

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2018 - 2019



ΙΟΥΛΙΟΣ
2019



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

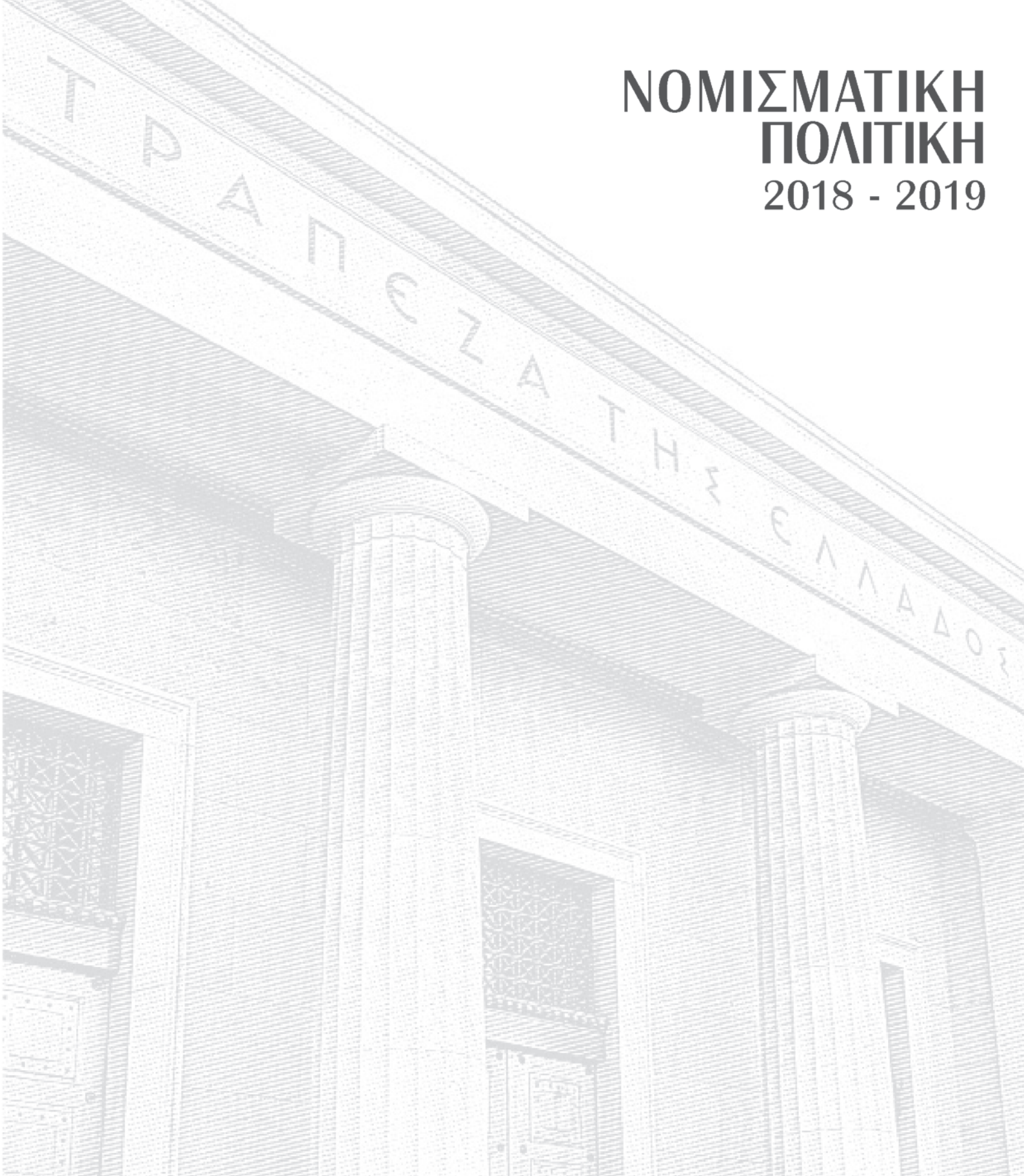
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2018 - 2019



ΙΟΥΛΙΟΣ
2019



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο που η ελληνική οικονομία συνεχίζει να ανακάμπτει. Το οικονομικό κλίμα παραμένει θετικό, η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας βελτιώνεται και οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αποκλιμακώνονται.

Παρ' όλα αυτά, οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν σχετικά χαμηλοί και η πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου είναι χαμηλότερη της επενδυτικής κατηγορίας. Παράλληλα, η οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει μεγάλες προκλήσεις, ενώ υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι και αβεβαιότητες που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας λόγω του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και των γεωπολιτικών εντάσεων. Κίνδυνοι όμως πηγάζουν και από το εγχώριο περιβάλλον – η οπισθοδρόμηση των μεταρρυθμίσεων ή η ακύρωσή τους, οι δικαστικές αποφάσεις με δημοσιονομικές επιπτώσεις, καθώς και η πρόσφατη επεκτατική δέσμη δημοσιονομικών μέτρων – οι οποίοι δημιουργούν αβεβαιότητα για την επίτευξη των συμφωνηθέντων δημοσιονομικών στόχων αλλά και για τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του χρέους και του ασφαλιστικού συστήματος.

Προκειμένου να επιταχυνθεί η ανάκαμψη της οικονομίας, να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι και οι προκλήσεις, αλλά και για να εμπεδωθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, απαιτείται η προώθηση των μεταρρυθμίσεων που έχει ανάγκη η χώρα, η διασφάλιση της δημοσιονομικής σταθερότητας και η υιοθέτηση ενός πιο φιλικού για την ανάπτυξη μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής.

Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) αυξήθηκε κατά 1,9% το 2018, έναντι 1,5% το 2017. Η οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το α' τρίμηνο του 2019, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό, καθώς το ΑΕΠ, εποχικά διορθωμένο

και σε σταθερές τιμές, αυξήθηκε κατά 1,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Θετικά συνέβαλαν οι εξαγωγές υπηρεσιών, οι επενδύσεις και η ιδιωτική κατανάλωση. Αρνητική συμβολή είχαν οι εισαγωγές, οι εξαγωγές αγαθών και η δημόσια κατανάλωση.

Σύμφωνα με τους διαθέσιμους δείκτες προσδοκιών και βραχυχρόνιας οικονομικής δραστηριότητας, η πορεία της ανάκαμψης συνεχίζεται και το β' τρίμηνο του έτους. Ωστόσο, η εξαγωγική δραστηριότητα αναμένεται να επηρεαστεί από την άνοδο της αβεβαιότητας και την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ως αποτέλεσμα του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού.

Στη διάρκεια του 2018 καταγράφηκε μικρή υποχώρηση του πληθωρισμού. Η αύξηση του κατώτατου μισθού και οι μειώσεις στην έμμεση φορολογία ασκούν επιδράσεις προς αντίθετες κατευθύνσεις, οι οποίες αναμένεται να αλληλοαναιρεθούν έως ένα βαθμό, με αποτέλεσμα ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ το 2019 να διαμορφωθεί σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα του 2018.

Η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα συνέχισε να βελτιώνεται το 2018 και τους πρώτους μήνες του 2019. Ειδικότερα, συνεχίστηκε η άνοδος των καταθέσεων, περιορίστηκε σημαντικά και τελικά μηδενίστηκε η προσφυγή των τραπεζών στο μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) από την κεντρική τράπεζα και βελτιώθηκε η πρόσβαση των τραπεζικών ιδρυμάτων στη διατραπεζική αγορά. Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της εμπιστοσύνης, συνέβαλαν στη χαλάρωση των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, με πιο πρόσφατη την πλήρη απελευθέρωση της ανάληψης μετρητών από τον Οκτώβριο του 2018.

Η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος και η σταδιακή υποχώρηση του

αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το οποίο ωστόσο παραμένει πολύ υψηλό, είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Επιπλέον, η πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου βελτιώθηκε και οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων ακολουθούν πτωτική πορεία από την αρχή του έτους. Στη θετική αυτή συγκυρία, κατέστη εφικτή η έκδοση νέων ομολόγων αναφοράς από το Ελληνικό Δημόσιο. Επισημαίνεται όμως ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, των οποίων η πιστοληπτική αξιολόγηση είναι χαμηλότερη της επενδυτικής κατηγορίας, είναι ευάλωτες στις κατά καιρούς αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2018, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,3% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας για τέταρτο συνεχόμενο έτος τους στόχους του προγράμματος. 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 αποφασιστικότητα των ελληνικών αρχών να επιτύχουν τους καθορισμένους δημοσιονομικούς στόχους. Όμως, όπως έχει ήδη τονίσει η Τράπεζα της Ελλάδος σε προηγούμενες εκθέσεις της, οι υψηλοί στόχοι για το πρωτογενές πλεόνασμα και η παρατηρούμενη συστηματική υπέρβασή τους, με έμφαση στην αύξηση των φόρων και την περικοπή των δημόσιων επενδύσεων, επιβραδύνει την ανάκαμψη και ασκεί αρνητική επίδραση στο μακροχρόνιο δυνητικό προϊόν της οικονομίας.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,9% το 2019, 2,1% το 2020 και 2,2% το 2021. Η άνοδος του ΑΕΠ

θα στηριχθεί στην ιδιωτική κατανάλωση, στις επιχειρηματικές επενδύσεις και στις εξαγωγές.

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρώς το τρέχον έτος και ότι θα αυξηθεί με ήπιους ρυθμούς την επόμενη διετία, στηριζόμενη στη σταδιακή βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, ως αποτέλεσμα της αύξησης της απασχόλησης και των αμοιβών. Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα έχουν θετική συμβολή στην ανάπτυξη, καθώς θα ενισχύεται σταδιακά η εμπιστοσύνη και θα αποκαθίσταται η ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται με θετικούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς, καθώς η επίδραση της βελτιωμένης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας αντισταθμίζεται εν μέρει από την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να σημειώσουν άνοδο, η οποία θα είναι οριακά χαμηλότερη από εκείνη των εξαγωγών, με αποτέλεσμα οι καθαρές εξαγωγές να έχουν οριακά θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ.

Ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ αναμένεται να αυξηθεί ελαφρώς έως το 2021, παραμένοντας όμως σε χαμηλά επίπεδα, κυρίως λόγω της ήπιας αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των υποθέσεων για την πορεία των τιμών του πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε λίγο υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τον καταγραφόμενο πληθωρισμό (headline inflation).

Όσον αφορά τα δημόσια οικονομικά, λαμβάνοντας υπόψη τα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα που ψηφίστηκαν πρόσφατα από τη Βουλή, η πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2019, με βάση τα μέχρι τώρα διαθέσιμα στοιχεία, είναι ότι το πρωτογενές πλεόνασμα θα διαμορφωθεί σε 2,9% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας υπόκεινται σε σημαντικούς εξωτερικούς και εγχώριους κινδύνους. Όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, κίνδυνοι μπορούν να προκύψουν από μια μεγαλύτερη του αναμενόμενου επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας εξαιτίας του εμπορικού προστατευτισμού, από μια πιθανή απότομη διόρθωση στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, που θα μπορούσε να αυξήσει το κόστος και να περιορίσει τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης, από το ενδεχόμενο μιας μη συντεταγμένης αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Brexit) και άλλες γεωπολιτικές εξελίξεις.

Σε ότι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, καθυστερήσεις στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων ή και ακύρωσή τους θα επιδράσουν αρνητικά στο επενδυτικό κλίμα και την οικονομική δραστηριότητα. Υπάρχουν επίσης σημαντικοί κίνδυνοι στο δημοσιονομικό τομέα λόγω των αποφάσεων της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας, οι οποίες έκριναν αντισυνταγματικές προγενέστερες περικοπές των συντάξεων. Επίσης, σύμφωνα με την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, η δημοσιονομική επίπτωση των πρόσφατων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων ξεπερνά το 1,0% του ΑΕΠ το 2019 και τα επόμενα έτη. Συνεπώς, η υιοθέτηση των επεκτατικών μέτρων δημιουργεί πρόσθετους κινδύνους για την επίτευξη των συμφωνηθέντων στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα επαναξιολογήσει την επίδραση των μέτρων το φθινόπωρο του 2019. Επιπλέον δημοσιονομικοί κίνδυνοι για το 2020 και το 2021 συνδέονται με την κατάργηση της νομοθετημένης μείωσης του αφορολόγητου ορίου στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων και των αντισταθμιστικών του μέτρων.

Από την άλλη πλευρά, η ενεργοποίηση των σχεδίων που έχουν προταθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος και το Υπουργείο Οικονομικών για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα μπορούσε να απελευθερώσει πόρους, οι οποίοι θα διοχετευθούν σε παρα-

γωγικές επενδύσεις, επιταχύνοντας την οικονομική δραστηριότητα.

Η κερδοφορία των τραπεζών πριν από φόρους και προβλέψεις παραμένει αδύναμη, όπως φαίνεται τόσο από τα αποτελέσματα του 2018 όσο και από τα αποτελέσματα των τεσσάρων συστημικών τραπεζών το α' τρίμηνο του 2019. Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα (14,9% και 15,5% αντίστοιχα για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες στο τέλος του α' τριμήνου του 2019).

Οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο ως προς τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ). Ειδικότερα, στο τέλος Μαρτίου 2019 τα ΜΕΔ ανήλθαν σε 80 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά περίπου 1,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2018 και κατά περίπου 27,2 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ το α' τρίμηνο του 2019 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές ύψους 0,9 δισεκ. ευρώ και πωλήσεις ύψους 0,8 δισεκ. ευρώ, ενώ σημαντικού ύψους πωλήσεις ΜΕΔ έχουν ήδη δρομολογηθεί για να υλοποιηθούν εντός του έτους.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε το Μάρτιο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (45,2%). Γενικά, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τη βελτίωση του οικονομικού και θεσμικού περιβάλλοντος, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, αναδιαρθρώσεων δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν περιορισμένες. Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακρο-

πρόθεσμον χαρακτήρα για τα ΜΕΔ, σε αντιδιαστολή με ρυθμίσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη ρύθμιση. Μάλιστα, σε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Αυτό δημιουργεί σοβαρά ερωτηματικά ως προς την καταλληλότητα και αποτελεσματικότητα των προσφερομένων ρυθμίσεων.

Όσον αφορά τους επιχειρησιακούς στόχους για τη μείωση των ΜΕΔ, στόχος είναι ο δείκτης ΜΕΔ να έχει διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε επίπεδα κάτω του 20% στο τέλος του 2021. Συνολικά, έχει συντελεστεί πρόοδος ως προς τη μείωση του ποσοστού των ΜΕΔ, ωστόσο οι ρυθμοί μείωσης δεν αρκούν ώστε να επιτευχθεί σύντομα σύγκλιση του δείκτη ΜΕΔ προς τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό μέσο όρο, που στο τέλος του 2018 διαμορφώθηκε σε 3,2%. Η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι απαιτείται μια αποφασιστική και συστημική λύση στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα λειτουργεί συμπληρωματικά προς τις προσπάθειες των ιδίων των τραπεζών. Προς την κατεύθυνση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταθέσει σχετική συστημική πρόταση. Το Υπουργείο Οικονομικών έχει επίσης καταθέσει πρόταση για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις και προβλήματα που κληροδότησε η μακρόχρονη οικονομική κρίση. Οι σημαντικότερες προκλήσεις είναι το πολύ υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος (του οποίου η βιωσιμότητα όμως βελτιώθηκε σημαντικά μεσοπρόθεσμα με τα μέτρα που ενέκρινε το Eurogroup τον Ιούνιο του 2018), η διατήρηση μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων για μια παρατεταμένη περίοδο, ιδιαίτερα αν συνοδεύεται από πολύ υψηλή φορολογία και περικοπές του Προ-

γράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, η αρνητική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση της χώρας, ο αργός ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας, το εξαιρετικά μεγάλο επενδυτικό κενό και η υψηλή μακροχρόνια ανεργία. Η δημογραφική κρίση, που οφείλεται στη γήρανση του πληθυσμού και στη μετανάστευση εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η υψηλή εισοδηματική ανισότητα σε συνδυασμό με την περιορισμένη επίδραση των κοινωνικών επιδομάτων στη μείωση του κινδύνου φτώχειας. Το επιχειρηματικό περιβάλλον δεν μπορεί να θεωρηθεί φιλικό προς τις επενδύσεις. Τέλος, η κλιματική αλλαγή απαιτεί συντονισμένες προσπάθειες για την αντιμετώπισή της.

Δεδομένων των προκλήσεων και των κινδύνων που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, προτεραιότητα την επόμενη περίοδο θα πρέπει να δοθεί στις ακόλουθες πολιτικές, που έχουν ως στόχο τη μετάβαση της οικονομίας σε ένα βιώσιμο, εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο, με κινητήρια δύναμη τις επενδύσεις.

1ον Απαιτείται δραστική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), με ενεργοποίηση των σχεδίων που έχουν προταθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος και το Υπουργείο Οικονομικών.

2ον Είναι ανάγκη να διευρυνθούν οι πηγές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης.

3ον Απαιτείται η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και μια πιο επιθετική πολιτική προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων.

4ον Πρέπει επίσης να ισχυροποιηθεί η ανεξάρτητη λειτουργία των θεσμών και να ενισχυθεί το κράτος δικαίου.

5ον Είναι καταλυτικής σημασίας όχι μόνο να μην σημειώνεται οπισθοδρόμηση και να ακυρώνονται μεταρρυθμίσεις, αλλά να ενισχύονται εκείνες που ενθαρρύνουν τον ανταγωνισμό στις αγορές.

6ον Σε συνεννόηση και συμφωνία με τους Ευρωπαίους εταίρους, θα πρέπει να μειωθούν οι στόχοι για το πρωτογενές πλεόνασμα μέχρι το 2022 και να υιοθετηθεί ένα μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής φιλικότερο προς την ανάπτυξη.

7ον Είναι αναγκαίο να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στη δημιουργία σχημάτων σύμπραξης δημόσιου-ιδιωτικού τομέα, στη βελτίωση της αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου, στην αύξηση των δημόσιων επενδύσεων και στην εισαγωγή διεθνών λογιστικών προτύπων σε όλες τις επιχειρήσεις και φορείς της γενικής κυβέρνησης και του δημόσιου τομέα γενικότερα, από ένα μέγεθος και πάνω.

8ον Πρέπει να ενισχυθεί το “τρίγωνο της γνώσης”, δηλαδή η εκπαίδευση, η έρευνα και η καινοτομία, καθώς και ο ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας.

9ον Τέλος, προϋπόθεση για την επίτευξη των πολιτικών που περιγράφηκαν παραπάνω είναι ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης, με τον ανασχεδιασμό διαδικασιών και αρμοδιοτήτων, την ψηφιοποίηση και την αξιολόγηση και αναβάθμιση του στελεχιακού δυναμικού και των υποδομών της.

Η ελληνική οικονομία από το 2010 μέχρι σήμερα έχει επιτύχει μια άνευ προηγουμένου διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας και την αναδιάρθρωση και ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού της συστήματος, ενώ η οικονομική ανάκαμψη έχει ήδη ξεκινήσει, αν και οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν σχετικά χαμηλοί. Παρ’ όλα αυτά, η οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει μεγάλες προκλήσεις, ενώ σημαντικοί κίνδυνοι προέρχονται τόσο από το εγχώριο περιβάλλον, που σχετίζονται με την οπισθοδρόμηση των μεταρρυθμίσεων ή και

την ακύρωσή τους, όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας λόγω του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και των γεωπολιτικών εντάσεων.

