης.

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Στις αρχές του 2018 ολοκληρώθηκε η τρίτη αξιολόγηση στο πλαίσιο του προγράμματος, με τη θεσμοθέτηση των εκκρεμών προαπαιτούμενων μέσω της ψήφισης του πολυνόμου 4512/2018.⁶ Ως εκ τούτου, το Μάρτιο εκταμιεύθηκαν 5,7 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 3,3 δισεκ. ευρώ αφορούσαν την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου μέχρι το τέλος Ιουνίου 2018, 1,9 δισεκ. ευρώ την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος και το υπόλοιπο 0,5 δισεκ. ευρώ την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές της γενικής κυβέρνησης. Στις 15 Ιουνίου εκταμιεύθηκε επιπλέον 1 δισεκ. ευρώ, αφού πρώτα διαπιστώθηκε η επαρκής μείωση του αποθέ-

ματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών, αλλά και η αποτελεσματική λειτουργία των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών.⁷

Επίσης, τον Ιούνιο, με τον πολυνόμο 4549/2018⁸ θεσμοθετήθηκε πλήθος μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της τελευταίας αξιολόγησης, μεταξύ των οποίων και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2019-2022.⁹

Με τη συνεδρίαση του Eurogroup στις 21 Ιουνίου 2018 σηματοδοτήθηκε η επιτυχής ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης του προγράμματος, βάσει της οποίας: (α) συμφωνήθηκε η καταβολή της τελευταίας δόσης, συνολικού ύψους 15 δισεκ. ευρώ, (β) προσδιορίστηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα και οι προϋποθέσεις ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους (όπως περιγράφονται παρακάτω στην Ενότητα 2.4) και (γ) διαμορφώθηκε το πλαίσιο ενισχυμένης μεταμνημονιακής εποπτείας,¹⁰ που καθορίζει, μεταξύ άλλων, τις δεσμεύσεις της ελληνικής κυβέρνησης για σειρά ετών στο μέλλον, με σκοπό τη διασφάλιση της δημοσιονομικής σταθερότητας και τη διατήρηση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας. Στο πλαίσιο αυτό, η πορεία της ελληνικής οικονομίας θα αξιολογείται σε τριμηνιαία βάση από τους

⁵ Γενικότερα, όπως επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία της Γενικής Γραμματείας Πληροφοριακών Συστημάτων και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων για τις φορολογικές δηλώσεις των οικονομικών ετών 2011-2016, καταγράφεται συνεχής συμπίεση των δηλωθέντων εισοδημάτων, με σταθερή συρρίκνωση της μεσαίας τάξης, σταθερή αύξηση του αριθμού των φορολογουμένων με ετήσια εισοδήματα κάτω από το αφορολόγητο όριο και σημαντική μείωση των φορολογουμένων με υψηλά εισοδήματα.

⁶ “Ρυθμίσεις για την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και άλλες διατάξεις”.

⁷ Σύμφωνα με το τεχνικό μνημόνιο συνεννόησης της τρίτης αξιολόγησης του προγράμματος, προκειμένου να εκταμιευθεί το ποσό της δόσης που προοριζόταν για την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, απαιτείτο η μείωση του συνολικού αποθέματος των ληξιπρόθεσμων οφειλών κατά 200% του ποσού της προηγούμενης δόσης. Αυτό συνεπαγόταν τη διάθεση επιπλέον ιδίων πόρων με αναλογία 1:1.

⁸ “Διατάξεις για την ολοκλήρωση της Συμφωνίας Δημοσιονομικών Στόχων και Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων – Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2019-2022”.

⁹ Για αναλυτική παρουσίαση των σχετικών διατάξεων, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2017-2018*, Ιούνιος 2018, Κεφάλαιο V.

¹⁰ Άρθρο 2 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ.472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21.5.2013 για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται από σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, L 140/1, 27.5.2013.

θεσμούς, με σκοπό να διασφαλιστεί η τήρηση των δημοσιονομικών δεσμεύσεων και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Τον Αύγουστο εκταμιεύθηκε η τελευταία δόση, ύψους 15 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 5,5 δισεκ. ευρώ προορίστηκαν για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους και τα υπόλοιπα 9,5 δισεκ. ευρώ για την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας. Συνεπώς, από το συνολικό ποσό των 86 δισεκ. ευρώ που είχε εγκριθεί στο πλαίσιο του τρίτου προγράμματος, εκταμιεύθηκαν συνολικά 61,9 δισεκ. ευρώ, ενώ το υπολειπόμενο ποσό των 24,1 δισεκ. ευρώ δεν χρησιμοποιήθηκε.

Τον Οκτώβριο ψηφίστηκε διάταξη για την καταβολή των εκκρεμών αναδρομικών στους αμειβόμενους με ειδικά μισθολόγια.¹¹ Για την αντιμετώπιση αυτού του κονδυλίου, αποφασίστηκε η περικοπή των δαπανών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) της γενικής κυβέρνησης το 2018 κατά περίπου 800 εκατ. ευρώ.

Μετά την ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος, η Ελλάδα, σε συνδυασμό με το πλαίσιο ενισχυμένης μεταμνημονιακής εποπτείας, εντάσσεται για πρώτη φορά στη Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών ως μέρος του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου κατατέθηκε τον Οκτώβριο το Προσχέδιο και το Νοέμβριο η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019 στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Στην Εισηγητική Έκθεση, το 2018 προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της ΓΚ, σύμφωνα με τη μεθοδολογία ενισχυμένης εποπτείας, ύψους 3,98% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ. Η εκτίμηση αυτή είναι βελτιωμένη έναντι του ΜΠΔΣ 2019-2022 (3,56% του ΑΕΠ), κυρίως λόγω της παρατηρούμενης καλύτερης πορείας των εσόδων από ΦΠΑ και των μη φορολογικών εσόδων. Ως εκ τούτου, αποφασίστηκε η διανομή κοινωνικού μερίσματος ύψους 710 εκατ. ευρώ για τη στήριξη των οικονομικά αδύναμων προσώπων και ευάλωτων νοικοκυριών.¹²

Για το 2019 η δημοσιονομική πολιτική στην Εισηγητική Έκθεση διαφοροποιείται από αυτήν που περιγράφεται στο ΜΠΔΣ 2019-2022. Αντί της δημοσιονομικά ουδέτερης αναδιάταξης του δημοσιονομικού μίγματος που προέβλεπε το ΜΠΔΣ, προβλέπεται η εφαρμογή μιας επεκτατικής δέσμης μέτρων ύψους περίπου 1.245 εκατ. ευρώ σε καθαρή βάση, ή περίπου 0,6% του ΑΕΠ, μερικώς αντισταθμιζόμενης από τη μείωση των δαπανών του ΠΔΕ κατά 550 εκατ. ευρώ ή 0,3% του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, προβλέπεται να περιοριστεί σε 3,6% του ΑΕΠ, οριακά υψηλότερο του στόχου 3,5% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος 4,25% του ΑΕΠ σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη του ΜΠΔΣ 2019-2022.

Τα μέτρα που θα επηρεάσουν δημοσιονομικά το 2019 περιλαμβάνουν: (α) τη μη περικοπή της συνταξιοδοτικής δαπάνης,¹³ αλλά και τη μη εφαρμογή μέρους των αντισταθμιστικών παρεμβάσεων, (β) τη μεσοσταθμική μείωση κατά 10% του ΕΝΦΙΑ,¹⁴ (γ) τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των ελεύθερων επαγγελματιών, των αυτοαπασχολούμενων και των αγροτών,¹⁵ (δ) την καταβολή επιδόματος στέγασης, (ε) την επιδότηση ασφαλιστικών εισφορών για νέους εργαζομένους¹⁶ και (στ) την ενίσχυση της ειδικής αγωγής.

¹¹ Ν. 4575/2018 “Ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2014/50/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014, σχετικά με τις ελάχιστες προϋποθέσεις για την προαγωγή της κινητικότητας των εργαζομένων μεταξύ των κρατών-μελών, με τη βελτίωση της απόκτησης και της διατήρησης δικαιωμάτων συμπληρωματικής συνταξιοδότησης (L 128/1 της 30.4.2014) και άλλες διατάξεις”. Αφορά περικοπές από τον Αύγουστο του 2012 σε μισθούς και συντάξεις όσων αμείβονται με ειδικά μισθολόγια που είχαν προβλεφθεί στο ΜΠΔΣ 2013-2016, και τις οποίες το Συμβούλιο της Επικρατείας έγκρισε αντισυνταγματικές τον Ιούνιο του 2014. Μέρος των αναδρομικών είχε δοθεί στους δικαστικούς και τους ένστολους το 2014.

¹² Ν. 4579/2018 “Υποχρεώσεις αερομεταφορέων σχετικά με τα αρχεία επιβατών – προσαρμογή της νομοθεσίας στην Οδηγία (ΕΕ) 2016/681”.

¹³ Πρόσφατα ψηφισθείς νόμος, “Κατάργηση των διατάξεων περί μείωσης των συντάξεων, ενσωμάτωση στην Ελληνική Νομοθεσία της Οδηγίας 2016/97/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 20ής Ιανουαρίου 2016 σχετικά με τη διανομή ασφαλιστικών προϊόντων και άλλες διατάξεις”.

¹⁴ Βλ. υποσημείωση 12.

¹⁵ Ν.4578/2018 “Μείωση ασφαλιστικών εισφορών και άλλες διατάξεις”.

¹⁶ Βλ. υποσημείωση 13.

Επιπλέον, στις δημοσιονομικές παρεμβάσεις όπως περιγράφονται στην Εισηγητική Έκθεση, περιλαμβάνονται η μείωση του συντελεστή φορολόγησης των διανεμόμενων κερδών από 15% σε 10%, καθώς και η σταδιακή μείωση του συντελεστή φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων από 29% σε 25% κατά μια ποσοστιαία μονάδα κατ' έτος, με δημοσιονομική επίπτωση από το 2020,¹⁷ αντί άμεσης μείωσης σε 26% το 2020.¹⁸

Στο πλαίσιο των διαδικασιών του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου 2019, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε τον Προϋπολογισμό για το 2019. Παράλληλα, στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, δημοσίευσε την πρώτη έκθεση αξιολόγησης¹⁹ το Νοέμβριο του 2018, όπου διαπιστώνονται σημαντικές καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σύμφωνα με την έκθεση, από τις συνολικά 16 συγκεκριμένες δεσμεύσεις που θα έπρεπε να έχουν ολοκληρωθεί εντός του 2018, δεν έχει ολοκληρωθεί καμία, ενώ σημαντικές καθυστερήσεις παρατηρούνταν, μεταξύ άλλων, στη στελέχωση της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ), στην αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών, στη μεταφορά του Ολυμπιακού Αθλητικού Κέντρου Αθηνών (ΟΑΚΑ) στην Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΠ), στη διαμόρφωση των εργαλείων για την εξυγίανση του τραπεζικού κλάδου, στο κεντρικό σύστημα προμηθειών υγείας και στο νομικό πλαίσιο αδειοδότησης στον τομέα της ενέργειας.

Όσον αφορά τις προνομοθετημένες περικοπές των συντάξεων για το 2019, σύμφωνα με την ίδια έκθεση, η ακύρωσή τους δεν απειλεί τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος. Η συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα έχει αποκλιμακωθεί μέχρι το 2040 στο ίδιο επίπεδο με αυτό που θα συνεπάγονταν οι περικοπές. Ωστόσο, η μη περικοπή συνεπάγεται εμπροσθοβαρές δημοσιονομικό κόστος και επιβραδύνει κατά τρία έτη τη σύγκλιση της συνταξιοδοτικής δαπάνης ως ποσοστού του ΑΕΠ με το μέσο όρο της ΕΕ (το 2027). Η αναστολή του μέτρου οδηγεί σε αυξημένες δαπά-

νες γήρανσης μέχρι το 2040, με αποτέλεσμα να επιδρά επιβαρυντικά στις αναλύσεις βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους που διενεργούνται τόσο από την ΕΚΤ όσο και από άλλους διεθνείς οργανισμούς.

Επιπλέον, χρήζει ειδικής αναφοράς ο δημοσιονομικός κίνδυνος που ελλοχεύει για το 2019, αφενός από ενδεχόμενες πιέσεις για μεγαλύτερη δημοσιονομική επέκταση που σχετίζονται με τον εκλογικό κύκλο και αφετέρου από την εφαρμογή των (υπ' αριθ. 2287-2290/2015) αποφάσεων του Συμβουλίου της Επικρατείας, οι οποίες, έχοντας κρίνει αντισυνταγματικές προγενέστερες περικοπές στις συντάξεις,²⁰ αφήνουν ανοικτό το ενδεχόμενο αύξησης της συνταξιοδοτικής δαπάνης, και μάλιστα πιθανόν με αναδρομική ισχύ. Παράλληλα, εκκρεμούν δικαστικές αποφάσεις σχετικά με τη συνταγματικότητα της συνταξιοδοτικής μεταρρύθμισης του 2016, γεγονός που αυξάνει τον εν λόγω κίνδυνο.

Ο κίνδυνος από την αντιστροφή συνταξιοδοτικών ρυθμίσεων επισημαίνεται και στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και αναγνωρίζεται ότι, εάν υλοποιηθεί, θα πρέπει να ληφθούν διορθωτικά μέτρα προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι του ΜΠΔΣ, όπως αυτό επικαιροποιείται ετησίως.

Τέλος, η έκθεση επισημαίνει, μεταξύ άλλων, ότι η μείωση του στόχου των δαπανών του ΠΔΕ επιβαρύνει το μακροπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης, κίνδυνο που επισημαίνει διαρκώς και η Τράπεζα της Ελλάδος.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2018

Το 2018 τα ταμειακά διαθέσιμα του κράτους ενισχύθηκαν σημαντικά, αφενός λόγω των εκταμιεύσεων στο πλαίσιο του προγράμματος και αφετέρου μέσω της σύναψης πράξεων

¹⁷ Βλ. υποσημείωση 12.

¹⁸ Ο Ν. 4472/2017 προέβλεπε τη μείωση του συντελεστή φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων από 29% σε 26% το 2020 ως εξισορροπητικό μέτρο της μείωσης του αφορολογήτου.

¹⁹ Enhanced Surveillance Report, Greece, November 2018.

²⁰ Συγκεκριμένα, τις περικοπές επί των συντάξεων, καθώς και την κατάργηση των δώρων Χριστουγέννων και Πάσχα και του επιδόματος αδείας βάσει των νόμων 4051/2012 και 4093/2012.

πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς (repurchase), αξιοποιώντας τα διαθέσιμα των φορέων της ΓΚ. Συμβολή προς την ίδια κατεύθυνση είχε, αν και σε μικρότερο βαθμό, η έξοδος του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές κεφαλαίων το Φεβρουάριο του 2018 με την έκδοση ομολόγου επταετούς διάρκειας συνολικού ύψους 3 δισεκ. ευρώ, με απόδοση 3,5%.

Εντούτοις δεν επιχειρήθηκε νέα έξοδος στις αγορές, καθώς στη συνέχεια οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων κινήθηκαν ανοδικά, εξαιτίας, μεταξύ άλλων, των αναταράξεων στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα ακόμη και μετά τη λήξη του προγράμματος να διατηρούνται σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι στο τέλος του 2017. Η εξέλιξη αυτή φανερώνει ότι η ελληνική αγορά ομολόγων παραμένει ιδιαίτερα ευάλωτη σε εξωτερικές αναταράξεις. Επιπλέον, η αβεβαιότητα γύρω από την ενδεχόμενη ανατροπή μεταρρυθμίσεων που είχαν συμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος εκτιμάται ότι συντείνει προς αυτή την εξέλιξη.

Η ύπαρξη του ταμειακού αποθέματος αποτελεί μια άγκυρα ασφαλείας, η οποία, καθώς εξασφαλίζει τη χρηματοδότηση για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των δύο ετών, συντελεί στη διαμόρφωση ευνοϊκών όρων χρηματοδότησης από τις αγορές. Εντούτοις, έχει βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και περιορισμένη δυνατότητα απορρόφησης κραδασμών από μια αντίξοχη εγχώρια ή διεθνή συγκυρία.

Αναμφισβήτητα, η καλύτερη εγγύηση για μια επιτυχή πορεία είναι η ολοκλήρωση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας και η επακόλουθη εδραίωση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Αυτό άλλωστε είναι και το κύριο ζητούμενο για την απρόσκοπτη αναχρηματοδότηση του ελληνικού χρέους από τις αγορές κεφαλαίων και την πλήρη αποδέσμευση της Ελλάδας από τα προγράμματα επιτήρησης.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ), το δεκάμηνο του 2018 τα έσοδα (προ επιστροφών) του

τακτικού προϋπολογισμού (ΤΠ) κατέγραψαν αύξηση και διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο του ετήσιου στόχου για το 2018, όπως αυτός αναθεωρήθηκε προς τα άνω στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019. Η προς τα άνω αναθεώρηση του ετήσιου στόχου οφείλεται πρωτίστως στην καλύτερη απόδοση του ΦΠΑ και των λοιπών φόρων επί των συναλλαγών, αλλά και στις υψηλότερες εισπράξεις χρεών παρελθόντων ετών, και δευτερευόντως σε αυξημένα μη φορολογικά έσοδα.

Όπως προαναφέρθηκε, στην αυξημένη απόδοση του ΦΠΑ που παρατηρείται τα τελευταία έτη έχει συμβάλει σημαντικά η αύξηση των συναλλαγών μέσω πιστωτικών και χρεωστικών καρτών, ενώ οι εισπράξεις από χρέη παρελθόντων ετών έχουν ενισχυθεί από τις ρυθμίσεις για τις ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο, την αύξηση των κατασχέσεων και την οικειοθελή αποκάλυψη εισοδημάτων.

Για το 2018 αναμένεται εκ νέου υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου, σύμφωνα τόσο με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019 όσο και με την Τράπεζα της Ελλάδος.

Εντούτοις, το σύνολο των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορολογουμένων προς το Δημόσιο αυξήθηκε σε 103,1 δισεκ. ευρώ στο τέλος Σεπτεμβρίου. Ο ρυθμός δημιουργίας νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών, παρότι βαίνει μειούμενος, είναι μεγαλύτερος του ρυθμού είσπραξης των παλαιών, οδηγώντας σε συσσώρευση νέου χρέους. Δεδομένης της χαμηλής εισπραξιμότητας του παλαιού χρέους,²¹ οι εισπρακτικές αρχές θα πρέπει να συνεχίσουν και να εντείνουν τις προσπάθειές τους τουλάχιστον για την είσπραξη των νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών.

Παράλληλα, οι δαπάνες του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) συγκρατήθηκαν έναντι του στόχου περιόδου και παρατηρήθηκε μεγάλη καθυστέρηση στην εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορέων

²¹ Σύμφωνα με την Έκθεση Απολογισμού της ΑΑΔΕ για το 2017, μόνο το 9,8% του συνόλου των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο θεωρείται εισπραξιμο.

της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της, παρά τις στοχευμένες εκταμιεύσεις στο πλαίσιο της δανειακής σύμβασης. Ως προς την καθυστέρηση, τα ευρήματα του Ελεγκτικού Συνεδρίου²² καταδεικνύουν ως κύριες αιτίες, μεταξύ άλλων, ελλείψεις σε πληροφοριακά συστήματα και καταρτισμένο προσωπικό, διοικητικές δυσλειτουργίες και αστοχίες στην κατάρτιση προϋπολογισμών.

Τα φαινόμενα αυτά, που επαναλαμβάνονται τα τελευταία έτη, στερούν πόρους από την πραγματική οικονομία και μεγεθύνουν το πρόβλημα της ανεπαρκούς χρηματοδότησης της ιδιωτικής οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IV.2). Αυτοί οι οικονομικοί πόροι θα μπορούσαν εναλλακτικά να ενισχύσουν τις δημόσιες επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση ή να αυξήσουν την αποταμίευση. Η ενίσχυση της ιδιωτικής αποταμίευσης με τη σειρά της θα διευκόλυνε τη χρηματοδότηση των παραγωγικών επενδύσεων, συμβάλλοντας στην τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η ολοκλήρωση της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης αποτελεί σημαντικό ορόσημο για την ελληνική οικονομία. Σε καμία περίπτωση όμως δεν αποτελεί λόγο εφησυχασμού. Και αυτό διότι βασική προϋπόθεση για να επανέλθει η ελληνική οικονομία στην κανονικότητα είναι η ομαλή επάνοδος του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές.

Για το σκοπό αυτό, η υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα πρέπει να διατηρηθεί αμείωτη στη μεταμνημονιακή περίοδο, προκειμένου να διαφυλαχθούν τα έως τώρα δημοσιονομικά επιτεύγματα και να ενισχυθεί η αξιοπιστία της ασκούμενης πολιτικής, η οποία αντανακλάται στη διεθνή πιστοληπτική ικανότητα της χώρας. Η ενδεχόμενη ανατροπή συμφωνημένων πολιτικών λειτουργεί προς την αντίθετη ακριβώς κατεύθυνση.

Η τόνωση της αναπτυξιακής δυναμικής της ελληνικής οικονομίας αποτελεί ύψιστη προ-

τεραιότητα. Θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που θα επιτρέψουν την αναδιάταξη του δημοσιονομικού μίγματος στην κατεύθυνση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών και της ανακατανομής της δημόσιας δαπάνης προς τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών και των ασφαλιστικών εισφορών που προβλέπεται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019 αναμένεται να επηρεάσει θετικά προς αυτή την κατεύθυνση.

Ειδικότερα, σχετική ανάλυση δείχνει ότι μια μόνιμη ελάφρυνση του φορολογικού βάρους στη μισθωτή εργασία επιφέρει *ceteris paribus* μόνιμο θετικό αποτέλεσμα στην οικονομική δραστηριότητα. Στην περίπτωση μάλιστα που η φορολογική ελάφρυνση συνδυάζεται με παράλληλη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων, όπως η βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης, η θετική επίδραση ενισχύεται περαιτέρω, ενώ η όποια βραχυπρόθεσμη οριακή επιδείνωση στα δημοσιονομικά μεγέθη αντισταθμίζεται πλήρως από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης (βλ. Πλαίσιο V.1).

Επιπλέον, ο ψηφιακός μετασχηματισμός της ελληνικής δημόσιας διοίκησης αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και από την πλευρά των δαπανών. Τα κυριότερα οφέλη αναμένεται να προέλθουν από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης, καθώς και την καλύτερη παρακολούθηση του ύψους και της εκτέλεσης των δημόσιων δαπανών. Ενέργειες του Υπουργείου Οικονομικών και της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ) με στόχο την καθιέρωση της ηλεκτρονικής τιμολόγησης και τήρησης βιβλίων, του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, καθώς και την ενίσχυση της χρήσης πιστωτικών και χρεωστικών καρτών ως μέσων πληρωμής, κρίνονται προς τη σωστή κατεύθυνση. Τέτοιες δρά-

²² Βλ. Ελληνική Δημοκρατία, Ελεγκτικό Συνέδριο, “Σύνοψη του Ελέγχου των Ληξιπρόθεσμων Υποχρεώσεων Φορέων Γενικής Κυβέρνησης προς τρίτους”, Μάιος 2018.

σεις αναμένεται να έχουν ακόμη ισχυρότερα αποτελέσματα αν συνδυαστούν με εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων και βελτίωση της αποτελεσματικότητας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού.

Αντίστοιχα, η ενίσχυση των παραγωγικών επενδύσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την απαραίτητη ώθηση που χρειάζεται η ελληνική οικονομία ώστε να επανέλθει σε θετικούς και υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η ανακατανομή των δημοσίων δαπανών υπέρ των επενδύσεων υποδομής, η αξιοποίηση των πόρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η επέκταση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ), ιδίως σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση, αποτελούν σημαντικά εργαλεία για την άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, η άμεση αντιμετώπιση των προβλημάτων που οδηγούν στη συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορέων της γενικής κυβέρνησης προς τρίτους θα διευκόλυνε τη χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδύσεων, με πολλαπλασιαστικά οφέλη για τη συνολική ζήτηση και το εθνικό προϊόν.

2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ 2018

2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

(στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, καταγράφοντας πλεόνασμα 1,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017. Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε οριακή βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017.

Τα συνολικά έσοδα της ΓΚ παρουσίασαν αύξηση στο δεκάμηνο (2,1%), που οφείλεται

στην αύξηση των εσόδων από άμεσους (5,5%) και έμμεσους φόρους (4,2%), των ασφαλιστικών εισφορών (2,9%), καθώς και των λοιπών εσόδων (11,6%). Οι πρωτογενείς δαπάνες παρουσίασαν αύξηση (1,8%), που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των δαπανών για μη συνταξιοδοτικές κοινωνικές παροχές (1,4%), αμοιβές προσωπικού (4,3%), μεταβιβάσεις (2,1%) και αγορές αγαθών και υπηρεσιών (5,4%).

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου το 2017, το απόθεμά τους μειώθηκε περαιτέρω στο εννεάμηνο του 2018 κατά 702 εκατ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου 2017 και διαμορφώθηκε σε 2.620 εκατ. ευρώ. Εντούτοις, παραμένει σε υψηλά επίπεδα, παρά την ειδική χρηματοδότηση στο πλαίσιο του προγράμματος.

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης από ειδική πίστωση, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018 διοχετεύθηκαν 1.326,4 εκατ. ευρώ προς την πραγματική οικονομία μέσω της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών.

2.2 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 ο ΚΠ παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου.²³ Συγκεκριμένα, ο ΚΠ κατέγραψε πλεόνασμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ, από 3,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017. Τόσο το αποτέλεσμα όσο και το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασαν σημαντική υπέρβαση έναντι του στόχου περιόδου κατά 1,7 δισεκ. ευρώ.

²³ Βλ. ΓΛΚ, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2018.

Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ικανούμιος-Οκτώβριος		Ποσοτικές μεταβολές		Ετήσια στοιχεία		Ποσοτικές μεταβολές	
	2016	2017	2018*	2018*/17	2017	2018	2018/17	2018/17
	(1)	(2)	(3)	(4=2:1)	(5=3:2)	(6)	(7)	(8=7:6)
I. Έσοδα	42.912	40.572	42.411	-5,5	4,5	51.422	55.164	7,3
1. Τακτικός προϋπολογισμός - καθαρά έσοδα	40.177	39.243	40.725	-2,3	3,8	48.973	51.309	4,8
– Έσοδα προ επιστροφών φόρων	42.488	42.465	43.591	-0,1	2,7	53.037	54.584	2,9
– Ειδικά έσοδα εκχώρησης αδειών Δημοσίων	75	1.271	231			1.296	1.366	
– Επιστροφές φόρων	2.386	4.493	3.097	88,3	-31,1	5.360	4.642	-13,4
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.734	1.329	1.686	-51,4	26,9	2.449	3.855	57,4
– Ίδια έσοδα	200	235	198	17,5	-15,7	485	300	-38,1
– Έσοδα από ΕΕ	2.534	1.094	1.488	-56,8	36,0	1.964	3.555	81,0
II. Δαπάνες	43.254	40.428	40.786	-6,5	0,9	55.690	57.075	2,5
(Πρωτογενείς δαπάνες ΚΠ)	38.053	35.242	35.976	-7,4	2,1	49.482	51.560	4,2
1. Τακτικός προϋπολογισμός ¹	40.264	38.449	38.697	-4,5	0,6	49.740	50.325	1,2
– Τόκοι	5.201	5.186	4.810	-0,3	-7,3	6.208	5.515	-11,2
– Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού	35.063	33.263	33.887	-5,1	1,9	43.532	44.810	2,9
– Εξοστιαστικά προγράμματα	148	173	139			472	498	
– Καταπτώσεις εγγυήσεων φορέων, εκ των οποίων	1.524	674	916			886	967	
εντός γενικής κυβέρνησης	1.498	650	893			856	926	
εκτός γενικής κυβέρνησης	26	24	23			30	41	
– Δαπάνες αναλήψεων χρέους φορέων Γενικής Κυβέρνησης	553	192	0			192	0	
– Προμήθεια εκταμίευσης δανείων στο EFSF	60	50	135			69	143	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	2.990	1.979	2.089	-33,8	5,6	5.950	6.750	13,4
III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-342	144	1.625			-4.268	-1.911	
% του ΑΕΠ	-0,2	0,1	0,9			-2,4	-1,0	
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-87	794	2.028			-767	984	
2. Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-256	-650	-403			-3.501	-2.895	
IV. Πρωτογενές αποτέλεσμα ΚΠ	4.860	5.330	6.435			1.940	3.604	
% του ΑΕΠ	2,8	3,0	3,5			1,1	1,9	

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών.

Η βελτίωση του αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στα αυξημένα καθαρά έσοδα του ΤΠ (+3,8%) και στα σημαντικά αυξημένα έσοδα του ΠΔΕ (+26,9%). Η υπέρβαση του αποτελέσματος έναντι του στόχου περιόδου αποδίδεται στη σημαντική συγκράτηση των δαπανών κυρίως του ΠΔΕ και δευτερευόντως του ΤΠ. Συγκεκριμένα, στο δεκάμηνο έχει εκτελεστεί μόλις το 31% των συνολικών προβλεπόμενων δαπανών έναντι περίπου 46% του μέσου όρου για την περίοδο 2010-2017. Αντίστοιχη συγκράτηση είχε παρατηρηθεί και πέρυσι.

2.3 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΕ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο δεκάμηνο του 2018 παρουσίασε οριακή βελτίωση σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε

έλλειμμα 0,2% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2017 (βλ. Πίνακα V.3). Αντίθετα, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ επιδεινώθηκε οριακά και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,5% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,6% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Η επιδείνωση αυτή αποδίδεται στην επίδραση από τη βάση σύγκρισης, αφού την αντίστοιχη περυσινή περίοδο η μεταβολή των λοιπών λογαριασμών του Ελληνικού Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος (εκτός του λογαριασμού Ε.Δ. “Συγκέντρωση Εισπράξεων και Πληρωμών” – 200) ήταν σημαντικά αυξημένη.

Αντίθετα, βελτίωση παρουσίασαν κυρίως ο ΤΠ, λόγω αυξημένων εσόδων και μειωμένων πρωτογενών δαπανών, και δευτερευόντως ο ΠΔΕ, λόγω σημαντικά αυξημένων εσόδων και λιγότερο αυξημένων δαπανών για επενδύσεις.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2016	2017*	2017	2018*
Κρατικός προϋπολογισμός	-3.569	-4.434	-567	-334
% του ΑΕΠ	-2,0	-2,5	-0,3	-0,2
– Τακτικός προϋπολογισμός ³	-1.464 ⁴	-925 ⁵	84 ⁶	-5 ⁷
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-2.105	-3.510	-651	-329

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Προσωρινά στοιχεία.

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

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

3 Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 458 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 3.383 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 3.358,7 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 1.710 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 289,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ΑΝΦΑ, β) 614,2 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 768,3 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 25 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme - SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.628 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

2.4 ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2017 αυξήθηκε ως απόλυτο μέγεθος σε 317.414 εκατ. ευρώ, από 315.011 εκατ. ευρώ, ενώ ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε σε 176,1% του ΑΕΠ, από 178,5% το 2016, λόγω της επίδρασης του παρονομαστή. Η ονομαστική αύξηση του χρέους αντανακλά, μεταξύ άλλων, την εκταμίευση πόρων ύψους 1,6 δισεκ. ευρώ από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) στο πλαίσιο του προγράμματος για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ, καθώς και την άντληση 1,4 δισεκ. ευρώ από τις αγορές κεφαλαίων.

Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019 προβλέπει περαιτέρω αύξηση της ονομαστικής αξίας του δημόσιου χρέους, το οποίο εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 335.000 εκατ. ευρώ ή 183,0% του ΑΕΠ το 2018. Η ονομαστική διεύρυνση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει μεταξύ άλλων την άντληση πόρων ύψους 11,4 δισεκ. ευρώ από τον ESM για τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος ασφαλείας.

Κατά τη διάρκεια του 2018 οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου καλύφθηκαν μέσω σύναψης συμφωνιών *repos*, κυρίως με τους φορείς της ΓΚ, μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων τρίμηνης, εξάμηνης και ετήσιας διάρκειας, με την εκταμίευση χρηματοδότησης ύψους 8,8 δισεκ. ευρώ από τον ESM, καθώς και με άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Συγκεκριμένα, το Φεβρουάριο του 2018 το Ελληνικό Δημόσιο προχώρησε σε κοινοπρακτική έκδοση ομολόγου σταθερού επιτοκίου επταετούς διάρκειας, ύψους 3 δισεκ. ευρώ.

Με την επιτυχή ολοκλήρωση της τέταρτης και τελευταίας αξιολόγησης στο πλαίσιο της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μέσω ESM, στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 21 Ιουνίου 2018 προσδιορίστηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους, με στόχο τη διατήρηση των ετήσιων ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών κάτω του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και κάτω του 20% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα, καθώς και την

εξασφάλιση της αποκλιμάκωσης του χρέους.

Αναφορικά με τα δάνεια που έχουν χορηγηθεί από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), αποφασίστηκε δεκαετής αναβολή των πληρωμών τόκων και χρεολυσίων και επιμήκυνση της μεσοσταθμικής διάρκειάς τους κατά δέκα έτη. Επιπλέον, υπό την προϋπόθεση της τήρησης των μεταμνημονιακών υποχρεώσεων, συμφωνήθηκε η κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα, καθώς και η επιστροφή των επιλέξιμων κερδών από τα ομόλογα που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών της ευρωζώνης στα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP.²⁴ Όπως αναφέρεται στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,²⁵ η αποτίμηση όσον αφορά την υλοποίηση των δεσμεύσεων θα γίνει στην επόμενη προγραμματισμένη έκθεση της ενισχυμένης εποπτείας στο τέλος Φεβρουαρίου 2019, οπότε και αναμένονται οι σχετικές αποφάσεις.

Τα συμφωνηθέντα μέτρα ελάφρυνσης εκτιμάται ότι βελτιώνουν σημαντικά τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους μεσοπρόθεσμα. Εντούτοις, μακροπρόθεσμα παραμένουν σημαντικές αρνητικές επισφάλειες και η βιωσιμότητα του χρέους εξαρτάται καίρια από τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας και την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων.²⁶

Παράλληλα, στη διάρκεια του 2018 αυξήθηκε σημαντικά το μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου, το οποίο στο τέλος Σεπτεμβρίου ανήλθε σε 85% του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης.²⁷ Η εξέλιξη αυτή αντανακλά (α)

²⁴ Τα έσοδα ANFA αφορούν την εκχώρηση στο Ελληνικό Δημόσιο εκ μέρους των εθνικών κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος των κερδών τους από τη διακράτηση τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (που δεν συμμετείχαν στο PSI) και τα έσοδα SMP αφορούν τη μεταφορά των αποδόσεων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος. Τα επιλέξιμα κέρδη αφορούν τα έτη 2017 και μετά, καθώς και τα κέρδη SMP του έτους 2014 που διατηρούνται σε ειδικό λογαριασμό του ESM.

²⁵ Βλ. υποσημείωση 19.

²⁶ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2017-2018*, Πλαίσιο V.1, Ιούλιος 2018.

²⁷ Βλ. ΓΑΚ, *Δελτίο Δημοσίου Χρέους 91*, Σεπτέμβριος 2018.

την ολοκλήρωση της εφαρμογής των βραχυ-πρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που είχαν συμφωνηθεί το Δεκέμβριο του 2016, (β) την ενσωμάτωση των παραμέτρων κινδύνου του χαρτοφυλακίου του EFSF στο χαρτοφυλάκιο του ελληνικού δημόσιου χρέους και (γ) διαχειριστικές πράξεις όπως η σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίου (swap). Παρά τη βραχυπρόθεσμη αύξηση των δαπανών τόκων, το αυξημένο μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου περιορίζει μεσοπρόθεσμα τις επι-

σφάλειες από τα επιτόκια και εκτιμάται ότι συμβάλλει στη βελτίωση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.

Το 2019 η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού προβλέπει σημαντική αποκλιμάκωση του χρέους της ΓΚ σε 323.500 εκατ. ευρώ, ή 170,2% του ΑΕΠ, κυρίως λόγω της αποπληρωμής χρεολυσίων μέσω των ταμειακών διαθεσίμων και του πρωτογενούς πλεονάσματος.

Πλαίσιο V.1

ΜΕΙΩΣΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΦΘΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ: ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΥ ΒΑΡΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΡΓΑΣΙΑ

Στη δημόσια οικονομική δύο είναι τα βασικότερα ερωτήματα που απασχολούν τους οικονομολόγους και τους υπεύθυνους χάραξης της οικονομικής πολιτικής: πρώτον, κατά πόσον μια αύξηση των φορολογικών συντελεστών θα αυξήσει τα φορολογικά έσοδα και ποια θα είναι η επίδραση στην πραγματική οικονομία¹ και δεύτερον, ποιος είναι ο ρόλος της διάρθρωσης της οικονομίας και της ποιότητας των θεσμών.² Θεωρητικά και εμπειρικά έχει αποδειχθεί ότι η υπέρμετρη αύξηση του φορολογικού βάρους στην εργασία έχει σημαντικές συνέπειες στη λειτουργία της αγοράς εργασίας και προκαλεί στρεβλώσεις στη λειτουργία της οικονομίας.³ Συγκεκριμένα, αποδυναμώνει τα κίνητρα των εργαζομένων για προσφορά εργασίας αλλά και των επιχειρήσεων για ζήτηση εργασίας και παραγωγή, αφού πλήττει την ανταγωνιστικότητά τους, ενώ ενδυναμώνει τα κίνητρα φοροαποφυγής και φοροδιαφυγής. Ως εκ τούτου, αντί να αυξάνει τα φορολογικά έσοδα, συμβάλλει στη συρρίκνωση της φορολογικής βάσης και στη μείωση των εσόδων και τελικά στη μείωση του ΑΕΠ.

Στο παρόν πλαίσιο διερευνάται κατά πόσον η μείωση του φορολογικού βάρους στην εργασία μπορεί να επιφέρει ευεργετικές επιδράσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Προς το σκοπό αυτό, χρησιμοποιείται το δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος, το οποίο ενσωματώνει βασικά χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Κύριο εύρημα της ανάλυσης είναι ότι μια μόνιμη ελάφρυνση του φορολογικού βάρους στην εργασία επιφέρει ceteris paribus μόνιμο θετικό αποτέλεσμα στην οικονομική δραστηριότητα. Στην περίπτωση μάλιστα που η φορολογική ελάφρυνση συνδυάζεται με παράλληλη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων, όπως η βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης, ενισχύεται περαιτέρω η θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα και αντισταθμίζεται σημαντικά η βραχυπρόθεσμη αρνητική επίδραση στα δημοσιονομικά μεγέθη.

1 Μεταξύ άλλων βλ. Gaspar, V., L. Jaramillo and P. Wingender (2016), "Tax capacity and growth: Is there a tipping point?", IMF Working Paper, no. 16/234, Auerbach, A.J. and K. Hassett (2015), "Capital taxation in the 21st century", NBER Working Paper, no. 20871, Fournier, J.M. and A. Johansson (2016), "The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality", OECD Economics Department Working Papers, no. 1344, OECD Publishing, Paris, Beetsma, R., O. Furtuna and M. Giuliadori (2018), "Revenue- versus spending-based consolidation plans: the role of follow-up", ECB Working Paper Series, no. 2178, Papp, T.K. and E. Takáts (2008), "Tax rate cuts and tax compliance. The Laffer curve revisited", IMF Working Papers, no. 08/7 και Trabandt, M. and H. Uhlig (2011), "The Laffer curve revisited", *Journal of Monetary Economics*, 58, 305-327.

2 Βλ. Akgun, O., D. Bartolini and B. Cournède (2017), "The capacity of governments to raise taxes", OECD Economics Department Working Papers, no. 1407, OECD Publishing, Paris.

3 Βλ. Ramsey, F. (1927), "A contribution to the theory of taxation", *Economic Journal*, 37, 47-61 και Keane, M. (2011), "Labor supply and taxes: A survey", *Journal of Economic Literature*, 49:4, 961-1075.

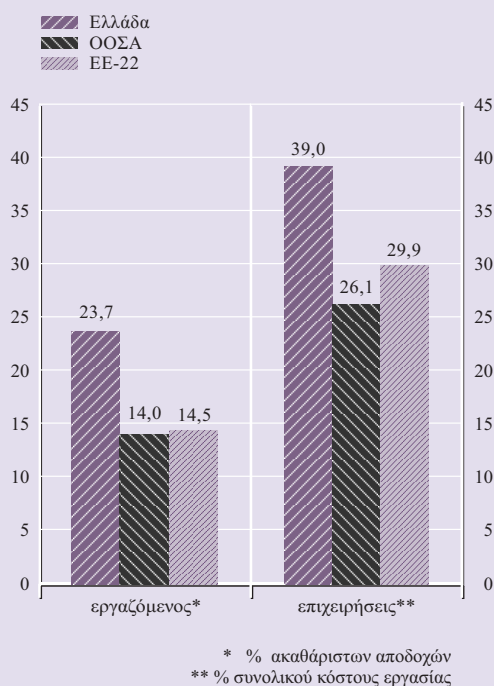
Η φορολογική επιβάρυνση της εργασίας στην Ελλάδα

Στη βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται κυρίως δύο μέτρα εκτίμησης του φορολογικού βάρους στη μισθωτή εργασία, τα οποία αποτελούν προσέγγιση του πραγματικού (effective) φορολογικού συντελεστή σε αντιδιαστολή με τον ονομαστικό (nominal) συντελεστή:⁴ (α) το μη μισθολογικό κόστος της μισθωτής εργασίας ως ποσοστό των ακαθάριστων αποδοχών του εργαζομένου ή ως ποσοστό του συνολικού κόστους εργασίας, γνωστό ως “φορολογική σφήνα” (tax wedge) και (β) ο τελικός (implicit) φορολογικός συντελεστής.⁵ Το 2017, το μη μισθολογικό κόστος στην Ελλάδα τόσο ως ποσοστό των ακαθάριστων αποδοχών των εργαζομένων όσο και ως ποσοστό του συνολικού κόστους εργασίας ήταν πάνω από 10 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ και της ΕΕ. Συγκεκριμένα, ο φόρος προσωπικού εισοδήματος από εργασία και οι ασφαλιστικές εισφορές για ένα τυπικό νοικοκυριό⁶ αναλογούσαν στο 23,7% των ακαθάριστων αποδοχών του ή στο 39,0% του συνολικού κόστους εργασίας (βλ. Διάγραμμα Α1), σε

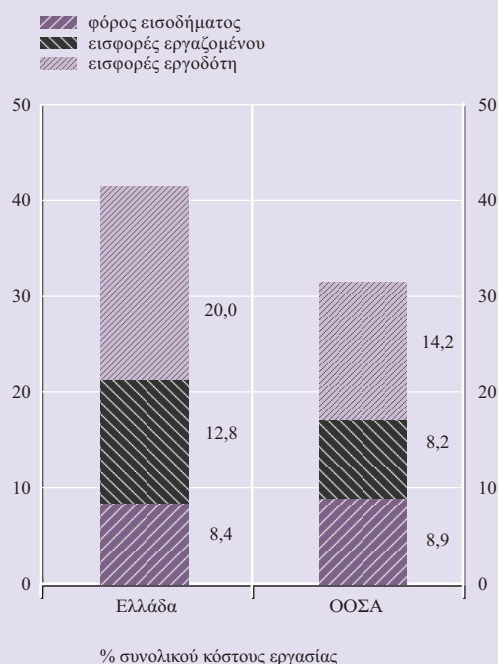
Διάγραμμα Α Μη μισθολογικό κόστος εργασίας και συνιστώσες του (2017)

(%)

Α1. Μη μισθολογικό κόστος εργασίας¹



Α2. Συνιστώσες του μη μισθολογικού κόστους²



Πηγή: OECD (2018), Taxing Wages database.

Σημείωση: Ιδιωτικός τομέας, νοικοκυριό με δύο παιδιά και έναν εργαζόμενο πλήρους απασχόλησης με αποδοχές στο 100% των μέσων αποδοχών.

Προσωπικό εισόδημα από μισθωτή εργασία. Συμπεριλαμβάνονται οι υποχρεωτικές ασφαλιστικές εισφορές εργαζομένου και εργοδότη.

1 Συνυπολογίζονται (αφαιρετικά) τα οικογενειακά επιδόματα.

2 Συμπεριλαμβάνονται τα οικογενειακά επιδόματα (2% για την Ελλάδα και 5% για τον ΟΟΣΑ).

4 Τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν τις αποφάσεις τους με βάση τον πραγματικό και όχι τον ονομαστικό συντελεστή. Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται ως ο λόγος των εισπράξεων από τη φορολόγηση των εισοδημάτων από μισθωτή εργασία και των ασφαλιστικών εισφορών προς μια εκτίμηση της πραγματικής φορολογικής βάσης που προσεγγίζεται από τις ακαθάριστες αποδοχές του εργαζομένου ή το συνολικό κόστος εργασίας για την επιχείρηση.

5 Ο τελικός φορολογικός συντελεστής μετρά το φορολογικό βάρος στο εισόδημα από εργασία για το μέσο εργαζόμενο και για το σύνολο της οικονομίας, ενώ η φορολογική σφήνα μετρά το βάρος στο προσωπικό εισόδημα από μισθωτή εργασία ενός τυπικού νοικοκυριού με χριτήριο τόσο το μέγεθός του όσο και το ύψος των αποδοχών του.

6 Ιδιωτικός τομέας, νοικοκυριό με δύο παιδιά και έναν εργαζόμενο πλήρους απασχόλησης με αποδοχές στο 100% των μέσων αποδοχών.

σύγκριση με 14,0% και 26,1% αντίστοιχα για τον ΟΟΣΑ. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η κύρια συνιστώσα της φορολογικής επιβάρυνσης της εργασίας για ένα τυπικό νοικοκυριό δεν είναι τόσο η φορολογία εισοδήματος όσο οι ασφαλιστικές εισφορές εργοδότη και εργαζομένου (βλ. Διάγραμμα Α2).⁷

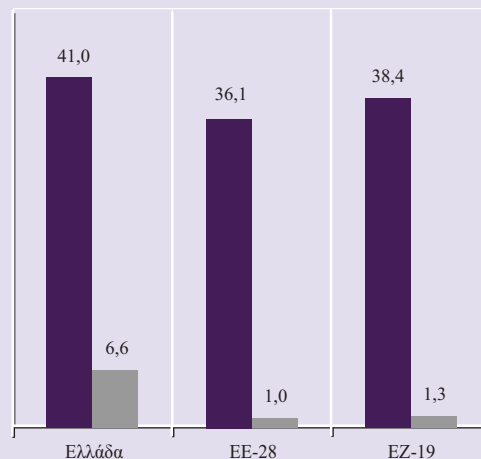
Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε συγκρίνοντας τον τελικό (implicit) φορολογικό συντελεστή που μετρά το μέσο φορολογικό βάρος στη μισθωτή εργασία για το σύνολο της οικονομίας ως ποσοστό των συνολικών ακαθάριστων αποδοχών (βλ. Διάγραμμα Β). Το 2016 η Ελλάδα συγκαταλεγόταν στην ομάδα των οκτώ χωρών με τον υψηλότερο συντελεστή: 41,0%, έναντι 36,1% και 38,4% για την ΕΕ-28 και την ευρωζώνη (ΕΖ-19) αντίστοιχα.⁸

Πώς μια μόνιμη μείωση του φορολογικού βάρους στην εργασία ενισχύει την οικονομική ανάπτυξη και τα φορολογικά έσοδα μεσοπρόθεσμα

Η μείωση του μη μισθολογικού κόστους εργασίας επιφέρει μια σειρά από ευεργετικές επιδράσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη (βλ. σχήμα). Συγκεκριμένα, η μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώνει το μέσο κόστος παραγωγής και συνακόλουθα τις τιμές των προϊόντων, βελτιώνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές αγαθών και υπηρεσιών και αυξάνοντας τα κέρδη, την παραγωγή και τη ζήτηση εργασίας. Ισχυροποιεί το κίνητρο των επιχειρήσεων να πραγματοποιήσουν παραγωγικές επενδύσεις, οι οποίες βελτιώνουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας. Για τον εργαζόμενο, εξάλλου, η μείωση του φορολογικού βάρους αυξάνει τον καθαρό μισθό (take-home pay), την κατανάλωση και ισχυροποιεί το κίνητρο για προσφορά

Διάγραμμα Β Τελικός φορολογικός συντελεστής στην εργασία, 2016

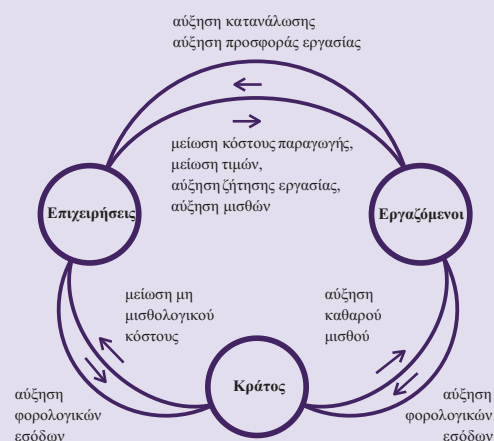
■ % ακαθάριστων αποδοχών
■ διαφορά 2009-2016 σε ποσοστιαίες μονάδες



Πηγή: European Commission (2018), Taxation Trends in the European Union, Data for the EU Member States, Iceland and Norway, Table 80.

Σημείωση: Η τελευταία διαθέσιμη παρατήρηση αφορά το έτος 2016. Εισόδημα από μισθωτή εργασία. Συμπεριλαμβάνονται οι υποχρεωτικές ασφαλιστικές εισφορές εργαζομένου και εργοδότη. Συνυπολογίζονται (αφαιρετικά) τα οικογενειακά επιδόματα.

Δίαυλοι επίδρασης της μείωσης του μη μισθολογικού κόστους εργασίας



⁷ Αυτή η παρατήρηση ισχύει για κάθε τύπο νοικοκυριού.

⁸ Αξίζει να σημειωθεί ότι σε πολλές από τις χώρες αυτής της ομάδας, όπως η Γαλλία, το Βέλγιο, η Σουηδία, η Φινλανδία, η Αυστρία και η Ιταλία, η φορολογική επιβάρυνση αντισταθμίζεται μερικώς από τα γενναιά οικογενειακά επιδόματα. Συγκεκριμένα, τα οικογενειακά επιδόματα για νοικοκυριό με έναν εργαζόμενο στο 100% των μέσων αποδοχών και δύο παιδιά, ως ποσοστό του συνολικού κόστους εργασίας, είναι για το 2017: Ελλάδα: 2,2%, Γαλλία: 3,0%, Βέλγιο: 6,4%, Σουηδία: 4,7%, Φινλανδία: 4,5%, Αυστρία: 8,6% και Ιταλία: 3,9%. Βλ. OECD, Taxing Wages database, country tables, cash transfers for two children.

εργασίας.⁹ Το τελικό αποτέλεσμα αποτυπώνεται στην αύξηση της συνολικής ενεργού ζήτησης και του εθνικού προϊόντος, των ονομαστικών μισθών, της απασχόλησης και των δημόσιων εσόδων από φόρους λόγω ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας.

Σενάρια πολιτικής: η ελληνική περίπτωση

Η ανάλυση των επιδράσεων της μείωσης του φορολογικού βάρους στην εργασία πραγματοποιείται με τη χρήση του στοχαστικού δυναμικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος.¹⁰ Το υπόδειγμα ενσωματώνει αδήλωτη παραγωγή και απασχόληση και περιλαμβάνει τρεις συντελεστές που επιβάλλονται στο ακαθάριστο συνολικό εισόδημα από μισθωτή εργασία: (α) το συντελεστή ασφαλιστικών εισφορών που επιβαρύνει τους εργαζομένους (εργατικές εισφορές), (β) το συντελεστή ασφαλιστικών εισφορών που επιβαρύνει τους εργοδότες (εργοδοτικές εισφορές) και (γ) το φορολογικό συντελεστή στο εισόδημα από μισθωτή εργασία. Ειδικότερα, εξετάζονται τέσσερα σενάρια πολιτικής, που αφορούν μια μόνιμη μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα: (α) του συντελεστή εργατικών εισφορών, (β) του συντελεστή εργοδοτικών εισφορών, (γ) ταυτόχρονα και των τριών συντελεστών που επιβαρύνουν το εισόδημα από μισθωτή εργασία (δηλ. εργατικών και εργοδοτικών εισφορών και φορολογίας εισοδήματος) και (δ) πάλι των τριών αυτών συντελεστών, αλλά αυτή τη φορά σε συνδυασμό με παράλληλη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση.^{11,12} Οι Πίνακες Α και Β παρουσιάζουν την επίδραση των μέτρων πολιτικής στο πραγματικό ΑΕΠ και το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης αντίστοιχα. Από τα αποτελέσματα προκύπτουν τα εξής:

Πίνακας Α Επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ

(ποσοστιαίες μεταβολές σε σχέση με το 2018)

Δημοσιονομικά μέτρα	2019	2020	2021	Μακροχρόνια περίοδος
Μείωση συντελεστή ασφαλιστικών εισφορών εργαζομένων κατά 1 ποσοστιαία μονάδα	0,40	0,66	0,83	1,36
Μείωση συντελεστή ασφαλιστικών εισφορών εργοδοτών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα	0,52	0,66	0,67	0,82
Μείωση όλων των συντελεστών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα	1,32	1,97	2,31	3,51
Μείωση όλων των συντελεστών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα και ταυτόχρονη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων	1,68	2,47	2,90	4,38

Πηγή: Εκτιμήσεις υποδείγματος Τράπεζας της Ελλάδος.

9 Η αύξηση της προσφοράς εργασίας από τους χαμηλά αμειβόμενους είναι ισχυρότερη, καθώς η προσφορά εργασίας είναι περισσότερο ελαστική. Άμεση συνέπεια είναι η μετακίνηση τιμήματος της αδήλωτης εργασίας, που κατά κανόνα είναι χαμηλά αμειβόμενη, προς την επίσημη αγορά εργασίας.

10 Για λεπτομερή περιγραφή του υποδείγματος βλ. Dellas, H., D. Malliaropoulos, D. Papageorgiou and E. Vourvachaki (2017), "Fiscal policy with an informal sector", Bank of Greece Working Paper no. 235 και Papageorgiou, D. (2014), "BoGGEM: A dynamic stochastic general equilibrium model for policy simulations", Bank of Greece Working Paper no. 182.

11 Το υπόδειγμα διαμετρήθηκε ώστε να αναπαράγει τα πρόσφατα βασικά μακροοικονομικά χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Ειδικότερα, οι τιμές που χρησιμοποιήθηκαν για τους συντελεστές εργατικών και εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών είναι 13,33% και 25,06% αντίστοιχα, ενώ το ύψος του φορολογικού συντελεστή στο εισόδημα από μισθωτή εργασία είναι 8%. Για πληροφορίες σχετικά με το ύψος των συντελεστών των ασφαλιστικών εισφορών στην Ελλάδα, βλ. European Commission, Taxes in Europe database και Leventi, C., M. Flevotomou, M. Matsaganis, and P. Tsakoglou (2017), "EUROMOD Country Report: Greece 2014-2017", October, EUROMOD Version H1.0. Για την τιμή του φορολογικού συντελεστή στο εισόδημα από μισθωτή εργασία, βλ. Διάγραμμα Α2.