Προκειμένου να εμπεδωθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και να διασφαλιστεί η επίτευξη ταχύτερων ρυθμών ανάπτυξης, απαιτείται προώθηση και όχι αναστολή ή κατάργηση των μεταρρυθμίσεων που έχει ανάγκη η χώρα. Κάτι τέτοιο θα καταστήσει την Ελλάδα ελκυστικό προορισμό για εγχώριες και ξένες άμεσες επενδύσεις και θα υποβοηθήσει τη μετάβαση της ελληνικής οικονομίας σε ένα νέο, εξωστρεφές πρότυπο, με υψηλούς και βιώσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το επενδυτικό κενό μπορεί στην περίπτωση αυτή να καλυφθεί σε εύλογο χρονικό διάστημα και με ρεαλιστικούς ρυθμούς επενδύσεων, εφόσον οι επενδύσεις επικεντρωθούν στους πλέον παραγωγικούς και εξωστρεφείς τομείς της οικονομίας. Για το σκοπό αυτό, είναι επιτακτική ανάγκη στο προσεχές διάστημα να αυξηθούν οι δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες περιορίστηκαν σημαντικά τα τελευταία χρόνια, καθώς έχουν πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, και να επιταχυνθούν οι ιδιωτικοποιήσεις, καθώς αυτές ενθαρρύνουν την ανάληψη πρόσθετων ιδιωτικών επενδύσεων.

Η αντίδραση των αγορών τις τελευταίες εβδομάδες, με τη μεγάλη πτώση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, είναι ένας καλός οίονος για το μέλλον, αρκεί βεβαίως οι προσδοκίες που έχουν δημιουργηθεί να επιβεβαιωθούν από έγκαιρες κινήσεις στην οικονομική πολιτική, που αφορούν το επενδυτικό κλίμα.

Αθήνα, Ιούλιος 2019

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Γιάννης Στουρνάρας

ΜΕΛΗ

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Δημήτριος Σιδέρης

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς

Όλγα Χαρίτου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

1	Εισαγωγή	13
2	Εξελίξεις – Προοπτικές	13
3	Παγκόσμια οικονομία	16
4	Ενιαία νομισματική πολιτική	17
5	Χρηματοπιστωτικός τομέας	18
6	Προκλήσεις	22
7	Προϋποθέσεις για επιτάχυνση της ανάκαμψης με κινητήρια δύναμη τις επενδύσεις και τις εξαγωγές	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	27
2	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	28
2.1	Παγκόσμια οικονομία	28
2.2	Ζώνη του ευρώ	33
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	36
3	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	36

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ.Ι

Τα υψηλά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ και προτάσεις διεθνών και ευρωπαϊκών οργανισμών για μια πιο συμμετρική προσαρμογή

40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	46
2	Η ενιαία αγορά χρήματος	51

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙΙ.Ι

Ο μηχανισμός του bitcoin

54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Οικονομική δραστηριότητα	64
2	Αγορά ακινήτων	74
3	Απασχόληση και ανεργία	76
4	Πληθωρισμός, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	80

4.1	Πληθωρισμός	80
4.2	Κόστος εργασίας	81
4.3	Επιχειρηματικά κέρδη	82
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	83

5 Ισοζύγιο πληρωμών

86

6 Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία

90

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.Ι

Η εξέλιξη του κεφαλαιακού αποθέματος της Ελλάδος

91

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.2

Οι ελληνικές εξαγωγές προϊόντων πετρελαίου: ανάλυση από την πλευρά της προσφοράς

97

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.3

Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα των ελληνικών εξαγωγών

101

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	107
2	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών κατά το 2019	115
2.1	Γενική κυβέρνηση	115
2.2	Κρατικός προϋπολογισμός	117
2.3	Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	117
2.4	Χρέος γενικής κυβέρνησης	117

ΠΛΑΙΣΙΟ V.Ι

Οι δημόσιες επενδύσεις ως προϋπόθεση διατηρήσιμης ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας

119

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	125
2	Τραπεζικές καταθέσεις	127
3	Τραπεζικά επιτόκια	131
4	Τραπεζική πίστη	134
5	Χρηματοπιστωτικές αγορές	139
5.1	Διεθνείς κεφαλαιαγορές	139
5.2	Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	141
5.3	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	142
5.4	Αγορά μετοχών	143
6	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	145

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

149



Ι ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνική οικονομία συνεχίζει να ανακάμπτει. Το οικονομικό κλίμα παραμένει θετικό, η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας βελτιώνεται και οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αποκλιμακώνονται.

Παρ' όλα αυτά, οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν σχετικά χαμηλοί και η πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου είναι χαμηλότερη της επενδυτικής κατηγορίας. Παράλληλα, η οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει μεγάλες προκλήσεις, ενώ υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι και αβεβαιότητες που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας λόγω του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και των γεωπολιτικών εντάσεων. Κίνδυνοι όμως πηγάζουν και από το εγχώριο περιβάλλον — η οπισθοδρόμηση των μεταρρυθμίσεων ή η ακύρωσή τους, οι δικαστικές αποφάσεις με δημοσιονομικές επιπτώσεις, καθώς και η πρόσφατη επεκτατική δέσμη δημοσιονομικών μέτρων — οι οποίοι δημιουργούν αβεβαιότητα για την επίτευξη των συμφωνηθέντων δημοσιονομικών στόχων και τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του χρέους και του ασφαλιστικού συστήματος.

Προκειμένου να επιταχυνθεί η ανάκαμψη της οικονομίας, να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι και οι προκλήσεις, αλλά και για να εμπεδωθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, απαιτείται η προώθηση των μεταρρυθμίσεων που έχει ανάγκη η χώρα, η διασφάλιση της δημοσιονομικής σταθερότητας και η υιοθέτηση ενός πιο φιλικού για την ανάπτυξη μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε το 2018 – συνεχίστηκε η ανάκαμψη το α' τρίμηνο του 2019

Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) αυξήθηκε κατά 1,9% το 2018, έναντι 1,5% το 2017. Η ισχυρή αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αποτέλεσε τον κινητήριο μοχλό της ανάπτυξης. Η ιδιωτική κατανάλωση ενισχύθηκε, υποστηριζόμενη από τη βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, αλλά οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου υποχώρησαν.

Η οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το α' τρίμηνο του 2019, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό, καθώς το ΑΕΠ, εποχικά διορθωμένο και σε σταθερές τιμές, αυξήθηκε κατά 1,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Θετικά συνέβαλαν οι εξαγωγές υπηρεσιών (+1,2 ποσοστιαία μονάδα), οι επενδύσεις (+0,9 της ποσοστιαίας μονάδας) και η ιδιωτική κατανάλωση (+0,5 της ποσοστιαίας μονάδας). Αντίθετα, η σημαντική επιτάχυνση των εισαγωγών, κυρίως των αγαθών και δευτερευόντως των υπηρεσιών, είχε αρνητική συμβολή (-3,2 ποσοστιαίες μονάδες) στην εξέλιξη του ΑΕΠ. Ταυτόχρονα υποχώρησαν οι εξαγωγές αγαθών (-0,7%), για πρώτη φορά μετά από άνοδο επί οκτώ συνεχή τρίμηνα, διευρύνοντας την αρνητική συμβολή του εξωτερικού τομέα στη διαμόρφωση του ΑΕΠ (-0,1 της ποσοστιαίας μονάδας). Επίσης αρνητική συμβολή (-0,9 της ποσοστιαίας μονάδας) είχε η δημόσια κατανάλωση, η οποία μειώθηκε κατά 4,1%.

Σύμφωνα με τους διαθέσιμους δείκτες προσδοκιών και βραχυχρόνιας οικονομικής δραστηριότητας, η πορεία της ανάκαμψης συνεχίζεται και το β' τρίμηνο του έτους. Ωστόσο, η εξαγωγική δραστηριότητα αναμένεται να επηρεαστεί από την άνοδο της αβεβαιότητας και την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ως αποτέλεσμα του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού.

Στη διάρκεια του 2018 καταγράφηκε μικρή υποχώρηση του πληθωρισμού. Κατά τους πέντε πρώτους μήνες του 2019 ο μέσος πληθωρισμός ήταν 0,8% και ο μέσος ρυθμός του πυρήνα του πληθωρισμού 0,6%. Η αύξηση του κατώτατου μισθού και οι μειώσεις στην

έμμεση φορολογία ασκούν επιδράσεις προς αντίθετες κατευθύνσεις, οι οποίες αναμένεται να αλληλοαναιρεθούν έως ένα βαθμό, με αποτέλεσμα ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ το 2019 να διαμορφωθεί σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα του 2018.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διαμορφώθηκε στο 2,9% του ΑΕΠ το 2018, εμφανίζοντας επιδείνωση, παρά τη συνεχιζόμενη αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2019 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν αυξημένο σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2018, φθάνοντας τα 5,1 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, καθώς ο περιορισμός του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών λειτούργησε ανασταλτικά σε συνδυασμό και με τη συνεχιζόμενη αύξηση των εισαγωγών. Παράλληλα, το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε. Στον αντίποδα, η άνοδος των εισπράξεων από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές εξακολούθησε να τροφοδοτεί το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών, ενώ βελτιώθηκε και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

Ο θετικός ρυθμός ανάπτυξης το 2018 στήριξε τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας συνέβαλε στην αύξηση της απασχόλησης και στην περαιτέρω σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας τους πρώτους μήνες του 2019.

Όσον αφορά την αγορά ακινήτων, η τάση σταθεροποίησης και τοπικά ανάκαμψης που καταγράφηκε το 2018 συνεχίστηκε τους πρώτους μήνες του 2019, με κύριο χαρακτηριστικό τους διαφορετικούς ρυθμούς προσαρμογής των επιμέρους αγορών και χρήσεων ακινήτων, καθώς οι επενδύσεις εστιάζονται σε τουριστικές δραστηριότητες, ενώ αντίθετα, η εγχώρια ζήτηση, αμγώς για πρώτη κατοικία, δεν παρουσιάζει σημαντική δυναμική.

Θετικές τάσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα

Η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα συνέχισε να βελτιώνεται το 2018 και τους πρώτους μήνες του 2019. Ειδικότερα, συνεχίστηκε η άνοδος των καταθέσεων, περιορίστηκε σημαντικά και τελικά μηδενίστηκε η προσφυγή των τραπεζών στο μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) από την κεντρική τράπεζα και βελτιώθηκε η πρόσβαση των τραπεζικών ιδρυμάτων στη διατραπεζική αγορά. Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της εμπιστοσύνης, συνέβαλαν στη χαλάρωση των περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, με πιο πρόσφατη την πλήρη απελευθέρωση της ανάληψης μετρητών από τον Οκτώβριο του 2018.

Η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος και η σταδιακή υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το οποίο ωστόσο παραμένει πολύ υψηλό, είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Επιπλέον, η πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου βελτιώθηκε και οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων ακολουθούν πτωτική πορεία από την αρχή του έτους. Στη θετική αυτή συγκυρία, κατέστη εφικτή η έκδοση νέων ομολόγων αναφοράς από το Ελληνικό Δημόσιο. Επισημαίνεται όμως ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, των οποίων η πιστοληπτική αξιολόγηση είναι χαμηλότερη της επενδυτικής κατηγορίας, είναι ευάλωτες στις κατά καιρούς αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Θετικές εξελίξεις στα δημόσια οικονομικά το 2018, παραμένει όμως η μεγάλη έμφαση στη φορολογία και στην υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Απρίλιο του 2019, η γενική κυβέρνηση παρουσίασε πλεόνασμα το 2018 για τρίτο συνεχόμενο έτος, το οποίο ανήλθε σε 1,1% του

ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος ύψους 0,7% του ΑΕΠ το 2017. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2018, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,3% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας για τέταρτο συνεχόμενο έτος τους στόχους του προγράμματος, αλλά και τον ετήσιο στόχο που είχε προσδιοριστεί στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019 για πλεόνασμα ύψους 3,98% του ΑΕΠ. Στην υπέρβαση του στόχου έναντι της Εισηγητικής Έκθεσης συνετέλεσε η υποεκτέλεση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και για δημόσιες επενδύσεις.

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 αποφασιστικότητα των ελληνικών αρχών να επιτύχουν τους καθορισμένους δημοσιονομικούς στόχους. Όμως, όπως έχει ήδη τονίσει η Τράπεζα της Ελλάδος σε προηγούμενες εκθέσεις της, οι υψηλοί στόχοι για το πρωτογενές πλεόνασμα και η παρατηρούμενη συστηματική υπέρβασή τους, με έμφαση στην αύξηση των φόρων και την περικοπή των δημόσιων επενδύσεων, επιβραδύνει την ανάκαμψη και ασκεί αρνητική επίδραση στο μακροχρόνιο δυνητικό προϊόν της οικονομίας.

Η νομοθέτηση νέων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων για το 2019 και το 2020 δημιουργεί αβεβαιότητα ως προς την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων

Το Μάιο του 2019 ανακοινώθηκαν νέα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα για το 2019 και το 2020. Η άμεση ψήφιση των πρόσθετων μόνιμων επεκτατικών μέτρων για το 2019, ύψους 0,7% του ΑΕΠ, δημιούργησε αβεβαιότητα ως προς την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων το 2019 και εφεξής και προκάλεσε αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων.

Για το 2019, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα διαθέσιμα

μέχρι σήμερα δημοσιονομικά στοιχεία και υπό την προϋπόθεση της πλήρους εκτέλεσης του σκέλους των δαπανών του προϋπολογισμού, προκύπτει δημοσιονομικό κενό ύψους 0,6% του ΑΕΠ.

Προβλέψεις για συνέχιση της ανάκαμψης και υστέρηση έναντι του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,9% το 2019, 2,1% το 2020 και 2,2% το 2021. Η άνοδος του ΑΕΠ θα στηριχθεί στην ιδιωτική κατανάλωση, στις επιχειρηματικές επενδύσεις και στις εξαγωγές.

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρώς το τρέχον έτος και θα αυξηθεί με ήπιους ρυθμούς την επόμενη διετία, στηριζόμενη στη σταδιακή βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, ως αποτέλεσμα της αύξησης της απασχόλησης και των αμοιβών. Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα έχουν θετική συμβολή στην ανάπτυξη, καθώς θα ενισχύεται σταδιακά η εμπιστοσύνη και θα αποκαθίσταται η ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται με θετικούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς, καθώς η επίδραση της βελτιωμένης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας αντισταθμίζεται εν μέρει από την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να σημειώσουν άνοδο, η οποία θα είναι οριακά χαμηλότερη από εκείνη των εξαγωγών, με αποτέλεσμα οι καθαρές εξαγωγές να έχουν οριακά θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ.

Η συνέχιση της ανάκαμψης της οικονομίας θα συμβάλει στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας και την αύξηση της απασχόλησης.

Ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ αναμένεται να αυξηθεί ελαφρώς έως το 2021, παραμένοντας όμως σε χαμηλά επίπεδα, κυρίως λόγω

της ήπιας αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των υποθέσεων για την πορεία των τιμών του πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε λίγο υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τον καταγραφόμενο πληθωρισμό (headline inflation).

Όσον αφορά τα δημόσια οικονομικά, λαμβάνοντας υπόψη τα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα που ψηφίστηκαν πρόσφατα από τη Βουλή, η πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2019, με βάση τα μέχρι τώρα διαθέσιμα στοιχεία, είναι ότι το πρωτογενές πλεόνασμα θα διαμορφωθεί σε 2,9% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ.

Παραμένουν οι κίνδυνοι στο μακροοικονομικό και δημοσιονομικό πεδίο

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας υπόκεινται σε σημαντικούς εξωτερικούς και εγχώριους κινδύνους.

Όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, κίνδυνοι μπορούν να προκύψουν από μια μεγαλύτερη του αναμενομένου επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας εξαιτίας του εμπορικού προστατευτισμού, από μια πιθανή απότομη διόρθωση στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, που θα μπορούσε να αυξήσει το κόστος και να περιορίσει τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης, από το ενδεχόμενο μιας μη συντεταγμένης αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Brexit) και άλλες γεωπολιτικές εξελίξεις.

Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, καθυστερήσεις στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων ή και ακύρωσή τους θα επιδράσουν αρνητικά στο επενδυτικό κλίμα και την οικονομική δραστηριότητα. Υπάρχουν επίσης σημαντικοί κίνδυνοι στο δημοσιονομικό τομέα λόγω των αποφάσεων της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας, οι οποίες έκριναν αντισυνταγματικές προγενέστερες περικοπές των συντάξεων. Επίσης, σύμφωνα με την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, η δημοσιονομική επίπτωση των πρόσφατων επεκτατικών δημο-

σιονομικών μέτρων ξεπερνά το 1,0% του ΑΕΠ το 2019 και τα επόμενα έτη. Συνεπώς, η υιοθέτηση των επεκτατικών μέτρων δημιουργεί πρόσθετους κινδύνους για την επίτευξη των συμφωνηθέντων στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα επαναξιολογήσει την επίδραση των μέτρων το φθινόπωρο του 2019. Επιπλέον δημοσιονομικοί κίνδυνοι για το 2020 και το 2021 συνδέονται με την κατάργηση της νομοθετημένης μείωσης του αφορολόγητου ορίου στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων και των αντισταθμιστικών του μέτρων.

Από την άλλη πλευρά, η ενεργοποίηση των σχεδίων που έχουν προταθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος και το Υπουργείο Οικονομικών για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα μπορούσε να απελευθερώσει πόρους, οι οποίοι θα διοχετευθούν σε παραγωγικές επενδύσεις, επιταχύνοντας την οικονομική δραστηριότητα.

3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας λόγω των εμπορικών εντάσεων

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε απότομα στα τέλη του 2018. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ υποχώρησε το 2018 σε 3,6%, από 3,8% το 2017, ενώ σύμφωνα με το ΔΝΤ περαιτέρω επιβράδυνση (στο 3,3%) προβλέπεται για το 2019. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του 2018, ήταν το συνδυαστικό αποτέλεσμα εξελίξεων σε ορισμένες οικονομίες και σε συγκεκριμένους κλάδους, όπως λ.χ. η προσωρινή αναστολή υπηρεσιών της ομοσπονδιακής κυβέρνησης των ΗΠΑ, οι φυσικές καταστροφές στην Ιαπωνία, η πτώση των πωλήσεων της γερμανικής αυτοκινητοβιομηχανίας και η αβεβαιότητα για τα δημόσια οικονομικά και το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ιταλία. Ανασχετικά στην οικονομική μεγέθυνση επέδρασαν επίσης η ταχεία εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής και οι αυξήσεις των βασι-

κών επιτοκίων στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με το σταδιακό τερματισμό των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, η πτωτική πορεία και η υψηλή μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών το 2018 και η αβεβαιότητα που προκλήθηκε από τις γεωπολιτικές εντάσεις και τη λήψη μέτρων εμπορικού προστατευτισμού από τις ΗΠΑ και την Κίνα.

Η μείωση των εισαγωγών των αναδυόμενων οικονομιών, και ιδίως της Κίνας, το δ' τρίμηνο του 2018 συνέβαλε στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών σε 3,8% το 2018, από 5,4% το προηγούμενο έτος. Η υψηλή αβεβαιότητα, η οποία προκλήθηκε από τον εμπορικό πόλεμο μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας, καθώς και η παράταση της αβεβαιότητας σχετικά με την τελική έκβαση των διαπραγματεύσεων για το καθεστώς εμπορικών σχέσεων μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και ΕΕ έπληξαν το διεθνές εμπόριο και τη μεταποίηση. Το 2019 προβλέπεται ότι ο ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου θα επιβραδυνθεί περαιτέρω, σε 3,4%, καθώς η παγκόσμια ζήτηση θα εξασθενήσει, το ΑΕΠ και οι εισαγωγές της Κίνας θα επιβραδυνθούν περαιτέρω και οι αβεβαιότητες του προηγούμενου έτους θα συνεχιστούν κατά το μεγαλύτερο διάστημα του έτους.

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να υποχωρήσει σημαντικά το 2019, σε 1,2%, έναντι 1,8% το 2018, καθώς έχουν αποδυναμωθεί οι εξωτερικοί παράγοντες — κυρίως το διεθνές εμπόριο — αλλά και εσωτερικοί, όπως η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις, οι οποίοι ενίσχυαν την οικονομική δραστηριότητα τα τρία τελευταία έτη. Η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2019 — περισσότερο η ιδιωτική κατανάλωση και λιγότερο οι επενδύσεις — ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών αναμένεται να είναι αρνητική, σε αντίθεση με το 2018.

Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία υπογραμμίζουν την ανάγκη ενίσχυσης της διεθνούς οικονομικής συνεργασίας

σε ένα πλαίσιο κοινά αποδεκτών κανόνων για το παγκόσμιο εμπόριο, τις επενδύσεις και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ιδιαίτερα για τη ζώνη του ευρώ, σημαντικές προκλήσεις είναι η συνέχιση των διαρθρωτικών και των θεσμικών μεταρρυθμίσεων, όπως η ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και της ένωσης κεφαλαιαγορών, αλλά και η αποτελεσματική εφαρμογή των ισχυόντων κανόνων, όπως αυτών που προβλέπουν την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η ενιαία νομισματική πολιτική παραμένει διευκολυντική

Λαμβάνοντας υπόψη την προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι θα καθυστερήσει η σύγκλιση του πληθωρισμού προς ρυθμούς λίγο κάτω του 2%. Ειδικότερα, θα καθυστερήσει η μετακύλιση των αυξήσεων του κόστους εργασίας στις τιμές των τελικών προϊόντων και θα επιβραδυνθεί ο ρυθμός με τον οποίο συρρικνώνεται το αρνητικό παραγωγικό κενό που εκτιμάται ότι επικρατεί στη ζώνη του ευρώ.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2019), ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,3% κατά μέσο όρο το 2019, 1,4% το 2020 και 1,6% το 2021. Με βάση τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για το αργό πετρέλαιο, εκτιμάται ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα επιβραδυνθεί τους επόμενους μήνες, ενώ σύμφωνα με τις προαναφερθείσες προβολές, ο πυρήνας του πληθωρισμού θα διαμορφωθεί σε 1,1% (κατά μέσο όρο) το 2019, 1,4% το 2020 και 1,6% το 2021.

Έτσι, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι η νομισματική πολιτική του Ευρω-

συστήματος θα πρέπει να διατηρήσει επαρκώς διευκολυντική κατεύθυνση, ώστε να εξασφαλιστεί η παραμονή του πληθωρισμού σε πορεία σύγκλισης προς επίπεδα λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα. Συνεπώς (α) αποφάσισε να μεταθέσει την πρώτη πιθανή ημερομηνία για αύξηση των βασικών επιτοκίων μετά το πρώτο εξάμηνο του 2020, (β) δρομολόγησε μια τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διетуs διάρκειας προς τις τράπεζες στη ζώνη του ευρώ (TLTRO-III) για το διάστημα Σεπτεμβρίου 2019-Μαρτίου 2021 με τριμηνιαία συχνότητα και (γ) ανακοίνωσε ότι οι πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν, τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2021, να διενεργούνται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη ικανοποίηση της ζήτησης των τραπεζών για άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει επίσης δηλώσει ότι το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει, για παρατεταμένο χρονικό διάστημα μετά την πρώτη αύξηση των βασικών επιτοκίων, να επανατοποθετεί σε χρεόγραφα το προϊόν της ωρίμανσης τίτλων τους οποίους απέκτησε κατά το παρελθόν σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς τίτλων. Η πολιτική επανεπένδυσης θα ακολουθηθεί για όσο χρόνο καταστεί αναγκαίο, προκειμένου να διατηρηθούν ευνοϊκές οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ και να παραμείνει υψηλός ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική τηρεί διευκολυντική κατεύθυνση.

Ο συνδυασμός των παρεχόμενων καθοδηγητικών ενδείξεων όσον αφορά τις πιθανές μελλοντικές προσαρμογές των βασικών επιτοκίων με την πολιτική επανεπένδυσης και τη διεξαγωγή της νέας σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα επιφέρει σημαντική ώθηση στην οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει διατυπώσει την πρόθεσή του να προχωρήσει, πέρα από τα μέτρα που εφαρμόζει επί του παρόντος, σε τροποποιήσεις εκ νέου των μέσων νομι-

σματικής πολιτικής, εάν αυτό χρειαστεί, προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να εξακολουθήσει να κατευθύνεται σταθερά προς τις επιθυμητές τιμές. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, στην πρόσφατη ομιλία του στη Σίντρα της Πορτογαλίας, εξειδίκευσε ακόμη περισσότερο τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες η νομισματική πολιτική μπορεί να γίνει πιο επεκτατική.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Βελτίωση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και στην οικονομία

Το 2018 και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2019 οι καταθέσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στις εγχώριες τράπεζες ενισχύθηκαν, συνεχίζοντας την ανοδική πορεία που ακολουθούν από τα μέσα του 2016, εξαιτίας της συνεχιζόμενης ανάκαμψης και της βελτίωσης της εμπιστοσύνης. Θετική επίδραση, αν και επιβραδυνόμενη σε σχέση με τα τρία αμέσως προηγούμενα έτη, εξακολούθησε να ασκεί στα διαθέσιμα των επιχειρήσεων η χρήση ηλεκτρονικών πληρωμών στις καθημερινές συναλλαγές.

Από τον Ιούνιο του 2015, οπότε τέθηκε σε ισχύ το πλέγμα περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στις ελληνικές τράπεζες έχουν ενισχυθεί κατά 19,3 δισεκ. ευρώ (ή 16%). Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα ανήλθαν σε 71,9% στο τέλος του α' τριμήνου του 2019, από 67,4% το α' τρίμηνο του 2017. Τα ποσοστά αυτά υπολείπονται ακόμη των αντίστοιχων ποσοστών πριν από την εκδήλωση της κρίσης (μέσος όρος α' τριμήνων κατά τα έτη 2003-2009: 79%).

Παράλληλα, καταγράφηκε σημαντική εισροή τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα, που συμβαδίζει με υποχώρηση της ζήτησης χρήματος σε φυσική μορφή. Η εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία ως ποσοστό του ΑΕΠ υποχώρησε σε 16% τη δωδεκάμηνη περίοδο Απριλίου 2018-Μαρτίου 2019 έναντι 20% το προηγούμενο δωδεκάμηνο. Στην

παραπάνω εξέλιξη συνέβαλε θετικά και η εισροή τραπεζογραμματίων ευρώ από ξένους επισκέπτες στην Ελλάδα (των οποίων ο αριθμός βαίνει αυξανόμενος κατά τα τελευταία έτη).

Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρουσίασε αύξηση από τα τέλη του προηγούμενου έτους. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αφού παρέμεινε αρνητικός σχεδόν καθ' όλη τη διάρκεια του προηγούμενου έτους, το Δεκέμβριο του 2018 και στις αρχές του 2019 έγινε θετικός (Απρίλιος 2019: 2,6%). Το πρώτο τετράμηνο του 2019 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν θετική – δηλ. τα νέα δάνεια, κατά μέσο όρο, υπερέρβαιναν τις πραγματοποιούμενες αποπληρωμές υφιστάμενων δανείων – και μάλιστα εμφάνισε σημαντική άνοδο σε 170 εκατ. ευρώ, έναντι 17 εκατ. ευρώ το 2018 (2017: 26 εκατ. ευρώ). Η ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων (δηλ. το ύψος των εκταμιεύσεων νέων δανείων τακτής λήξης) προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 διαμορφώθηκε, σε μέση μηνιαία βάση, σε 492 εκατ. ευρώ, δηλ. σχεδόν στο ήμισυ της αντίστοιχης ροής το 2018 (952 εκατ. ευρώ, 2017: 605 εκατ. ευρώ). Όσον αφορά τις τραπεζικές πιστώσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις χωρίς προκαθορισμένη ημερομηνία εξόφλησης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων αυξήθηκε κατά 208 εκατ. ευρώ (αναλογικά κατά 2,7%) το πρώτο τετράμηνο του 2019 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους, ενώ το 2018 είχε καταγράψει ετήσια μείωση έναντι του 2017 (-5,0%).

Η άνοδος του ΑΕΠ, η υποχώρηση των επιτοκίων χορηγήσεων των τραπεζών και ο περιορισμός του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα οποία δυσκολεύουν την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών, συνέβαλαν στη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης του επιχειρηματικού τομέα.

Η πρόσφατη αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατευθύνθηκε κυρίως στις μεγάλες επιχειρήσεις, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι η διαθεσιμότητα της τραπεζικής πίστης προς τις σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις επιδεινώθηκε σε σύγκριση με το παρελθόν – αντίθετα υπάρχουν ενδείξεις από την έρευνα SAFE ότι η διαθεσιμότητα ενισχύεται προσφάτως. Οι επενδύσεις και τα κεφάλαια κίνησης που θα χρηματοδοτήσουν οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις μεγάλες επιχειρήσεις θα δράσουν πολλαπλασιαστικά, συμβάλλοντας σε αύξηση της παραγωγής και πολλών επιχειρήσεων σχετικά μικρότερου μεγέθους. Ομοίως, η βελτίωση της ρευστότητας των μεγάλων επιχειρήσεων θα συντελέσει σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας εμπορικών πιστώσεων και για τις μικρότερες επιχειρήσεις.

Όσον αφορά την καταναλωτική και στεγαστική πίστη, η πιστωτική συστολή συνεχίζεται. Ειδικότερα, το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της καταναλωτικής πίστης ήταν κατά μέσο όρο -0,8% (2018: -0,6%), ενώ ο αντίστοιχος των στεγαστικών δανείων διατηρήθηκε στο -2,9% (2018: -3,0%). Ο περιορισμός των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά συνεχίστηκε παρά την αύξηση της απασχόλησης, την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και την άνοδο του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Ωστόσο, η άνοδος των επιτοκίων στα δάνεια (ιδιαίτερα τα στεγαστικά) προς τα νοικοκυριά το 2018 και το πρώτο τετράμηνο του 2019 είχε αρνητική επίδραση.

Συνολικά, οι τάσεις που παρατηρούνται έως τώρα αναμένεται να συνεχιστούν, με περαιτέρω αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά θα είναι ασθενέστερη συγκριτικά με τις επιχειρήσεις, αλλά μάλλον βελτιωμένη έναντι του πρόσφατου παρελθόντος. Οι παραπάνω εκτιμήσεις βασίζονται στην υπόθεση ότι η ρευστότητα των τραπεζών θα συνεχίσει να ενισχύεται λόγω της διεύρυνσης της πρόσβασης στις αγορές

χρήματος και ομολόγων και της ανόδου των τραπεζικών καταθέσεων, ενώ το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, που επηρεάζει αρνητικά την πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών, θα συνεχίσει να μειώνεται.

Θετικές εξελίξεις στις αρχές του 2019 στην αγορά κρατικών ομολόγων και στο χρηματιστήριο

Η επιδείνωση των προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία και οι συνακόλουθες αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές επηρέασαν αυξητικά τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων και πτωτικά τις τιμές στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά το 2018.

Ωστόσο, στις αρχές του 2019 οι ανησυχίες των επενδυτών μετριάζτηκαν, με αποτέλεσμα να αντιστραφούν μερικώς οι προαναφερθείσες δυσμενείς εξελίξεις στην εγχώρια αγορά κεφαλαίων και να καταγραφεί συρρίκνωση του περιθωρίου μεταξύ της απόδοσης των δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και του γερμανικού κρατικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας.

Στη θετική αυτή συγκυρία, κατέστη εφικτή η έκδοση νέων ομολόγων αναφοράς από το Ελληνικό Δημόσιο. Συγκεκριμένα, το Φεβρουάριο και το Μάρτιο του 2019 εκδόθηκαν 5ετές και 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου, με τα οποία αντλήθηκαν 5 δισεκ. ευρώ, ενώ τα ετήσια τοκομερίδιά τους είναι 3,45% και 3,875% αντίστοιχα. Και στις δύο εκδόσεις η συμμετοχή επενδυτών από το εξωτερικό ήταν ιδιαίτερα μεγάλη, καταδεικνύοντας τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος. Επίσης, κατά τη διάρκεια των πρώτων έξι μηνών του 2019 το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση εντόκων γραμματίων 3, 6 και 12 μηνών, αντλώντας 13,9 δισεκ. ευρώ. Αξιοσημείωτη είναι η πτώση του μέσου σταθμικού κόστους δανεισμού σε 0,61%, από 1,1% το αντίστοιχο διάστημα του 2018.

Όσον αφορά τις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, η πορεία ήταν γενικά πτωτική, με εξαίρεση μία σύντομη περίοδο στις αρχές Μαΐου, όταν η ανακοίνωση νέων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων για το

2019 και το 2020, σε συνδυασμό με αναταραχή στο διεθνές επενδυτικό περιβάλλον, προκάλεσε αντιστροφή της καθοδικής πορείας των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, η οποία μετρίασε τη θετική δυναμική που είχε δημιουργηθεί το πρώτο τετράμηνο του έτους. Ωστόσο, το αποτέλεσμα των ευρωεκλογών στο τέλος Μαΐου 2019 και η προσφυγή σε πρόωρες εθνικές εκλογές αμέσως μετά επέφεραν ραγδαία βελτίωση στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου. Η καμπύλη αποδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου στις αρχές Ιουνίου διαμορφώθηκε σε σημαντικώς χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το τέλος του 2018, με την απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου να υποχωρεί σε επίπεδα κάτω του 3%, ενώ η κλίση της καμπύλης αντανάκλα τη μεγάλη υποχώρηση του κινδύνου και στο μακροπρόθεσμο τμήμα της. Επίσης, η διαφορά της απόδοσης του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου από εκείνη του γερμανικού 10ετούς κρατικού ομολόγου ήταν σημαντικά χαμηλότερη σε σύγκριση με το τέλος του 2018, μειωμένη περισσότερο από τις αντίστοιχες διαφορές ομολόγων άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση.

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν συνολικά διευκολυντικές κατά το 2018, παρά τις κατά καιρούς διακυμάνσεις, κυρίως λόγω της βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος διεθνώς. Το κόστος δανεισμού των μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, καθώς η αναζήτηση αποδόσεων ωφέλησε ιδιαίτερα τα ομόλογα επιχειρήσεων με καλά θεμελιώδη μεγέθη αλλά χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση.

Ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, μετά από πτώση 25% σε ετήσια βάση το 2018, κατέγραψε άνοδο το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου 2019. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται στη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και στη μείωση της μεταβλητότητας διεθνώς. Επισημαίνεται ότι οι αποδόσεις των τιμών του τραπεζικού κλάδου (οι οποίες είχαν υποχωρήσει κατά 52% σε ετήσια βάση το 2018) υπερέβησαν εκείνες των υπόλοιπων κλάδων.

Η κερδοφορία των τραπεζών παραμένει αδύναμη

Η κερδοφορία των τραπεζών πριν από φόρους και προβλέψεις παραμένει αδύναμη, όπως φαίνεται τόσο από τα αποτελέσματα του 2018 όσο και από τα αποτελέσματα των τεσσάρων συστημικών τραπεζών το α' τρίμηνο του 2019.

Ειδικότερα, τα καθαρά έσοδα των τραπεζών το 2018 υποχώρησαν σε σύγκριση με το 2017, ενώ, αν ληφθούν υπόψη και τα αποτελέσματα από διακοπτόμενες δραστηριότητες, οι τράπεζες κατέγραψαν ζημιές. Αυτό συνέβη διότι η αύξηση που εμφάνισαν τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες δεν ήταν αρκετή για να αντισταθμίσει τη μείωση των εσόδων από τοκοφόρες εργασίες (άλλωστε τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες έχουν υποχωρήσει σημαντικά τα τελευταία έτη). Τα έσοδα από τόκους συνέχισαν να μειώνονται, κυρίως εξαιτίας της συρρίκνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών και της εφαρμογής του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (ΔΠΧΠ 9/IFRS 9) από την 1η Ιανουαρίου 2018. Σχετικά μειωμένες εμφανίστηκαν οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, αν και το ύψος τους παραμένει υψηλό σε σχέση με την καθαρή αξία του χαρτοφυλακίου δανείων. Τέλος, συνεχίζονται οι προσπάθειες περαιτέρω περιστολής του κόστους.

Το α' τρίμηνο του 2019, με βάση τα αποτελέσματα των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, τα καθαρά έσοδα εμφάνισαν μικρή μόνο άνοδο και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν. Αυτό όμως οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι μία τράπεζα εμφάνισε μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις το α' τρίμηνο του 2019, ενώ μία άλλη που είχε καταγράψει υψηλές δαπάνες λόγω εθελουσίας εξόδου το α' τρίμηνο του 2018 εμφάνισε βελτιωμένα μεγέθη την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

Ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια

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

βάση παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα (14,9% και 15,5% αντίστοιχα για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες στο τέλος του α' τριμήνου του 2019).

Από την αρχή του 2019 οι τράπεζες τηρούν αυξημένα αποθέματα ασφαλείας. Το απόθεμα ασφαλείας διατήρησης κεφαλαίου (capital conservation buffer) αυξήθηκε σε 2,5% των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού (από 1,875%), καθώς ολοκληρώθηκε η μεταβατική περίοδος πλήρους εφαρμογής του. Το ποσοστό του αποθέματος ασφαλείας για τα “λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα” (O-SII buffer) για το έτος 2019 καθορίστηκε σε 0,25% των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού. Σημειώνεται ότι η συνολική απαίτηση αποθεμάτων ασφαλείας αποτελείται από κεφάλαιο κοινών μετοχών της κατηγορίας 1 (CET1).

Υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων

Οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο ως προς τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ). Ειδικότερα, στο τέλος Μαρτίου 2019 τα ΜΕΔ ανήλθαν σε 80 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά περίπου 1,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2018 και κατά περίπου 27,2 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ.

Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ το α' τρίμηνο του 2019 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές ύψους 0,9 δισεκ. ευρώ και πωλήσεις ύψους 0,8 δισεκ. ευρώ, ενώ σημαντικού ύψους πωλήσεις ΜΕΔ έχουν ήδη δρομολογηθεί για να υλοποιηθούν εντός του έτους.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε το Μάρτιο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (45,2%). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 44,7% για το στεγαστικό, 54,1% για το καταναλωτικό και 44% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο.

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΔ, 49% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελλθεί από τις τράπεζες, 30,9%

δάνεια αβέβαιης είσπραξης και 20,1% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών, τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγεληθεί. Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης κάλυψης ανήλθε σε 47,1%.

Γενικά ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τη βελτίωση του οικονομικού και θεσμικού περιβάλλοντος, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλ. μέσω είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, αναδιαρθρώσεων δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν περιορισμένες. Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα ΜΕΔ, σε αντιδιαστολή με ρυθμίσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη ρύθμιση. Μάλιστα, σε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Αυτό δημιουργεί σοβαρά ερωτηματικά ως προς την καταλληλότητα και αποτελεσματικότητα των προσφερόμενων ρυθμίσεων.