12 Τα διαρθρωτικά δημοσιονομικά μέτρα που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση προσομοιώνονται ως μια μόνιμη αύξηση της πιθανότητας εντοπισμού των αδήλων εισοδημάτων και της παραγωγής κατά μία ποσοστιαία μονάδα.

Πίνακας Β Επίδραση στο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ

(ποσοστιαίες μεταβολές σε σχέση με το 2018)

Δημοσιονομικά μέτρα	2019	2020	2021	Μακροχρόνια περίοδος
Μείωση συντελεστή ασφαλιστικών εισφορών εργαζομένων κατά 1 ποσοστιαία μονάδα	-0,29	-0,21	-0,15	0,07
Μείωση συντελεστή ασφαλιστικών εισφορών εργοδοτών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα	-0,06	0,03	0,05	0,11
Μείωση όλων των συντελεστών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα	-0,66	-0,40	-0,26	0,23
Μείωση όλων των συντελεστών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα και ταυτόχρονη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων	-0,28	0,02	0,19	0,79

Πηγή: Εκτιμήσεις υποδείγματος Τράπεζας της Ελλάδος.

Πρώτον, μια μείωση των ασφαλιστικών εισφορών εργαζομένων και εργοδοτών επιφέρει θετική επίδραση στο ΑΕΠ τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Όταν μάλιστα συνδυάζεται και με μείωση του φόρου εισοδήματος από εργασία, οι θετικές επιδράσεις στο ΑΕΠ ενισχύονται.

Δεύτερον, η θετική αυτή επίδραση στο ΑΕΠ γίνεται ακόμη μεγαλύτερη όταν η μείωση του φορολογικού βάρους στην εργασία συνδυάζεται με ταυτόχρονη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση. Ο λόγος είναι ότι η εφαρμογή μέτρων καταπολέμησης της παραοικονομίας και της φοροδιαφυγής δημιουργεί κίνητρα για μεταφορά παραγωγής και απασχόλησης από την ανεπίσημη στην επίσημη οικονομία, με αποτέλεσμα την περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και της συνολικής ζήτησης.¹³

Τρίτον, αν και η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών οδηγεί σε επιδείνωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος βραχυπρόθεσμα, έχει εντούτοις θετική επίδραση μεσομακροπρόθεσμα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι απαιτείται χρόνος για τη διάχυση των θετικών επιδράσεων από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και την αύξηση των φορολογικών εσόδων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος χαρακτηρίζεται οριακή και μικρής διάρκειας στην περίπτωση της μείωσης των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών.¹⁴ Μετριάζεται μάλιστα σημαντικά όταν η φορολογική ελάφρυνση της εργασίας πραγματοποιείται ταυτόχρονα με την υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση. Αυτό προκύπτει διότι παρατηρείται περαιτέρω διεύρυνση της φορολογικής βάσης και μεγαλύτερη αύξηση των φορολογικών εσόδων τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσομακροπρόθεσμα, ενώ περιορίζεται η μείωση των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές.

Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η φορολογική επιβάρυνση της μισθωτής εργασίας στην Ελλάδα είναι πολύ υψηλότερη από ό,τι στις περισσότερες από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες, δημιουργώντας την ανάγκη για υιοθέτηση φορολογικών πολιτικών που είναι πιο φιλικές προς την οικονομική ανάπτυξη. Δημοσιονομικά μέτρα ελάφρυνσης του φορολογικού βάρους στην εργασία μέσω μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών εργαζομένων και εργοδοτών, καθώς και του φόρου εισοδήματος από

13 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2017*, Δεκέμβριος 2017, Πλαίσιο IV.1.

14 Αυτό συμβαίνει διότι η μείωση των εσόδων από εργοδοτικές εισφορές είναι μικρότερη από τη μείωση των εισφορών των εργαζομένων, δεδομένου ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των εργοδοτικών εισφορών αφορά απασχόληση στον ιδιωτικό τομέα.

μισθωτή εργασία, οδηγούν σε τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας τόσο στη βραχυχρόνια όσο και τη μακροχρόνια περίοδο. Σε ένα περιβάλλον περιορισμένου δημοσιονομικού χώρου, η μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης της μισθωτής εργασίας είναι αναγκαίο να συνδυάζεται με την ταυτόχρονη υιοθέτηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση και την αποτελεσματικότητα του φοροεισπρακτικού μηχανισμού.¹⁵ Η ταυτόχρονη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων και μέτρων φορολογικής ελάφρυνσης όχι μόνο ενισχύει την οικονομική δραστηριότητα, αλλά και βοηθά στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων.

15 Βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaoikonomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, 17-20 και Hondroyannis, G. and D. Papaoikonomou (2018), "Fiscal structural reforms: the effect of card payments on VAT revenue in the euro area", Bank of Greece Working Paper no. 249.

ΝΙΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Οι συνθήκες στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχουν βελτιωθεί ως προς ορισμένες πλευρές. Η καταθετική βάση των τραπεζών εξακολουθεί να ενισχύεται και η προσφυγή σε χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα, και μάλιστα σε έκτακτη βάση, έχει περιοριστεί σημαντικά. Παράλληλα, συνεχίζεται η αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Η έκταση του προβλήματος είναι όμως τέτοια ώστε είναι σκόπιμο να εξεταστεί το ενδεχόμενο μεταφοράς τέτοιων στοιχείων από τα βιβλία των τραπεζών στον ισολογισμό ενός φορέα που θα συσταθεί γι' αυτό το σκοπό. Τα κέρδη των τραπεζών προ φόρων μειώθηκαν το εννέαμηνο του 2018 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017. Ωστόσο, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παραμένουν υψηλοί, ενώ αυξήθηκε η κάλυψη των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων με προβλέψεις και εξασφαλίσεις σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2017. Η πιστωτική επέκταση από τις τράπεζες, ιδίως προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, δείχνει σημάδια ανάκαμψης, τα επιτόκια καταθέσεων έχουν σταματήσει να μειώνονται, τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης συνεχίζουν να υποχωρούν, ενώ τα δανειακά επιτόκια για τα νοικοκυριά ακολουθούν αυξητική πορεία. Η αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και η αγορά μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν επηρεαστεί από τις αναταράξεις που εκδηλώθηκαν στις διεθνείς αγορές.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Οι δωδεκάμηνοι ρυθμοί μεταβολής τόσο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και της καταναλωτικής πίστης, που ήταν έντονα αρνητικοί τα πρώτα χρόνια της κρίσης, έχουν προσεγγίσει πλέον το μηδέν. Οι τράπεζες εξαμείνυσαν σε μηνιαία βάση περισσότερα επιχειρηματικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια (τα οποία αντιπροσωπεύουν την πλειονότητα της υφιστάμενης τραπεζικής χρηματοδότησης, σε αντιδιαστολή με τις πιστωτικές γραμμές, τις υπερεναλήψεις κ.ο.κ.) κατά τη διαθέσιμη περίοδο του 2018 (δεκάμηνο) από ό,τι το προηγούμενο έτος. Οι τράπεζες μάλιστα μπό-

ρεσαν να μειώσουν και πάλι το 2018 τα επιτόκια αυτών των δανείων. Ούτε οι μηνιαίες εκταμιεύσεις στεγαστικών δανείων και καταναλωτικών πιστώσεων (με καθορισμένη διάρκεια) μειώθηκαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 έναντι του 2017, παρά το γεγονός ότι τα επιτόκια σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά συνέχισαν να αυξάνονται. Το πρόβλημα των επεισοδίων μαζικής απόσυρσης καταθέσεων λιανικής από το τραπεζικό σύστημα φαίνεται να έχει πλέον εκλείψει. Ενδεικτικά, οι καταθέσεις ταμειευτηρίου (1/3 του συνόλου των τραπεζικών καταθέσεων) κατέγραψαν, την υπό επισκόπηση περίοδο, ετήσιους ρυθμούς αύξησης τόσο υψηλούς όσο κάποια χρόνια πριν από την εκδήλωση της κρίσης (π.χ. το 2006). Αυτό είναι το αποτέλεσμα της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης και της ανόδου του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και επιτεύχθηκε χωρίς αύξηση του επιτοκίου καταθέσεων. Αλλά βεβαίως συνολικά οι καταθέσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στο ελληνικό πιστωτικό σύστημα ως ποσοστό του ΑΕΠ βρίσκονται σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι τα χρόνια αμέσως πριν και αμέσως μετά το ξέσπασμα της κρίσης (το 2009). Αντίθετα, η νομισματική κυκλοφορία εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλή σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας, συγκριτικά με άλλες χώρες και τα προ κρίσης επίπεδα. Στο εγγύς μέλλον, η αναμενόμενη ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης, η περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και ενδεχόμενη συνέχιση της καταγραφείσας ανάκαμψης των τιμών στην αγορά ακινήτων θα πρέπει να επιδράσουν θετικά τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης. Η δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να πιστοδοτήσει την πραγματική οικονομία θα αυξηθεί ουσιαστικά μόνον αν συνεχιστεί επιτυχώς η πολύπλευρη αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Αντίθετα, η εν λόγω δυνατότητα θα περιοριστεί αν η επανεμφάνιση οξυμένης εγχώριας αβεβαιότητας, ενώ προ-

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως 13.12.2018.

χωρεί η χαλάρωση των περιορισμών που επιβλήθηκαν στο τραπεζικό σύστημα στα μέσα του 2015, οδηγήσει σε διάβρωση της καταθετικής βάσης. Η πιστοδοτική δυνατότητα των ελληνικών τραπεζών επίσης μπορεί να εξασθενήσει αν οι αναταράξεις που διεθνώς πλέον εκδηλώνονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές δυσχεράνουν σημαντικά την άντληση πόρων από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Το εννεάμηνο του 2018 τα καθαρά έσοδα των τραπεζών από τόκους εμφανίζονται μειωμένα έναντι του εννεαμήνου του 2017, λόγω της υποχώρησης του ύψους των δανείων σε συνδυασμό με την εφαρμογή του νέου Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9. Οι εξελίξεις αυτές είχαν ως αποτέλεσμα τη συρρίκνωση της κερδοφορίας των τραπεζών προ φόρων.

Στο πλαίσιο της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, που διενεργήθηκε στις αρχές του έτους, δεν εντοπίστηκε κεφαλαιακό έλλειμμα στις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στον ισολογισμό του εγχώριου τραπεζικού συστήματος είχε παρουσιάσει μείωση κατά 21% μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου 2018 έναντι του μεγίστου (το Μάρτιο του 2016). Το εν λόγω απόθεμα παραμένει σε τόσο υψηλά επίπεδα ώστε, ακόμη και αν εξακολουθήσουν οι ρυθμοί αποκλιμάκωσης που επιτεύχθηκαν τα τελευταία έτη, εκτιμάται ότι θα απαιτηθούν πολλά χρόνια για την εξάλειψη του προβλήματος. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος παρουσίασε πρόταση για τη συστημική επίλυση του προβλήματος, διευρύνοντας τις ήδη διαθέσιμες επιλογές. Η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα και οι δείκτες κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τόσο από προβλέψεις όσο και από εξασφαλίσεις εμφανίζονται αυξημένοι στο τέλος του εννεαμήνου του 2018 έναντι του τέλους του 2017.

Τα υψηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων αφορούν την τραπεζική χρηματοδότηση των ελεύθερων επαγγελματιών και των

πολύ μικρών επιχειρήσεων (68,6%), τη χρηματοδότηση μεσαίων επιχειρήσεων (60,9%) και την καταναλωτική πίστη (53%). Οι τράπεζες έχουν καταγγείλει συμβάσεις για πιστώσεις που αντιστοιχούν στο 46,1% (της αξίας) των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων. Από τα ανοίγματα που χαρακτηρίζονται ως μη εξυπηρετούμενα αλλά δεν έχουν καταγγεληθεί, το 22,5% κατ' αξία παρουσιάζει καθυστέρηση άνω των τριών μηνών. Τέλος, για το 14,2% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων οι δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία.

Μπορεί μεν η πτωτική πορεία των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων (και της διαφοράς τους από τους αντίστοιχους γερμανικούς τίτλους) να μην συνεχίστηκε τη διαθέσιμη περίοδο του 2018, ωστόσο η μέση τιμή των αποδόσεων (και των διαφορών αποδόσεων) κατά την περίοδο 1.1.2018 έως 12.12.2018 ήταν σημαντικά μικρότερη έναντι του 2017 και προηγούμενων ετών. Οι διακυμάνσεις των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου το 2018 αντανακλούν επίδραση των αναταράξεων που σημειώθηκαν στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς. Πράγματι, το κλίμα στις παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίων, καθώς η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει ήδη ανσθηροποιήσει σημαντικά την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και προχωρεί σε περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων, χαρακτηρίζεται από μεταβλητότητα, διεύρυνση του περιθωρίου μεταξύ αποδόσεων χρεογράφων με διαφορετικό βαθμό πιστωτικού κινδύνου και υποχώρηση των τιμών των μετοχών. Το κλίμα αυτό έχει επίσης επηρεαστεί από γεγονότα όπως το Brexit και αποφάσεις οικονομικής πολιτικής, όπως αυτές που σχετίζονται με τη δημοσιονομική πολιτική στην Ιταλία ή με την επιβολή περιορισμών στο διεθνές εμπόριο από τις ΗΠΑ και άλλες χώρες, από την αναταραχή σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες κ.λπ. Τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό αντεπεξήλθαν καλύτερα στις διεθνείς πιέσεις από ό,τι ανάλογα χρεόγραφα ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Μαζί με τις συνεχιζόμενες εκδόσεις ομολόγων στην εγχώρια αγορά του Χρηματιστηρίου

Αθηνών, η διάθεση διεθνών ομολόγων μπορεί να συμβάλει σημαντικά στη διοχέτευση αποταμιευτικών πόρων για τη χρηματοδότηση του επιχειρηματικού τομέα στην Ελλάδα. Τέλος, οι καθοδικές πιέσεις στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν πολύ ισχυρότερες σε σύγκριση με άλλα χρηματιστήρια και επηρεάστηκαν από δυσμενή γεγονότα σε ορισμένες εταιρίες. Κατά το 2018 καταγράφηκε σχεδόν συνεχής πτώση του δείκτη τιμών τόσο των τραπεζικών όσο και των βιομηχανικών μετοχών και τούτο παρά το γεγονός ότι η εξέλιξη της κερδοφορίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ήταν βελτιωμένη σε σύγκριση με πέρυσι.

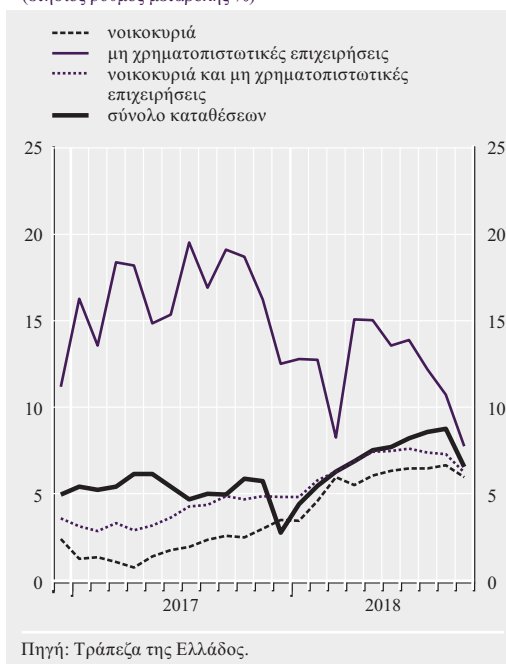
I ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 συνεχίστηκε η ενίσχυση της καταθετικής βάσης των ελληνικών τραπεζών η οποία έχει ξεκινήσει ήδη από τα μέσα του 2016. Η επιτάχυνση της οικονομικής ανάκαμψης το 2018 και η βελτιωμένη εμπιστοσύνη προς την ελληνική οικονομία, ως αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, ενδυνάμωσαν τη ζήτηση καταθέσεων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Οι εξελίξεις αυτές συμβάδισαν με σημαντική περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα στη διάρκεια του 2018.² Θετική επίδραση στις τραπεζικές καταθέσεις ασκεί τα τελευταία έτη και η διευρυνόμενη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών, καθώς αυτές συνδέονται με τραπεζικούς λογαριασμούς και επιτρέπουν στους χρήστες τους να υποκαταστήσουν το χρήμα σε φυσική μορφή με τραπεζικό χρήμα.

Ειδικότερα, οι καταθέσεις των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (MXE) στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα αυξήθηκαν συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 κατά 4,4 δισεκ. ευρώ (ή περίπου 4%), καταγράφοντας σημαντική επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου τους (βλ. Διάγραμμα VI.1). Η άνοδος των καταθέσεων σημειώθηκε παρά την περαιτέρω συρρίκνωση

**Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες
(Δεκέμβριος 2016-Οκτώβριος 2018)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον τομέα αυτό (-2,8 δισεκ. ευρώ), η οποία αφορούσε κατά τα 3/5 περίπου τα νοικοκυριά και κατά τα 2/5 τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών, που αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος (70%) της καταθετικής βάσης των τραπεζών, αυξήθηκαν κατά 3,5 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους επιταχύνθηκε σημαντικά, φθάνοντας στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων πέντε ετών (Δεκέμβριος 2017: 3,6%, Οκτώβριος 2018: 6,1%). Ευνοϊκή επίδραση στις καταθέσεις των νοικοκυριών άσκησε το 2018 η ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, που

² Ειδικότερα, αποφάσεις για περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών ελήφθησαν το Φεβρουάριο, το Μάιο και το Σεπτέμβριο του 2018. Αφορούσαν, μεταξύ άλλων, περαιτέρω αύξηση των ορίων ανάληψης μετρητών, μεταφοράς τραπεζογραμματίων στο εξωτερικό και διεθνών πληρωμών εντασσόμενων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων. Επιπρόσθετα, από 1ης Οκτωβρίου 2018, απελευθερώθηκαν πλήρως οι αναλήψεις μετρητών από τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα.

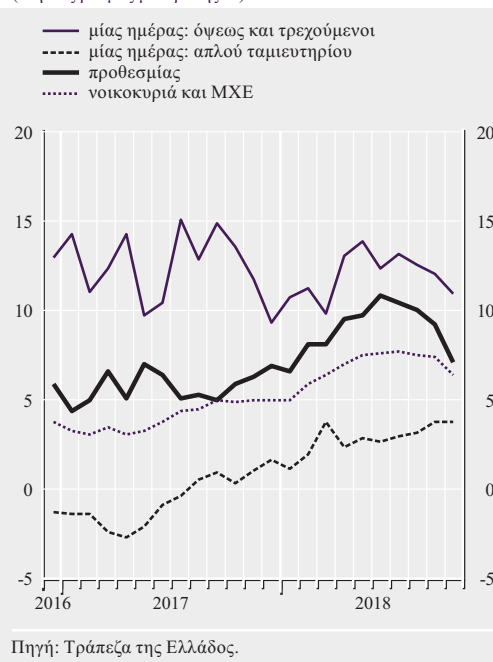
αντιπροσωπεύουν το 14% του συνόλου, παρουσίασαν άνοδο κατά 0,9 δισεκ. ευρώ, αλλά ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους μετριάστηκε σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (Δεκέμβριος 2017: 12,6%, Οκτώβριος 2018: 7,9%, βλ. Διάγραμμα VI.1). Η επιβράδυνση αυτή συνδέεται πιθανόν με τις εντεινόμενες προσπάθειες των τραπεζών για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων επιχειρηματικών ανοιγμάτων.

Όσον αφορά την εξέλιξη των καταθέσεων των ΜΧΕ και των νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητάς τους, στο Διάγραμμα VI.2 απεικονίζονται οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των καταθέσεων μίας ημέρας (δηλ. των καταθέσεων όψεως, των τρεχούμενων λογαριασμών και των καταθέσεων απλού ταμειυτηρίου) και των καταθέσεων προθεσμίας.³ Ειδικότερα, οι καταθέσεις όψεως και οι τρεχούμενοι λογαριασμοί, που εξυπηρετούν σκοπούς συναλλαγών, συνέχισαν να ενισχύονται στη διάρκεια του 2018 με υψηλό ρυθμό σε συνέπεια με την υπό εξέλιξη οικονομική ανάκαμψη. Ομοίως, οι καταθέσεις απλού ταμειυτηρίου των νοικοκυριών αυξήθηκαν στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου με σταδιακά ενισχυόμενο ρυθμό, που αντανακλά την άνοδο του διαθέσιμου εισοδήματος στη διάρκεια του έτους. Οι καταθέσεις προθεσμίας, οι οποίες εξυπηρετούν επενδυτικούς σκοπούς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, δεδομένων και των περιορισμών στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό, επίσης αυξήθηκαν στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου με ελαφρά επιταχυνόμενο ρυθμό. Η συνεχιζόμενη βελτίωση των καταθέσεων προθεσμίας υποδηλώνει σταδιακή ανάκτηση της εμπιστοσύνης των καταθετών. Ακόμη και απουσία περιορισμών στη διασυννοριακή κίνηση κεφαλαίων, οι τοποθετήσεις σε καταθέσεις προθεσμίας θα ευνοούνταν από το γεγονός ότι τα επιτόκια που αποδίδουν οι καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες υπερέχουν συγκριτικά με το εξωτερικό.⁴

Η επιστροφή αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα λόγω της βελτίωσης των οικονομικών συνθηκών, η διευρυμένη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών

Διάγραμμα VI.2 Καταθέσεις εγχώριων ΜΧΕ και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας (Δεκέμβριος 2016-Οκτώβριος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

και οι συναλλαγές των ξένων επισκεπτών στη χώρα μας (κατά τεκμήριο με τραπεζογραμματία τα οποία δεν είχαν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος) είχαν ως αποτέλεσμα να συνεχιστεί η υποχώρηση της εκτιμώμενης νομισματικής κυκλοφορίας, και μάλιστα ως ποσοστού της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3): το ποσοστό αυτό υποχώρησε, παραμένει ωστόσο υψηλότερο από το καταγραφόμενο πριν από την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την εγχώρια νομισματική κυκλοφορία περιγράφονται αναλυτικότερα στο Πλαίσιο VI.1. Όσον αφορά τις τοποθετήσεις κατοίκων (επιχειρήσεων και νοικοκυριών) σε χρηματοοικονομικά στοιχεία στο εξωτερικό, εκτιμάται ότι επιστρέφουν κεφάλαια στη χώρα

³ Τον Οκτώβριο του 2018 οι καταθέσεις μίας ημέρας αποτελούσαν το 62% των καταθέσεων των ΜΧΕ και των νοικοκυριών (εκ των οποίων όψεως: 22%, ταμειυτηρίου: 40%) και οι καταθέσεις προθεσμίας το 38%.

⁴ Το επιτόκιο καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος από τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 0,60% κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε σύγκριση με 0,34% στη ζώνη του ευρώ.

μας τόσο από καταθέσεις στο εξωτερικό όσο και από αμοιβαία κεφάλαια.

Η διατήρηση συνθηκών εμπιστοσύνης στην ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα και η ενδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αναμένεται να συμβάλουν σε περαιτέρω ενίσχυση των καταθέσεων το επόμενο διάστημα. Ευνοϊκή επίδραση αναμένεται να συνεχίσει να ασκεί επίσης η διευρυνόμενη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών, καθώς και τυχόν ανάκαμψη της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις ή και περαιτέρω περιορισμός της συστολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον τομέα των νοικοκυριών.

2 ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Η καθοδική πορεία του αποθέματος της χρηματοδότησης που έχει χορηγηθεί από τις τράπεζες προς την πραγματική οικονομία (δηλ. προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά) συνεχίστηκε το 2018, όμως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της παρουσίασε τάση σταθεροποίησης. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις τους πρώτους δέκα μήνες του 2018 ήταν εντονότερος από ό,τι το 2017. Όμως, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά την ίδια περίοδο περιορίστηκε σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Υπενθυμίζεται ότι οι εν λόγω ρυθμοί υπολογίζονται με βάση τις καθαρές ροές τραπεζικών πιστώσεων, δηλ. από τις εκταμιεύσεις νέων δανείων αφαιρούνται οι καταβολές χρεολυσίων εκ μέρους των πιστούχων.

Παρά ταύτα, λεπτομερέστερη εξέταση κατατείνει στο συμπέρασμα ότι οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το 2018 εμφανίζουν τάσεις βελτίωσης, για δεύτερο κατά σειρά έτος (βλ. Διάγραμμα VI.3). Με εξαίρεση λίγους μήνες, τη διετία 2017-2018 παρατηρήθηκαν σχεδόν μηδενικοί ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής της τραπε-

Διάγραμμα VI.3 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2018)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

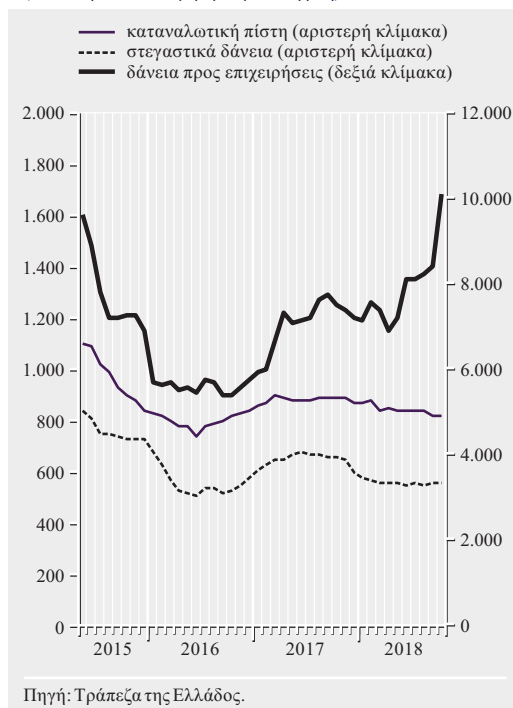


πεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Οκτώβριος 2018: -0,6%).

Σύμφωνα με τα στοιχεία που αφορούν νέα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, η ακαθάριστη ροή δανείων, δηλ. οι εκταμιεύσεις νέων πιστώσεων, ανέκαμψαν το 2018 έναντι του 2017 και του 2016. Η μέση μηνιαία ροή το δεκάμηνο του 2018 υπερέβη κατά 2/5 τη ροή που καταγράφηκε ανά μήνα το 2017 (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η σωρευτική ροή των εν λόγω δανείων κατά το δωδεκάμηνο έως το τέλος Σεπτεμβρίου του 2018 αυξήθηκε σε 4,6% του ΑΕΠ, έναντι 4,0% τον Ιανουάριο-Δεκέμβριο 2017 (Ιανουάριος-Δεκέμβριος 2016: 3,3%). Από την άλλη πλευρά, η μέση μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης (δηλ. η διαφορά μεταξύ της νέας τραπεζικής χρηματοδότησης και των αποπληρωμών παλαιών δανείων), το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018, ήταν αρνητική (αλλά χαμηλή), έναντι (χαμηλής) θετικής ροής το 2017. Η μικρή αύξηση της παροχής νέων δανείων από τις τράπεζες το 2018 δεν αντανακλάται στη μέση καθαρή ροή, λόγω της επι-

Διάγραμμα VI.4 Νέα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (Μάιος 2015-Οκτώβριος 2018)

(εκατ. ευρώ, δωδεκάμηνη σωρευτική ροή)



δρασης από τις αυξημένες αποπληρωμές δανείων. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλε η προσπάθεια των τραπεζών για την επίτευξη των στόχων μείωσης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων τους, η οποία ήταν ιδιαίτερα επιτυχής όσον αφορά το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο και είχε ως αποτέλεσμα να ενισχυθούν το 2018 οι αποπληρωμές τραπεζικών οφειλών εκ μέρους των επιχειρήσεων, καθώς αντίστοιχα και οι ρευστοποιήσεις εκ μέρους των τραπεζών των επιχειρηματικών περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν εξασφάλιση δανείων.

Εκτιμάται ότι η εξέλιξη της χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το 2018 επηρεάστηκε από βελτιώσεις στην προσφορά και στη ζήτηση δανείων. Η συνεχιζόμενη άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας και η μείωση των επιτοκίων επηρέασαν θετικά τη ζήτηση τραπεζικών δανείων από τις επιχειρήσεις. Ειδικότερα, το 2018 εκτιμάται

ότι ενισχύθηκε η ζήτηση για χρηματοδότηση εκ μέρους των επιχειρήσεων, καθώς οι πωλήσεις και οι σχετικοί δείκτες πωλήσεων σε ορισμένους κλάδους έχουν βελτιωθεί. Επιπλέον, η αξία των εξασφαλίσεων με τη μορφή ακίνητης περιουσίας σταθεροποιείται και δείχνει να ανακάμπτει. Το υψηλό υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων παραμένει ο πιο σημαντικός ανασταλτικός παράγοντας για την ανάκαμψη της προσφοράς πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών. Θετικά για την προσφορά εκτιμάται ότι επέδρασε το γεγονός ότι τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα αύξησαν τις καταθέσεις τους (το μέσο υπόλοιπο του συνόλου των τραπεζικών καταθέσεων πελατών – ιδιωτικός τομέας, γενική κυβέρνηση, κάτοικοι εξωτερικού – το δεκάμηνο του 2018 αυξήθηκε κατά 9,2 δισεκ. ευρώ έναντι του μέσου υπολοίπου το 2017) και βελτίωσαν την πρόσβασή τους στη διασυννοριακή διατραπεζική αγορά.

Όσον αφορά τα τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά, το 2018 παρατηρήθηκε σταθεροποίηση του ετήσιου ρυθμού μείωσης στο ίδιο μέσο επίπεδο με το 2017 στα καταναλωτικά δάνεια και περιορισμός του ετήσιου ρυθμού μείωσης στα στεγαστικά δάνεια (-0,6% και -3,0% αντίστοιχα το 2018, έναντι -0,6% και -3,2% το 2017), μετά τη βελτίωση που είχε καταγραφεί το 2017 έναντι του 2016. Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 οι μηνιαίες ακαθάριστες ροές νέων δανείων (με καθορισμένη διάρκεια) καταγράφηκαν κατά μέσο όρο σχεδόν ίσες με εκείνες του 2017, τόσο στα στεγαστικά όσο και στα καταναλωτικά δάνεια, και ενισχυμένες έναντι του 2016. Παρόμοια εξέλιξη είχαν και οι αντίστοιχες μηνιαίες καθαρές ροές χρηματοδότησης, οι οποίες παρέμειναν κατά μέσο όρο σχεδόν το ίδιο αρνητικές το 2018 σε σύγκριση με το 2017, αφού είχαν βελτιωθεί έναντι του 2016. Κατ' ακρίβεια τα στεγαστικά (καταναλωτικά) δάνεια κατέγραψαν οριακά λιγότερο (περισσότερο) αρνητική καθαρή ροή.

Η σωρευτική ετήσια ακαθάριστη ροή καταναλωτικής πίστης, ακόμη και χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα ανοίγματα σε πιστωτικές κάρτες, παρέμεινε σε υψηλότερα επίπεδα σε

σύγκριση με την αντίστοιχη ροή στεγαστικών δανείων (βλ. Διάγραμμα VI.4). Σε άλλες χώρες παρατηρείται ότι το μερίδιο των νέων στεγαστικών δανείων στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά είναι σημαντικά υψηλότερο από εκείνο των καταναλωτικών δανείων (στη ζώνη του ευρώ τα νέα στεγαστικά δάνεια ως ποσοστό του αθροίσματος των νέων στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων διαμορφώθηκαν τον Οκτώβριο του 2018 σε 74%, ενώ στην Ελλάδα ήταν 38%).

Η σταθεροποίηση του ρυθμού μεταβολής των καταναλωτικών πιστώσεων, παρά την αύξηση των δανειακών επιτοκίων, είναι συνεπής με τη θετική εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών (που συνδέεται με την άνοδο της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος και συνεπάγεται υποχρέωση του πιστωτικού κινδύνου από τη σκοπιά της τράπεζας) και την άνοδο του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Σε ό,τι αφορά τα στεγαστικά δάνεια, η άνοδος των ιδιωτικών επενδύσεων σε κατοικίες, όπως καταγράφεται για το εννεάμηνο του 2018, και η ανάκαμψη του δείκτη τιμών κατοικιών το ίδιο εννεάμηνο συνέβαλαν στην αύξηση της ζήτησης. Από την άλλη πλευρά, η άνοδος των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων είχε αρνητική επίδραση. Εξάλλου, οι δυσκολίες στην εξυπηρέτηση του τραπεζικού χαρτοφυλακίου στεγαστικών δανείων (και η υπαγωγή σημαντικού μέρους σε καθεστώς νομικής προστασίας) φαίνεται ότι συνεχίζουν να επιδρούν ανασταλτικά στην παροχή νέων στεγαστικών δανείων από τις τράπεζες.

Η ταχύτερη άνοδος του ΑΕΠ από το 2019 θα επιδράσει θετικά στη ζήτηση δανείων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Ειδικότερα στην περίπτωση των επιχειρήσεων, η ζήτηση τραπεζικής χρηματοδότησης για επενδυτικές ανάγκες αναμένεται να ενισχυθεί. Η πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών αναμένεται να αναζωογονηθεί, καθώς το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων θα περιορίζεται σύμφωνα με τους στόχους μέχρι

το 2021 και στο μέτρο που θα αυξάνεται η ρευστότητά τους. Επίσης, μια ενδεχόμενη βελτίωση στις προοπτικές του δείκτη τιμών στην αγορά ακινήτων θα μπορούσε να ασκήσει θετική επίδραση τόσο στη ζήτηση δανείων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά όσο και στην προσφορά εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων. Κίνδυνοι για τη ρευστότητα των τραπεζών θα παρουσιαστούν εάν επανεμφανιστεί η οξυμένη αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει προηγούμενες φάσεις της ελληνικής κρίσης, σε ένα περιβάλλον σταδιακής άρσης των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα που είχαν θεσπιστεί στα μέσα του 2015, και αν δυσχερανθεί η πρόσβαση των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές λόγω των αναταράξεων που εκδηλώνονται τον τελευταίο καιρό.

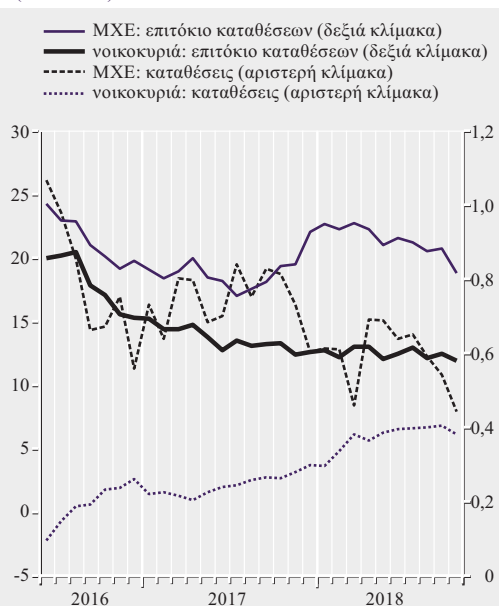
3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα έχουν σταθεροποιηθεί από τα μέσα του 2017 σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων. Εξαίρεση αποτέλεσε το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα VI.5). Κατά συνέπεια, το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας (προθεσμίας), περιλαμβανομένων των καταθέσεων των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 σε 0,10% (0,65%) έναντι 0,10% (0,66%) το 2017. Δεδομένης της σταθεροποίησης των ονομαστικών επιτοκίων, οι μεταβολές στο ύψος των πραγματικών επιτοκίων καθορίστηκαν από την άνοδο του πληθωρισμού. Σε πραγματικούς όρους, οι αποδόσεις των καταθέσεων (προ φόρων) υποχωρούν από το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους και, για έκτο συναπτό μήνα, κατέγραψαν αρνητικό πρόσημο τον Οκτώβριο.

Το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διατήρησε, έως τα μέσα του έτους, την πτωτική τάση που ακολουθεί από το τέλος του 2011 (βλ. Διά-

Διάγραμμα VI.5 Επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας¹ και ετήσιος ρυθμός μεταβολής καταθέσεων² από τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιούνιος 2016 - Οκτώβριος 2018)

(ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

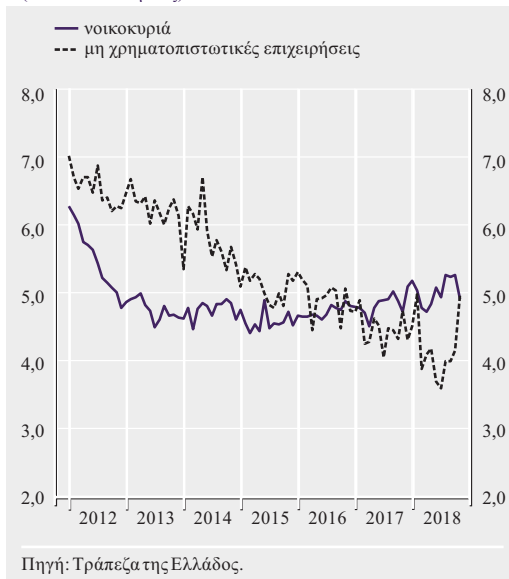
1. Το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας αναφέρεται στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος που συνιστούν την πιο αντιπροσωπευτική κατηγορία καταθέσεων προθεσμίας.
2. Ο ετήσιος ρυθμός προκύπτει από τις μεταβολές των υπολοίπων μετά από προσαρμογή για συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησης.

γραμμά VI.6). Το δεκάμηνο του 2018 το κόστος δανεισμού υποχώρησε σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες επιχειρηματικών δανείων. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 4,16% (2017: 4,46%).

Για τέταρτο συναπτό έτος το κόστος τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ακολούθησε ανοδική τάση, η οποία εντάθηκε από το β' τρίμηνο του 2017 (βλ. Διάγραμμα VI.6). Οι αυξήσεις επιτοκίων ήταν μεγαλύτερες στην καταναλωτική πίστη από ό,τι στα στεγαστικά δάνεια. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο την περίοδο υπό επισκόπηση σε 5,01% (έναντι 4,87% το 2017). Δεδομένων των αντίρροπων τάσεων που ακολουθεί το κόστος δανεισμού μεταξύ των δύο τομέων, η

Διάγραμμα VI.6 Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Δεκέμβριος 2011 - Οκτώβριος 2018)

(ποσοστό % ετησίως)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

απόκλιση στο επιτόκιο δανεισμού μεταξύ νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διευρύνθηκε περαιτέρω τη διαθεσίμη περίοδο του 2018 έναντι του 2017.

Η αναθέρμανση των πληθωριστικών πιέσεων από τις αρχές του έτους άσκησε καθοδικές πιέσεις στο πραγματικό κόστος δανεισμού. Καθώς η τιμολόγηση των επιχειρηματικών πιστώσεων καθίσταται ολοένα φθηνότερη και σε πραγματικούς όρους, ενθαρρύνεται η ζήτηση πόρων από τις επιχειρήσεις, εξέλιξη που είναι επιθυμητή, ιδιαίτερα στην τρέχουσα συγκυρία όπου οι επιχειρηματικές επενδύσεις δύσκολα μπορούν να καλυφθούν από εσωτερική χρηματοδότηση.

Η εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και η βελτίωση των συνθηκών άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων επηρέασαν ευνοϊκά τους όρους τραπεζικής χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό κόστος άντλησης από τις εμπορικές τράπεζες

χρηματοδοτικών πόρων προς αναδανεισμό⁵ υποχώρησε περαιτέρω. Καθώς τα βασικά επιτόκια νομισματικής πολιτικής δεν έχουν μεταβληθεί από το Μάρτιο του 2016 και τα επιτόκια καταθέσεων έχουν πλέον σταθεροποιηθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, η παραπάνω εξέλιξη κατέστη δυνατή μέσω της αναδιάρθρωσης των στοιχείων παθητικού εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων υπέρ των φθηνότερων πηγών αναχρηματοδότησης. Ειδικότερα, το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2018 η έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ) περιορίστηκε σε 3,0% του παθητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων (2017: 10%), ενώ το υπόλοιπο των καταθέσεων ενισχύθηκε σε 54% (έναντι 48% κατά μέσο όρο το 2017). Ωστόσο, το μερίδιο της χρηματοδότησης μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (με μηδενικό επιτόκιο) υποχώρησε σε 3,4% (2017: 5%). Επιπρόσθετα, η συνεργασία των πιστωτικών ιδρυμάτων με αναπτυξιακούς φορείς, όπως ο όμιλος της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ) και το Εθνικό Ταμείο Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης (ΕΤΕΑΝ), επέτρεψε τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους, με μειωμένο κόστος.

Όσον αφορά τις πιθανές μελλοντικές εξελίξεις στα τραπεζικά επιτόκια, οι προσδοκίες για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη συνηγορούν υπέρ της άμβλυνσης του πιστωτικού κινδύνου καθώς, όσο η απασχόληση και τα εισοδήματα (συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματικών κερδών) θα αυξάνονται, θα ενισχύεται η ικανότητα των δανειοληπτών να ανταποκριθούν με συνέπεια στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Επίσης, με τη διαφαινόμενη υπό εξέλιξη άνοδο στις τιμές των ακινήτων, θα ενισχυθεί ο πλούτος των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, η αξία των εξασφαλίσεων για τη λήψη πάσης φύσεως τραπεζικών πιστώσεων με προσημείωση εμπράγματων αξιών, αλλά και η αξία των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών. Τέλος, η διατηρήσιμη ανάπτυξη συνεπάγεται ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων και υποχώρηση του πραγματικού κόστους δανεισμού. Από την άλλη πλευρά, η

αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, η οποία δεν μπορεί να αποκλειστεί τα επόμενα χρόνια, και οι αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές είναι δυνατόν να ασκήσουν ανοδικές πιέσεις στο κόστος χρηματοδότησης της χώρας, των ελληνικών τραπεζών και άρα των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

4.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

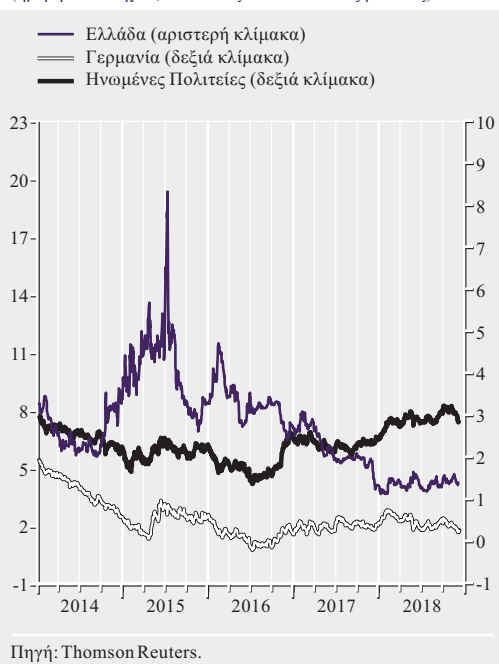
Από την αρχή του 2017 μέχρι τις 12.12.2018, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ προέβη σε έξι αυξήσεις του εύρους-στόχου του επιτοκίου επί των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal funds rate), καθώς η εγχώρια οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να αυξάνεται με σταθερά υψηλούς ρυθμούς και η αγορά εργασίας βρίσκεται σε επίπεδα πλήρους απασχόλησης. Οι αυξήσεις του επιτοκίου πολιτικής ενσωματώθηκαν πλήρως στις αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων τίτλων. Ταυτόχρονα, η θετική διαφορά αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων (10ετών) και βραχυπρόθεσμων (2ετών) τίτλων στις ΗΠΑ συνέχισε την πτωτική της πορεία, γεγονός που προκαλεί προβληματισμό σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας πέραν του ορίζοντα των 2ετών ομολόγων. Η αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, η οποία ξεκίνησε στις ΗΠΑ, ακολουθείται σταδιακά και από άλλες κεντρικές τράπεζες και έχει οδηγήσει σε αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων σε οικονομίες εκτός ευρωζώνης (βλ. Διάγραμμα VI.7).

Έτσι, παρατηρείται σταδιακή μεταβολή των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, τόσο ως αποτέλεσμα της σταδιακής εξόδου από τις

⁵ Για τον υπολογισμό του μεσοσταθμικού κόστους συνυπολογίζονται το κόστος για τα πιστωτικά ιδρύματα των ρευστών διαθεσίμων από την κεντρική τράπεζα και των καταθέσεων λιανικής από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η υφιστάμενη χρηματοδότηση από αυτές τις πηγές αντιπροσώπευε το 79% των υποχρεώσεων των εμπορικών τραπεζών (εξαφουμένης δηλαδή της κεφαλαιακής τους βάσης) τη διαθέσιμη περίοδο του 2018. Δεν περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση που αντλούν οι τράπεζες από τη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά (κατά κανόνα έναντι εξασφαλίσεων), από τη διάθεση προϊόντων τιλοποίησης και εν γένει από την έκδοση χρεογράφων.

Διάγραμμα VI.7 Αποδόσεις κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας (1.1.2014-12.12.2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



διευκολυντικές νομισματικές πολιτικές όσο και λόγω της επιδείνωσης του επενδυτικού κλίματος και αύξησης της αβεβαιότητας που σχετίζεται με ζητήματα διεθνούς κυρίως οικονομικής πολιτικής.⁶ Παρατηρήθηκε αύξηση της μεταβλητότητας στις αποτιμήσεις των μετοχών και των ομολόγων, ενώ συχνές ήταν οι έντονες, κατά καιρούς, αναταράξεις στις αγορές μετοχών. Παράλληλα, επιβραδύνθηκε η εκδοτική δραστηριότητα στις αγορές εταιρικών ομολόγων.

Στη ζώνη του ευρώ παρατηρήθηκε αύξηση της μεταβλητότητας και διεύρυνση των διαφορών αποδόσεων μεταξύ ομολόγων χαμηλής και υψηλής διαβάθμισης, ως αποτέλεσμα των επίμονων επιδράσεων των κατά καιρούς αναταράξεων. Οι επιδράσεις αυτές ενισχύονται από παράγοντες όπως η σταδιακή μείωση των καθαρών αγορών τίτλων από το Ευρωσύστημα και η αβεβαιότητα σε σχέση με τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις σε ορισμένα κράτη-μέλη. Σε συνάφεια με τις προαναφερθείσες εξελίξεις, η ροπή των επενδυτών προς απο-

φυγή κινδύνων αυξήθηκε, με αποτέλεσμα τη μετακίνηση κεφαλαίων προς ομόλογα κρατών-μελών που θεωρούνται πιο ασφαλή. Ενδεικτικά, οι αποδόσεις των 10ετών γερμανικών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν (βλ. Διάγραμμα VI.7), με αποτέλεσμα να βρίσκονται χαμηλότερα κατά περίπου 19 μονάδες βάσης (μ.β.) από το επίπεδο στην αρχή του έτους (0,27% στις 12.12.2018), ενώ οι αποδόσεις των ομολόγων ευάλωτων κρατών-μελών αυξήθηκαν, ιδιαίτερα από το τέλος του β' τριμήνου.

Όσον αφορά τα εταιρικά ομόλογα, οι αποδόσεις των ομολόγων με υψηλή διαβάθμιση στη ζώνη του ευρώ παραμένουν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, ενώ οι αποδόσεις των ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση αυξήθηκαν σημαντικά, με αποτέλεσμα η διαφορά αποδόσεων μεταξύ τίτλων με διαβάθμιση BBB και τίτλων με αντίστοιχη διάρκεια αλλά διαβάθμιση AAA να διευρυνθεί κατά τη διάρκεια του 2018 κατά περίπου 60 μονάδες βάσης. Η διεύρυνση ήταν επακόλουθο της μείωσης των αγορών τίτλων από το Ευρωσύστημα, σε συνδυασμό τόσο με τις κατά καιρούς αναταράξεις στις αγορές όσο και με τους αδύναμους ρυθμούς ανάπτυξης στην ευρωζώνη, παράγοντες οι οποίοι οδήγησαν στη σταδιακή αύξηση της απαιτούμενης από τους επενδυτές επιπρόσθετης απόδοσης για τους κινδύνους. Αντίστοιχη αύξηση παρατηρείται και στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων στις ΗΠΑ, όπου εκείνες των ομολόγων χαμηλότερης διαβάθμισης έχουν αυξηθεί περισσότερο, λόγω της αυστηρότερης αξιολόγησης των κινδύνων σε περιβάλλον αυστηροποίησης των νομισματικών συνθηκών.

Την περίοδο 1.1.2018 έως 12.12.2018 παρατηρήθηκε ιδιαίτερη αύξηση στη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών και υποχώρηση των τιμών ιδίως των ευρωπαϊκών τραπεζικών μετοχών (απόδοση από 1.1.2018 έως 12.12.2018: Stoxx Europe 600: -10,07%, Euro Stoxx banks: -29,42%), αντανακλώντας τον προβληματισμό

⁶ Ενδεικτικά αναφέρονται η επίδραση της επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ, η αναταραχή στις ευρωπαϊκές αγορές λόγω των πολιτικών εξελίξεων στην Ιταλία και η αβεβαιότητα όσον αφορά τις διαπραγματεύσεις για την έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ.

των επενδυτών για τις προοπτικές κερδοφορίας του τραπεζικού κλάδου. Στις ΗΠΑ, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά μέχρι και το γ' τρίμηνο του έτους (S&P 500: 9%), ως αποτέλεσμα της ισχυρότερης από ό,τι αναμενόταν αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας. Υποχώρηση των τιμών παρατηρήθηκε έκτοτε, λόγω ενδείξεων επιβράδυνσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, μετά την ανακοίνωση οικονομικών αποτελεσμάτων την περίοδο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου (απόδοση από 1.1.2018 έως 12.12.2018: S&P 500: -0,84%). Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώνονται και στην αυξημένη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ. Αρνητικά επηρεάστηκαν οι τιμές των μετοχών των αναδυόμενων οικονομιών, λόγω, μεταξύ άλλων, των εντάσεων στις εμπορικές σχέσεις των ΗΠΑ με την Κίνα (απόδοση του δείκτη μετοχών των αναδυόμενων οικονομιών MSCI EM από 1.1.2018 έως 12.12.2018: -15,43%).

4.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έως τα μέσα Δεκεμβρίου 2018 ήταν ελαφρώς αυξημένες σε σύγκριση με τα επίπεδά τους στις αρχές του έτους. Καθ' όλη τη διάρκεια της επισκοπούμενης περιόδου παρατηρήθηκαν έντονες διακυμάνσεις των αποδόσεων (βλ. Διάγραμμα VI.7), ειδικά σε περιόδους αυξημένης μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές ή αναταράξεων στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Σε αυτό το περιβάλλον εξαλείφθηκε, όσον αφορά τους βραχυπρόθεσμους τίτλους, ή και αντιστράφηκε, όσον αφορά τους τίτλους μακρότερης διάρκειας, η πτώση των αποδόσεων, που είχε παρατηρηθεί το α' τρίμηνο του 2018 σε συνάφεια με την αναβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας.⁷

Τεκμαίρεται συνεπώς ότι τα ελληνικά κρατικά ομόλογα είναι ιδιαίτερα ευάλωτα στις συνθήκες που επικρατούν διεθνώς, ενώ οι εγχώριες θετικές εξελίξεις δεν επαρκούν για την αποφυγή μετάδοσης επεισοδίων μεταβλητότητας από εξελίξεις σε άλλα κράτη-μέλη της ευρωζώνης ή από συστημικές αναταράξεις. Οι συνθήκες μεταβλητότητας διεθνώς αποτελούν

τον κύριο παράγοντα διαμόρφωσης των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, ενώ οι εγχώριες εξελίξεις επιδρούν συμπληρωματικά. Είναι σημαντικό λοιπόν να συνεκτιμηθεί η επίδραση την οποία θα μπορούσε να έχει η μεταβολή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής από σημαντικές κεντρικές τράπεζες, που ξεκίνησε το 2017 και έχει εντατικοποιηθεί το 2018, στη ροπή των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνου. Εφόσον οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες αυστηροποιηθούν, οι επενδυτικές θέσεις χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης/υψηλότερου κινδύνου, όπως αυτές σε ελληνικά χρεόγραφα, θα πληγούν περισσότερο.

Αναλυτικότερα, στις 12.12.2018 η απόδοση του τίτλου δεκαετούς διάρκειας ήταν 4,27%, δηλ. περίπου 19 μ.β. υψηλότερη από ό,τι στις αρχές του 2018, ενώ η απόδοση του τίτλου 5ετούς διάρκειας μειώθηκε κατά περίπου 16 μ.β. σε σχέση με τις 2.1.2018. Η άνοδος των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων τίτλων, σε σχέση με τους τίτλους βραχύτερης διάρκειας, είχε ως αποτέλεσμα η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων να αυξηθεί (διαφορά αποδόσεων 10ετούς και 5ετούς τίτλου στις 12.12.2018: 93 μ.β.). Η διαφορά των αποδόσεων του ελληνικού δεκαετούς ομόλογου από τις αποδόσεις του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας (spread) επίσης αυξήθηκε, κυρίως κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2018, και στις 12.12.2018 βρισκόταν στις 400 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VI.7).

Το διάστημα από 1.1.2018 έως 12.12.2018 η συναλλακτική δραστηριότητα στην εγχώρια αγορά αυξήθηκε, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να ανέρχεται σε περίπου 20 εκατ. ευρώ, σε σύγκριση με 2 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2017, υποδηλώνοντας τη βελτίωση των συνθηκών ρευσ-

⁷ Συγκεκριμένα, στις 19.1.2018 ο οίκος Standard and Poor's αναβάθμισε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας σε B από B- και στις 25.6.2018 προχώρησε σε περαιτέρω αναβάθμιση (B+, με θετικές προοπτικές). Επίσης, στις 21.2.2018 ο οίκος Moody's αναβάθμισε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας σε B3 από Caa2, ενώ ο οίκος DBRS προχώρησε σε αναβάθμιση από CCC σε B στις 4.5.2018 και από B σε B (high) με θετικές προοπτικές στις 29.6.2018. Τέλος στις 10.8.2018, ο οίκος Fitch προχώρησε σε αναβάθμιση σε BB- από B.

στότητας των τίτλων στην εγχώρια αγορά μετά την ολοκλήρωση της ανταλλαγής ομολόγων στο τέλος του 2017. Βέβαια, ο όγκος συναλλαγών στην ΗΔΑΤ εξακολουθεί να αποτελεί μικρό μέρος της συνολικής δραστηριότητας σε ελληνικούς τίτλους, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2018, για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων, που συναθροίζει εγχώριες και διεθνείς συναλλαγές, παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (ανερχόμενη σε 347 εκατ. ευρώ, από 308 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2017).