Όσον αφορά τους επιχειρησιακούς στόχους για τη μείωση των ΜΕΔ, στόχος είναι ο δείκτης ΜΕΔ να έχει διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε επίπεδα κάτω του 20% στο τέλος του 2021. Συνολικά, έχει συντελεστεί πρόοδος ως προς τη μείωση του ποσοστού των ΜΕΔ, ωστόσο οι ρυθμοί μείωσης δεν αρκούν ώστε να επιτευχθεί σύντομα σύγκλιση του δείκτη ΜΕΔ προς τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό μέσο όρο, που στο τέλος του 2018 διαμορφώθηκε σε 3,2%. Η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι απαιτείται μια αποφασιστική και συστημική λύση στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα λειτουργεί συμπληρωματικά προς τις προσπάθειες των ίδιων των τραπεζών. Προς την κατεύθυνση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταθέσει σχετική συστημική πρόταση. Το Υπουργείο Οικονομικών έχει επίσης καταθέσει πρόταση για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις και προβλήματα που κληροδότησε η μακρόχρονη οικονομική κρίση. Οι σημαντικότερες προκλήσεις είναι οι ακόλουθες:

- Το **πολύ υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων** στους ισολογισμούς των τραπεζών μειώνει την ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να παρέχει πιστώσεις σε υγιείς επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να καθυστερεί την ανάκαμψη των επενδύσεων και της οικονομικής δραστηριότητας.

- Το **πολύ υψηλό δημόσιο χρέος** (του οποίου η βιωσιμότητα όμως βελτιώθηκε σημαντικά μεσοπρόθεσμα με τα μέτρα που ενέκρινε το Eurogroup τον Ιούνιο του 2018) δημιουργεί αβεβαιότητα ως προς την ικανότητα της χώρας να το εξυπηρετήσει σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, με αποτέλεσμα να αυξάνει το κόστος δανεισμού του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα και να περιορίζει την αναπτυξιακή δυναμική.

- Η **διατήρηση μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων** για μια παρατεταμένη περίοδο (3,5% του ΑΕΠ έως το 2022) έχει αρνητικό αντίκτυπο στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Η περιοριστική επίδραση των μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων είναι ακόμη πιο έντονη όταν συνοδεύεται από **πολύ υψηλή φορολογία** (συμπεριλαμβανομένων των υψηλών εισφορών κοινωνικής ασφάλισης) και περικοπές του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, με αποτέλεσμα την επιβράδυνση της ανάκαμψης και την αύξηση της παραοικονομίας.

- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να είναι αρνητικό και συνεχίζει να τροφοδοτεί την **αρνητική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση** της χώρας.

- Η **υψηλή μακροχρόνια ανεργία**, το μεγάλο ποσοστό ανεργίας των νέων και το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό εντείνουν τις κοινωνικές ανισότητες, θέτουν σε κίνδυνο την κοινωνική

συνοχή και οδηγούν σε απαξίωση του ανθρώπινου κεφαλαίου.

- Η **δημογραφική κρίση**, που οφείλεται στη γήρανση του πληθυσμού και στη μετανάστευση εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού κατά τη διάρκεια της κρίσης, οδηγεί σε μείωση του πληθυσμού και χαμηλότερη δυναμική ανάπτυξη, αυξάνοντας τους κινδύνους για τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και των δημόσιων οικονομικών.

- Η **υψηλή εισοδηματική ανισότητα** σε συνδυασμό με την **περιορισμένη επίδραση των κοινωνικών επιδομάτων στη μείωση του κινδύνου φτώχειας** (15,83% το 2017 στην Ελλάδα, σε σχέση με 33,98% στην ΕΕ). Η παγκοσμιοποίηση, ο ψηφιακός μετασχηματισμός, οι δημογραφικές αλλαγές και η κλιματική αλλαγή δημιουργούν νέες ευκαιρίες για ανάπτυξη, αλλά ταυτόχρονα αυξάνουν και τις κοινωνικές ανισότητες. Παρότι το κράτος παρεμβαίνει μέσω της κοινωνικής και φορολογικής πολιτικής για να διασφαλίζει την επίτευξη οικονομικής ανάπτυξης χωρίς αποκλεισμούς και ανισότητες, τα έως τώρα αποτελέσματα δεν κρίνονται επαρκή. Σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ, ενώ η μέση ελληνική οικογένεια αντιμετωπίζει μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση, απολαμβάνει λιγότερο ικανοποιητικές κοινωνικές παροχές σε σχέση με το μέσο όρο του ΟΟΣΑ.¹

- Ο **αργός ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας**, η οποία χαρακτηρίζεται από χαμηλή διείσδυση σε ευρυζωνικές επικοινωνίες υψηλής ταχύτητας και περιορισμένες βασικές ψηφιακές δεξιότητες. Με βάση το Δείκτη Ψηφιακής Οικονομίας και Κοινωνίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Ελλάδα για το 2019 κατατάσσεται 26η μεταξύ των 28 χωρών της ΕΕ, γεγονός που υποδηλώνει υψηλό κίνδυνο τεχνολογικής υστέρησης και ψηφιακού αναλφαριθμητισμού και εγκλωβισμό σε μόνιμα χαμηλή παραγωγικότητα.

- Η **πολυτελής ύφεση έχει αφήσει ένα εξαιρετικά μεγάλο επενδυτικό κενό**, το οποίο ενδέ-

χεται να υποβαθμίσει σε μόνιμη βάση την παραγωγική δυναμικότητα της ελληνικής οικονομίας. Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της οικονομίας (σε σταθερές τιμές 2010) υποχώρησε κατά 67,4 δισεκ. ευρώ μεταξύ 2010 και 2016. Αφαιρώντας την επίδραση της πτώσης του κεφαλαιακού αποθέματος των κατοικιών, το παραγωγικό καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της οικονομίας υποχώρησε κατά 28,7 δισεκ. ευρώ την περίοδο 2010-2016. Σύμφωνα με τις πρόσφατες εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, παρά τη σημαντική πρόβλεψη για άνοδο του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου το 2019 και το 2020, οι καθαρές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αναμένεται να παραμείνουν αρνητικές εξαιτίας των αρνητικών καθαρών επενδύσεων από τον ιδιωτικό τομέα. Συνεπώς, το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι θα μειωθεί περαιτέρω κατά τα επόμενα δύο χρόνια.

- Χωρίς να αγνοήσουμε τις συνέπειες της σχετικά χαμηλής εγχώριας ζήτησης και τους περιορισμούς στη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένων των σημαντικά υψηλότερων επιτοκίων δανεισμού σε σύγκριση με αυτά που επικρατούν στις άλλες χώρες της ευρωζώνης, **το επιχειρηματικό περιβάλλον δεν μπορεί να θεωρηθεί φιλικό προς τις επενδύσεις**. Αυτό οφείλεται στους υψηλούς φορολογικούς συντελεστές, στην εκτεταμένη γραφειοκρατία και πολυνομία, στην ανασφάλεια δικαίου και τις καθυστερήσεις στην απονομή της δικαιοσύνης και γενικότερα στην ύπαρξη εμποδίων και προσκομμάτων που αποδεδειγμένα παρεμποδίζουν την υλοποίηση επενδύσεων, επιδεινώνοντας εν τέλει το επιχειρηματικό κλίμα. Σε αυτό το πλαίσιο, πρέπει να σημειωθεί ότι η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα όχι μόνο είναι χαμηλή σε σύγκριση με τους Ευρωπαίους εταίρους, αλλά και υποχώρησε τα τελευταία χρόνια, σύμφωνα με το δείκτη ευχέρειας του επιχειρείν (ease of doing business) της Παγκόσμιας Τράπεζας (Οκτώβριος 2018), το δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του

¹ OECD (2018), *Risks that Matter*, OECD (2019), *Taxing Wages*.

Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ (Οκτώβριος 2018), αλλά και με βάση την παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας για το 2019 του IMD World Competitiveness Center.

- Τέλος, η **κλιματική αλλαγή** απαιτεί συντονισμένες προσπάθειες για την αντιμετώπισή της. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει ενεργό ρόλο στον τομέα αυτό μέσω της Επιτροπής Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ).

7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΜΕ ΚΙΝΗΤΗΡΙΑ ΔΥΝΑΜΗ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΞΑΓΩΓΕΣ

Για να καλυφθεί το επενδυτικό κενό σε εύλογο χρονικό διάστημα και με ρεαλιστικούς ρυθμούς αύξησης των επενδύσεων, οι ιδιωτικές επενδύσεις πρέπει στο εξής να επικεντρωθούν στις πιο παραγωγικές και εξωστρεφείς επιχειρηματικές δραστηριότητες, ώστε να αποφευχθούν τα λεγόμενα “φαινόμενα υστέρησης”, σύμφωνα με τα οποία η ύφεση που προηγήθηκε απαξιώνει το παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας σε μόνιμη βάση.

Βάσει των εκτιμήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος, για να φθάσει το καθαρό κεφαλαίο απόθεμα την επόμενη δεκαετία στα επίπεδα του 2010, θα χρειαστεί μία αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου σε σταθερές τιμές κατά περίπου 10% ετησίως μέχρι το 2029, εφόσον διατηρηθεί το υπάρχον μίγμα επενδύσεων. Αν εξαιρέσουμε τις επενδύσεις σε κατοικίες, για να αποκατασταθεί το καθαρό κεφαλαίο απόθεμα εκτός κατοικιών στα επίπεδα του 2010, θα χρειαστεί μία αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (πλην κατοικιών) κατά περίπου 5% ετησίως μέχρι το 2029.

Σύμφωνα με τις πρόσφατες συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προς την Ελλάδα, ανάγκες για πρόσθετες δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις υπάρχουν στο μεταφορικό δίκτυο, στην επεξεργασία στερεών αποβλήτων και βιομηχανικών λυμάτων, στην υδροδότηση, στις υποδομές και τη συνδεσιμότητα των ενεργειακών δικτύων,

κυρίως των νησιωτικών περιοχών με την ηπειρωτική Ελλάδα, στις τεχνολογίες πληροφορίας και επικοινωνιών (ΤΠΕ), στην καινοτομία, στην εκπαίδευση και την κατάρτιση. Πολλές από τις παραπάνω επενδύσεις, ειδικά αυτές που αφορούν τις μεταφορές, τα δίκτυα και την ενέργεια, προτείνονται με στόχο να ευθυγραμμιστούν τα πρότυπα περιβαλλοντικής προστασίας της χώρας με την υπόλοιπη ΕΕ, κάτι ιδιαίτερα σημαντικό λαμβάνοντας υπόψη τους κινδύνους από την κλιματική αλλαγή.

Δεδομένων των προκλήσεων και των κινδύνων που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, προτεραιότητα την επόμενη περίοδο θα πρέπει να δοθεί στις ακόλουθες πολιτικές, που έχουν ως στόχο τη μετάβαση της οικονομίας σε ένα βιώσιμο, εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο, με κινήτρια δύναμη τις επενδύσεις.

1^ο Απαιτείται δραστική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), με ενεργοποίηση των σχεδίων που έχουν προταθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος και το Υπουργείο Οικονομικών, ώστε να αυξηθεί η τραπεζική χρηματοδότηση και να ανακάμψουν οι επενδύσεις.

2^ο Είναι ανάγκη να διευρυνθούν οι πηγές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Δηλαδή θα πρέπει να αξιοποιηθούν σε μεγαλύτερο βαθμό οι δυνατότητες που προσφέρουν οι κεφαλαιαγορές και η εναλλακτική χρηματοδότηση (π.χ. τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, η συμμετοχική χρηματοδότηση και οι εξειδικευμένες χρηματιστηριακές πλατφόρμες αγορών μετοχών μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι μετατρέψιμες ομολογίες κ.λπ.). Σημαντική ώθηση στις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης μπορεί να δοθεί μεσοπρόθεσμα και από την υλοποίηση της ένωσης κεφαλαιαγορών σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

3^ο Απαιτείται μια πιο επιθετική πολιτική προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων, καθώς η εγχώρια αποταμίευση δεν επαρκεί να καλύψει τις επενδύσεις που είναι αναγκαίες προκειμένου να επιτευχθούν υψηλοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης. Για να προ-

σελκύσει η χώρα περισσότερες ξένες άμεσες επενδύσεις, **θα πρέπει να επιταχυνθούν οι ιδιωτικοποιήσεις, οι οποίες ενεργοποιούν και πρόσθετες ιδιωτικές επενδύσεις, και να δοθεί έμφαση στην άρση σημαντικών αντικινήτρων**, όπως η γραφειοκρατία, η ασάφεια και αστάθεια του νομοθετικού, ρυθμιστικού και θεσμικού πλαισίου, το μη προβλέψιμο φορολογικό σύστημα, η ελλιπής προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, η περιορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση και το υψηλό κόστος δανεισμού, οι καθυστερήσεις στη δικαστική επίλυση των διαφορών, καθώς και οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων που αφορούν τις διεθνείς πληρωμές και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό.

4^{ον} Πρέπει επίσης να ισχυροποιηθεί η ανεξάρτητη λειτουργία των θεσμών και να ενισχυθεί το κράτος δικαίου. Σύμφωνα με τη διεθνή εμπειρία, οι χώρες με ισχυρούς, ανεξάρτητους θεσμούς και ισχυρό κράτος δικαίου που εμπνέει σεβασμό επιτυγχάνουν υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη, καθώς διευκολύνονται οι επενδύσεις σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο. Παρεμβάσεις στη δημόσια διοίκηση, στη λειτουργία των ανεξάρτητων αρχών και ιδιαίτερα στη δικαιοσύνη δεν συνάδουν με ένα σύγχρονο κράτος δικαίου.

5^{ον} Είναι καταλυτικής σημασίας όχι μόνο **να μην σημειώνεται οπισθοδρόμηση και να ακυρώνονται μεταρρυθμίσεις, αλλά να ενισχύονται εκείνες** που ενθαρρύνουν τον ανταγωνισμό στις αγορές, γεγονός που με τη σειρά του αυξάνει τα κίνητρα για καινοτομία και νέες επενδύσεις, οδηγεί σε υψηλότερη παραγωγικότητα και απασχόληση και βελτιώνει τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

6^{ον} Σε συνεννόηση και συμφωνία με τους Ευρωπαίους εταίρους, θα πρέπει **να μειωθούν οι στόχοι για το πρωτογενές πλεόνασμα** μέχρι το 2022 και να υιοθετηθεί ένα μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές και χαμηλότερες εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, ώστε να είναι φιλικότερο προς τις επενδύσεις, την ανταγωνιστικότητα και την ανάπτυξη.

Η μείωση του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα σε πιο ρεαλιστικό επίπεδο σε σχέση με το ισχύον 3,5% του ΑΕΠ μέχρι το 2022, εφόσον συνδυαστεί με περισσότερες μεταρρυθμίσεις και ιδιωτικοποιήσεις, δεν συνεπάγεται υψηλότερο δημόσιο χρέος, αλλά πιθανότατα χαμηλότερο: διότι, όταν το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι 180%, τότε 1% υψηλότερος ρυθμός ανάπτυξης (ο οποίος μπορεί να προκύψει εάν η μείωση του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα επιτευχθεί με μείωση φόρων και εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, σε συνδυασμό με περισσότερες ιδιωτικοποιήσεις και μεταρρυθμίσεις) ή/και 100 μονάδες βάσης χαμηλότερο κόστος δανεισμού (που έχει ήδη προκύψει σε σχέση με το βασικό σενάριο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής) είναι 1,8 φορές πιο αποτελεσματικά για τη μείωση του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ από ό,τι μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ πρωτογενές πλεόνασμα. Σε αυτό πρέπει να προστεθούν και τα έσοδα από τις περισσότερες ιδιωτικοποιήσεις.

7^{ον} Είναι αναγκαίο να δοθεί **μεγαλύτερη έμφαση στη δημιουργία σχημάτων σύμπραξης δημόσιου-ιδιωτικού τομέα, στη βελτίωση της αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου, κυρίως μέσω μιας σύγχρονης νομοθεσίας για τις χρήσεις γης, στην αύξηση των δημόσιων επενδύσεων** που έχουν πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία **και στην εισαγωγή διεθνών λογιστικών προτύπων σε όλες τις επιχειρήσεις και φορείς της γενικής κυβέρνησης και του δημόσιου τομέα γενικότερα**, από ένα μέγεθος και πάνω. Οι συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα βελτιστοποιούν το σύνολο των εθνικών πόρων, δηλ. το άθροισμα των δημοσίων και ιδιωτικών, και προσφέρουν λύσεις ακόμη και σε τομείς όπως η κοινωνική ασφάλιση και η υγεία, αυξάνοντας και όχι μειώνοντας τους διαθέσιμους πόρους για τους πολίτες και βελτιώνοντας το επίπεδο των παρεχόμενων υπηρεσιών. Ευρωπαϊκές χώρες με ιδιαίτερα ενισχυμένο κράτος πρόνοιας, όπως οι σκανδιναβικές, είναι αυτές στις οποίες κατ'εξοχήν βρίσκουν εφαρμογή τέτοια σχήματα στην κοινωνική ασφάλιση και στην υγεία, όπου οι ιδιωτικοί πόροι συμπληρώνουν τους

δημόσιους και ο ιδιωτικός τομέας εποπτεύεται, ελέγχεται και αδειοδοτείται από το Δημόσιο για τέτοιου είδους δραστηριότητες.

8^{ον} Πρέπει να ενισχυθεί το “τρίγωνο της γνώσης”, δηλ. η εκπαίδευση, η έρευνα και η καινοτομία, με την υιοθέτηση πολιτικών και μεταρρυθμίσεων που ενθαρρύνουν την έρευνα, διευκολύνουν τη διάδοση της τεχνολογίας, τονώνουν την επιχειρηματικότητα και ενισχύουν τους δεσμούς μεταξύ επιχειρήσεων, ερευνητικών κέντρων και πανεπιστημίων. Κάτι τέτοιο συμβάλλει στην περαιτέρω αύξηση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης και του μεριδίου του κλάδου των ΤΠΕ στο ΑΕΠ. Συνολικά, η ενδυνάμωση του τριγώνου της γνώσης θα οδηγήσει στον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας, στην αύξηση του αποθέματος γνώσης και παραγωγικού κεφαλαίου, στην ανάπτυξη εξωστρεφών κλάδων και γενικότερα στην προώθηση της οικονομίας και της κοινωνίας της γνώσης.

9^{ον} Τέλος, προϋπόθεση για την επίτευξη των πολιτικών που περιγράφηκαν παραπάνω είναι ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης, με τον ανασχεδιασμό διαδικασιών και αρμοδιοτήτων, την ψηφιοποίηση και την αξιολόγηση και αναβάθμιση του στελεχιακού δυναμικού και των υποδομών της.

Η ελληνική οικονομία από το 2010 μέχρι σήμερα έχει επιτύχει μια άνευ προηγουμένου διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας και την αναδιάρθρωση και ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού της συστήματος, ενώ η οικονομική ανάκαμψη έχει ήδη ξεκινήσει, αν και οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν σχετικά χαμηλοί. Παρ' όλα αυτά, η οικονομία εξακολουθεί να

αντιμετωπίζει μεγάλες προκλήσεις, ενώ σημαντικοί κίνδυνοι προέρχονται τόσο από το εγχώριο περιβάλλον, που σχετίζονται με την οπισθοδρόμηση των μεταρρυθμίσεων ή και την ακύρωσή τους, όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας λόγω του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και των γεωπολιτικών εντάσεων.