Όσον αφορά την εκδοτική δραστηριότητα, το Φεβρουάριο του 2018 το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε έναν νέο τίτλο 7ετούς διάρκειας (με ετήσιο τοκομερίδιο 3,375% και απόδοση στην έκδοση 3,5%), αντλώντας 3 δισεκ. ευρώ από τη διεθνή αγορά ομολόγων. Επίσης, συνεχίστηκε η έκδοση εντόκων γραμματίων τριμήνης και εξαμήνης διάρκειας (Ιανουάριος-Νοέμβριος 2018: 29,4 δισεκ. ευρώ, σύνολο 2017: 39 δισεκ. ευρώ), ενώ εκδόθηκαν και τρεις τίτλοι με ετήσια διάρκεια, με αποτέλεσμα την άντληση επιπλέον 3 δισεκ. ευρώ. Τέλος, παρατηρήθηκε υποχώρηση του κόστους δανεισμού μέσω εντόκων γραμματίων, με τις αποδόσεις των πιο πρόσφατων εκδόσεων να κυμαίνονται μεταξύ 0,71% (3μηνιαία) και 0,85% (6μηνιαία).

4.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν διευκολυντικές κατά την περίοδο 1.1.2018-12.12.2018, παρά τις κατά καιρούς διαταράξεις. Οι αποδόσεις στις δευτερογενείς αγορές εταιρικών ομολόγων σε ευρώ διατηρούνται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, κυρίως ως αποτέλεσμα της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, με αποτέλεσμα ο δανεισμός των ελληνικών επιχειρήσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, αλλά και στην εγχώρια αγορά ομολόγων, να πραγματοποιείται με ιδιαίτερα χαμηλό κόστος.

Βέβαια, στη διάρκεια του 2018, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων παρου-

σίασαν διακυμάνσεις. Αρχικά ακολούθησαν καθοδική τάση τους πρώτους μήνες του 2018, η οποία ανακόπηκε το β' τρίμηνο, ιδίως κατά τη διάρκεια του Μαΐου. Αυτό οφείλεται τόσο στις εξελίξεις σε συγκεκριμένες εγχώριες εταιρίες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι οποίες επηρέασαν τη στάση των επενδυτών ευρύτερα προς τις ελληνικές επιχειρήσεις, όσο και στη σταδιακή μείωση των αγορών εταιρικών τίτλων από το Ευρωσύστημα και τη συνεπαγόμενη αυξημένη ροπή των επενδυτών προς αποφυγή κινδύνων.

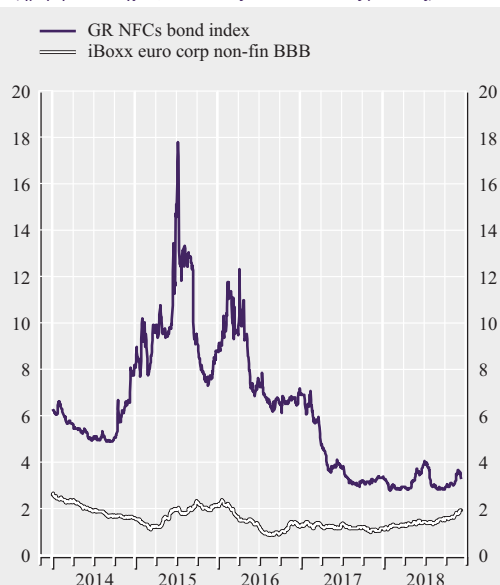
Συγκεκριμένα, στις 12.12.2018 η μεσοσταθμική απόδοση των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές, όπως καταγράφεται από το δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος, βρισκόταν στα ίδια επίπεδα με τις αρχές του έτους, ενώ η απόδοση του δείκτη iBoxx για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με διαβάθμιση BBB βρισκόταν 75 μ.β. υψηλότερα (τιμές BOG GR NFC index, στις 12.12.2018: 3,3% και στις 2.1.2018: 3,36%, τιμές iBoxx euro non-financial BBB, στις 12.12.2018: 1,93% και στις 2.1.2018: 1,18%, βλ. Διάγραμμα VI.8). Κατά συνέπεια, φαίνεται ότι τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί από μεγάλες ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε ευρώ είχαν καλύτερη επίδοση, κατά μέσο όρο, από εκείνα που έχουν εκδοθεί από άλλες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις.

Η εκδοτική δραστηριότητα των ελληνικών επιχειρήσεων είναι ισχυρή, καθώς έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2018 η ακαθάριστη αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί στις διεθνείς αγορές και στην εγχώρια κεφαλαιαγορά η οποία λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών ανερχόταν σε περίπου 8,8 δισεκ. ευρώ.⁸ Κατά τη διάρκεια του 2018 πραγματοποιήθηκε μία νέα έκδοση διεθνούς ομολόγου αξίας 400 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 2,38%, ενώ στην εγχώρια αγορά εκδόθηκαν

⁸ Η καθαρή ονομαστική αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, κυρίως μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα, εφόσον συνυπολογιστούν οι νέες εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές πριν τη λήξη (recalls & tenders) είναι περίπου 4,4 δισεκ. ευρώ.

Διάγραμμα VI.8 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (1.1.2014-12.12.2018)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Thomson Reuters Datastream (iBoxx euro corp non-fin BBB).

Σημείωση: Ο δείκτης απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων από το Δεκέμβριο του 2012 και ύστερα. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο *Οικονομικό Δελτίο* 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014, σελ. 69-90. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC index).

τρεις τίτλοι συνολικής αξίας 235 εκατ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,7%.⁹

Η έκδοση ομολόγων από ελληνικές επιχειρήσεις των μη χρηματοπιστωτικών κλάδων μπορεί να αποτελέσει σημαντική πηγή χρηματοδότησης για την ελληνική οικονομία, εφόσον συνεχιστεί η παρατηρούμενη τάση. Οι δυνατότητες των εγχώριων επιχειρήσεων να αντλήσουν χρηματοδότηση από την εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων, καθώς και η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά, θα ενισχυθούν με την εφαρμογή βέλτιστων διεθνών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης και λογοδοσίας και με την ενίσχυση της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς. Σε κάθε περίπτωση, οι συνθήκες στις οποίες διεξάγεται η χρηματοδότηση των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

από τις διεθνείς αγορές είναι συναφείς τόσο με την επενδυτική εμπιστοσύνη προς την ελληνική οικονομία ως σύνολο όσο και με τις διεθνείς νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

4.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

4.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 1.1.2018 έως 12.12.2018 ακολουθήσαν έντονα πτωτική τάση, παρά τις θετικές επιδόσεις στην κερδοφορία των εταιριών, είτε λόγω ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης συγκεκριμένων εταιριών είτε λόγω της προαναφερθείσας αύξησης της μεταβλητότητας διεθνώς. Έτσι, οι αποδόσεις των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, κατά το εν λόγω διάστημα ήταν σημαντικά χαμηλότερες σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές αγορές, ενώ παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας και υποχώρηση του όγκου συναλλαγών (βλ. Διάγραμμα VI.9).

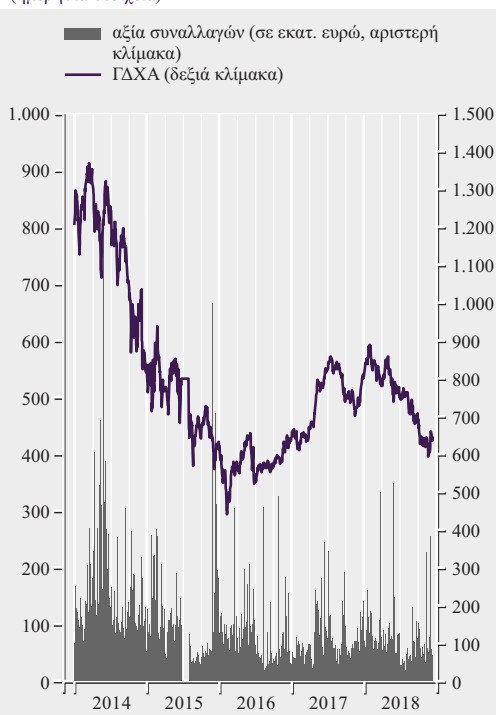
Ειδικότερα, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε πτώση κατά 19,47% την περίοδο 1.1.2018 έως 12.12.2018. Την ίδια περίοδο ο τραπεζικός κλάδος κατέγραψε ακόμη μεγαλύτερη υποχώρηση (-46,82%), εξέλιξη στην οποία συνέβαλε και η αναδιάρθρωση σημαντικών διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών, η οποία οδήγησε στη μείωση των θέσεων μεγάλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε ελληνικές τραπεζικές μετοχές. Οι μετοχές των βιομηχανικών επιχειρήσεων επίσης κατέγραψαν αρνητική απόδοση (-8,97%). Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) ανήλθε σε 56,5 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας σημαντική υποχώρηση από το γ' τρίμηνο του έτους και μετά.

Τέλος, τον Οκτώβριο του 2018 μία ακόμη εισηγμένη βιομηχανική επιχείρηση μεγάλου μεγέθους, η Α.Ε. Τσιμεντών TITAN, ανακοί-

⁹ Υπενθυμίζεται ότι το 2017 εκδόθηκαν τέσσερις τίτλοι διεθνών ομολόγων, συνολικής αξίας περίπου 1,3 δισεκ. ευρώ, με σκοπό κυρίως την αναχρηματοδότηση προγενέστερου δανεισμού, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,88% και μεσοσταθμική διάρκεια 5 ετών, ενώ στην εγχώρια αγορά εκδόθηκαν επτά τίτλοι συνολικής αξίας 622 εκατ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,4%.

Διάγραμμα VI.9 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (1.1.2014-12.12.2018)

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές, με βάση την Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας, ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

νωσε την πρόθεσή της να μεταφέρει την έδρα της στο εξωτερικό και να εισαχθεί ο όμιλος σε χρηματιστήρια του εξωτερικού, με παράλληλη διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αθηνών.¹⁰

4.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η αποδοτικότητα των εισηγμένων επιχειρήσεων εμφανίζεται βελτιωμένη το α' εξάμηνο του 2018 σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2017. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 135 μη χρηματοπιστωτικών ομίλων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σημαντική ποσοστιαία αύξηση εμφάνισαν τόσο ο κύκλος εργασιών (10,8%) και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (7,5%) όσο και το σύνολο των

κερδών προ φόρων (47,4%), το οποίο υποβοηθήθηκε από τη μείωση των καθαρών χρηματοοικονομικών εξόδων (κατά 6,7%). Η μείωση αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν εκδώσει εταιρικά ομόλογα σε διεθνείς κεφαλαιαγορές, ο συνολικός δανεισμός των οποίων μειώθηκε κατά 6,1% το α' εξάμηνο του 2018, σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2017, με τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα να εμφανίζουν την ίδια περίοδο υποχώρηση κατά 25%.

Η ανωτέρω εικόνα αντανακλά κυρίως τις επιδόσεις επιχειρήσεων στους κλάδους της ενέργειας, των πρώτων υλών, των καταναλωτικών αγαθών και της τεχνολογίας. Σημειώνεται ότι αύξηση του κύκλου εργασιών εμφανίζει το 70% των επιχειρήσεων, ενώ παραμένει μεγάλος ο αριθμός των εταιριών (36% επί του συνόλου) που εμφανίζουν, προ φόρων, είτε μείωση κερδοφορίας είτε διεύρυνση ζημιών.

Ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων ανά μετοχή (EV/EBITDA) ήταν μειωμένος στο τέλος Νοεμβρίου 2018 σε σύγκριση τόσο με έξι μήνες νωρίτερα (τέλος Μαΐου 2018) όσο και με ένα χρόνο νωρίτερα, καθώς οι αποτιμήσεις χειροτέρευσαν, ενώ τα θεμελιώδη μεγέθη βελτιώθηκαν. Αντίστοιχη είναι η εικόνα και για άλλους αριθμοδείκτες, όπως οι λόγοι χρηματιστηριακής αξίας προς καθαρά κέρδη ανά μετοχή (P/E), προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή (P/BV) και προς πωλήσεις ανά μετοχή (P/Sales). Σημειώνεται επίσης ότι οι ανωτέρω αριθμοδείκτες για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά συνεχίζουν να υπολείπονται εκείνων του πανευρωπαϊκού δείκτη Stoxx Europe 600.

¹⁰ Σημειώνεται ότι μεταφορά έδρας στο εξωτερικό έχουν πραγματοποιήσει στο πρόσφατο παρελθόν και άλλες εταιρίες, όπως η Viohalco S.A. και η Coca Cola HBC A.G., ενώ πρόσφατα έχουν αποχωρήσει από το χρηματιστήριο κι άλλες εταιρίες όπως η F.H.L. Η Κυριακίδης Μάρμαρα-Γρανίτες Α.Β.Ε.Ε. και η ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. Ενδεικτικά, ως τάξη μεγέθους, οι εν λόγω εταιρίες, συμπεριλαμβανομένης της Α.Ε. Τοιμένων ΤΙΤΑΝ, είχαν το έτος 2017 κύκλο εργασιών περίπου 12 δισεκ. ευρώ (σύνολο κύκλου εργασιών των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2017 χωρίς την Α.Ε. Τοιμένων ΤΙΤΑΝ: 48,6 δισεκ. ευρώ).

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Οι κυριότερες εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα το εννεάμηνο του 2018 ήταν η διενέργεια άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων εκ μέρους της ΕΚΤ στις αρχές Μαΐου 2018, μέσω της οποίας επιβεβαιώθηκε ότι η κεφαλαιακή επάρκεια των συστημικών τραπεζών διατηρείται σε ικανοποιητικό επίπεδο, η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών και η σταδιακή υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ), σε συμμόρφωση με τους θεθέντες στόχους. Ωστόσο, το εν λόγω απόθεμα παραμένει ιδιαίτερα υψηλό, ενώ η

οργανική κερδοφορία των τραπεζών παραμένει αδύναμη.

Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία του εννεαμήνου του 2018, τα καθαρά έσοδα των τραπεζών (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν μείωση σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017 (βλ. Πίνακα VI.1). Καταγράφηκε υποχώρηση των εσόδων από τοκοφόρες εργασίες, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από την αύξηση που εμφάνισαν τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες (από προμήθειες και από χρηματοοικονομικές πράξεις). Τα καθαρά έσοδα από τόκους, που αποτελούν τα 3/4 περίπου του συνόλου των καθα-

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεάμηνο 2017	Εννεάμηνο 2018	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	6.368	5.968	-6,3
Καθαρά έσοδα από τόκους	5.098	4.389	-13,9
- Έσοδα από τόκους	6.750	5.978	-11,4
- Έξοδα τόκων	-1.652	-1.589	-3,9
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.270	1.579	24,3
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	896	933	4,1
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	259	567	118,5
- Λοιπά έσοδα	115	80	-30,9
Λειτουργικά έξοδα	-3.123	-3.232	3,5
Δαπάνες προσωπικού	-1.621	-1.735	7,0
Διοικητικά έξοδα	-1.234	-1.219	-1,2
Αποσβέσεις	-269	-278	3,4
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	3.245	2.736	-15,7
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-2.820	-2.118	-24,9
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-110	-143	30,6
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-24	-74	>100%
Κέρδη προ φόρων	292	401	37,5
Φόροι	-123	-210	70,5
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες ²	-248	-341	37,7
Κέρδη μετά από φόρους	-80	-151	89,2

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων σημαντικών τραπεζικών ομίλων και εποπτικά στοιχεία για τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες.
1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Οι ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού και από προβλέψεις και απομειώσεις.

ρών εσόδων, συνέχισαν να μειώνονται εξαιτίας του περιορισμού του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών¹¹ και της εφαρμογής του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (ΔΠΧΠ 9/IFRS 9) από την 1η Ιανουαρίου 2018, που είχε ως άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση των εκτοκιζόμενων υπολοίπων των δανείων. Η μείωση των εξόδων για τόκους λόγω του περιορισμού της προσφυγής των τραπεζών σε έκτακτη χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος και της οριακής αποκλιμάκωσης των επιτοκίων καταθέσεων ήταν μικρότερη από τη σημαντική υποχώρηση των εσόδων από τόκους. Τα καθαρά έσοδα από προμήθειες αυξήθηκαν οριακά, ενώ τα καθαρά έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις επηρεάστηκαν θετικά από τις επιδόσεις των χαρτοφυλακίων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Όσον αφορά τα έξοδα, συνεχίζεται η προσπάθεια για περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω εξορθολογισμού του δικτύου των καταστημάτων. Η οριακή αύξηση στα έξοδα αντανάκλα τη βραχυπρόθεσμη επίπτωση από προγράμματα εθελουσίας εξόδου. Μειωμένες εμφανίστηκαν οι προβλέψεις της περιόδου για τον πιστωτικό κίνδυνο, δεδομένης της προόδου αναφορικά με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και της αύξησης του επιπέδου των προβλέψεων στην αρχή του έτους μετά την υιοθέτηση του ΔΠΧΠ 9. Συνολικά, η κερδοφορία πριν από φόρους και προβλέψεις παρέμεινε αδύναμη και σημαντικά χαμηλότερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2017, ενώ μετά από φόρους και διακοπόμενες δραστηριότητες το εννεάμηνο του 2018 καταγράφονται ζημίες μεγαλύτερες από ό,τι το εννεάμηνο του 2017.

Καθ' όλη τη διάρκεια του 2018 παρατηρήθηκε βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, με σταδιακή αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων και αυξημένη πρόσβαση στη διατραπεζική αγορά έναντι εξασφαλίσεων. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε στον περαιτέρω περιορισμό της εξάρτησης των τραπεζών από το μηχανισμό έκτακτης

παροχής ρευστότητας (ELA) της Τράπεζας της Ελλάδος.

Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίων Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας παρέμειναν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018 σε ικανοποιητικό επίπεδο (15,6% και 16,2% αντίστοιχα). Υπενθυμίζεται ότι, στο πλαίσιο της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, τους πρώτους μήνες του 2018 διεξήχθη η σχετική άσκηση για τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες. Η φιλοσοφία της άσκησης δεν ήταν τέτοια ώστε να τίθεται συγκεκριμένο ποσοτικό κριτήριο βάσει του οποίου θα αξιολογείτο αν οι τράπεζες πέτυχαν ή απέτυχαν στην άσκηση. Αντίθετα, τα αποτελέσματα ανά τράπεζα θα συνεκτιμηθούν από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό στο πλαίσιο της διαδικασίας εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης,¹² βάσει της οποίας η εποπτική αρχή ενδέχεται να ζητήσει από κάποια τράπεζα να τηρεί πρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα ή/και να θέσει ποιοτικές απαιτήσεις (αναφερόμενες συχνά ως “απαιτήσεις του Πυλώνα II”). Ωστόσο, δεν προέκυψε κεφαλαιακό έλλειμμα ως αποτέλεσμα της άσκησης.¹³ Σκοπός της άσκησης ήταν να αξιολογηθεί η ανθεκτικότητα των τραπεζών σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές διαταραχές για την τριετία 2018-2020, με

¹¹ Προκύπτει αφενός από μείωση των δανείων (οι αποπληρωμές υπερβαίνουν τις νέες εκταμειώσεις) και αφετέρου ως αποτέλεσμα της πώλησης θυγατρικών στο εξωτερικό.

¹² Η διαδικασία εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) παρέχει στους επόμενες ένα εναρμονισμένο σύνολο εργαλείων για την εξέταση των κινδύνων τους οποίους αντιμετωπίζει κάθε τράπεζα από τέσσερις διαφορετικές οπτικές γωνίες: (α) επιχειρηματικό μοντέλο, (β) διακυβέρνηση και διαχείριση κινδύνων, (γ) κίνδυνοι για το κεφάλαιο και (δ) κίνδυνοι για τη ρευστότητα και τη χρηματοδότηση. Οι μικτές εποπτικές ομάδες διενεργούν σε συνεχή βάση τη διαδικασία εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης και μία φορά το χρόνο λαμβάνουν σχετική απόφαση για τις επιμέρους τράπεζες (“απόφαση SREP”). Στην εν λόγω απόφαση, την οποία αποστέλλει η εποπτική αρχή στην τράπεζα στο τέλος της διαδικασίας, προσδιορίζονται βασικοί στόχοι για την αντιμετώπιση των ζητημάτων που εντοπίζονται. Στη συνέχεια, η τράπεζα πρέπει να λάβει τα αντίστοιχα διορθωτικά μέτρα εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος.

¹³ Συνολικά, κατά μέσο όρο για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες, το αποτέλεσμα του δυσμενούς σεναρίου της άσκησης είναι πτώση του Δείκτη Κεφαλαίων Κοινών Μετοχών κατά 9 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό αντιστοιχεί σε μείωση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζικού συστήματος κατά 15,5 δισεκ. ευρώ.

σημείο αναφοράς τα μεγέθη της 31ης Δεκεμβρίου 2017 αναμορφωμένα για την επίπτωση του ΔΠΧΠ 9.

Αναφορικά με την ποιότητα του εγχώριου χαρτοφυλακίου δανείων, τα ΜΕΑ ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018 σε 84,7 δισεκ. ευρώ,¹⁴ μειωμένα κατά περίπου 9,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2017 και κατά περίπου 22,4 δισεκ. ευρώ (δηλ. περισσότερο από 1/6) έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΑ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΑ κατά τη διάρκεια του 2018 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ (εκ των οποίων τα 2,6 δισεκ. ευρώ αφορούν καταγγελλόμενες απαιτήσεις, κυρίως επιχειρηματικών δανείων) και πωλήσεις ύψους 5,2 δισεκ. ευρώ. Οι τελευταίες εμφανίζουν αύξηση το β' και γ' τρίμηνο του έτους, ενώ οι τράπεζες έχουν προαναγγείλει επιτάχυνση των πωλήσεων τα επόμενα τρίμηνα. Σχετική βελτίωση εμφανίζουν το εννεάμηνο του 2018 και οι εισπράξεις από ρευστοποιήσεις, καθώς οι ηλεκτρονικοί πλειστηριασμοί παράγουν τα πρώτα αποτελέσματα. Το συνολικό ποσό που ανακτήθηκε από τις τράπεζες μέσω αυτής της οδού παραμένει ωστόσο χαμηλό μέχρι στιγμής. Γενικά, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης παραμένουν περιορισμένες. Επιπροσθέτως, οι νέες ροές μη εξυπηρετούμενων δανείων (defaulted) που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου εξακολουθούν να υπερβαίνουν τις πιστώσεις που είχαν παρουσιάσει καθυστέρηση στο παρελθόν αλλά άρχισαν και πάλι να εξυπηρετούνται (cured).

Ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων προς το σύνολο των ανοιγμάτων παρέμεινε το Σεπτέμβριο του 2018 σε υψηλό επίπεδο (46,7%). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΑ διαμορφώθηκε σε 44,7% για το στεγαστικό, 53% για το καταναλωτικό και 46,9% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Εντός του επιχειρηματι-

κού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ιδιαίτερα υψηλός (68,6% και 60,9% αντίστοιχα), ενώ καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (27,4%) καθώς και στο χαρτοφυλάκιο ναυτιλιακών δανείων (29,8%).¹⁵

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΑ, το 46,1% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελλθεί από τις τράπεζες, το 31,4% αφορά δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και το 22,5% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελλθεί. Επίσης, πολλοί δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία (14,2% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων). Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΑ από προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης κάλυψης αυξήθηκε το εννεάμηνο του 2018 σε 47,0%, από 46,3% στο τέλος του 2017, εξέλιξη που οφείλεται στις επιπλέον προβλέψεις που σχηματίστηκαν από τα πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο της εφαρμογής του ΔΠΧΠ 9 από την 1η Ιανουαρίου 2018.

Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, σε αντιδιαστολή με ρυθμίσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Βεβαίως, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων επιλέγεται η λύση της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής και μόνο σπανιότερα της μείωσης του επιτοκίου και του

¹⁴ Αφορά τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, το αντίστοιχο μέγεθος ανέρχεται σε 86,3 δισεκ. ευρώ.

¹⁵ Όσον αφορά τις μεταβολές που παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου του 2018, καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στα χαρτοφυλάκια μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ), μεγάλων επιχειρήσεων και ναυτιλιακών δανείων, όπου η τριμηνιαία μείωση του αποθέματος των ΜΕΑ ανήλθε σε 6,1%, 5,5% και 4,4% αντίστοιχα, αλλά και στην καταναλωτική πίστη (μείωση κατά 15,3%). Αντίθετα, το επίπεδο των ΜΕΑ στα στεγαστικά δάνεια αυξήθηκε οριακά. Σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2017, η μείωση των ΜΕΑ στο επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο ήταν 12,7%, στο καταναλωτικό 23,3%, ενώ στο στεγαστικό χαρτοφυλάκιο η μείωση ήταν μηδενική.

διαχωρισμού του υπολοίπου οφειλής (split balance).¹⁶ Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2018 το υπόλοιπο των ΜΕΑ που συνδεόταν με ρυθμίσεις ανερχόταν σε 31,9 δισεκ. ευρώ.¹⁷

Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Σε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων τόσο βραχυπρόθεσμου όσο και μακροπρόθεσμου τύπου, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης.

Όσον αφορά τους στόχους που έχουν θέσει οι τράπεζες για τη μείωση των ΜΕΑ, κατά το γ' τρίμηνο του 2018 τα ΜΕΑ διαμορφώθηκαν σε επίπεδο 1,9 δισεκ. ευρώ χαμηλότερα από το ποσό-στόχο. Οι συγκριτικά καλύτερες από το αναμενόμενο επιδόσεις οφείλονται κατά κύριο λόγο στις οριακά χαμηλότερες από το αναμενόμενο καθαρές ροές νέων ΜΕΑ, καθώς και στις υψηλότερες από το αναμενόμενο διαγραφές και εισπράξεις. Σε επίπεδο δανείων σε καθυστέρηση άνω των 90 ημερών, τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη είναι καλύτερα από το στόχο κατά περίπου 1 δισεκ. ευρώ.

Συνολικά, και με βάση τις τάσεις που παρατηρούνται τα τελευταία δύο τουλάχιστον χρόνια, ο ρυθμός μείωσης των μη εξυπηρετούμε-

νων ανοιγμάτων, αν και βελτιώνεται, δεν είναι ικανός ώστε να επιτευχθεί σύντομα μία σημαντική αποκλιμάκωση του υπολοίπου. Θα πρέπει να εξεταστούν και άλλες συστημικές λύσεις. Στην κατεύθυνση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος, στην έκθεσή της “Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος” που δημοσίευσε στις 22 Νοεμβρίου 2018, παρουσίασε πρόταση¹⁸ η οποία προβλέπει τη μεταβίβαση σημαντικού μέρους των ΜΕΑ, μαζί με μέρος της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης που είναι εγγεγραμμένο στους ισολογισμούς τους, σε μία Εταιρία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle).

Σε κάθε περίπτωση, η εφαρμογή των όποιων προτάσεων απαιτεί προσεκτικό σχεδιασμό, χωρίς να δημιουργηθούν πρόσθετοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι και αφού έχουν ληφθεί υπόψη ενδεχόμενες επιπτώσεις στην κεφαλαιακή βάση των τραπεζών.

¹⁶ Με τη λύση αυτή, η οφειλή διαχωρίζεται σε δύο τμήματα (tranches): (α) το τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι μπορεί να αποπληρώσει με βάση την υφιστάμενη και την εκτιμώμενη ικανότητα αποπληρωμής του και (β) το υπόλοιπο τμήμα του δανείου, το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα με ρευστοποίηση περιουσίας ή άλλων ειδών διευθέτηση, η οποία συμφωνείται εξ αρχής από τα δύο μέρη.

¹⁷ Σημειώνεται ότι το σύνολο των ανοιγμάτων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων τα οποία εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 48,5 δισεκ. ευρώ.

¹⁸ https://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ_ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ_ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ_ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ_ΝΟΕ_2018.pdf

Πλαίσιο VI.1

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ

Ως νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα λαμβάνεται η αξία της σωρευτικής καθαρής διάθεσης τραπεζογραμμάτων και κερμάτων¹ ευρώ από την Τράπεζα της Ελλάδος στις εμπορικές τράπεζες με χρονική αφετηρία την εισαγωγή τους το 2002. Υπολογίζεται δηλ. η διαφορά της ονομαστικής αξίας των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ που τίθενται στην κυκλοφορία από εκείνων που επιστρέφονται ημερησίως στην κεντρική τράπεζα (αφαιρουμένων των μετρητών που κρατούν οι τράπεζες στο ταμείο τους). Η νομισματική κυκλοφορία σε μια χώρα-μέλος μιας νομισματικής ένωσης, όπως η Ελλάδα, δεν είναι δυνατόν να μετρηθεί με ακρίβεια, λόγω των επιδράσεων που προκύπτουν από τη μεταφορά μετρητών μεταξύ των χωρών (π.χ. λόγω του τουρισμού ή της μεταφοράς μετρητών στο εξωτερικό από αλλοδαπούς εργαζομένους) και, κατά συνέ-

¹ Σημειώνεται ότι το προνόμιο της έκδοσης τραπεζογραμμάτων ευρώ ανήκει στην κεντρική τράπεζα, ενώ το δικαίωμα έκδοσης κερμάτων ευρώ ανήκει στο Ελληνικό Δημόσιο και ότι η σχετική σημασία της αξίας των κυκλοφορούντων κερμάτων στο σύνολο της νομισματικής κυκλοφορίας είναι μικρή.

πεια, μπορεί να εκτιμηθεί με την προαναφερθείσα μέθοδο μόνο κατά προσέγγιση.

Στο Διάγραμμα Α απεικονίζεται η εξέλιξη του λόγου της εκτιμώμενης νομισματικής κυκλοφορίας στην Ελλάδα προς το ΑΕΠ. Ο λόγος αυτός παρουσίασε ελαφρά ανοδική τάση τα πρώτα έτη μετά την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Στη συνέχεια, αυξήθηκε αλματωδώς στη διάρκεια των επεισοδίων όξυνσης της ελληνικής κρίσης. Μετά την επιβολή των περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ο λόγος της νομισματικής κυκλοφορίας προς το ΑΕΠ παρουσιάζει τάση αποκλιμάκωσης.²

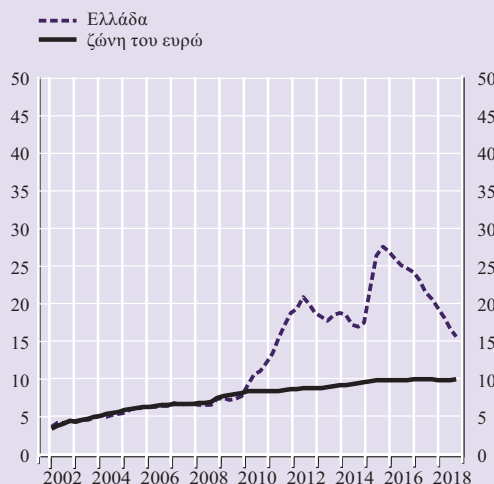
Οι βασικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή είναι το κίνητρο για τη διενέργεια συναλλαγών, το κίνητρο αποθήκευσης πλούτου (αποθησαυρισμός), καθώς και τυχόν ζήτηση από μη κατοίκους. Επιπλέον, ένας άλλος παράγοντας που θα μπορούσε να επηρεάσει τη ζήτηση μετρητών είναι ο βαθμός υιοθέτησης εναλλακτικών ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών. Σημαντικές είναι οι διαφορές που έχουν καταγραφεί ως προς την εξέλιξη της ζήτησης μετρητών μεταξύ χωρών που γρήγορα υιοθέτησαν τα μέσα ηλεκτρονικών πληρωμών, υποκαθιστώντας σε μεγάλο βαθμό το χρήμα σε φυσική μορφή (π.χ. Ολλανδία, Σουηδία, Νορβηγία), και άλλων που, παρά την τεχνολογική πρόοδο, η οικονομία τους εξακολουθεί να βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στα μετρητά (Ιαπωνία, Γερμανία).

Η χρήση μετρητών για αγορά αγαθών και υπηρεσιών συνεπάγεται άμεση σχέση μεταξύ της ζήτησης χρήματος σε φυσική μορφή και των συναλλαγών στην πραγματική οικονομία. Τα μετρητά που εφοδιάζει η κεντρική τράπεζα με βάση τη ζήτηση που εκδηλώνεται από τις εμπορικές τράπεζες για τη λειτουργία των ATM και των υποκαταστημάτων τους φθάνουν αρχικά στα χέρια των καταναλωτών. Μετά την πραγματοποίηση αγορών τελικών προϊόντων και υπηρεσιών, καταλήγουν σε εμπόρους ή παρόχους υπηρεσιών. Αυτές οι επιχειρήσεις με τη σειρά τους, για λόγους που σχετίζονται με το κόστος φύλαξης και αποθήκευσης των μετρητών, τα καταθέτουν σε τραπεζικούς λογαριασμούς ώστε να επιστραφούν, μέσω των εμπορικών τραπεζών, στην κεντρική τράπεζα. Με βάση την εμπειρία σε πολλές χώρες, το κίνητρο των συναλλαγών έχει σχετικά μικρή σημασία για τη συνολική νομισματική κυκλοφορία και ειδικότερα δεν είναι ικανό να ερμηνεύσει απότομες μεταβολές στη συνολική αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων.³

Η διακράτηση τραπεζογραμματίων, κυρίως μεγάλης ονομαστικής αξίας, ως μέσο αποθήκευσης πλούτου αντιπροσωπεύει σε πολλές χώρες το μεγαλύτερο ίσως μέρος της νομισματικής κυκλο-

Διάγραμμα Α Νομισματική κυκλοφορία¹

(ως % του ΑΕΠ,² α' τρίμ. 2002-γ' τρίμ. 2018)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat.

1 Για την Ελλάδα, εκτιμώμενη εγχώρια νομισματική κυκλοφορία.

2 Ως ποσοστό του ετήσιου κυλούμενου ΑΕΠ.

2 Εκτιμάται ότι στη διάρκεια της κρίσης ο λόγος της εγχώριας εκτιμώμενης νομισματικής κυκλοφορίας προς το ΑΕΠ ανήλθε σε 28% το γ' τρίμηνο του 2015 και στη συνέχεια αποκλιμακώθηκε σταδιακά σε 16% το γ' τρίμηνο του 2018.

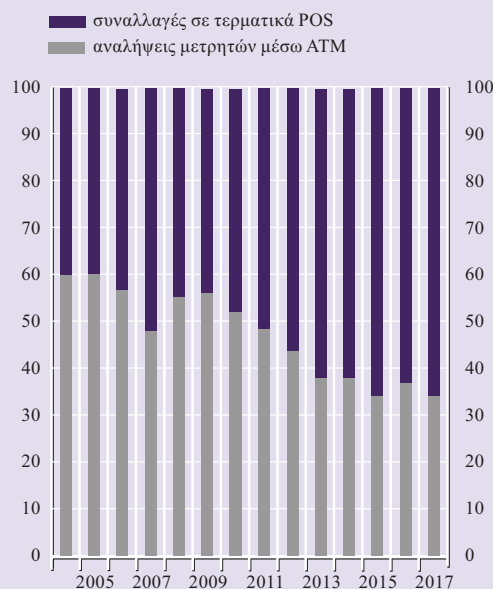
3 Βλ. ECB (2018), "Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years", *Economic Bulletin*, Issue 6, και Deutsche Bundesbank, "The developments and determinants of euro currency in circulation in Germany", *Monthly Report*, June 2009.

φορίας. Η διακράτηση μετρητών θεωρείται από τις οικονομικές μονάδες ως εναλλακτική επενδυτική επιλογή σε περιόδους κατά τις οποίες υπάρχει έντονη προτίμηση για υψηλή ρευστότητα. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν το κόστος ευκαιρίας των μετρητών είναι πολύ χαμηλό, δηλ. σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων. Επίσης, το φαινόμενο αυτό επιτείνεται σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας και, όπως προαναφέρθηκε, εκδηλώθηκε κατά περιόδους με ιδιαίτερη ένταση στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης. Εξάλλου, λόγω της ανωνυμίας που χαρακτηρίζει τα μετρητά, αποθησαυρισμένα τραπεζογραμμάτια εκτιμάται ότι μπορεί να χρησιμοποιούνται για παράνομες δραστηριότητες και φοροδιαφυγή.⁴

Η νομισματική κυκλοφορία σε μια χώρα-μέλος μιας νομισματικής ένωσης είναι δυνατόν να επηρεάζεται από την καθαρή εισροή ή εκροή χρήματος που προκαλείται από τους επισκέπτες στη χώρα αυτή. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου ταξιδιωτικών υπηρεσιών, οι καθαρές ταξιδιωτικές εισπράξεις⁵ στην Ελλάδα που ακολουθούν ανοδική πορεία από το 2011 και μετά, ανήλθαν το 2017 σε 12,7 δισεκ. ευρώ από 7,5 δισεκ. το 2010. Στο Διάγραμμα Β παρουσιάζονται ο αριθμός και η αξία των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στη χώρα μας μέσω καρτών που έχουν εκδοθεί από ξένους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών, αποτυπώνοντας ως ένα βαθμό τη συναλλακτική συμπεριφορά των τουριστών. Από την εξέταση του διαγράμματος διαπιστώνεται ότι η αξία των αγορών μέσω καρτών σε τερματικά στα σημεία πώλησης (POS) από ξένους επισκέπτες στη χώρα μας αυξήθηκε στη διάρκεια της περιόδου 2004-2017 ταχύτερα από ό,τι οι αναλήψεις μετρητών μέσω ATM.

Διάγραμμα Β Συναλλαγές μέσω καρτών ξένων παρόχων υπηρεσιών πληρωμών

(αξία συναλλαγών ως ποσοστό % του συνόλου)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Όσον αφορά εναλλακτικά προς τα μετρητά ηλεκτρονικά μέσα πληρωμών, στην Ελλάδα, μια οικονομία που σε μεγάλο βαθμό βασίζεται στα μετρητά,⁶ η χρήση καρτών πληρωμών και άλλων ηλεκτρονικών μέσων ήταν σχετικά περιορισμένη μέχρι την επιβολή των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα τον Ιούνιο του 2015. Έκτοτε, η χρήση των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών εξαπλώθηκε με γρήγορους ρυθμούς, καθώς υποστηρίχθηκε, εκτός από το πλαίσιο περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών, και από τα μέτρα πολιτικής που υιοθετήθηκαν με σκοπό την περαιτέρω ενίσχυση αυτής της στροφής των καταναλωτών.⁷ Κατά συνέπεια, η αξία των εγχώριων αγορών με κάρτες ως ποσοστό της ιδιωτικής κατανάλωσης ανήλθε από 3-5% στη διάρκεια της περιόδου 2002-2014 σε 17% το 2017. Επιπρόσθετα, δυναμική άνοδος καταγράφεται και σε άλλα ηλεκτρονικά μέσα πληρω-

4 Βλ. Deutsche Bundesbank, όπ. π.

5 Δηλ. οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από μη κατοίκους στην Ελλάδα μείον τις ταξιδιωτικές πληρωμές κατοίκων στο εξωτερικό, όπως καταγράφονται με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου ταξιδιωτικών υπηρεσιών.

6 Σύμφωνα με μελέτη της ΕΚΤ, οι συναλλαγές με μετρητά στα σημεία πώλησης στην Ελλάδα αντιπροσώπευαν το 2016 το 88% και το 75% του συνολικού αριθμού και της συνολικής αξίας των συναλλαγών αντίστοιχα, βλ. Esselink and Hernandez (2017), "The use of cash by households in the euro area", ECB Occasional Paper Series no. 201.

7 Ειδικότερα, λόγω των ωφελειών αποτελεσματικότητας που προκύπτουν από τη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών, ο ν. 4446/2016 προέβλεπε την υποχρεωτική αποδοχή μέσων πληρωμής με κάρτα και την παροχή άλλων κινήτρων προς τους καταναλωτές όπως οι εκπτώσεις φόρου εισοδήματος λόγω πραγματοποίησης ηλεκτρονικών συναλλαγών και η συμμετοχή τους σε πρόγραμμα δημόσιων κληρώσεων με χρηματικά ή άλλα έπαθλα.

μών, όπως η χρήση της ηλεκτρονικής τραπεζικής και της τραπεζικής μέσω κινητών συσκευών.⁸ Αυτή η τάση, εφόσον διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα και δεν μετριαστεί μετά την πλήρη άρση των περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών που έλαβε χώρα τον Οκτώβριο του 2018, είναι πιθανόν να έχει οδηγήσει σε μια μόνιμη μεταβολή στις συναλλακτικές συνήθειες των καταναλωτών, επηρεάζοντας τα νομισματικά μεγέθη και τη γενικότερη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα παλινδρομήσεων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων: ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε η εκτιμώμενη εγχώρια νομισματική κυκλοφορία σε πραγματικούς όρους και ως επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν το πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου σε αλληλεπίδραση με την περίοδο της κρίσης συνολικά (δ' τρίμ. 2009 - δ' τρίμ. 2017) και με την περίοδο που προηγήθηκε της επιβολής των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα (δ' τρίμ. 2014 - β' τρίμ. 2015), η ιδιωτική κατανάλωση ή εναλλακτικά εκτίμηση της ιδιωτικής κατανάλωσης που πραγματοποιείται με μετρητά (σε πραγματικούς όρους),⁹ η αξία των αγορών με κάρτες ως ποσοστό της ιδιωτικής κατανάλωσης ή ο αριθμός των συναλλαγών με κάρτες σε τερματικά POS, οι καθαρές ταξιδιωτικές εισπράξεις ή εκτίμηση των ταξιδιωτικών εισπράξεων που πραγματοποιούνται με μετρητά¹⁰ σε πραγματικούς όρους. Επίσης, χρησιμοποιήθηκε και η εξαρτημένη μεταβλητή με μια χρονική υστέρηση, όπως συνήθως αναφέρεται στη σχετική βιβλιογραφία, για να υποδηλώσει τη βραχυπρόθεσμη αδράνεια αυτού του νομισματικού μεγέθους.

Διαπιστώνεται ότι ο συντελεστής της εξαρτημένης μεταβλητής με μια χρονική υστέρηση είναι πολύ σημαντικός και εξηγεί, όπως τεκμηριώνεται από τη βιβλιογραφία, το μεγαλύτερο μέρος της νομισματικής κυκλοφορίας την επόμενη περίοδο. Το πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων ως προσέγγιση του κόστους ευκαιρίας για τη διακράτηση χρήματος σε φυσική μορφή σχετίζεται αρνητικά και στατιστικώς σημαντικά με τη νομισματική κυκλοφορία σε όλες τις εναλλακτικές εκτιμήσεις. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, ως προσέγγιση συνθηκών κρίσης εμπιστοσύνης και όξυνσης της αβεβαιότητας στην οικονομία, σχετίζεται θετικά και στατιστικώς σημαντικά με τη νομισματική κυκλοφορία στη διάρκεια της κρίσης, ενώ, στην περίπτωση που εξετάζεται η αλληλεπίδραση αυτής της μεταβλητής με την περίοδο που προηγήθηκε της επιβολής των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, η επίπτωση του παράγοντα αυτού ενισχύεται αισθητά. Η επίδραση της συνολικής ιδιωτικής κατανάλωσης, αν και θετική, δεν διαπιστώνεται στατιστικώς σημαντική. Ωστόσο, η στατιστική σημαντικότητα της ιδιωτικής κατανάλωσης φαίνεται να ενισχύεται όταν χρησιμοποιείται η εκτίμηση του μέρους της ιδιωτικής κατανάλωσης που πραγματοποιείται με μετρητά. Αρνητική και στατιστικώς σημαντική σε όλες τις εναλλακτικές περιπτώσεις είναι η επίδραση την οποία ασκεί στη νομισματική κυκλοφορία η αξία των συναλλαγών με κάρτες ως ποσοστό της ιδιωτικής κατανάλωσης ή ο αριθμός των συναλλαγών με κάρτες σε τερματικά POS. Όσον αφορά τις καθαρές ταξιδιωτικές εισπράξεις, ο σχετικός συντελεστής εκτιμάται αρνητικός, όμως δεν είναι στατιστικώς σημαντικός, πιθανόν λόγω του ότι, όπως προαναφέρθηκε, σημαντικό μέρος των συναλλαγών των τουριστών διεξάγεται ηλεκτρονικά.

Συνοψίζοντας, θα πρέπει να επισημανθεί ότι ο υπολογισμός της εγχώριας νομισματικής κυκλοφορίας σε χώρα-μέλος μιας νομισματικής ένωσης, όπως είναι η Ελλάδα, είναι σε μεγάλο βαθμό αβέβαιος. Ωστόσο, με βάση το δείκτη νομισματικής κυκλοφορίας που περιγράφηκε, διαπιστώνεται ότι η λειτουργία του χρήματος σε φυσική μορφή ως μέσου αποθήκευσης πλούτου, λόγω των

8 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2015-2016*, Ιούνιος 2016.

9 Για την εκτίμηση αυτή, από τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση αφαιρέθηκε η αξία των συναλλαγών με κάρτες πληρωμών.

10 Η εκτίμηση έγινε με βάση την αναλογία αναλήψεων μετρητών από ATM και αγορών μέσω καρτών στα σημεία πώλησης σύμφωνα με τα στοιχεία του Διαγράμματος Β.

Αποτελέσματα παλινδρομήσεων για την εγχώρια εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία (γ' τρίμ. 2002-δ' τρίμ. 2017)

(εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, σε πραγματικούς όρους¹)

	l (εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία)	l (εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία)	l (εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία)	l (εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία)	l (εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
l (εκτιμ. νομισματική κυκλοφορία) (-1)	0,86*** (14,50)	0,91*** (14,09)	0,89*** (15,63)	0,86*** (11,95)	0,85*** (11,44)
Πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων	-0,01** (-2,47)	-0,01* (-1,93)	-0,02*** (-3,23)	-0,02*** (-2,63)	-0,02*** (-3,46)
Απόδοση 10ετούς ομολόγου	0,003*** (3,31)	0,003** (2,49)	0,002*** (2,73)	0,003** (2,47)	0,003* (1,87)
ΕΔ*d _{2009q4-2017q4}					
Απόδοση 10ετούς ομολόγου	0,02*** (9,46)	0,02*** (10,03)	0,02*** (9,14)	0,02*** (6,59)	0,02*** (5,17)
ΕΔ*d _{2014q4-2015q2}					
l (ιδιωτική κατανάλωση)	0,16 (1,03)				
l (εκτιμώμενη ιδιωτική κατανάλωση με μετρητά)		0,16*** (2,95)			
Αριθμός συναλλαγών με κάρτες σε POS	-0,001** (-2,66)			-0,001** (-2,25)	-0,001** (-2,44)
Αξία συναλλαγών με κάρτες ως % της ιδιωτικής κατανάλωσης			-0,03*** (-3,53)		
l (καθαρές ταξιδιωτικές εισπράξεις)				-0,01 (-0,04)	
l (εκτιμώμενες ταξιδιωτικές εισπράξεις σε μετρητά)					-0,03 (-0,38)
Γραμμική τάση	0,004** (2,17)	0,002 (1,07)	0,003* (1,88)	0,004* (1,85)	0,004* (1,74)
c	0,43 (0,46)	-1,02 (-1,31)	1,00 (1,95)	1,30** (2,19)	1,66** (1,76)
R ²	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
N	62	62	62	62	56
Durbin's h-test	-0,21	0,08	-0,06	-0,13	-0,07
LM(1) (p-value)	0,89	0,97	0,92	0,89	0,95

1 Με εξαίρεση την απόδοση του 10ετούς ομολόγου.

Σημειώσεις: Εντός παρενθέσεως αναφέρονται οι στατιστικές t. *, ** και ***: στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα. Τα τυπικά σφάλματα έχουν διορθωθεί με τη μέθοδο Newey-West.

χαρακτηριστικών αξιοπιστίας και ρευστότητας που διαθέτει το χρήμα που εκδίδεται από την κεντρική τράπεζα, είναι σημαντική στην Ελλάδα και εξαρτάται, εκτός από το επίπεδο των επιτοκίων, και από τις συνθήκες εμπιστοσύνης που επικρατούν κατά περιόδους στην οικονομία. Διαφαίνεται ακόμη ότι η γρήγορη εξάπλωση της χρήσης των ηλεκτρονικών πληρωμών ως αποτέλεσμα των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα και της υιοθέτησης μέτρων πολιτικής προς το σκοπό αυτό επιδρά μειωτικά στη συνολική νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα, θέτοντας σε κίνηση, εφόσον διατηρηθεί, διαδικασίες μεταβολής ορισμένων δομικών χαρακτηριστικών του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε τη σημαντική αλληλεξάρτηση μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας. Έχει δε αποδειχθεί ότι ο λεγόμενος χρηματοοικονομικός κύκλος (financial cycle) αποτελεί σημαντική πηγή οικονομικών διακυμάνσεων και επιδρά στη διαμόρφωση του οικονομικού κύκλου (real or business cycle).¹ Η διερεύνηση των χαρακτηριστικών των χρηματοοικονομικών κύκλων και της σχέσης τους με τον οικονομικό κύκλο είναι ιδιαίτερα σημαντική για το σχεδιασμό οικονομικών πολιτικών που αποσκοπούν στη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, οικονομικός κύκλος ονομάζεται η κυκλική συμπεριφορά μικρής περιοδικότητας την οποία παρουσιάζουν οι μεταβλητές που σχετίζονται με τη δραστηριότητα της πραγματικής οικονομίας, όπως το ΑΕΠ. Αντίθετα, χρηματοοικονομικοί κύκλοι λέγονται οι μεγαλύτερες σε διάρκεια κυκλικές διακυμάνσεις τις οποίες τείνουν να παρουσιάζουν οι χρηματοπιστωτικές μεταβλητές, όπως η χρηματοδότηση.² Στο παρόν πλαίσιο μελετώνται με συστηματικό τρόπο οι οικονομικοί και οι χρηματοοικονομικοί κύκλοι της ελληνικής οικονομίας.³ Παρουσιάζονται εκτιμήσεις βραχυχρόνιων, μεσοχρόνιων και ολικών κύκλων για έξι βασικές μεταβλητές: το πραγματικό ΑΕΠ, τη συνολική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα, τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών, τη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, το δείκτη τιμών κατοικιών και το ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο.⁴ Εξετάζεται κατά πόσον οι εκτιμηθέντες κύκλοι επιδεικνύουν τα βασικά κυκλικά χαρακτηριστικά που παρατηρούνται στη σχετική επιστημονική βιβλιογραφία για άλλες χώρες, ποια περιοδικότητα κυριαρχεί για κάθε χρονολογική σειρά, καθώς και ο βαθμός αλληλεπίδρασης μεταξύ του οικονομικού και του χρηματοοικονομικού κύκλου. Στην ανάλυση χρησιμοποιούνται δύο εναλλακτικές μεθοδολογίες για την εκτίμηση κύκλων διαφορετικών συχνотήτων: (α) η ανάλυση σημείων καμπίς (turning point analysis), που ανιχνεύει βραχυχρόνιες κυκλικές διακυμάνσεις μεταξύ 8 και 32 τριμήνων, και (β) το ζωνοπερατό φίλτρο (band-pass filter), με το οποίο εκτιμώνται βραχυχρόνιοι κύκλοι με διάρκεια μεταξύ 8 και 32 τριμήνων (2-8 έτη), μεσοχρόνιοι κύκλοι με διάρκεια μεταξύ 32 και 120 τριμήνων (8-30 έτη), καθώς και ο λεγόμενος “ολικός κύκλος” (overall cycle) με διάρκεια 8-120 τριμήνων (2-30 ετών).^{5,6}

1 Bl. Reinhart, C. and K. Rogoff (2009), “This time is different: Eight centuries of financial folly”, Princeton University Press, Princeton, Borio, C. (2012), “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?”, BIS Working Papers No 395 και Dees S., (2016), “Credit, asset prices and business cycles at the global level”, *Economic Modelling*, 54, 139-152.

2 Βλ. μεταξύ άλλων τις μελέτες των Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2012), “Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!”, BIS Working Paper No. 380, Bank for International Settlements, Claessens, S., A. Kose and M. Terrones (2011), “Financial cycles: What? How? When?”, CEPR Discussion Paper No. 8379, Centre for Economic Policy Research, καθώς και τη μελέτη των Baxter, M. and R. King (1999), “Measuring the business cycle: approximate band-pass filters for economic time series”, *Review of Economics and Statistics*, 81(4), 575-93.

3 Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει συνοπτικά μέρος των ευρημάτων της μελέτης των Μπαλφούσια, Χ. και Δ. Παπαγεωργίου (2018), “Οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί κύκλοι της ελληνικής οικονομίας”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 47 (<https://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/oikodelt201807.pdf>).

4 Τα στοιχεία είναι τριμηνιαία και καλύπτουν ένα μέγιστο χρονικό διάστημα από το α’ τρίμηνο του 1970 έως το δ’ τρίμηνο του 2017. Το ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο είναι το επιτόκιο των 10ετών κρατικών ομολόγων. Το ΑΕΠ, οι μεταβλητές χρηματοδότησης και οι τιμές ακινήτων έχουν προσαρμοστεί με τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Όλες οι μεταβλητές, με εξαίρεση το μακροπρόθεσμο επιτόκιο, έχουν εκφραστεί σε λογαρίθμους.

5 Η μέθοδος ανάλυσης σημείων καμπίς ανιχνεύει κυκλικά μέγιστα και ελάχιστα σημεία σε μια χρονολογική σειρά. Το ζωνοπερατό φίλτρο αποτελεί μια πιο σύνθετη οικονομετρική τεχνική που εξάγει από τις χρονολογικές σειρές κυκλικές συνιστώσες συγκεκριμένης περιοδικότητας. Βλ. μεταξύ άλλων τις μελέτες των Aikman, D., A. Haldane and B.D. Nelson (2015), “Curbing the credit cycle”, *The Economic Journal*, 125, 1072-1109, Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2012), “Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!”, BIS Working Paper No. 380, Bank for International Settlements και Comin, D. and M. Gertler (2006), “Medium-term business cycles”, *American Economic Review*, 96(3), 523-551.

6 Οι Χ. Μπαλφούσια και Δ. Παπαγεωργίου (2018), όπ. π., παρουσιάζουν τα ευρήματα τριών ακόμη μεθοδολογιών, τα οποία δεν διαφέρουν ποιοτικά από τα παρόντα.