Προκειμένου να εμποδωθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και να διασφαλιστεί η επίτευξη ταχύτερων ρυθμών ανάπτυξης, απαιτείται προώθηση και όχι αναστολή ή κατάργηση των μεταρρυθμίσεων που έχει ανάγκη η χώρα. Κάτι τέτοιο θα καταστήσει την Ελλάδα ελκυστικό προορισμό για εγχώριες και ξένες άμεσες επενδύσεις και θα υποβοηθήσει τη μετάβαση της ελληνικής οικονομίας σε ένα νέο, εξωστρεφές πρότυπο, με υψηλούς και βιώσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το επενδυτικό κενό μπορεί στην περίπτωση αυτή να καλυφθεί σε εύλογο χρονικό διάστημα και με ρεαλιστικούς ρυθμούς επενδύσεων, εφόσον οι επενδύσεις επικεντρωθούν στους πλέον παραγωγικούς και εξωστρεφείς τομείς της οικονομίας. Για το σκοπό αυτό, είναι επιτακτική ανάγκη στο προσεχές διάστημα να αυξηθούν οι δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες περιορίστηκαν σημαντικά τα τελευταία χρόνια, καθώς έχουν πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, και να επιταχυνθούν οι ιδιωτικοποιήσεις, καθώς αυτές ενθαρρύνουν την ανάληψη πρόσθετων ιδιωτικών επενδύσεων.

Η αντίδραση των αγορών τις τελευταίες εβδομάδες, με τη μεγάλη πτώση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, είναι ένας καλός οίωνος για το μέλλον, αρκεί βεβαίως οι προσδοκίες που έχουν δημιουργηθεί να επιβεβαιωθούν από έγκαιρες κινήσεις στην οικονομική πολιτική, που αφορούν το επενδυτικό κλίμα.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η **παγκόσμια οικονομία** διέρχεται μια περίοδο επιβράδυνσης εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας, τόσο όσον αφορά την έκβαση των διαπραγματεύσεων για το διεθνές εμπόριο μεταξύ των ΗΠΑ και των κυριότερων εμπορικών τους εταίρων, ιδιαίτερα της Κίνας, όσο και ένεκα άλλων οικονομικών και γεωπολιτικών κινδύνων, όπως το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος σε πολλές προηγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, η έντονη μεταβλητότητα στις τιμές των καυσίμων και οι εξελίξεις όσον αφορά το Brexit, οι οποίες επηρεάζουν περισσότερο την ευρωπαϊκή οικονομία. Η παγκόσμια και η ευρωπαϊκή οικονομία προβλέπεται να σημειώσουν μέτρια ανάκαμψη το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους και το 2020, παράλληλα με την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου, υπό την προϋπόθεση ότι θα υπάρξουν ομαλές εξελίξεις στις εμπορικές διαπραγματεύσεις και στα μεζονα γεωπολιτικά ζητήματα. Ιδιαίτερα για τη ζώνη του ευρώ, σημαντικές προκλήσεις είναι η συνέχιση των διαρθρωτικών και θεσμικών μεταρρυθμίσεων για την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης και της ισόρροπης προσαρμογής των μακροοικονομικών ανισορροπιών (βλ. Πλαίσιο II.1 και Διάγραμμα II.1). Θετικά στοιχεία, εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας, είναι η ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2019 καθώς και η απόφαση των ΗΠΑ για αναστολή της επιβολής περιοριστικών μέτρων σε εισαγωγές από την ΕΕ.

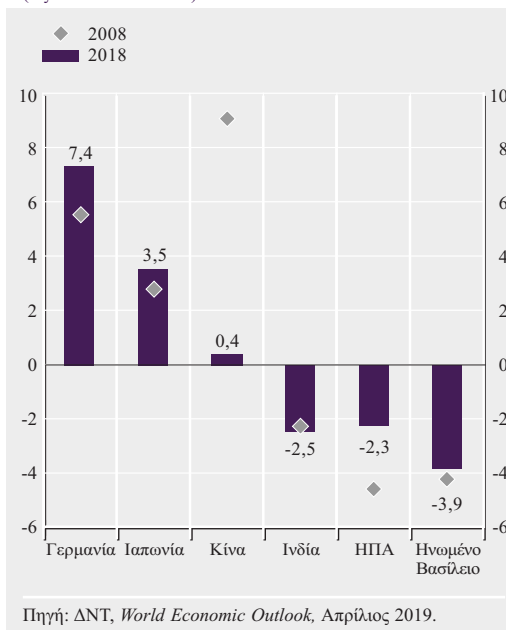
I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε απότομα στα τέλη του 2018 ενσωματώνοντας κατά κύριο λόγο την αρνητική επίδραση των εξελίξεων στο διεθνές εμπόριο και τη μεταποίηση. Η επιβράδυνση υπήρξε ασυνήθιστα έντονη στη ζώνη του ευρώ και εντοπίστηκε σε συγκεκριμένες χώρες (μηδενική ανάπτυξη στη Γερμανία και τεχνική ύφεση στην Ιταλία το δεύτερο εξάμηνο του έτους) και σε συγκεκριμένους εξωστρεφείς κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας.

Στις **προηγμένες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο

Διάγραμμα II.1 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιλεγμένων οικονομιών (2008, 2018)

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



1,8% το 2019, από 2,2% το 2018, ενώ περαιτέρω μικρή επιβράδυνση προβλέπεται για το 2020. Στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σημαντικά το 2018 και ανήλθε σε 2,9% υπό τη θετική επίδραση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών, ενώ επιβράδυνση σε 2,3% αναμένεται για το 2019, σύμφωνα με το ΔΝΤ. Ωστόσο με βάση τα στοιχεία του α' τριμήνου και νεότερες προβλέψεις του ΟΟΣΑ, η επιβράδυνση ενδέχεται να είναι οριακή μόνο (2,8%). Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες η επιβράδυνση προβλέπεται ηπιότερη, ωστόσο οι εξελίξεις και οι παράγοντες διαμόρφωσής τους διαφοροποιούνται αρκετά μεταξύ των οικονομιών. Η οικονομία της **Κίνας** εξακολουθεί να καταγράφει ελεγχόμενη επιβράδυνση, καθώς εξασθενούν η κατανάλωση και οι εξαγωγές, αλλά και η αγορά ακινήτων, και ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να υποχωρήσει σε 6,3% το τρέχον έτος, από 6,6% το 2018. Αντίθετα, η οικονομική δραστηριότητα στην Ινδία επιτα-

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 18.6.2019.

χύνεται. Στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης ο μέσος ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης επιβραδύνθηκε σε 3,6% το 2018, από 4,0% το προηγούμενο έτος, ενώ το 2019 εκτιμάται ότι θα κυμανθεί σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα (2,5%), πρωτίστως λόγω της προβλεπόμενης οικονομικής ύφεσης στην Τουρκία.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να υποχωρήσει σημαντικά το τρέχον έτος (1,2%, έναντι 1,8% το 2019), καθώς έχουν ατονήσει παράγοντες που είχαν ενισχύσει την οικονομική δραστηριότητα τα τρία τελευταία έτη – κυρίως το διεθνές εμπόριο, η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις. Η αύξηση της απασχόλησης και η υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας συνεχίστηκαν το α' τρίμηνο του 2019, ενώ προβλέπεται ότι η θετική αυτή τάση θα διατηρηθεί στη διάρκεια του έτους, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2018. Θετικά στοιχεία είναι η ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το α' τρίμηνο του 2019 (0,4% έναντι 0,2% το δ' τρίμηνο του 2018) καθώς και η απόφαση των ΗΠΑ για αναστολή της επιβολής περιοριστικών μέτρων στις εισαγωγές αυτοκινήτων από την ΕΕ και παράταση των εμπορικών διαπραγματεύσεων μέχρι το Νοέμβριο του 2019.

Κατά τη διάρκεια του 2018 συνεχίστηκε η σταδιακή εξομάλυνση της **νομισματικής πολιτικής**, η οποία πάντως εξακολούθησε να έχει διευκολυντικό χαρακτήρα, παρά τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η **δημοσιονομική πολιτική** στις μεγαλύτερες από τις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα προσφέρει ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα για τέταρτο συνεχόμενο έτος το 2019, μετά από συσταλτική κατεύθυνση την περίοδο 2011-2015.

Η **αβεβαιότητα** παραμένει υψηλή στο διεθνές περιβάλλον, καθώς οι διαδοχικές αποφάσεις ή απειλές επιβολής περιοριστικών μέτρων στο διεθνές εμπόριο εκ μέρους των ΗΠΑ και της Κίνας επηρεάζουν αρνητικά τις εξαγωγές και τις επενδύσεις. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν την παγκόσμια και την

ευρωπαϊκή οικονομία υπογραμμίζουν την ανάγκη περαιτέρω ενίσχυσης της διεθνούς οικονομικής συνεργασίας σε ένα πλαίσιο κοινώς αποδεκτών κανόνων για το παγκόσμιο εμπόριο, τις επενδύσεις και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

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

2.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι πρώτες εκτιμήσεις για την οικονομική δραστηριότητα το α' τρίμηνο του 2019 υπήρξαν καλύτερες των προβλέψεων όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία, το ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση φαίνεται πως επιταχύνεται εκ νέου στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες, ενώ η απασχόληση ενισχύεται και τα ποσοστά ανεργίας υποχωρούν περαιτέρω ή παραμένουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

Η αβεβαιότητα παραμένει ωστόσο υψηλή, καθώς οι διαδοχικές αποφάσεις ή απειλές για λήψη αποφάσεων εκ μέρους των ΗΠΑ και της Κίνας για την επιβολή δασμών στις εμπορικές συναλλαγές επιβαρύνουν τις προσδοκίες κυρίως της μεταποίησης και οδηγούν σε επιβράδυνση των επενδύσεων και των εξαγωγών. Η αβεβαιότητα αντανακλάται και στις διακυμάνσεις των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως του αργού πετρελαίου, η τιμή του οποίου, αφού υποχώρησε σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του 2018, αυξήθηκε έντονα το πρώτο τετράμηνο του 2019. Καθοριστική επίπτωση στις εξελίξεις του 2019 έχουν οι αποφάσεις των ΗΠΑ σχετικά με την επιβολή κυρώσεων στις εξαγωγές της Βενεζουέλας και του Ιράν. Θετική ωστόσο επίδραση αναμένεται ότι θα έχει για το 2019 η οικονομική πολιτική, καθώς η νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ εκτιμάται πλέον ότι θα είναι περισσότερο υποστηρικτική της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ και η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται να γίνει περισσότερο επεκτατική και στις δύο περιοχές.

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ ¹ %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός ² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Παγκόσμιο σύνολο	194	100,0	3,8	3,6	3,3	3,2	3,6	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	39	40,8	2,4	2,2	1,8	1,7	2,0	1,6	-2,1	-2,1	-2,4	103,6	102,6	103,0	0,9	0,7	0,6
ΗΠΑ		15,2	2,2	2,9	2,3	2,1	2,4	2,0	-3,8	-4,3	-4,6	106,2	105,8	106,7	-2,3	-2,3	-2,4
Ιαπωνία		4,1	1,9	0,8	1,0	0,5	1,0	1,1	-3,2	-3,2	-2,8	235,0	237,1	237,5	4,0	3,5	3,5
Ην. Βασίλειο		2,2	1,8	1,4	1,3	2,7	2,5	2,0	-1,9	-1,5	-1,5	87,1	86,8	85,1	-3,3	-3,9	-3,7
Ζώνη ευρώ	19	11,4	2,4	1,8	1,2	1,5	1,8	1,3	-1,0	-0,5	-0,9	86,8	85,1	83,7	2,9	2,9	2,4
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	155	59,2	4,8	4,5	4,4	4,3	4,8	4,9	-4,2	-3,9	-4,7	48,5	50,6	53,0	0,0	-0,1	-0,4
Κίνα		18,7	6,8	6,6	6,3	1,6	2,1	2,3	-3,9	-4,8	-6,1	46,8	50,5	55,4	1,4	0,4	0,4
Ρωσία		3,1	1,6	2,3	1,6	3,7	2,9	5,0	-1,5	2,8	1,0	15,5	14,0	13,8	2,1	7,0	5,7

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2019 και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Μάιος 2019. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the euro area*, 6 Ιουνίου 2019.

Σημείωση: Για το 2019 εκτιμήσεις.

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.

Ο ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ** επιβραδύνθηκε ελαφρώς το 2018 σε 3,6%, από 3,8% το 2017, ενώ περαιτέρω μικρή επιβράδυνση προβλέπεται για το 2019. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2019), το παγκόσμιο ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 3,3% το 2019, δηλ. κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας χαμηλότερα των προβλέψεων του Ιανουαρίου 2019.

Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του 2018, ήταν το συνδυαστικό αποτέλεσμα εξελίξεων σε ορισμένες οικονομίες και σε συγκεκριμένους κλάδους, όπως λ.χ. η προσωρινή αναστολή λειτουργιών του ομοσπονδιακού κράτους των ΗΠΑ, οι φυσικές καταστροφές στην Ιαπωνία, η πτώση των πωλήσεων της γερμανικής αυτοκινητοβιομηχανίας και η αβεβαιότητα για τα δημόσια οικονομικά και το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ιταλία. Επιπλέον, ανασχετικά στην οικονομική μεγέθυνση επέδρασαν η ταχεία εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής και οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με το σταδιακό τετρα-

σμό των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, η πτωτική πορεία και η υψηλή μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών το 2018 και η αβεβαιότητα που προκλήθηκε από τις γεωπολιτικές εντάσεις και τη λήψη μέτρων εμπορικού προστατευτισμού από τις ΗΠΑ και την Κίνα.

Στις **προηγμένες οικονομίες** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σε 1,8% το 2019, από 2,2% το 2018, ενώ περαιτέρω μικρή επιβράδυνση προβλέπεται για το 2020. Η προβλεπόμενη για φέτος επιβράδυνση οφείλεται στις οικονομικές εξελίξεις σε όλες τις μεγάλες οικονομίες πλην της Ιαπωνίας (βλ. Πίνακα II.1).

Στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σημαντικά το 2018 υπό τη θετική επίδραση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών, ωστόσο επιβράδυνση αναμένεται το 2019. Η μερική αναστολή λειτουργίας των ομοσπονδιακών υπηρεσιών και η αρνητική επίδραση της μείωσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων το 2018 εκτιμάται ότι επι-

βαρύνουν την ιδιωτική κατανάλωση, η οποία ωστόσο θα παραμείνει ικανοποιητική λόγω των θετικών εξελίξεων στην αγορά εργασίας και της υποχώρησης του ποσοστού ανεργίας στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 50 ετών. Ο ετησιοποιημένος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις ΗΠΑ το β' και το γ' τρίμηνο του 2018 ήταν ο υψηλότερος των τελευταίων ετών (4,2% και 3,4% αντίστοιχα), ενώ το α' τρίμηνο του 2019 ενισχύθηκε και πάλι στο 3,1% καθώς οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και οι εξαγωγές ανέκαμψαν, ενώ οι εισαγωγές υποχώρησαν.

Η οικονομία του **Ηνωμένου Βασιλείου** εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί για τέταρτο συνεχόμενο έτος το 2019, καθώς ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να υποχωρήσει ελαφρώς σε 1,3% το 2019, από 1,4% το 2018. Η αβεβαιότητα γύρω από τη μελλοντική εμπορική σχέση του Ηνωμένου Βασιλείου με την ΕΕ έπληξε τις επενδύσεις κυρίως σε εξοπλισμό με μεγαλύτερη ένταση το 2018, οδηγώντας σε μείωσή τους κατά 4,5%, έναντι μείωσης κατά 2,7% το 2017. Ωστόσο, ο αρκετά υψηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους (0,5%) αφήνει περιθώρια για επανεκτίμηση των αναπτυξιακών προοπτικών του Ηνωμένου Βασιλείου βραχυπρόθεσμα. Ο πληθωρισμός ελαφρώς εξασθένησε στο 2,5% το 2018, καθώς εξαλείφθηκε σταδιακά η επίπτωση από την παρελθούσα σημαντική υποτίμηση της λίρας Αγγλίας, σε περιβάλλον αρνητικού αλλά μειούμενου παραγωγικού κενού και περαιτέρω υποχώρησης του χαμηλού ποσοστού ανεργίας στο 4,0%.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** η επιβράδυνση προβλέπεται ηπιότερη, ωστόσο οι εξελίξεις και οι παράγοντες διαμόρφωσής τους διαφοροποιούνται αρκετά μεταξύ των οικονομιών. Η οικονομία της Κίνας εξακολουθεί να επιβραδύνεται, καθώς εξασθενούν η κατανάλωση, οι εξαγωγές και η αγορά ακινήτων. Υψηλός αλλά οριακά χαμηλότερος ήταν ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στην Ινδία το 2018, ενώ μεγάλη επιβράδυνση σημειώθηκε στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες της

Ευρώπης (3,6% το 2018, από 6,0% το προηγούμενο έτος). Αντιθέτως ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη **Ρωσία** επιταχύνθηκε υποστηριζόμενος από την ισχυρή παραγωγή και την αύξηση των επενδύσεων στους τομείς του φυσικού αερίου και του αργού πετρελαίου. Η αναμενόμενη υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου για το 2019, η έκταση της οποίας περιβάλλεται επί του παρόντος από μεγάλη αβεβαιότητα, θα επιβαρύνει τις προοπτικές ανάπτυξης των οικονομιών που εξάγουν αργό πετρέλαιο, όπως οι χώρες του ΟΠΕΚ και η Ρωσία, αλλά θα ενισχύσει την οικονομική δραστηριότητα στις χώρες-εισαγωγείς πετρελαίου.

Ο ρυθμός ανόδου του όγκου του **παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** επιβραδύνθηκε το 2018 σε 3,8%, από 5,4% το προηγούμενο έτος, εξαιτίας κυρίως της πτώσης των εισαγωγών των αναδυόμενων οικονομιών και ιδίως της Κίνας το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Η υψηλή αβεβαιότητα, η οποία προκλήθηκε διεθνώς από το ξέσπασμα εμπορικού πολέμου μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας, καθώς και η παράταση της αβεβαιότητας σχετικά με την τελική έκβαση των διαπραγματεύσεων για το καθεστώς εμπορικών σχέσεων μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και ΕΕ έπληξαν το διεθνές εμπόριο και τη μεταποίηση. Μετά από πρόσκαιρη εκχειρίδα στο μεταξύ τους εμπορικό πόλεμο, η οποία συμφωνήθηκε το Δεκέμβριο του 2018, οι ΗΠΑ ανήγγειλαν το Μάιο του 2019 επιβολή νέων δασμών 25% σε εισαγωγές από την Κίνα αξίας 200 δισεκ. δολ. ΗΠΑ, ενώ ως αντίποινα η Κίνα ανακοίνωσε την επιβολή ιδίου ύψους δασμών σε εισαγωγές από τις ΗΠΑ αξίας 60 δισεκ. δολ. ΗΠΑ. Σημειώνεται ότι τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Κίνα πραγματοποιούν σημαντικό τμήμα των δραστηριοτήτων τους πολλές εταιρίες ευρωπαϊκών συμφερόντων, η παραγωγή, οι εξαγωγές, τα έσοδα και η κερδοφορία των οποίων πλήττονται από την επιβολή δασμών και από τα δύο μέρη.

Το 2019 προβλέπεται ότι το διεθνές εμπόριο θα επιβραδυνθεί περαιτέρω, σε 3,4%, καθώς η παγκόσμια ζήτηση θα εξασθενήσει, το ΑΕΠ

και οι εισαγωγές της Κίνας θα επιβραδυνθούν περαιτέρω και οι αβεβαιότητες που το έπληξαν το προηγούμενο έτος θα εξακολουθήσουν να υπάρχουν για το μεγαλύτερο διάστημα του 2019. Επιπλέον, η διαδικασία εγχώριας εξισορρόπησης των συνιστωσών της ζήτησης στην Κίνα θα συνεχίσει να έχει επιβραδυντική επίπτωση στο ρυθμό ανόδου του διεθνούς εμπορίου, περισσότερο διαρθρωτικού χαρακτήρα.