2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις διαφορετικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις, παρουσιάζονται στο διάγραμμα. Οι σκιασμένες περιοχές αντιστοιχούν στα αποτελέσματα της ανάλυσης σημείων καμπής και απεικονίζουν περιόδους συρρίκνωσης, ενώ οι λευκές απεικονίζουν περιόδους επέκτασης. Ως πλήρης κύκλος ορίζεται μια διακύμανση από μέγιστο σε μέγιστο σημείο, με βάση τα μέγιστα σημεία που προκύπτουν από την εν λόγω μεθοδολογία. Το μέγιστο του κύκλου είναι το τελευταίο σημείο της λευκής περιοχής, ενώ το ελάχιστο του κύκλου είναι το τελευταίο σημείο της σκιασμένης περιοχής. Στο διάγραμμα παρουσιάζονται επίσης οι τρεις κυκλικές συνιστώσες κάθε σειράς που προκύπτουν από τις διαφορετικές εξειδικεύσεις του ζωνοπερατού φίλτρου. Από το διάγραμμα προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

Πρώτον, όσον αφορά τις διακυμάνσεις του ΑΕΠ σε βραχυχρόνιες συχνότητες, τόσο η ανάλυση σημείων καμπής όσο και το ζωνοπερατό φίλτρο υποδεικνύουν μια σειρά βραχύβιων περιόδων ύφεσης και ανάκαμψης μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι οποίες ακολουθούνται από μια παρατεταμένη περίοδο επέκτασης που σταματά στις αρχές του 2007, χρονικό σημείο το οποίο συμπίπτει με την έναρξη της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ανάλογα συμπεράσματα για την εν λόγω περίοδο προκύπτουν και σε μεσοχρόνιες συχνότητες, όπου όμως εντοπίζονται μόνο οι κύριες κυκλικές διακυμάνσεις του ΑΕΠ και όχι οι μικρής διάρκειας κυκλικές μεταβολές. Συγκεκριμένα, ανιχνεύεται μια περίοδος επέκτασης μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980, η οποία ακολουθείται από μια περίοδο συρρίκνωσης έως τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και αργότερα από μια περίοδο ταχείας ανάκαμψης έως τις αρχές του 2007. Αυτά τα ευρήματα συνάδουν με την κοινώς αποδεκτή αντίληψη για την εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας την εν λόγω περίοδο, αλλά και με τη σχετική βιβλιογραφία.⁷

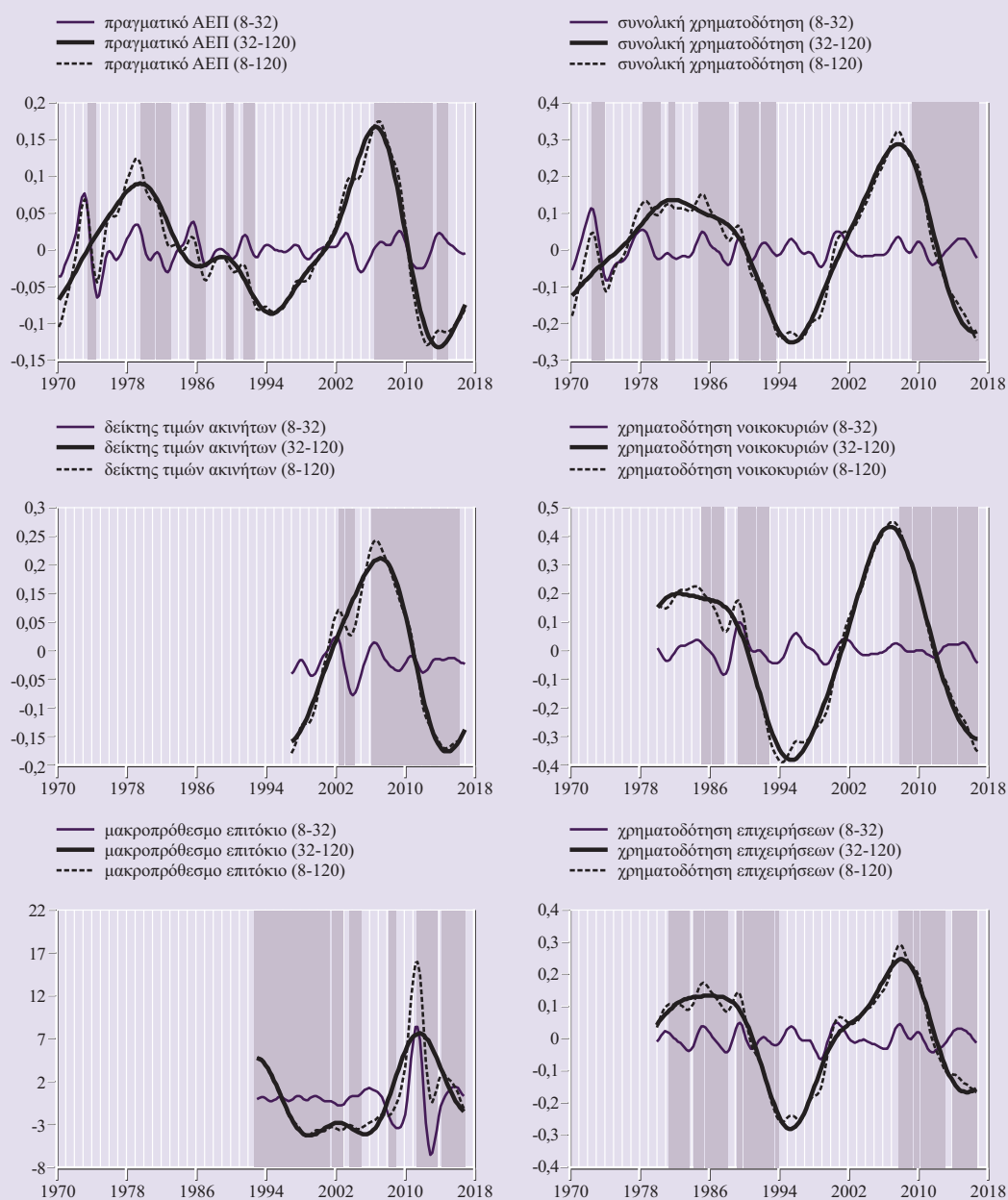
Δεύτερον, με βάση την ανάλυση τόσο των σημείων καμπής όσο και του ζωνοπερατού φίλτρου σε μεσοχρόνιες συχνότητες, εντοπίζεται μια μεγάλη σε διάρκεια και μέγεθος μείωση του ΑΕΠ από το 2007 και έπειτα. Ανάλογα με τη μεθοδολογία, ο κύκλος του ΑΕΠ φθάνει στο ελάχιστο σημείο του εντός της περιόδου 2013-2015. Το ΑΕΠ βρίσκεται πλέον στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου.

Τρίτον, αρκετές από τις περιόδους ανάκαμψης και ύφεσης που ανιχνεύονται στο ΑΕΠ αντανακλώνται επίσης και στα γραφήματα των χρηματοπιστωτικών μεταβλητών. Σε μεσοχρόνιες συχνότητες, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν μια μείωση στη συνολική χρηματοδότηση και στη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, ακολουθούμενη από μια παρατεταμένη ανάκαμψη τόσο των μεταβλητών που αφορούν τη χρηματοδότηση όσο και του δείκτη τιμών κατοικιών από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και μετά. Αξίζει να σημειωθεί ότι, σε σχέση με το σημείο καμπής του ΑΕΠ, το σημείο καμπής που σχετίζεται με την απαρχή της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης εμφανίζεται με υστέρηση για τις μεταβλητές χρηματοδότησης. Το μακροπρόθεσμο επιτόκιο αυξάνεται κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης δημόσιου χρέους και φθάνει στο απόγειό του το 2012. Από τις εξεταζόμενες χρηματοπιστωτικές μεταβλητές, μόνο ο δείκτης τιμών κατοικιών φαίνεται να βρίσκεται στην ανοδική φάση του κύκλου, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο κύκλος του ΑΕΠ προπορεύεται του κύκλου των μεταβλητών χρηματοδότησης.

⁷ Βλ. Μαλλιαρόπουλος, Δ. και Ο. Κοσμά (2013), "Πιστωτικοί και οικονομικοί κύκλοι στην Ελλάδα", Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2011 και το 2012, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Tsouma, E. (2014), "Dating business cycle turning points: The Greek economy during 1970-2012 and the recent recession", OECD, *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, Vol. 2014/1, 1-24 και Gogos, S., N. Mylonidis, D. Papageorgiou and V. Vassilatos (2014), "1979-2001: A Greek great depression through the lens of neoclassical growth theory", *Economic Modelling*, 36, 316-331.

Τέταρτον, η συμπεριφορά του ολικού κύκλου για όλες τις μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένου του ΑΕΠ, είναι σχεδόν πανομοιότυπη με αυτή του μεσοχρόνιου κύκλου, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μεσοχρόνιες διακυμάνσεις των κύκλων κυριαρχούν έναντι των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων στη διαμόρφωση της εξέλιξης των μεταβλητών.

Βραχυχρόνιοι, μεσοχρόνιοι και ολικοί κύκλοι



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι βραχυχρόνιοι, μεσοχρόνιοι και ολικοί κύκλοι υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας ως εύρος του ζωνοπερατού φίλτρου το διάστημα 8-32, 32-120 και 8-120 τριμήνων, αντίστοιχα.

3 ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΚΥΚΛΩΝ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥ ΑΕΠ ΚΑΙ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Ο Πίνακας Α παρουσιάζει τη μέση διάρκεια των βραχυχρόνιων, μεσοχρόνιων και ολικών κύκλων, καθώς και την αντίστοιχη μέση διάρκεια των περιόδων επέκτασης και συρρίκνωσης. Οι βραχυχρόνιοι κύκλοι που ανιχνεύονται για το ΑΕΠ έχουν μέση διάρκεια 13,8 τρίμηνα, συγκρίσιμη με την αντίστοιχη της χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, που είναι 14,9 τρίμηνα. Οι βραχυχρόνιοι κύκλοι του δείκτη τιμών ακινήτων έχουν κατά μέσο όρο λίγο μεγαλύτερη διάρκεια. Σε ό,τι αφορά τους κύκλους μεσοχρόνιας διάρκειας, η μέση διάρκεια του κύκλου του ΑΕΠ είναι περίπου η μισή των αντιστοίχων στις τρεις μεταβλητές χρηματοδότησης (55 τρίμηνα για το ΑΕΠ και από 90 έως 106 τρίμηνα για τις μεταβλητές χρηματοδότησης).

Πίνακας Α Ιδιότητες των κυκλικών συνιστωσών: Διάρκεια βραχυχρόνιων, μεσοχρόνιων και ολικών κύκλων

	Βραχυχρόνιοι κύκλοι			Μεσοχρόνιοι κύκλοι			Ολικοί κύκλοι		
	Επέκταση	Συρρίκνωση	Κύκλος	Επέκταση	Συρρίκνωση	Κύκλος	Επέκταση	Συρρίκνωση	Κύκλος
	Αριθμός τριμήνων			Αριθμός τριμήνων			Αριθμός τριμήνων		
ΑΕΠ	7,9	5,9	13,8	30,5	26	55	32,5	23,3	56
Συνολική χρηματοδότηση	9,5	7,8	17,3	50	56	106	46	43	92
Χρηματοδότηση νοικοκυριών	10,4	10,8	20,8	46	53	99	52	40	92
Χρηματοδότηση επιχειρήσεων	6,67	8,25	14,9	52	34	90	55	37	92
Μακροπρόθεσμο επιτόκιο	8	7,8	16,6	52	26	78	52	25	77
Τιμές ακινήτων	10,5	7,25	17,5	43	32	-	41	33	-

Σημείωση: Η μέση διάρκεια του κύκλου υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας την ανάλυση σημείων καμψής στις κυκλικές συνιστώσες που προέκυψαν από το ζωνοπερατό φίλτρο. Η διάρκεια του πλήρους κύκλου υπολογίζεται ως η μέση απόσταση μεταξύ δύο διαδοχικών τοπικών μεγίστων σημείων.

Στην τελευταία στήλη του Πίνακα Α παρουσιάζεται ο ολικός κύκλος, δηλ. η κυρίαρχη κυκλική συνιστώσα. Προκύπτει ότι οι κύκλοι είναι ίσης περίπου διάρκειας με εκείνους της αντίστοιχης μεσοχρόνιας κυκλικής συνιστώσας. Για τις μεταβλητές που αφορούν τη χρηματοδότηση, το εύρημα αυτό συνάδει με την υφιστάμενη ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, που συγκλίνει στο ότι ο χρηματοοικονομικός κύκλος είναι μεγάλης διάρκειας. Ωστόσο αντικρούει τη συμβατική άποψη ότι το ΑΕΠ διακυμαίνεται αποκλειστικά στις βραχυχρόνιες συχνότητες του οικονομικού κύκλου. Ενδιαφέρον είναι ότι, στην περίπτωση της Ελλάδας, η οικονομική δραστηριότητα φαίνεται να παρουσιάζει πιο παρατεταμένες κυκλικές διακυμάνσεις (56 τρίμηνα) από τον αντίστοιχο μέσο όρο των χωρών της ευρωζώνης, ο οποίος είναι περίπου 30 τρίμηνα.⁸

Δεδομένου του διαφανιόμενου κυρίαρχου ρόλου των μεσοχρόνιων κυκλικών διακυμάνσεων στην ελληνική οικονομία, στον Πίνακα Β εξετάζεται πώς η μεσοχρόνια κυκλική συνιστώσα του ΑΕΠ σχετίζεται με εκείνες των χρηματοπιστωτικών μεταβλητών. Παρουσιάζονται οι ιδιότητες συμμεταβολής των μεσοχρόνιων κυκλικών συνιστωσών που εξήχθησαν χρησιμοποιώντας το ζωνοπερατό φίλτρο, δηλ. ο βαθμός συσχέτισης της μεσοχρόνιας κυκλικής συνιστώσας κάθε μεταβλη-

8 Bł. Rünstler, G., H. Balfoussia, L. Burlon, G. Buss, M. Comunale, B. De Backer, H. Dewachter, P. Guarda, M. Haavio, I. Hindrayanto, N.I. Iskrev, I. Jaccard, D. Kulikov, D. Kunovac, C. Lenarcic, M. Lequien, M. Lozej, M. Mandler, D. Papageorgiou, J. Pedersen, G. Perez-Quiros, A. Rannenberg, E. Rots, M. Scharnagl and P. Welz (2018), "Real and financial cycles in EU countries: Stylised facts and modelling implications", ECB Occasional Paper No. 205, European Central Bank.

Πίνακας Β Ιδιότητες συμμεταβολής των κυκλικών συνιστωσών με το ΑΕΠ: Μεσοχρόνιοι κύκλοι

Μεταβλητή	$i=-4$	$i=-3$	$i=-2$	$i=-1$	$i=0$	$i=1$	$i=2$	$i=3$	$i=4$
Συνολική χρηματοδότηση	0,6373	0,6958	0,7491	0,797	0,8393	0,877	0,9098	0,9371	0,9584
Χρηματοδότηση νοικοκυριών	0,7397	0,7853	0,8253	0,8596	0,8882	0,9133	0,9329	0,9465	0,9539
Χρηματοδότηση επιχειρήσεων	0,5952	0,6572	0,7146	0,767	0,814	0,858	0,8973	0,9309	0,9579
Τιμές ακινήτων	0,8338	0,8734	0,907	0,9346	0,9559	0,9716	0,9808	0,9831	0,9782
Μακροπρόθεσμο επιτόκιο	-0,7253	-0,6765	-0,6206	-0,558	-0,4896	-0,4282	-0,3638	-0,2968	-0,2274

Σημείωση: Ο πίνακας παρουσιάζει το βαθμό συσχέτισης της κυκλικής συνιστώσας κάθε μεταβλητής, μετατοπισμένης κατά $i \in [-4, 4]$ περιόδους, με την κυκλική συνιστώσα του ΑΕΠ την περίοδο t . Οι αριθμοί με έντονους χαρακτήρες υποδηλώνουν την υψηλότερη συσχέτιση στο διάστημα $i \in [-4, 4]$.

τής, μετατοπισμένης κατά $[-4, 4]$ περιόδους, με τη μεσοχρόνια κυκλική συνιστώσα του ΑΕΠ στο χρόνο t . Πρόκειται για έναν πρόσφορο τρόπο να εξεταστεί αν και κατά πόσον η μια μεταβλητή προπορεύεται της άλλης. Ο μέγιστος, σε απόλυτους όρους, βαθμός συσχέτισης προσδιορίζει την ιδιότητα της κάθε μεταβλητής ως προπορευόμενου ή χρονικώς υστερούντος δείκτη. Με έντονα στοιχεία εμφανίζεται η μέγιστη συσχέτιση.

Τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι οι χρηματοπιστωτικές μεταβλητές παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συσχέτισης με το ΑΕΠ. Όλες οι μεταβλητές, εκτός από εκείνη του μακροπρόθεσμου επιτοκίου, σχετίζονται θετικά με τον κύκλο του ΑΕΠ. Οι κύκλοι των τιμών των κατοικιών και των τριών μεταβλητών χρηματοδότησης υστερούν του κύκλου του ΑΕΠ, παρά τα πρόσφατα ευρήματα της σχετικής βιβλιογραφίας ότι από τη χρηματοπιστωτική κρίση κι έπειτα ο χρηματοοικονομικός κύκλος προπορεύεται του οικονομικού κύκλου. Το εύρημα αυτό όμως είναι εύλογο για την περίπτωση της Ελλάδας, καθώς η πρόσφατη ύφεση δεν οφειλόταν σε χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά σε κρίση δημόσιου χρέους, επομένως το ΑΕΠ ήταν αυτό που μειώθηκε πρώτα, πριν από τις μεταβλητές χρηματοδότησης και τις τιμές των ακινήτων. Αντίθετα, το μακροπρόθεσμο επιτόκιο προπορεύεται, με αντίθετη κατεύθυνση, του πραγματικού κύκλου κατά ένα έτος, δηλ. τα χαμηλά επιτόκια σήμερα σηματοδοτούν ότι αναμένεται βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας μελλοντικά, εύρημα που συνάδει με την καθιερωμένη ιδιότητα “αντίστροφα προπορευόμενου δείκτη” των πραγματικών επιτοκίων.

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Χρησιμοποιούνται εναλλακτικές μεθοδολογίες με σκοπό την εξαγωγή και τη μελέτη βραχυ-χρόνιων και μεσοχρόνιων κύκλων για βασικές οικονομικές και χρηματοπιστωτικές μεταβλητές της ελληνικής οικονομίας. Διαπιστώνεται ότι (α) οι μεσοχρόνιες διακυμάνσεις κυριαρχούν έναντι των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων για όλες τις υπό εξέταση μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένου του ΑΕΠ, (β) οι κύκλοι των χρηματοπιστωτικών μεταβλητών παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συσχέτισης με τον κύκλο του ΑΕΠ, (γ) ο χρηματοοικονομικός κύκλος υστερεί του κύκλου του ΑΕΠ, γεγονός που υποδηλώνει ότι για την περίπτωση της ελληνικής οικονομίας η βελτίωση των οικονομικών συνθηκών σηματοδοτεί βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης, παρά το αντίθετο, (δ) οι κύκλοι του ΑΕΠ και του δείκτη τιμών ακινήτων βρίσκονται πλέον σε ανοδική φάση, αλλά δεν συμβαίνει το ίδιο με τις μεταβλητές χρηματοδότησης. Βάσει αυτών των συμπερασμάτων, προκύπτει ότι είναι απαραίτητη η υιοθέτηση πολιτικών που θα ενισχύσουν την ανοδική πορεία του

ΑΕΠ, ώστε να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις για την αύξηση των τραπεζικών πιστώσεων. Καθώς όμως οι τραπεζικές πιστώσεις επίσης συμβάλλουν στην επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης, είναι απαραίτητη η ταυτόχρονη υλοποίηση πολιτικών που στοχεύουν στην περαιτέρω αύξηση της ρευστότητας και την απελευθέρωση τραπεζικών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση παραγωγικών επιχειρήσεων.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΕΣ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	164
2	Ισοζύγιο πληρωμών	165
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	166
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	167
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	168
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	169
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	170

Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2014	107,4	-1,3	111,1	-1,3	102,7	-1,4	102,4	-0,7	102,0	-0,9
2015	105,5	-1,7	108,4	-2,5	101,9	-0,7	101,9	-0,5	101,1	-0,9
2016	104,6	-0,8	106,6	-1,6	102,3	0,4	101,8	-0,1	100,8	-0,3
2017	105,8	1,1	107,7	1,0	103,6	1,2	102,0	0,2	101,1	0,3
2017 I	105,2	1,4	107,3	1,9	102,7	0,7	100,8	-0,4	99,6	-0,3
II	106,6	1,3	108,7	1,0	104,1	1,7	102,8	0,2	102,2	0,4
III	105,3	1,0	106,3	0,5	104,2	1,6	101,7	0,4	100,7	0,6
IV	106,2	0,8	108,6	0,7	103,4	1,0	102,5	0,4	101,7	0,5
2018 I	105,1	-0,1	106,7	-0,5	103,2	0,5	101,0	0,2	99,7	0,1
II	107,2	0,5	109,4	0,6	104,6	0,5	102,9	0,1	102,2	0,0
III	106,3	1,0	107,9	1,5	104,6	0,3	101,6	-0,1	100,6	-0,1
2016 Ιαν.	103,6	-0,7	105,1	-1,4	101,9	0,2	101,0	-0,1	99,5	-0,9
Φεβρ.	103,1	-0,5	104,3	-1,0	101,9	0,2	100,7	0,8	99,2	0,5
Μάρτ.	104,5	-1,5	106,6	-2,7	102,0	0,3	102,1	0,0	101,1	-0,5
Απρ.	105,3	-1,3	107,9	-2,5	102,1	0,6	102,7	0,2	102,0	0,0
Μάιος	104,8	-0,9	106,9	-1,8	102,3	0,5	102,0	0,3	101,1	0,0
Ιούν.	105,6	-0,7	108,1	-1,7	102,7	0,8	102,9	0,5	102,1	0,2
Ιούλ.	103,9	-1,0	105,1	-2,4	102,6	0,9	100,9	-0,3	99,6	-0,8
Αύγ.	103,6	-0,9	104,5	-1,8	102,7	0,3	100,5	-0,2	99,1	0,0
Σεπτ.	105,4	-1,0	107,7	-1,7	102,6	0,2	102,6	-0,3	101,8	-0,2
Οκτ.	105,8	-0,5	108,4	-1,0	102,6	0,3	102,7	-0,5	101,8	-0,5
Νοέμ.	104,6	-0,9	106,5	-1,5	102,3	0,1	101,4	-1,0	100,4	-0,9
Δεκ.	105,6	0,0	108,4	-0,1	102,2	0,2	102,2	-0,6	101,5	-0,5
2017 Ιαν.	104,8	1,2	107,1	1,9	102,0	0,1	100,4	-0,6	99,0	-0,5
Φεβρ.	104,5	1,3	106,2	1,8	102,5	0,6	100,0	-0,7	98,6	-0,7
Μάρτ.	106,3	1,7	108,6	1,9	103,6	1,5	102,2	0,1	101,3	0,2
Απρ.	107,0	1,6	110,0	2,0	103,3	1,1	102,9	0,2	102,1	0,2
Μάιος	106,1	1,2	107,8	0,8	104,1	1,8	102,2	0,2	101,5	0,4
Ιούν.	106,7	1,0	108,4	0,3	104,8	2,1	103,3	0,4	102,9	0,7
Ιούλ.	104,9	1,0	105,3	0,2	104,8	2,1	101,5	0,6	100,5	0,9
Αύγ.	104,5	0,9	104,9	0,4	104,3	1,5	100,8	0,3	99,6	0,5
Σεπτ.	106,5	1,0	108,8	1,0	103,6	1,0	102,9	0,3	102,1	0,3
Οκτ.	106,6	0,7	108,8	0,3	103,9	1,3	103,0	0,4	102,4	0,6
Νοέμ.	105,8	1,1	107,9	1,3	103,2	0,9	102,0	0,6	101,0	0,6
Δεκ.	106,3	0,7	109,0	0,5	103,1	0,9	102,6	0,3	101,7	0,2
2018 Ιαν.	104,6	-0,2	106,3	-0,7	102,6	0,6	100,5	0,1	99,0	0,0
Φεβρ.	104,5	0,1	105,8	-0,4	103,3	0,8	100,4	0,4	98,9	0,4
Μάρτ.	106,1	-0,2	108,1	-0,4	103,7	0,1	102,2	0,0	101,2	-0,1
Απρ.	107,1	0,0	109,6	-0,4	104,0	0,7	103,0	0,1	102,3	0,2
Μάιος	106,7	0,6	108,6	0,7	104,6	0,5	102,4	0,1	101,5	0,0
Ιούν.	107,8	1,0	109,9	1,4	105,2	0,4	103,3	0,0	102,8	-0,1
Ιούλ.	105,8	0,9	106,9	1,5	104,9	0,1	101,2	-0,3	100,0	-0,5
Αύγ.	105,5	1,0	106,5	1,5	104,6	0,3	100,8	0,0	99,5	-0,1
Σεπτ.	107,6	1,1	110,3	1,4	104,3	0,6	102,9	0,0	102,2	0,1
Οκτ.	108,4	1,8	111,6	2,6	104,5	0,6	103,3	0,2	102,6	0,2
Νοέμ.	106,8	1,0	109,2	1,1	104,0	0,8	102,0	0,1	101,1	0,1

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2015	2016	2017	2016	2017	2018
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-1.438,4	-3.050,0	-3.159,3	-5,6	227,9	-1.256,0
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)	-1.084,8	-1.662,7	-1.790,2	947,5	922,5	-53,1
Εξαγωγές	56.455,1	54.408,3	61.701,7	41.836,7	47.742,9	53.527,4
Εισαγωγές	57.539,8	56.070,9	63.491,9	40.889,2	46.820,3	53.580,5
I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1-I.A.2)	-17.666,1	-17.960,3	-19.833,9	-12.946,3	-14.816,5	-16.568,0
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	24.805,1	24.613,2	28.040,5	17.977,2	20.519,6	23.908,9
Καύσιμα	6.643,3	6.162,5	7.887,8	4.355,8	5.717,4	7.343,8
Πλοία (πωλήσεις)	144,4	119,8	102,0	95,2	80,0	123,6
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	18.017,4	18.330,9	20.050,7	13.526,2	14.722,3	16.441,5
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	42.471,2	42.573,5	47.874,4	30.923,5	35.336,1	40.476,9
Καύσιμα	10.777,6	9.148,0	11.605,4	6.212,6	8.537,1	11.193,8
Πλοία (αγορές)	229,2	88,4	141,9	77,0	93,4	171,5
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	31.464,4	33.337,1	36.127,0	24.633,9	26.705,6	29.111,6
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)	16.581,3	16.297,6	18.043,7	13.893,8	15.739,0	16.514,9
I.B.1 Εισπράξεις	31.650,0	29.795,0	33.661,3	23.859,5	27.223,3	29.618,5
Ταξιδιωτικό	14.125,8	13.206,7	14.630,1	11.781,1	13.021,0	14.205,3
Μεταφορές	13.663,7	12.574,4	14.473,8	9.288,0	10.797,1	12.178,8
Λοιπές υπηρεσίες	3.860,5	4.013,9	4.557,3	2.790,3	3.405,2	3.234,4
I.B.2 Πληρωμές	15.068,7	13.497,5	15.617,6	9.965,7	11.484,2	13.103,6
Ταξιδιωτικό	2.037,4	2.005,3	1.904,7	1.523,4	1.449,6	1.580,6
Μεταφορές	9.374,8	7.988,9	9.520,6	5.919,7	6.980,8	8.059,7
Λοιπές υπηρεσίες	3.656,5	3.503,2	4.192,3	2.522,5	3.053,8	3.463,3
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)	153,7	-798,9	-810,4	-645,9	-422,4	-1.058,2
I.Γ.1 Εισπράξεις	7.539,9	6.217,5	6.550,1	4.930,8	5.314,0	5.033,2
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	226,2	211,4	216,6	156,0	166,1	157,3
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.033,3	2.828,0	3.514,0	2.121,0	2.775,1	2.154,3
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.280,3	3.178,2	2.819,5	2.653,8	2.372,9	2.721,6
I.Γ.2 Πληρωμές	7.386,2	7.016,5	7.360,5	5.576,7	5.736,4	6.091,4
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.187,3	1.211,6	1.343,7	886,7	1.016,8	1.007,3
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.895,8	5.380,4	5.611,5	4.361,1	4.403,3	4.771,6
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	303,1	424,5	405,4	328,9	316,4	312,5
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)	-507,3	-588,4	-558,7	-307,2	-272,2	-144,6
I.Δ.1 Εισπράξεις	1.946,5	1.838,0	1.949,9	1.430,2	1.550,4	1.572,0
Γενική κυβέρνηση	1.093,4	1.059,4	939,8	884,6	791,0	907,2
Λοιποί τομείς	853,0	778,6	1.010,1	545,6	759,4	664,8
I.Δ.2 Πληρωμές	2.453,8	2.426,4	2.508,6	1.737,4	1.822,6	1.716,6
Γενική κυβέρνηση	1.717,7	1.850,7	1.792,7	1.308,9	1.288,3	1.195,2
Λοιποί τομείς	736,1	575,7	715,9	428,5	534,2	521,4
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)	1.988,6	1.035,7	914,5	612,6	353,4	166,3
II.1 Εισπράξεις	2.369,5	1.278,4	1.133,8	803,3	496,4	511,9
Γενική κυβέρνηση	2.319,3	1.198,2	1.040,2	764,8	425,2	302,7
Λοιποί τομείς	50,2	80,2	93,6	38,5	71,2	209,1
II.2 Πληρωμές	380,9	242,7	219,3	190,7	143,0	345,5
Γενική κυβέρνηση	4,1	28,5	3,0	28,1	2,0	2,1
Λοιποί τομείς	376,8	214,2	216,3	162,7	141,0	343,4
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)	550,2	-2.014,3	-2.244,8	607,1	581,3	-1.089,6
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	1.582,1	-873,6	-1.702,3	776,5	792,2	-663,7
III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	279,4	-4.004,1	-2.688,9	-2.917,2	-2.187,5	-2.241,9
Απατήσεις	1.426,2	-1.551,3	509,0	-1.505,9	315,4	517,3
Υποχρεώσεις	1.146,8	2.452,8	3.197,9	1.411,4	2.502,9	2.759,1
III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	8.348,3	9.622,6	-20.117,7	7.795,0	-6.824,2	-3.780,3
Απατήσεις	6.996,0	7.059,0	-19.392,1	5.318,0	-9.418,7	-501,7
Υποχρεώσεις	-1.352,4	-2.563,6	725,7	-2.477,1	-2.594,6	3.278,6
III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-7.400,1	-7.073,6	20.986,4	-4.732,8	9.679,9	5.511,5
Απατήσεις	12.402,6	-15.512,5	-11.744,7	-11.432,7	-8.120,8	-4.479,9
Υποχρεώσεις	19.802,6	-8.438,9	-32.731,0	-6.699,9	-17.800,6	-9.991,4
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	11.921,6	6.492,9	5.693,7	3.722,6	4.426,7	20.001,4
III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	354,4	581,5	118,0	631,5	124,0	-153,0
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I+II-III+IV = 0)	1.031,9	1.140,7	542,5	169,4	210,9	425,9
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	5.535	6.539	6.509	6.833	6.563	6.169

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 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 Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,^{1,2} 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 ³	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ³	Ταμειντηρίου	Προθεσμίας
2014	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
2015	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
2016	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
2017	126.201	120.094	6.107	28.286	50.702	47.213
2014 Ιαν.	160.822	151.481	9.341	17.962	43.637	99.223
Φεβρ.	160.378	151.306	9.073	17.672	43.282	99.424
Μάρτ.	160.830	151.717	9.112	18.407	42.991	99.432
Απρ.	161.141	152.150	8.991	19.041	42.940	99.160
Μάιος	161.911	152.431	9.480	18.983	42.914	100.014
Ιούν.	162.834	153.190	9.644	20.512	43.137	99.185
Ιούλ.	162.980	153.379	9.601	19.732	42.971	100.277
Αύγ.	164.001	154.533	9.469	19.882	43.411	100.708
Σεπτ.	164.510	154.429	10.082	20.581	43.106	100.823
Οκτ.	164.251	154.137	10.114	20.258	43.192	100.802
Νοέμ.	164.070	154.369	9.700	20.143	43.643	100.284
Δεκ.	160.072	151.266	8.806	21.074	44.791	94.207
2015 Ιαν.	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
Φεβρ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
Μάρτ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
Μάιος	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
Ιούν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
Ιούλ.	120.688	114.287	6.401	18.960	46.762	54.965
Αύγ.	120.993	114.764	6.229	20.638	47.795	52.560
Σεπτ.	121.524	115.321	6.203	21.342	48.982	51.200
Οκτ.	120.935	114.732	6.202	21.090	49.546	50.299
Νοέμ.	120.757	114.262	6.495	21.916	50.233	48.608
Δεκ.	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
2016 Ιαν.	122.083	115.960	6.124	21.853	51.161	49.069
Φεβρ.	121.542	115.383	6.159	22.017	50.935	48.591
Μάρτ.	121.324	115.348	5.976	22.400	50.859	48.064
Απρ.	121.281	115.260	6.021	21.518	51.474	48.289
Μάιος	121.555	115.362	6.194	23.073	50.872	47.611
Ιούν.	122.595	116.215	6.380	24.094	50.648	47.853
Ιούλ.	122.416	116.199	6.217	23.192	50.248	48.977
Αύγ.	123.733	117.410	6.324	24.253	50.074	49.406
Σεπτ.	123.325	117.217	6.107	24.248	49.587	49.491
Οκτ.	124.485	118.389	6.095	24.370	50.026	50.089
Νοέμ.	124.657	118.433	6.224	24.767	49.504	50.386
Δεκ.	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
2017 Ιαν.	119.598	113.360	6.238	24.949	49.640	45.010
Φεβρ.	118.926	112.737	6.189	24.375	49.492	45.059
Μάρτ.	119.160	113.002	6.158	25.072	48.999	45.089
Απρ.	118.847	112.817	6.030	24.518	49.449	44.880
Μάιος	119.268	113.273	5.995	25.073	49.072	45.122
Ιούν.	120.281	114.304	5.977	26.281	49.403	44.597
Ιούλ.	121.103	115.252	5.851	26.413	49.294	45.395
Αύγ.	122.462	116.569	5.893	27.145	49.513	45.804
Σεπτ.	122.430	116.529	5.901	27.468	49.272	45.690
Οκτ.	123.536	117.533	6.003	27.307	49.415	46.813
Νοέμ.	123.721	117.676	6.045	27.286	49.197	47.238
Δεκ.	126.201	120.094	6.107	28.286	50.702	47.213
2018 Ιαν.	124.616	118.670	5.946	27.295	49.815	47.507
Φεβρ.	124.768	118.719	6.049	26.754	50.060	47.955
Μάρτ.	125.842	119.850	5.992	27.267	50.407	48.168
Απρ.	126.835	120.815	6.020	27.541	50.283	49.011
Μάιος	127.887	121.673	6.214	28.667	50.215	49.005
Ιούν.	129.239	122.870	6.369	29.501	50.481	49.257
Ιούλ.	130.054	123.822	6.232	29.873	50.537	49.644
Αύγ.	131.428	125.157	6.272	30.455	50.872	50.102
Σεπτ.	131.529	125.039	6.489	30.634	50.929	49.966
Οκτ.	131.301	124.907	6.394	30.345	51.088	49.867

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος), τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος και τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματιστηρίου.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 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
2014	5,36	5,40		6,93	7,42	7,39	7,08
2015	15,35	12,30		9,67	9,25	8,78	8,19
2016	9,47	10,06	8,19	8,36	8,35	8,20	7,77
2017	5,05	4,36	5,93	5,98	6,62	6,72	6,50
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
Ιουλ.	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
Νοέμ.	7,04	7,16		8,10	8,84	8,70	8,09
Δεκ.	9,25	8,55		8,42	8,92	8,58	8,08
2015 Ιαν.	12,68	10,92		9,48	9,48	8,76	8,14
Φεβρ.	16,84	13,82		9,72	9,55	8,89	8,23
Μάρτ.	18,11	14,62		10,52	9,85	9,01	8,35
Απρ.	23,94	17,02		12,00	10,90	9,97	9,21
Μάιος	21,52	15,49		10,95	9,89	9,03	8,33
Ιούν.	25,02	17,15		11,43	10,35	9,49	8,79
Ιουλ. ¹	-	-		-	-	-	-
Αύγ.	15,29	13,21		10,26	9,65	9,29	8,70
Σεπτ.	11,13	9,76		8,54	8,33	8,36	7,89
Οκτ.	9,04	8,12		7,81	7,83	7,72	7,31
Νοέμ.	7,20	7,19		7,41	7,57	7,69	7,36
Δεκ.	8,09	8,05		8,21	8,36	8,33	7,82
2016 Ιαν.	11,52	10,18		9,08	9,08	8,95	8,42
Φεβρ.	12,67	13,00		10,41	9,83	9,39	8,80
Μάρτ.	9,52	10,23		9,12	8,85	8,56	8,10
Απρ.	11,10	10,24		9,03	8,82	8,64	8,18
Μάιος	8,64	7,92		7,64	7,71	7,65	7,26
Ιούν.	8,80	8,81		7,92	7,89	7,79	7,41
Ιουλ.	9,20		8,36	7,99	7,98	7,79	7,42
Αύγ.	8,93		8,45	8,19	8,10	7,91	7,53
Σεπτ.	9,19		8,77	8,34	8,38	8,17	7,70
Οκτ.	8,91		8,83	8,33	8,51	8,35	7,86
Νοέμ.	7,34		7,56	7,33	7,59	7,65	7,32
Δεκ.	7,82		7,14	6,94	7,41	7,53	7,22
2017 Ιαν.	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
Φεβρ.	9,04		7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
Μάρτ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
Απρ.	7,30		6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
Μάιος	5,59		5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
Ιούν.	4,77		5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
Ιουλ.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49	6,30
Αύγ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,70	6,50
Σεπτ.	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,62	6,42
Οκτ.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49	6,31
Νοέμ.	2,98	4,16	4,76	5,22	5,87	5,97	5,80
Δεκ.	2,69	3,75	4,97	4,44	4,90	5,03	5,09
2018 Ιαν.	1,45	3,10	4,14	3,79	4,23	4,31	4,46
Φεβρ.	1,69	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76	4,86
Μάρτ.	1,45	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96	5,05
Απρ.		3,16	3,67	4,04	4,50	4,68	4,80
Μάιος		3,33	3,93	4,29	4,74	4,94	5,03
Ιούν.		3,62	4,02	4,39	4,85	5,01	5,09
Ιουλ.		2,94	3,42	3,88	4,48	4,71	4,82
Αύγ.		3,18	3,78	4,18	4,79	5,12	5,18
Σεπτ.		3,22	3,76	4,17	4,82	5,17	5,23
Οκτ.		3,41	4,03	4,37	4,86	5,19	5,24

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα, καθώς η ΗΔΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

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

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

		Επιχειρήσεις							Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα			
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις				Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχ/σεις	Σύνολο		Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά	
			εκ των οποίων										
Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο		Σύνολο	Βιομηχανία	Εμπόριο	Ναυτιλία							
2014	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463	
2015	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470	
2016	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403	
2017	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	7.860	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247	
2014	Ιαν.	217.612	102.923	96.147	21.648	20.017	11.940	6.777	14.229	100.460	70.803	28.267	1.390
	Φεβρ.	216.638	102.251	95.731	21.545	19.985	11.876	6.520	13.693	100.695	71.121	28.155	1.418
	Μάρτ.	215.867	101.827	95.397	21.552	20.114	11.854	6.430	13.681	100.359	70.968	27.974	1.417
	Απρ.	215.139	101.291	94.867	21.260	20.024	11.846	6.425	13.676	100.172	70.819	27.936	1.416
	Μάιος	214.352	101.125	94.620	21.046	19.953	11.997	6.505	13.232	99.996	70.718	27.797	1.481
	Ιούν.	214.810	101.665	95.108	20.875	19.944	12.820	6.557	13.304	99.842	70.613	27.744	1.485
	Ιουλ.	213.856	101.200	94.881	20.752	19.769	12.967	6.319	13.172	99.484	70.363	27.639	1.482
	Αύγ.	213.531	101.184	94.975	20.810	19.779	13.054	6.209	13.164	99.183	70.104	27.602	1.477
	Σεπτ.	212.777	101.117	94.916	20.854	19.501	13.424	6.201	13.484	98.176	69.890	26.812	1.474
	Οκτ.	212.527	101.582	95.406	20.959	19.447	13.541	6.176	13.248	97.697	69.674	26.594	1.429
	Νοέμ.	212.418	101.625	95.435	21.030	19.505	13.467	6.191	13.472	97.321	69.593	26.280	1.448
	Δεκ.	212.039	101.354	95.198	20.898	19.428	13.511	6.156	13.582	97.104	69.408	26.232	1.463
2015	Ιαν.	214.139	102.877	96.779	21.280	19.524	14.322	6.098	13.664	97.598	69.982	26.136	1.481
	Φεβρ.	213.507	102.849	96.265	21.194	19.327	14.165	6.584	13.597	97.060	69.653	25.924	1.483
	Μάρτ.	213.333	102.926	96.129	21.148	19.250	14.493	6.797	13.600	96.807	69.517	25.803	1.488
	Απρ.	211.785	101.733	95.107	21.144	19.109	13.557	6.626	13.567	96.484	69.257	25.736	1.492
	Μάιος	208.462	98.592	91.889	21.093	19.182	10.269	6.703	13.579	96.291	69.133	25.662	1.497
	Ιούν.	208.536	98.579	91.842	21.223	19.268	9.919	6.737	13.606	96.351	69.005	25.821	1.525
	Ιουλ.	206.843	97.438	90.063	21.062	18.829	9.982	7.375	13.538	95.868	68.657	25.692	1.519
	Αύγ.	205.596	96.660	89.285	20.916	18.754	9.644	7.375	13.502	95.434	68.293	25.634	1.507
	Σεπτ.	205.174	96.591	89.150	20.907	18.756	9.568	7.441	13.491	95.092	68.032	25.553	1.507
	Οκτ.	204.920	96.517	89.198	20.922	18.729	9.663	7.319	13.481	94.923	67.892	25.522	1.508
	Νοέμ.	204.662	96.542	89.258	20.867	18.698	9.805	7.283	13.455	94.665	67.649	25.505	1.511
	Δεκ.	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470
2016	Ιαν.	203.540	96.081	89.051	20.901	18.813	9.247	7.031	13.373	94.086	67.162	25.457	1.468
	Φεβρ.	203.213	96.104	89.072	20.868	18.839	9.230	7.033	13.367	93.742	66.838	25.434	1.469
	Μάρτ.	202.553	95.873	88.887	20.796	18.926	8.920	6.986	13.353	93.328	66.605	25.353	1.369
	Απρ.	202.139	95.734	88.805	20.810	18.884	8.924	6.929	13.300	93.104	66.395	25.338	1.371
	Μάιος	201.869	95.800	88.866	20.987	18.789	9.013	6.934	13.282	92.787	66.133	25.305	1.350
	Ιούν.	202.005	96.033	88.887	20.882	18.855	9.002	7.146	13.291	92.681	66.058	25.270	1.353
	Ιουλ.	201.382	95.662	88.655	20.734	18.904	8.962	7.008	13.259	92.461	65.867	25.244	1.350
	Αύγ.	200.112	94.780	87.841	20.388	18.728	8.927	6.939	13.218	92.114	65.555	25.212	1.348
	Σεπτ.	199.555	94.477	87.340	20.197	18.716	8.834	7.137	13.175	91.903	65.383	25.179	1.341
	Οκτ.	199.167	94.430	87.504	20.415	18.641	8.958	6.926	13.137	91.600	65.247	24.953	1.400
	Νοέμ.	199.485	94.963	87.915	20.427	18.561	9.150	7.049	13.189	91.332	65.007	24.925	1.400
	Δεκ.	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403
2017	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.151	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.287	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.072	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	8.927	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327
	Μάιος	192.314	93.150	86.389	19.347	18.630	8.712	6.762	13.142	86.022	60.446	24.252	1.325
	Ιούν.	190.797	92.119	85.538	18.805	18.559	8.701	6.580	13.116	85.563	60.263	23.971	1.328
	Ιουλ.	189.185	91.029	84.038	18.484	18.376	8.420	6.992	13.079	85.077	59.819	23.942	1.316
	Αύγ.	187.358	89.715	82.613	18.227	18.073	8.389	7.102	12.948	84.695	59.592	23.815	1.287
	Σεπτ.	186.984	89.557	82.621	18.183	18.146	8.243	6.936	12.949	84.478	59.444	23.747	1.286
	Οκτ.	186.348	89.283	82.622	18.260	18.034	8.283	6.661	12.875	84.190	59.205	23.700	1.284
	Νοέμ.	184.959	89.047	82.468	18.346	17.892	8.225	6.579	12.823	83.089	58.992	22.812	1.284
	Δεκ.	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	7.860	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247
2018	Ιαν.	182.833	88.101	81.431	18.333	17.751	7.648	6.670	12.740	81.991	58.641	22.206	1.144
	Φεβρ.	182.577	87.999	81.283	18.201	17.812	7.803	6.716	12.710	81.868	58.556	22.174	1.139
	Μάρτ.	180.335	87.550	80.745	18.012	17.749	7.616	6.805	12.307	80.478	58.215	21.243	1.021
	Απρ.	179.135	86.649	80.120	17.971	17.616	7.690	6.529	12.298	80.189	57.967	21.206	1.015
	Μάιος	179.328	86.734	80.234	17.852	17.529	8.007	6.500	12.311	80.283	58.022	21.171	1.089
	Ιούν.	178.871	86.638	80.062	17.954	17.474	7.866	6.576	12.266	79.967	57.780	21.002	1.186
	Ιουλ.	177.556	85.612	79.140	17.806	17.216	7.848	6.473	12.209	79.734	57.566	20.878	1.291
	Αύγ.	177.437	85.544	79.048	17.792	17.197	7.856	6.496	12.200	79.693	57.591	20.856	1.246
	Σεπτ.	176.987	85.443	78.890	17.771	17.049	7.724	6.554	12.156	79.388	57.396	20.769	1.223
	Οκτ.	174.900	84.298	77.966	17.298	16.803	7.876	6.333	12.004	78.597	57.175	20.261	1.161

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα και τα τιτλοποιημένα δάνεια, τη διαχείριση των οποίων διενεργούν τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησης του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

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

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι 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			
Περίοδος		Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειωτηρίου ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
2014		0,29	0,23	2,35	0,31	2,33	1,48
2015		0,16	0,12	1,47	0,25	1,55	0,89
2016		0,13	0,09	0,84	0,19	0,94	0,42
2017		0,09	0,06	0,64	0,15	0,82	0,30
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
	Ιουλ.	0,29	0,22	2,28	0,30	2,30	1,45
	Αύγ.	0,28	0,21	2,13	0,28	2,14	1,34
	Σεπτ.	0,26	0,20	2,08	0,26	2,10	1,32
	Οκτ.	0,26	0,20	1,94	0,25	1,95	1,23
	Νοέμ.	0,22	0,16	1,88	0,25	1,86	1,19
	Δεκ.	0,21	0,15	1,82	0,26	1,85	1,15
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,31	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12
	Μάιος	0,17	0,13	1,81	0,27	1,89	1,10
	Ιούν.	0,17	0,12	1,81	0,22	1,92	1,09
	Ιουλ.	0,15	0,11	1,31	0,25	1,31	0,78
	Αύγ.	0,15	0,11	1,19	0,25	1,29	0,71
	Σεπτ.	0,15	0,11	1,18	0,22	1,30	0,69
	Οκτ.	0,15	0,11	1,06	0,21	1,19	0,62
	Νοέμ.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,13	0,58
	Δεκ.	0,15	0,11	1,02	0,19	1,14	0,56
2016	Ιαν.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,10	0,55
	Φεβρ.	0,15	0,11	0,91	0,20	0,98	0,49
	Μάρτ.	0,15	0,11	0,88	0,21	0,96	0,48
	Απρ.	0,13	0,10	0,87	0,22	0,95	0,45
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,21	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιουλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,89	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37
	Νοέμ.	0,12	0,08	0,71	0,17	0,83	0,35
	Δεκ.	0,10	0,07	0,70	0,13	0,85	0,32
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιουλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,29
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30
	Νοέμ.	0,10	0,06	0,60	0,17	0,84	0,29
	Δεκ.	0,10	0,06	0,60	0,16	0,93	0,29
2018	Ιαν.	0,09	0,06	0,61	0,16	0,95	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,59	0,15	0,94	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,95	0,29
	Απρ.	0,09	0,06	0,62	0,17	0,94	0,29
	Μάιος	0,09	0,06	0,58	0,16	0,89	0,28
	Ιούν.	0,09	0,05	0,60	0,14	0,91	0,28
	Ιουλ.	0,09	0,05	0,62	0,14	0,90	0,30
	Αύγ.	0,09	0,05	0,59	0,14	0,88	0,28
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,60	0,15	0,88	0,29
	Οκτ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,82	0,28

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 επιχειρήσεις ¹		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ¹			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων		
		Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορι- σμένη διάρκεια και επιτό- κιο κυμαι- νόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάρκεια ^{3,4}	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος					
		Κατανα- λωτικά δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάρκεια ^{2,3}	Επιτόκιο κυμαινό- μενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επι- τόκιο κατ/κών δανείων με καθορι- σμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινό- μενο ή σταθερό έως ένα έτος			Μέσο επι- τόκιο συνόλου στεγαστι- κών δανείων	Δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάρκεια ^{3,4}	Δάνεια χωρίς καθορι- σμένη διάρκεια ^{3,4}		Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ
2014		14,47	7,29	7,75	2,91	2,94	8,59	6,55	6,93	5,80	5,55	5,36	
2015		14,57	6,79	8,17	2,56	2,62	7,68	5,92	6,22	5,38	4,82	4,91	
2016		14,53	7,65	8,50	2,65	2,74	7,38	5,57	5,86	5,32	4,61	4,87	
2017		14,46	7,99	8,73	2,71	2,78	7,13	5,22	5,48	4,91	4,20	4,72	
2014	Ιαν.	14,44	7,98	8,17	2,70	2,70	9,10	7,76	7,24	6,32	6,00	5,66	
	Φεβρ.	14,43	7,80	7,94	2,73	2,73	9,07	6,66	7,23	6,17	5,88	5,40	
	Μάρτ.	14,38	7,81	7,89	2,95	2,86	9,05	6,99	7,23	6,04	5,57	5,46	
	Απρ.	14,57	7,69	7,83	3,03	2,97	9,01	6,55	7,22	6,19	6,64	5,82	
	Μάιος	14,52	7,80	8,06	2,94	2,91	8,94	6,59	7,22	6,09	5,57	5,45	
	Ιούν.	14,52	6,73	7,22	2,80	2,95	8,40	6,08	7,00	5,46	5,20	5,17	
	Ιουλ.	14,43	7,13	7,59	3,00	3,08	8,37	6,07	6,90	5,78	5,54	5,36	
	Αύγ.	14,46	6,75	7,53	2,98	3,10	8,26	6,54	6,79	5,57	5,56	5,31	
	Σεπτ.	14,46	7,05	7,63	3,11	3,20	8,25	6,09	6,66	5,54	5,12	5,21	
	Οκτ.	14,48	7,22	7,87	2,98	3,03	8,25	6,59	6,58	5,53	5,63	5,35	
	Νοέμ.	14,48	6,79	7,68	2,76	2,79	8,24	6,54	6,56	5,48	5,19	5,12	
2015	Δεκ.	14,50	6,74	7,64	2,94	3,00	8,09	6,13	6,48	5,44	4,75	5,02	
	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05	
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90	
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94	
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91	
	Μάιος	14,49	7,50	8,36	2,97	2,99	7,73	5,21	6,25	5,42	4,68	4,98	
	Ιούν.	14,63	6,34	7,00	2,88	2,91	7,65	6,01	6,14	5,11	4,52	4,75	
	Ιουλ.	14,55	0,00	7,70	2,72	2,76	7,64	5,35	6,26	5,78	3,94	4,72	
	Αύγ.	14,64	7,51	8,53	2,39	2,42	7,56	5,64	6,16	5,24	4,70	4,83	
	Σεπτ.	14,60	7,96	8,71	2,36	2,41	7,56	6,13	6,15	5,28	4,67	4,79	
	Οκτ.	14,60	8,29	8,97	2,48	2,54	7,48	6,10	6,13	5,51	5,12	5,08	
	Νοέμ.	14,62	7,16	8,20	2,46	2,54	7,45	5,85	6,08	5,36	5,00	4,92	
2016	Δεκ.	14,61	7,89	8,82	2,69	2,72	7,48	6,56	6,05	5,34	5,19	5,09	
	Ιαν.	14,61	7,93	8,94	2,35	2,44	7,47	5,60	6,04	5,33	4,86	4,97	
	Φεβρ.	14,66	7,82	8,55	2,55	2,59	7,44	5,20	6,05	5,33	4,83	4,91	
	Μάρτ.	14,66	7,74	8,52	2,62	2,65	7,39	5,94	6,00	5,21	3,99	4,68	
	Απρ.	14,63	7,74	8,50	2,61	2,63	7,39	5,66	5,98	5,44	4,60	4,85	
	Μάιος	14,59	6,99	7,99	2,75	2,76	7,35	5,85	5,86	5,46	4,71	4,84	
	Ιούν.	14,48	7,64	8,51	2,69	2,69	7,32	5,37	5,82	5,29	4,74	4,87	
	Ιουλ.	14,47	7,95	8,81	2,76	2,75	7,36	5,84	5,85	5,48	4,89	5,01	
	Αύγ.	14,43	8,39	9,19	2,54	2,56	7,35	5,75	5,83	5,39	4,70	4,96	
	Σεπτ.	14,42	7,66	8,40	2,75	2,82	7,38	5,56	5,80	5,41	3,96	4,71	
	Οκτ.	14,47	7,48	8,29	2,69	3,06	7,39	5,44	5,76	5,52	4,91	5,01	
	Νοέμ.	14,48	7,96	8,68	2,62	2,80	7,36	5,28	5,70	4,94	4,54	4,83	
2017	Δεκ.	14,51	6,47	7,66	2,83	3,15	7,34	5,36	5,65	5,11	4,53	4,82	
	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86	
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53	
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47	
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74	
	Μάιος	14,47	8,35	9,05	2,66	2,69	7,20	5,18	5,56	4,85	4,07	4,76	
	Ιούν.	14,39	8,06	8,82	2,78	2,79	7,17	5,32	5,49	5,00	3,55	4,56	
	Ιουλ.	14,36	8,49	9,21	2,65	2,66	7,09	4,78	5,45	4,93	4,23	4,73	
	Αύγ.	14,34	8,52	9,26	2,81	2,81	7,06	5,52	5,42	5,03	4,23	4,82	
	Σεπτ.	14,36	8,30	8,81	2,74	2,76	7,01	5,61	5,34	4,87	3,97	4,70	
	Οκτ.	14,48	8,06	8,67	2,54	2,57	7,01	5,36	5,31	5,16	4,52	4,79	
	Νοέμ.	14,51	8,58	9,14	2,67	2,92	6,98	5,58	5,33	4,69	4,16	4,79	
2018	Δεκ.	14,56	7,64	8,56	2,99	3,29	6,99	5,45	5,35	4,69	4,36	4,91	
	Ιαν.	14,59	8,48	9,10	2,78	2,88	6,97	5,11	5,36	5,17	4,84	5,03	
	Φεβρ.	14,54	6,73	7,79	2,88	3,02	6,97	5,47	5,35	4,64	3,59	4,43	
	Μάρτ.	14,68	6,97	7,88	2,69	2,73	6,99	5,64	5,33	4,64	3,84	4,46	
	Απρ.	14,52	6,96	7,82	2,85	2,87	6,97	4,96	5,29	4,68	3,90	4,48	
	Μάιος	14,45	9,51	9,22	2,93	2,94	6,97	5,16	5,25	4,67	3,30	4,46	
	Ιούν.	14,38	8,46	8,67	2,97	2,98	7,00	5,73	5,24	4,65	3,27	4,39	
	Ιουλ.	14,34	10,32	9,73	3,05	3,05	6,95	5,65	5,19	4,87	3,63	4,71	
	Αύγ.	14,35	10,71	9,98	2,97	2,97	6,93	5,35	5,14	4,71	3,78	4,69	
	Σεπτ.	14,32	10,81	9,90	3,00	3,02	6,91	5,18	5,13	4,45	3,81	4,75	
	Οκτ.	14,47	8,82	8,78	2,90	2,95	6,93	5,47	5,09	4,64	4,99	4,98	

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.