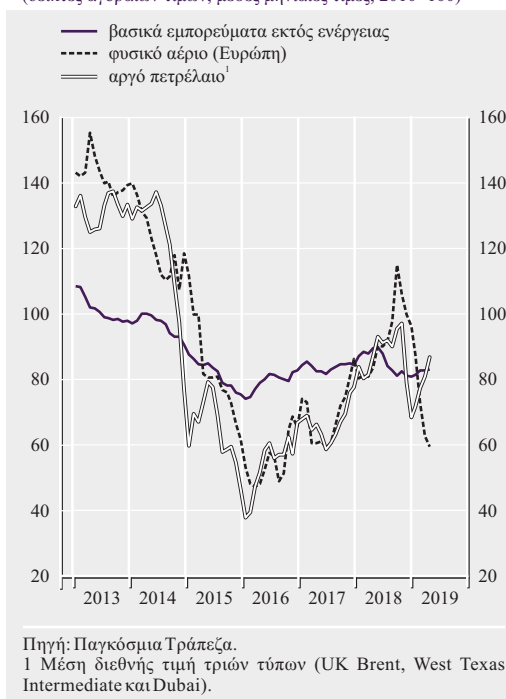
Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου, αφού κορυφώθηκε τον Οκτώβριο του 2018 (βλ. Διάγραμμα II.2), το τελευταίο τρίμηνο του 2018 υποχώρησε ραγδαία υπό τη συνδυασμένη επίδραση αφενός των δυσμενέστερων προβλέψεων για την παγκόσμια ανάπτυξη και αφετέρου της αύξησης της συνολικής προσφοράς αργού πετρελαίου εκ μέρους των ΗΠΑ, της Ρωσίας και της Σαουδικής Αραβίας. Στην υποχώρηση των τιμών από τον Οκτώβριο του 2018 συνέβαλε επίσης η απόφαση των ΗΠΑ για προσωρινή εξαίρεση οκτώ χωρών, μεταξύ αυτών της Κίνας, της Τουρκίας και της Ελλάδος, από τις κυρώσεις κατά του Ιράν όσον αφορά τις εισαγωγές αργού πετρελαίου από αυτό, η οποία εξέπνευσε το Μάιο του 2019. Από τα τέλη Σεπτεμβρίου έως και τα τέλη Δεκεμβρίου 2018 το αργό πετρέλαιο τύπου Brent υποχώρησε κατά σχεδόν 30 δολ. ΗΠΑ και διαμορφώθηκε στα 54 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι.

Σε μέσα επίπεδα έτους, η μέση διεθνής τιμή τριών τύπων αργού πετρελαίου αυξήθηκε κατά 29,4% το 2018, στα 68,3 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι. Η αύξηση αυτή προέκυψε γενικά από την εύρωστη ζήτηση πετρελαίου λόγω της συνεχιζόμενης παγκόσμιας ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα για την εξέλιξη της συνολικής προσφοράς πετρελαίου, δεδομένων των προβλημάτων παραγωγής και εξαγωγής στη Βενεζουέλα, τη Λιβύη και το Ιράν (μετά την επαναφορά των κυρώσεων από τις ΗΠΑ), παρά το γεγονός ότι η συνολική προσφορά τελικά αυξήθηκε ταχύτερα από τη ζήτηση το 2018.

Η τιμή του αργού πετρελαίου άρχισε και πάλι να αυξάνεται εντός του 2019, καθώς οι ΗΠΑ επέβαλαν κυρώσεις στις εξαγωγές πετρε-

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2013-Απρίλιος 2019)

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



λαίου της Βενεζουέλας και έθεσαν εκ νέου σε ισχύ τον εμπορικό αποκλεισμό του Ιράν, ο οποίος είχε αποφασισθεί το Μάιο του 2018 και προέβλεπε κυρώσεις στις επιχειρήσεις όλων των κρατών που πραγματοποιούν εισαγωγές από το Ιράν. Παράλληλα, αυξητικά στις διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου το πρώτο τετράμηνο του 2019 επέδρασε και η απόφαση των χωρών του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας στα τέλη του 2018 να περιορίσουν την ημερήσια παραγωγή κατά συνολικά 1,2 εκατ. βαρέλια, έτσι ώστε να αποφευχθεί εκτεταμένη περαιτέρω υποχώρηση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου.

Παρά την έως τα μέσα Μαΐου ισχυρή άνοδο της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου (35% στο Brent), σε μέσα επίπεδα έτους, το ΔΝΤ προβλέπει πτώση της μέσης διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου κατά 13,4% για το 2019. Οι τιμές του αργού πετρελαίου εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να υπόκεινται σε έντονες διακυμάνσεις, όχι τόσο λόγω των διακυ-

μάνσεων στα θεμελιώδη μεγέθη, όσο λόγω του ευμετάβλητου γεωπολιτικού περιβάλλοντος και των αποφάσεων των ΗΠΑ οι οποίες σχετίζονται με αυτό.

Οι **διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων** αυξήθηκαν κατά 1,6% σε όρους δολαρίου ΗΠΑ το 2018 και εκτιμάται ότι θα παραμείνουν σχεδόν αμετάβλητες το 2019. Η επιβολή δασμών στο χάλυβα και το αλουμίνιο οδήγησε αρχικά το 2018 σε αξιοσημείωτη αύξηση της τιμής των μετάλλων στις ΗΠΑ σε σχέση με άλλες χώρες και σε πρόσκαιρη αύξηση της διεθνούς τιμής τους. Ωστόσο, από τον Ιούνιο του 2018 η διεθνής τιμή των μετάλλων άρχισε να συμπίεζεται, ως αποτέλεσμα της μειωμένης διεθνούς ζήτησης, κυρίως από την Κίνα, και της ευρύτερης επιβράδυνσης του παγκόσμιου εμπορίου και της μεταποίησης.

Ο **πληθωρισμός** στις προηγμένες οικονομίες, όπως μετρείται από το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), ενισχύθηκε το 2018, κυρίως λόγω της αύξησης σε μέσα επίπεδα έτους των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, και σε πολλές περιπτώσεις της πλήρους απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι σχεδόν διπλασιάστηκε 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, ενώ η επιβολή δασμών σε εισαγόμενα προϊόντα εκτιμάται ότι θα επιφέρει πληθωριστικές πιέσεις σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες. Για το 2019 στις προηγμένες οικονομίες προβλέπεται υποχώρηση του πληθωρισμού σε 1,6% (από 2% το 2018), κυρίως λόγω των εξελίξεων στις διεθνείς τιμές της ενέργειας και της υποχώρησης του εισαγόμενου πληθωρισμού, αλλά και λόγω εξασθένησης της συνολικής ζήτησης. Αντιθέτως, ο πληθωρισμός στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα παραμείνει σχεδόν αμετάβλητος στο 4,9% το 2019, παρά τις διαφορετικές εξελίξεις στις επιμέρους οικονομίες ως προς τη φάση του οικονομικού κύκλου, την

ασκούμενη νομισματική πολιτική και την εξέλιξη του εισαγόμενου πληθωρισμού.

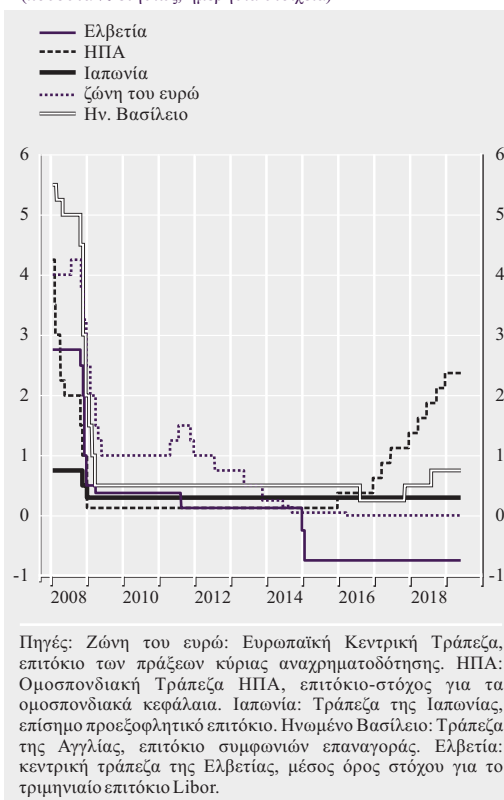
Η **νομισματική πολιτική** στις προηγμένες οικονομίες στις αρχές του 2019 βρέθηκε αντιμέτωπη με τις νέες προκλήσεις που έθεταν η υποχώρηση του πληθωρισμού και η διατήρηση του πυρήνα του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα σε περιβάλλον ταχείας επιδείνωσης της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών για την οικονομική δραστηριότητα αλλά και σημαντικής ανόδου της μεταβλητότητας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Κατά τη διάρκεια του 2018 συνεχίστηκε η σταδιακή εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής, η οποία πάντως εξακολούθησε να έχει διευκολυντικό χαρακτήρα, παρά τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** αύξησε στις 20 Δεκεμβρίου 2018, για τέταρτη φορά εντός του 2018 και ένατη συνολικά σε αυτό τον οικονομικό κύκλο, το βασικό της επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης, καθορίζοντας το εύρος-στόχο σε 2,25%-2,50%. Στις αρχές του 2019 αποφασίστηκε ωστόσο η αναστολή της συνέχισης αύξησης των επιτοκίων υπό το φως των νεότερων δεδομένων στις αγορές και την οικονομία. Η **Τράπεζα της Ιαπωνίας**, αντιθέτως, έκανε γνωστό ότι θα διατηρήσει επί μακρόν τα σχεδόν μηδενικά της επιτόκια, ενώ αποφάσισε να επεκτείνει τις αγορές ομολόγων του Ιαπωνικού Δημοσίου αυξάνοντας το μερίδιό της στο 35,8% του συνολικού ύψους του δημόσιου χρέους. Η **ΕΚΤ**, αφενός αντιμετωπίζοντας χαμηλό ρυθμό ανόδου του πυρήνα του πληθωρισμού (1,0% σε μέσα επίπεδα το 2018) και αφετέρου βάσει της προόδου που έχει συντελεσθεί προς την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου στόχου για τον πληθωρισμό και των θετικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ, περιόρισε σταδιακά εντός του 2018 το ανώτατο μηνιαίο όριο αγορών τίτλων και τελικά ανακοίνωσε τον τερματισμό της καθαρής αγοράς νέων τίτλων στο τέλος του 2018. Υπό το φως της απότομης επιβράδυνσης της ευρωζώνης και της επικράτησης χαμηλού πληθωρισμού, το Μάρτιο του 2019 αποφασίστηκε η παράταση της διατήρησης μηδενικών επιτοκίων. Παράλληλα, η

ΕΚΤ δρομολόγησε νέα σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs), από το Σεπτέμβριο του 2019 έως το Μάρτιο του 2021, διάρκειας δύο ετών η καθεμία, ενώ τον Ιούνιο ανακοίνωσε τις λεπτομέρειες διενέργειας των πράξεων αυτών. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** σε περιβάλλον συνεχιζόμενης αβεβαιότητας γύρω από την έκβαση των διαπραγματεύσεων αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, 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 σε 435 δισεκ. λίρες Αγγλίας. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με περισσότερο χαρακτηριστική την περίπτωση της Ελβετίας, στην οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015 (βλ. Διάγραμμα II.3).

Η **δημοσιονομική πολιτική** στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα προσφέρει ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα για τέταρτο συνεχόμενο έτος το 2019, μετά από συσταλτική κατεύθυνση την περίοδο 2011-2015. Το 2018 η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι ήταν επεκτατική στις ΗΠΑ, συσταλτική στην Ιαπωνία και ουδέτερη στη ζώνη του ευρώ. Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης παρέμεινε σταθερό στο 2,1% του ΑΕΠ το 2018, ενώ προβλέπεται ότι θα αυξηθεί σε 2,4% του ΑΕΠ το 2019. Στις ΗΠΑ το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε σημαντικά στο 4,3% του ΑΕΠ, από 3,8% το 2017, δηλ. στα υψηλότερα επίπεδα από το 2012, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης, αν και υποχώρησε οριακά ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρέμεινε εξαιρετικά υψηλό (105,8% του ΑΕΠ). Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης παρέμεινε σταθερό στο 3,2% του

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών
(1 Ιανουαρίου 2008 - 31 Μαΐου 2019)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



ΑΕΠ το 2018, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε περαιτέρω σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα (237,1% του ΑΕΠ).

2.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο **ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να υποχωρήσει σημαντικά το τρέχον έτος, σε 1,2%, έναντι 1,8% το 2018, καθώς έχουν αποδυναμωθεί οι εξωτερικοί παράγοντες – κυρίως το διεθνές εμπόριο – αλλά και εσωτερικοί, όπως η ιδιωτική καταναλώση και οι επενδύσεις, οι οποίοι ενίσχυσαν την οικονομική δραστηριότητα τα τρία τελευταία έτη. Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις, η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας θα είναι προσωρινή και ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα ανέλθει σε 1,4% το 2020, παράλληλα με την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου (βλ. ενότητα 2.1). Ωστόσο οι

προβλέψεις αυτές περιβάλλονται από υψηλή αβεβαιότητα, που αφορά κυρίως τις εξελίξεις στο διεθνές εμπόριο και την παρατεινόμενη εκκρεμότητα ως προς τους όρους του Brexit. Η **εγχώρια ζήτηση** προβλέπεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2019 —περισσότερο η ιδιωτική κατανάλωση και λιγότερο οι επενδύσεις— ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών αναμένεται να είναι αρνητική, σε αντίθεση με το 2018. Ο ρυθμός αύξησης της **ιδιωτικής κατανάλωσης** προβλέπεται να διατηρηθεί σε ελαφρώς υψηλότερο επίπεδο έναντι του προηγούμενου έτους (1,4% το 2019), αντανakλώντας την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, υπό την επίδραση φορολογικών ελαφρύνσεων, αυξημένων μεταβιβαστικών πληρωμών και της υποχώρησης του πληθωρισμού. Οι παράγοντες αυτοί εκτιμάται ότι θα αντισταθμίσουν την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, ενώ ο ρυθμός αύξησης των πραγματικών μισθών προβλέπεται να κυμανθεί στα ίδια επίπεδα με το 2018. Θετική επίδραση στην κατανάλωση αναμένεται να έχει επίσης η αύξηση της καθαρής περιουσιακής θέσης των νοικοκυριών κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών των ακινήτων. Η εντονότερη αβεβαιότητα όσον αφορά τις εξελίξεις στο παγκόσμιο εμπόριο εκτιμάται ότι είναι ο κυριότερος παράγοντας για την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης **των επενδύσεων** και του διεθνούς εμπορίου. Η αρνητική συμβολή των καθαρών **εξαγωγών** στην ανάπτυξη το 2019 συνδέεται με την προβλεπόμενη μεγαλύτερη υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών έναντι των εισαγωγών, ενώ και τα δύο μεγέθη προβλέπεται να ανακάμψουν το 2020.

Ο **πληθωρισμός** στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με βάση τον ΕνΔΤΚ, ανήλθε σε 1,7% τον Απρίλιο, το υψηλότερο επίπεδο από την έναρξη του έτους, ενώ υποχώρησε σε 1,2% το Μάιο. Ο πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί σε χαμηλά επίπεδα τους επόμενους μήνες, αντανakλώντας την επίδραση της πρόσφατης μείωσης των τιμών του πετρελαίου, των προβλέψεων για μείωση των τιμών της ενέργειας σε μέσα επίπεδα έτους και των καθοδικών επιδράσεων βάσης σύγκρισης που σχετίζονται

με την προηγούμενη αύξησή τους το 2018. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2019), ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,3% κατά μέσο όρο το 2019 (έναντι 1,8% το 2018), ενώ ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1,1%, αντανakλώντας υποτονικές πληθωριστικές πιέσεις στον τομέα των υπηρεσιών και, γενικά, περιορισμένη επίδραση στις τιμές από την αύξηση του μισθολογικού κόστους. Ο πληθωρισμός αναμένεται να ανακάμψει ελαφρά σε 1,4% το 2020 και σε 1,6% το 2021, υπό την επίδραση της προβλεπόμενης βαθμιαίας ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας και της αυξανόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, η οποία θα στηρίξει μικρή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών.

Η αύξηση της **απασχόλησης** και η υποχώρηση του **ποσοστού ανεργίας** συνεχίστηκαν το α' τρίμηνο του 2019 και προβλέπεται ότι η θετική αυτή τάση θα διατηρηθεί στη διάρκεια του έτους, μολονότι με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2018, υπό την επίδραση της επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης. Αντανakλώντας τη συνήθη χρονική υστέρηση όσον αφορά την επίδραση της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στην αγορά εργασίας, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης μειώθηκε οριακά το 2019, παρά την υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης. Το 2019, ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης προβλέπεται να υποχωρήσει σημαντικά και να διαμορφωθεί σε 0,7% για το σύνολο του έτους, έναντι 1,4% το 2018. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 7,7% το α' τρίμηνο του έτους, το χαμηλότερο από το Σεπτέμβριο του 2008, και προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 7,9% σε μέσα ετήσια επίπεδα.

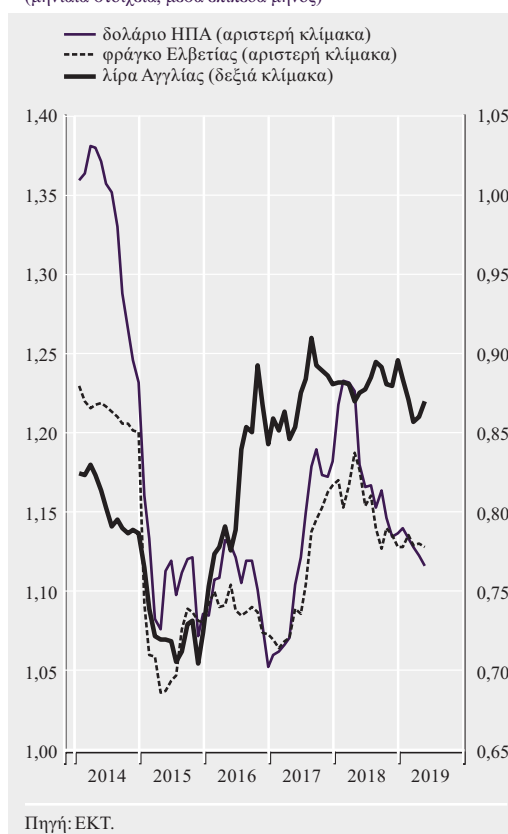
Ο σταθερά ανοδικός **ρυθμός χρηματοδότησης της οικονομίας** τα τελευταία έτη στη ζώνη του ευρώ, παράλληλα με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, έδειξε τάσεις σταθεροποίησης και μικρής επιβράδυνσης σε ορισμένες περιπτώσεις τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους. Τον Απρίλιο ο ετήσιος ρυθ-

μός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 3,4% και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε 3,9% (έναντι 2,9% και 3,3% αντίστοιχα τον Απρίλιο του 2018). Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων για το α' τρίμηνο του έτους, οι όροι χορήγησης επιχειρηματικών δανείων παρέμειναν αμετάβλητοι, ενώ έγιναν περισσότερο αυστηροί όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια. Επίσης, η ζήτηση αυξήθηκε για όλες τις κατηγορίες δανείων. Αύξηση σημείωσε τους πρώτους μήνες του 2019 η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης ομολόγων, εξέλιξη που συνδέεται και με την πολιτική αγοράς εταιρικών ομολόγων από την ΕΚΤ. Οι συνθήκες χρηματοδότησης, τόσο μέσω τραπεζικού δανεισμού όσο και μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, αναμένεται να παραμείνουν ευνοϊκές το τρέχον έτος, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Η πτωτική πορεία του **δημοσιονομικού ελλείμματος** ως ποσοστού του ΑΕΠ, η οποία υπήρξε βασικό χαρακτηριστικό των δημοσιονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο την τρέχουσα δεκαετία, προβλέπεται να ανακοπεί το 2019, ενώ αντίθετα αναμένεται να συνεχιστεί η αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, το δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο υποχώρησε το 2018 σε 0,5% του ΑΕΠ –το χαμηλότερο επίπεδο από το 2000– προβλέπεται να αυξηθεί σε 0,9% του ΑΕΠ το τρέχον έτος, κυρίως λόγω της επίδρασης των προβλεπόμενων χαμηλότερων ρυθμών ανάπτυξης και των φορολογικών ελαφρύνσεων σε ορισμένες χώρες-μέλη. Το δημόσιο χρέος, το οποίο μειώνεται σταθερά από το 2014, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 83,7% του ΑΕΠ, υπό την επίδραση των πρωτογενών πλεονασμάτων και της θετικής διαφοράς μεταξύ ονομαστικού ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και του επιτοκίου του δημόσιου χρέους. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να είναι ελαφρώς επεκτατική το τρέχον έτος, έναντι ουδέτερης το 2018, καθώς το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να σημειώσει μικρή πτώση.

Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2014 - Μάιος 2019)

(μηνιαία στοιχεία, μέσα επίπεδα μηνός)



Η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ** ενισχύθηκε το 2018 κατά 5,2%, έναντι επίσης αύξησης 2,2% το 2017 (μέσα επίπεδα έτους). Η ανατίμηση του ευρώ το 2018 αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την ανατίμηση της διμερούς ισοτιμίας του ευρώ τόσο έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, της σουηδικής κορώνας και του ελβετικού φράγκου όσο και έναντι των νομισμάτων πολλών μεγάλων αναδυόμενων οικονομιών (Ρωσίας, Τουρκίας, Ινδίας, Βραζιλίας). Από τα τέλη Δεκεμβρίου 2018 έως τα μέσα Μαΐου 2019 όμως το δολάριο ΗΠΑ ενισχύθηκε κατά 2,2% έναντι του ευρώ. Για το 2019, και σύμφωνα με τις έως τώρα εξελίξεις στις διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ, οι προβλέψεις της ΕΚΤ υιοθετούν την τεχνική υπόθεση της μικρής υποχώρησης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (βλ. Διάγραμμα II.4).

Οι **κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες** που περιβάλλουν την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία υπογραμμίζουν την ανάγκη ενίσχυσης της διεθνούς οικονομικής συνεργασίας σε ένα πλαίσιο κοινά αποδεκτών κανόνων για το παγκόσμιο εμπόριο, τις επενδύσεις και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ιδιαίτερα για τη ζώνη του ευρώ, σημαντικές προκλήσεις είναι η συνέχιση των διαρθρωτικών και των θεσμικών μεταρρυθμίσεων, όπως η ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και της ένωσης των κεφαλαιαγορών, καθώς και η αποτελεσματική εφαρμογή των ισχυόντων κανόνων, όπως αυτών που προβλέπουν την πρόληψη και τη διάθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών (βλ. Πλαίσιο Π.1).

2.3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Ελλάδα: έξοδος από το πρόγραμμα - ενισχυμένη εποπτεία

Στις 3 Απριλίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε επικαιροποίηση της δεύτερης έκθεσης ενισχυμένης εποπτείας για την Ελλάδα, προκειμένου να συμπεριληφθεί η πρόοδος που σημειώθηκε στην υλοποίηση των μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων της ελληνικής κυβέρνησης από την αρχική δημοσίευσή της (στις 27 Φεβρουαρίου) και την παρουσίασή της στο Eurogroup (στις 11 Μαρτίου). Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, τον Απρίλιο η Ελλάδα είχε λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα για την υλοποίηση των δεσμεύσεων μέχρι το τέλος του 2018. Στις 5 Απριλίου το Eurogroup, λαμβάνοντας υπόψη την επικαιροποιημένη έκθεση, έδωσε την έγκρισή του για την εφαρμογή μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, όπως είχε συμφωνηθεί τον Ιούνιο του 2018. Κατά συνέπεια, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) αποφάσισε στις 2 Μαΐου την κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου ύψους 200 μονάδων βάσης που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα για το διάστημα 1 Ιανουαρίου 2018 έως 17 Ιουνίου 2019. Το μέτρο αυτό αντιστοιχεί σε οφέλη για την Ελλάδα ύψους 329 εκατ. ευρώ. Επίσης, μετά

την απόφαση του Eurogroup και την ολοκλήρωση των εθνικών διαδικασιών, ο ESM ανέλαβε, εκ μέρους των κρατών-μελών, την απόδοση προς τη Ελλάδα 644 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τα χαρτοφυλάκια ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP).

Στις 5 Ιουνίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε την τρίτη έκθεση στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, στην οποία επισημαίνεται ότι ο ρυθμός υιοθέτησης των μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα έχει επιβραδυνθεί τους τελευταίους μήνες, ενώ ενδέχεται τα περισσότερα από τα συμφωνημένα μέτρα για το πρώτο εξάμηνο του 2019 να μην εφαρμοστούν εγκαίρως. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των θεσμών, υπάρχουν κίνδυνοι μη επίτευξης του στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ το 2019, καθώς και του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου για το 2020.

Παράταση της προθεσμίας αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ (Brexit)

Στις 10 Απριλίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, σε σύνθεση των 27 κρατών-μελών, συμφώνησε, μετά από αίτημα του Ηνωμένου Βασιλείου, να αναβληθεί η αποχώρησή του έως τις 31 Οκτωβρίου 2019 με αποκλειστικό στόχο σε αυτό το διάστημα να επιτευχθεί η επικύρωση της Συμφωνίας Αποχώρησης και της Πολιτικής Δήλωσης από το βρετανικό κοινοβούλιο. Δεν προβλέπεται επανέναρξη των διαπραγματεύσεων μεταξύ ΕΕ και Ην. Βασιλείου σε αυτό το διάστημα. Σύμφωνα με τα όσα συμφωνήθηκαν, το Ην. Βασίλειο συμμετείχε στις ευρωεκλογές το Μάιο του 2019.

3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ²

Το 2018 ο μέσος ετήσιος **ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης** των οικονομιών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης επιβραδύνθηκε σε 3,6% από

² Εξετάζονται 8 οικονομίες της περιοχής: Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

4,0% το προηγούμενο έτος. Το 2019³ εκτιμάται ότι θα κυμανθεί σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα (2,5%), πρωτίστως λόγω της προβλεπόμενης ύφεσης στην Τουρκία και δευτερευόντως λόγω της σημαντικής επιβράδυνσης στο Μαυροβούνιο, τη Σερβία και τη Ρουμανία. Σημειώνεται ότι, εάν εξαιρεθεί η Τουρκία, ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ των υπολοίπων χωρών κατά την τριετία 2017-2019 παραμένει πλησίον του 3,5% (βλ. Πίνακα II.2).

Όσον αφορά τις **οικονομίες των δύο κρατών-μελών της ΕΕ**, Βουλγαρίας και Ρουμανίας, το 2018 παρατηρήθηκε ισχυρή επιβράδυνση του ΑΕΠ σε σύγκριση με την προηγούμενη διετία (ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης υποχώρησε από 5,4% σε 3,6%), ωστόσο ο ρυθμός ανόδου των οικονομιών αυτών παραμένει ικανοποιητικός. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ της **Ρουμανίας** επιβραδύνθηκε ταχύτερα σε σύγκριση με αυτόν της Βουλγαρίας και υποχώρησε στο 4,1% το 2018, από 7,0% το 2017, ως αποτέλεσμα της επιβράδυνσης όλων των συνιστωσών της ζήτησης και ιδιαίτερα της αρνητικής συνεισφοράς των επενδύσεων και των καθαρών εξαγωγών (-0,7% και -1,7% αντίστοιχα). Η ιδιωτική κατανάλωση επιβραδύνθηκε λόγω της επιβάρυνσης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος από την άνοδο του πληθωρισμού. Ομοίως, επιβραδύνθηκαν και οι επενδύσεις λόγω του αυξημένου επιπέδου αποθεμάτων, οι οποίες συνεισφέρουν 2,9 ποσοστιαίες μονάδες στο ΑΕΠ. Ο εξωτερικός τομέας είχε τη μεγαλύτερη αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ μέσω της μείωσης των εξαγωγών, παρά το γεγονός ότι και οι εισαγωγές υποχώρησαν λόγω της μειωμένης δαπάνης για καταναλωτικά αγαθά. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η επιβράδυνση αναμένεται να συνεχιστεί το 2019, καθώς ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 3,3%. Η περαιτέρω αυτή επιβράδυνση οφείλεται στη συνεχή συρρίκνωση του εξωτερικού τομέα και θα αντισταθμιστεί εν μέρει από τη σταθεροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και την ανάκαμψη των επενδύσεων, κυρίως σε εξοπλισμό. Θετικά θα συνεισφέρει ο κλάδος των κατασκευών και τα έργα που χρηματοδοτούνται από την ΕΕ. Όσον αφορά την αγορά εργασίας, το ποσοστό ανερ-

γίας στη Ρουμανία βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο (4,2%) των τελευταίων 20 ετών.

Η οικονομική ανάπτυξη της **Βουλγαρίας** επίσης παρουσίασε επιβράδυνση το 2018 (3,1%, από 3,8% το 2017). Η σταθερή αναπτυξιακή πορεία της χώρας, παρά τη σχετική επιβράδυνση, οφείλεται κυρίως στην ισχυρή εγχώρια καταναλωτική δαπάνη, που υποστηρίζεται από τις θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας και την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος. Επιπλέον, οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, τόσο οι ιδιωτικές όσο και οι δημόσιες, παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, καθώς ευνοούνται από τα χαμηλά επιτόκια, τη χρηματοδότηση από ευρωπαϊκά κονδύλια και τη μεγαλύτερη απορρόφηση των κονδυλίων αυτών. Η επιβράδυνση της οικονομίας το 2018 οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αρνητική συμβολή του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ λόγω χαμηλότερης εξαγωγικής επίδοσης. Σε αυτό συνέβαλε η κάμψη των εξαγωγών (διυλισμένου) πετρελαίου στη Τουρκία σε συνδυασμό με την προσωρινή παύση λειτουργίας ενός διυλιστηρίου την άνοιξη. Το 2019 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να ανακάμψει ελαφρά, καθώς θα διατηρηθούν σχετικά υψηλοί οι ρυθμοί της ιδιωτικής και της δημόσιας δαπάνης, ενώ αναμένεται επίσης ανάκαμψη των εξαγωγών.

Όσο αφορά τις οικονομίες των **Δυτικών Βαλκανίων**, ο υψηλός μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξής τους κατά την τελευταία πενταετία κορυφώθηκε το 2018. Η ισχυρή ανάκαμψη ενισχύθηκε από τη σημαντική επιτάχυνση των οικονομιών της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας και της Σερβίας⁴ (βλ. Πίνακα II.2).

Η οικονομία της **Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας** ανέκαμψε το 2018 καθώς ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ανήλθε σε 2,7%, έναντι μόλις 0,2% το 2017, κυρίως λόγω της επιτάχυνσης των εξαγωγών (15,3%). Ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα διατηρηθεί

³ Οι προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*European Economic Forecast*, Μάιος 2019) εκτός από τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, για την οποία προέρχονται από το ΔΝΤ.

⁴ Σημειώνεται ότι μέχρι στιγμής έχουν ανοίξει 16 από τα 35 κεφάλαια για διαπραγμάτευση της Σερβίας με την ΕΕ όσον αφορά την πλήρωση των κριτηρίων για την ένταξή της.

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	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019			
Αλβανία	3,8	4,1	3,8	2,0	2,0	2,5	-7,4	-6,8	-6,7			
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	3,0	3,2	3,1	1,2	1,4	1,5	-4,8	-6,0	-6,6			
Βουλγαρία ²	3,8	3,1	3,3	1,2	2,6	2,0	6,2	2,5	1,6			
Μαυροβούνιο	4,7	4,9	2,9	2,8	2,9	1,3	-16,1	-17,2	-16,5			
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	0,2	2,7	3,0	1,3	1,5	1,7	-1,0	-0,3	-1,3			
Ρουμανία ³	7,0	4,1	3,3	1,1	4,1	3,6	-3,4	-4,7	-5,2			
Σερβία	2,0	4,3	3,1	3,2	2,0	2,5	-5,2	-5,2	-6,3			
Τουρκία	7,4	2,6	-2,3	11,1	16,3	13,1	-5,6	-3,6	1,2			
	Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες μεταβολές %) ²			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Δάνεια σε καθυστερήση (%)		
Χώρα	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	Απρ. 2019 ³	2015	2017	Απρ. 2019 ³
Αλβανία	-1,0	-1,5	-1,5	-0,7	-0,1	-1,7	16,6	18,0	18,2	13,2	11,1	11,5
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	2,5	2,1	-	2,1	5,3	6,6	15,7	-	-	10,9	-	-
Βουλγαρία ²	1,2	2,0	0,8	1,8	4,5	8,9	21,6	19,7	18,3	15,5	11,6	11,3
Μαυροβούνιο	-5,2	-3,7	-2,6	1,3	11,8	8,5	-	-	-	7,3	6,9	6,1
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	-2,7	-1,8	-3,0	4,0	2,5	6,7	15,7	16,5	-	6,1	5,1	5,1
Ρουμανία ³	-2,7	-3,0	-3,5	1,2	5,7	7,9	18,9	19,7	20,0	6,4	5,0	4,9
Σερβία	1,1	0,6	-0,5	9,0	2,2	7,7	22,6	22,3	23,7	9,8	5,7	5,5
Τουρκία	-2,8	-2,6	-3,0	16,2	21,2	13,1	14,1	14,0	13,0	3,1	3,9	4,1

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate & Potential Candidate Countries' Economic Quarterly (CCEQ)*, Απρίλιος 2019, *European Economic Forecast*, Μάιος 2019, ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2019, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2019 εκτιμήσεις.

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

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

3 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

ισχυρός για τα επόμενα δύο χρόνια, με κινητήρια δύναμη τις επενδύσεις, οι οποίες ευνοούνται από την πολιτική σταθερότητα και τις βελτιωμένες προοπτικές ένταξης της χώρας στην ΕΕ μετά την υποβολή του Προγράμματος Οικονομικών Μεταρρυθμίσεων 2019-2021 στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 30 Ιανουαρίου 2019. Όσον αφορά τη **Σερβία**, ο ρυθμός ανάπτυξης το 2018 ήταν ο μεγαλύτερος της τελευταίας πενταετίας. Η ανάκαμψη της οικονομίας βασίστηκε στο σύνολο των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης, πρωτίστως στις επενδύσεις (9,2%) και δευτερευόντως στην ιδιωτική κατανάλωση (3,3%). Το 2019 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα επιβραδυνθεί λόγω της

υποχώρησης των επενδύσεων, κατά κύριο λόγο στους κλάδους ενέργειας και ορυχείων.

Η οικονομία της **Τουρκίας** σημείωσε σημαντική επιβράδυνση το 2018 καταγράφοντας αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης το γ' και δ' τρίμηνο του έτους. Σε αυτήν την εξέλιξη συνέβαλαν πολλαπλοί παράγοντες. Η απώλεια εμπιστοσύνης στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική προκάλεσε εκτεταμένη υποτίμηση της τουρκικής λίρας έως τον Αύγουστο, άνοδο του πληθωρισμού και τελικά αύξηση των επιτοκίων και του εξωτερικού χρέους, το οποίο αντανάκλα το επίπεδο δανεισμού σε ξένο νόμισμα. Ως αποτέλεσμα, η ιδιωτική κατανάλωση και οι επεν-

δύσεις σημείωσαν ραγδαία επιδείνωση (από 6,1% και 7,8% το 2017 σε 1,1% και -1,7% το 2018 αντίστοιχα), η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από τη μεγάλη υποχώρηση των εισαγωγών (-7,9% από +10,3% το 2017). Η συρρίκνωση των επενδύσεων ήταν πιο έντονη το δ' τρίμηνο λόγω της αξιοσημείωτης πτώσης των επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό (-25,8%). Για το 2019 προβλέπεται ότι η οικονομία θα παραμείνει σε ύφεση (-2,3%) λόγω της χειροτέρευσης όλων των συνιστωσών που διαμορφώνουν το ΑΕΠ. Ο αρνητικός αντίκτυπος αυτών στην οικονομία της Τουρκίας αναμένεται να περιοριστεί το β' εξάμηνο του τρέχοντος έτους και στις αρχές του 2020.

Ο **πληθωρισμός** στις περισσότερες χώρες της περιοχής (πλην της Σερβίας) αυξήθηκε το 2018. Η ανοδική πορεία του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στις υψηλότερες διεθνείς τιμές της ενέργειας και των τροφίμων. Για το 2019, ο πληθωρισμός θα ακολουθήσει διαφορετική εξέλιξη σε κάθε χώρα της περιοχής.

Στην **Τουρκία**, το γρήγορο άνοιγμα του αρνητικού παραγωγικού κενού λόγω της ύφεσης, η μείωση των έμμεσων φόρων σε μια σειρά προϊόντων και η σχετική σταθεροποίηση της τουρκικής λίρας τους τελευταίους μήνες του 2018 συγκράτησαν τις ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό. Εντούτοις, ο πληθωρισμός παραμένει μακριά από το στόχο της κεντρικής τράπεζας (5%) και για το 2019 προβλέπεται μικρή μόνο υποχώρησή του σε 13,1%, από 16,3% το 2018.

Όσον αφορά το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) όλες οι χώρες της περιοχής πλην της Βουλγαρίας κατέγραψαν ελλείμματα το 2018. Στις περισσότερες χώρες τα ελλείμματα αυτά διευρύνθηκαν, με το **Μαυροβούνιο** να συνεχίζει να κατέχει την υψηλότερη θέση και να καταγράφει συνεχή επιδείνωση των ελλειμμάτων από το 2016. Στη **Βουλγαρία** παρατηρείται σημαντική συρρίκνωση του πλεονάσματος το 2018, καθώς η εξαγωγική της επίδοση δεν ήταν ικανοποιητική, κατά κύριο λόγο διότι μειώθηκαν οι εξαγωγές προς την Τουρκία. Το 2019 εκτιμάται ότι το πλεόνασμα της χώρας θα συρρικνωθεί περαιτέρω.

Στην **Τουρκία** το έλλειμμα του ΙΤΣ συρρικνώθηκε σημαντικά το 2018. Κύριοι λόγοι αποτελούν το πλεονασματικό ισοζύγιο υπηρεσιών και η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου λόγω υποχώρησης των εισαγωγών το δεύτερο εξάμηνο του έτους εξαιτίας της μειωμένης εγχώριας ζήτησης. Εκτιμάται ότι το 2019 θα καταγραφεί πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Το 2019 τα ελλείμματα του ΙΤΣ των περισσότερων χωρών της περιοχής πλην της Τουρκίας προβλέπεται ότι θα διευρυνθούν ακόμη περισσότερο και ταυτόχρονα το πλεόνασμα της Βουλγαρίας θα συρρικνωθεί περαιτέρω, κυρίως λόγω της αναμενόμενης επιβράδυνσης της εξωτερικής ζήτησης από σημαντικούς εμπορικούς εταίρους στην ΕΕ.

Το **δημοσιονομικό αποτέλεσμα** των χωρών της ΝΑ Ευρώπης παρουσιάζει ανάμικτη εικόνα το 2018 (βλ. Πίνακα II.2) Η **Βουλγαρία**, η οποία καταγράφει πλεόνασμα από το 2016, σημείωσε σημαντική βελτίωση της δημοσιονομικής της θέσης λόγω ενίσχυσης των εσόδων από φόρους και περιορισμού των δαπανών, ενώ η αυξημένη δαπάνη για δημόσιες επενδύσεις αντισταθμίστηκε εν μέρει από τις αυξημένες εισροές από την ΕΕ. Εκτιμάται ότι το 2019 το δημοσιονομικό πλεόνασμα θα περιοριστεί. Στη **Ρουμανία**, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική το 2018 συνεχίζεται καθώς η μισθολογική δαπάνη του δημοσίου τομέα εξακολουθεί να αυξάνεται με έντονο ρυθμό. Σημειώνεται ότι οι μέσες αποδοχές ανά εργαζόμενο στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκαν κατά 18,4% το 2018, έναντι επίσης μεγάλης αύξησής τους το 2016 και 2017 (15% και 12,6% αντίστοιχα). Η αύξηση των δημόσιων δαπανών εκτιμάται ότι θα παραμείνει η κύρια αιτία της επιδείνωσης του ελλείμματος το 2019.

Ο **ρυθμός πιστωτικής επέκτασης** αυξήθηκε το 2018 στις περισσότερες χώρες της περιοχής, πλην της Αλβανίας, του Μαυροβουνίου και της Τουρκίας. Ειδικότερα, στην **Τουρκία** επιβραδύνθηκε σημαντικά, κυρίως διότι αυξήθηκε δραματικά το κόστος δανεισμού. Το **ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων** συνέχισε να

μειώνεται το 2018 σε σύγκριση με το 2017 σχεδόν σε όλες της χώρες πλην της Τουρκίας. Η Αλβανία και η Βουλγαρία εξακολουθούν να έχουν το υψηλότερο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στην περιοχή. Τέλος, τα τρα-

πεζικά συστήματα των εν λόγω χωρών εξακολουθούν να έχουν ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια, η οποία, για όσες χώρες υπάρχουν στοιχεία, κυμαίνεται από 14% στην Τουρκία έως 22,3% στη Σερβία.

Πλαίσιο II.1

ΤΑ ΥΨΗΛΑ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑΤΑ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΓΙΑ ΜΙΑ ΠΙΟ ΣΥΜΜΕΤΡΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ

Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της μακροοικονομικής προσαρμογής στη ζώνη του ευρώ την περίοδο μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους ήταν η δραστική μείωση των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ σε πολλές χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα. Αντίθετα, τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ορισμένων χωρών-μελών αυξήθηκαν περαιτέρω και παραμένουν ιδιαίτερα υψηλά, κυρίως στη Γερμανία και την Ολλανδία —παρά τη μικρή μείωση τα τελευταία χρόνια— διαμορφώνοντας σε σχετικά υψηλό επίπεδο το συνολικό πλεόνασμα της ευρωζώνης (βλ. Διάγραμμα Α). Στο παρόν εξετάζονται αφενός το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο για την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών —η επαναξιολόγηση του οποίου προβλέπεται να γίνει εντός του 2019— και αφετέρου οι τάσεις και οι πρόσφατες εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ και επιμέρους χωρών-μελών της, και αναλύονται τα αίτια και οι επιπτώσεις αυτών των εξελίξεων. Τέλος, παρουσιάζονται ορισμένες προτάσεις διεθνών και ευρωπαϊκών οργανισμών, οι οποίες, εφόσον υιοθετηθούν από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ, θα μπορούσαν να συμβάλουν στην πιο ισόρροπη προσαρμογή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ.

1 Το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο¹

Η Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών (ΔΜΑ), η οποία υιοθετήθηκε το 2011 με σκοπό την πρόληψη και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών,² αποτελεί σημαντική θεσμική μεταρρύθμιση, η οποία κάλυψε ένα σημαντικό κενό του πλαισίου μακροοικονομικής εποπτείας που ίσχυε πριν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και την κρίση χρέους στη ζώνη του ευρώ. Η παρακολούθηση πραγματοποιείται μέσω ενός συνόλου δεικτών που περιλαμβάνονται στην “Έκθεση του Μηχανισμού Επαγρύπνησης” (Alert Mechanism Report), η οποία δημοσιεύεται κάθε φθινόπωρο.³ Εάν οι ανισορροπίες κριθούν “υπερβολικές”, οι Κανονισμοί για τη ΔΜΑ προβλέπουν ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μπορεί να προτείνει στο Συμβούλιο της ΕΕ την ενεργοποίηση της Διαδικασίας Υπερβολικών Ανισορροπιών.⁴ Ως προς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), τα ενδεικτικά όρια που έχουν τεθεί στο Μηχανι-

1 Βλ. “Η Ελλάδα μετά το πρόγραμμα: η νέα ευρωπαϊκή κανονικότητα”, Ειδικό θέμα V, Έκθεση του Διοικητή για το 2018, Τράπεζα της Ελλάδος, Απρίλιος 2019.

2 Η σχετική νομοθεσία αποτελείται από δύο Κανονισμούς του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου: (α) τον Κανονισμό (ΕΕ) 1176/2011 σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών, 16.11.2011 και (β) τον Κανονισμό (ΕΕ) 1174/2011 σχετικά με καταστατικά μέτρα για τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών στην ευρωζώνη, 16.11.2011.

3 Περιλαμβάνει την παρακολούθηση της εξέλιξης 14 συνολικά βασικών δεικτών με προκαθορισμένα όρια αναφοράς (αφορούν τις εξωτερικές ανισορροπίες, τις εγχώριες ανισορροπίες και την απασχόληση), καθώς και άλλων 25 επικουρικών δεικτών. Οι δείκτες σχετίζονται με τις εξωτερικές ανισορροπίες περιλαμβάνουν τον κυλιόμενο μέσο όρο τριετίας του αποτελέσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ, την καθαρή επενδυτική θέση ως ποσοστό του ΑΕΠ και την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τους ΔΤΚ, το μερίδιο αγοράς των εξαγωγών και το μοναδιαίο κόστος εργασίας. Περισσότερες πληροφορίες βλ. στην ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en

4 Ο Κανονισμός (ΕΕ) 1174/2011 προβλέπει την επιβολή κυρώσεων στις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ —με τη μορφή έντοξης κατάθεσης ή ετήσιου προστίμου ύψους 0,1% του ΑΕΠ τους— σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τη σύσταση για λήψη διορθωτικών μέτρων.

σμό Επαγρύπνησης ώστε να διαγνωσθεί αν αυτό βρίσκεται σε ανισορροπία δεν είναι συμμετρικά μεταξύ τους, αφού κυμαίνονται, ως ποσοστά του ΑΕΠ, μεταξύ ελλείμματος έως 4% και πλεονάσματος έως 6%. Η διαμόρφωση μη συμμετρικών ορίων βασίστηκε στο σκεπτικό ότι η ύπαρξη πλεονάσματος αναμένεται να έχει ηπιότερες συνέπειες από ό,τι η ύπαρξη ελλείμματος, η οποία ενέχει τον κίνδυνο απότομης διακοπής των εισροών κεφαλαίων. Σύμφωνα με τους σχετικούς Κανονισμούς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή από το 2014 και μετά θα επανεξετάζει τη ΔΜΑ κάθε πενταετία, αρχής γενομένης από το 2019. Σε αυτό το πλαίσιο, δύναται να προσαρμόσει ή να τροποποιήσει τη σύνθεση και τα ορισθέντα όρια των δεικτών αναφοράς του Μηχανισμού Επαγρύπνησης, καθώς και την ακολουθούμενη μεθοδολογία, εφόσον αυτό κριθεί απαραίτητο.

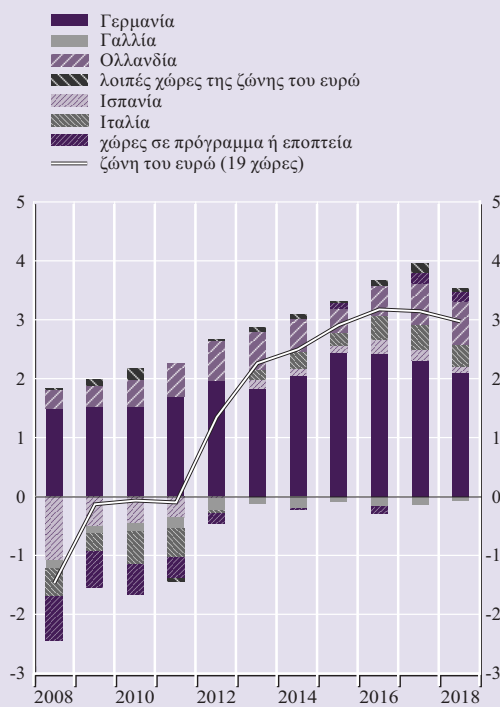
2 Τάσεις και πρόσφατες εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ

Η μακροοικονομική προσαρμογή των εξωτερικών ανισορροπιών εντός της ζώνης του ευρώ την περίοδο μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους υπήρξε εκτεταμένη, αλλά ετεροβαρής. Εξαιτίας της υποτονικής, ή και πτωτικής, πορείας της εγχώριας ζήτησης και της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, παρατηρήθηκε αξιοσημείωτη προσαρμογή των ελλειμμάτων του ΙΤΣ στις χώρες που υπάγονταν σε πρόγραμμα ή εποπτεία, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα. Αντίθετα, από τις πέντε μεγαλύτερες οικονομίες της ζώνης του ευρώ, η Ιταλία και η Ισπανία μετατράπηκαν από “ελλειμματικές” σε “πλεονασματικές” ως προς το ΙΤΣ από το 2013 και μετά, ενώ οι ήδη πλεονασματικές χώρες, Γερμανία και Ολλανδία, διεύρυναν τα πλεονάσματά τους άνω του ορίου αναφοράς 6% του ΑΕΠ την τελευταία δεκαετία (βλ. Διάγραμμα Β). Σύμφωνα με τους δείκτες αναφοράς του Μηχανισμού Επαγρύπνησης, από τις έξι χώρες της ζώνης του ευρώ με ανισορροπία στο ΙΤΣ το 2018, οι πέντε (Γερμανία, Ολλανδία, Ιρλανδία, Μάλτα και Σλοβενία) χαρακτηρίζονται από υπερβολικά εξωτερικά πλεονάσματα.⁵

Ως αποτέλεσμα, το πλεόνασμα στο ΙΤΣ της ευρωζώνης κινήθηκε ανοδικά μετά το 2012 και ανήλθε σε περίπου 3% του ΑΕΠ την περίοδο 2016-2018 (βλ. Διάγραμμα Α). Η πορεία του ΙΤΣ των επιμέρους χωρών της ζώνης του ευρώ επηρεάστηκε από σειρά παραγόντων, μεταξύ των οποίων η δυναμική της εγχώριας ζήτησης, η γεωγραφική διάρθρωση του εξωτερικού εμπορίου, οι αποταμιευτικές και επενδυτικές προτιμήσεις του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα και η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Διάγραμμα Α Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ: εξέλιξη και συμβολές χωρών-μελών

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



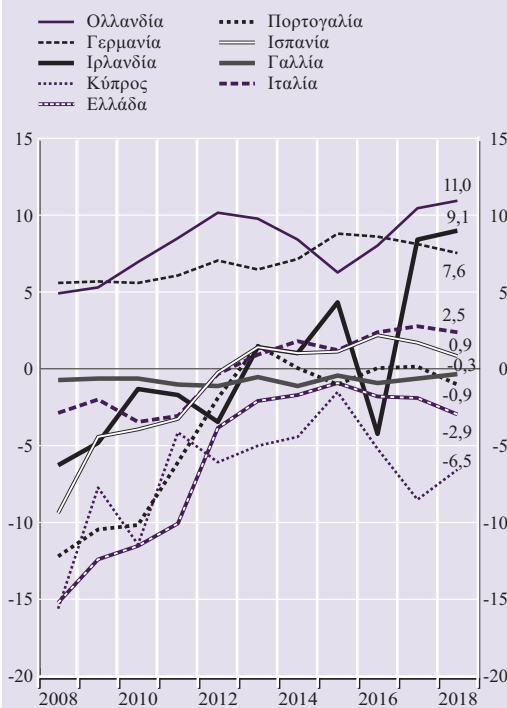
Πηγές: Eurostat και ANT, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2019.

Σημείωση: Χώρες σε πρόγραμμα ή εποπτεία: Πορτογαλία, Ελλάδα, Ιρλανδία και Κύπρος.

⁵ Το 2018 η Μάλτα παρουσίαζε το μεγαλύτερο πλεόνασμα του ΙΤΣ, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ύψους 11,2%.

Διάγραμμα Β Εξέλιξη ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε χώρες της ζώνης του ευρώ (2008-2018)

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγές: Eurostat και European Economic Forecast, Μάιος 2019.

Στη Γερμανία το πλεόνασμα του ΙΤΣ ανήλθε το 2018 σε 7,6% του ΑΕΠ με τάση μείωσης, επηρεαζόμενη από την επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου και την επιδείνωση των όρων εμπορίου.⁶ Η γεωγραφική σύνθεση του πλεονάσματος της Γερμανίας μεταβλήθηκε σταδιακά με αύξηση του μεριδίου των εκτός ευρωζώνης οικονομιών, ενώ από το 2012 και μετά περιορίστηκε δραστικά έναντι των πέντε χωρών-μελών που υπάγονταν σε πρόγραμμα. Ωστόσο, το πλεόνασμα παραμένει αρκετά σημαντικό έναντι των υπολοίπων χωρών της ζώνης του ευρώ.

Στην Ολλανδία, το πλεόνασμα του ΙΤΣ διευρύνθηκε περαιτέρω για τέταρτο συνεχόμενο έτος σε 11% του ΑΕΠ το 2018. Κύρια συνιστώσα εξακολουθεί να είναι το πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών, ενώ από το 2016 και μετά μετατρέπεται σε πλεονασματικό και το ισοζύγιο υπηρεσιών. Η γεωγραφική διάρθρωση όμως του υψηλού εμπορικού πλεονάσματος της Ολλανδίας διαφέρει σημαντικά από της Γερμανίας. Το ισοζύγιο αγαθών της Ολλανδίας είναι εξαιρετικά πλεονασματικό έναντι των υπόλοιπων χωρών της ζώνης του ευρώ και σημαντικά ελλειμματικό έναντι του λοιπού κόσμου.⁷

Όσον αφορά τη συμπεριφορά των επιμέρους θεσμικών τομέων της οικονομίας, η διεύρυνση του πλεονάσματος του ΙΤΣ τα τελευταία χρόνια τόσο στη Γερμανία όσο και στην Ολλανδία φαίνεται να οφείλεται στην αύξηση της καθαρής αποταμίευσης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Παράλληλα, και στις δύο χώρες ο δημόσιος τομέας επίσης συνέβαλε, αλλά σε μικρότερο βαθμό, στη διεύρυνση του πλεονάσματος του εξωτερικού τομέα, καθώς η αρνητική καθαρή αποταμίευσή του περιορίστηκε σταδιακά από το 2010 και εν τέλει μετατράπηκε σε θετική.

3 Επιπτώσεις των υψηλών πλεονασμάτων και προτάσεις διεθνών και ευρωπαϊκών οργανισμών για μια πιο ισόρροπη προσαρμογή των εξωτερικών μακροοικονομικών ανισορροπιών

Ένα από τα κύρια διδάγματα της κρίσης χρέους στη ζώνη του ευρώ αλλά και των εξελίξεων μετά την κρίση είναι ότι όχι μόνο τα υψηλά ελλείμματα αλλά και τα υψηλά πλεονάσματα στο ΙΤΣ έχουν επιπτώσεις μεσομακροπρόθεσμα. Αφενός δυσχεραίνουν την προσαρμογή των ελλειμματικών χωρών, καθώς αυτές, παρά τις προσπάθειές τους να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητά τους μέσω εσωτερικής υποτίμησης, παραμένουν λιγότερο ανταγωνιστικές σε σχετικούς όρους τιμών και

⁶ Βλ. IMF, "Germany: 2018 Article IV Consultation", Ιούλιος 2018, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2018) "Σύσταση του Συμβουλίου σχετικά με το εθνικό πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων της Γερμανίας για το 2018 και τη διατύπωση γνώμης του Συμβουλίου σχετικά με το πρόγραμμα σταθερότητας της Γερμανίας για το 2018", 13.7.2018.

⁷ Βλ. IMF, "The Netherlands: 2019 Article IV Consultation", 12.2.2019, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2018) "Σύσταση του Συμβουλίου σχετικά με το εθνικό πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων των Κάτω Χωρών για το 2018 και τη διατύπωση γνώμης του Συμβουλίου σχετικά με το πρόγραμμα σταθερότητας των Κάτω Χωρών για το 2018", 13.7.2018.

κόστους έναντι των χωρών με εξωτερικά πλεονάσματα. Αφετέρου η διατήρηση υψηλών πλεονασμάτων του ΙΤΣ υποδηλώνει υποτονική, ή και κατώτερη της δυνητικής, εγχώρια δαπάνη για κατανάλωση και επενδύσεις (σύμφωνα με τη λογιστική ταυτότητα των εθνικών λογαριασμών) στις ίδιες τις χώρες με πλεονάσματα. Επιπλέον, σε ένα περιβάλλον σημαντικών εμπορικών εντάσεων, τα υψηλά και αυξανόμενα πλεονάσματα στο ΙΤΣ μεγάλων ευρωπαϊκών οικονομιών ή της ζώνης του ευρώ ενδέχεται να προκαλέσουν μέτρα εμπορικού προστατευτισμού από μεγάλους εμπορικούς εταίρους της Ευρώπης, όπως για παράδειγμα τις ΗΠΑ.

Προτάσεις για μια πιο ισόρροπη προσαρμογή στο ΙΤΣ στη ζώνη του ευρώ έχουν γίνει από ευρωπαϊκούς και διεθνείς οργανισμούς, όπως το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο και το ΔΝΤ, ενώ συστάσεις προς την κατεύθυνση αυτή έχουν διατυπωθεί και από το ECOFIN. Σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο⁸ – τις συστάσεις του οποίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έκανε δεκτές σε μεγάλο βαθμό – η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα πρέπει να κινεί τη Διαδικασία Υπερβολικών Ανισορροπιών όταν υπάρχουν στοιχεία που συνηγορούν σε αυτό, διαφορετικά να εξηγεί με σαφήνεια και δημοσίως τους λόγους. Επίσης, θα πρέπει να γίνεται ανάλυση του αντίκτυπου της δημοσιονομικής πολιτικής στις εξωτερικές ανισορροπίες τόσο σε περίπτωση ελλειμμάτων όσο και σε περίπτωση πλεονασμάτων.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ,⁹ τα πλεονάσματα του ΙΤΣ της Γερμανίας και της Ολλανδίας ως ποσοστό του αντίστοιχου ΑΕΠ τους είναι σημαντικά υψηλότερα από το “βασικό πλεόνασμα αναφοράς” (current account norm) των εν λόγω χωρών. Η εκτίμηση του ΔΝΤ για το βασικό πλεόνασμα αναφοράς λαμβάνει υπόψη τα μεσοπρόθεσμα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας, καθώς και τις επιθυμητές, σύμφωνα με το ΔΝΤ, πολιτικές. Στις περιπτώσεις της Γερμανίας και της Ολλανδίας οι συστάσεις πολιτικής περιλαμβάνουν μέτρα ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης, π.χ. αύξηση των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις και εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την απελευθέρωση της αγοράς υπηρεσιών.

Το ECOFIN, στη συνεδρίασή του το Μάιο του τρέχοντος έτους,¹⁰ ενέκρινε συστάσεις από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή που αφορούν τόσο την αποτελεσματικότερη εφαρμογή του θεσμικού πλαισίου για τις μακροοικονομικές ανισορροπίες όσο και την ενίσχυση της μακροοικονομικής προσαρμογής σε χώρες-μέλη με πλεόνασμα στο ΙΤΣ.

4 Συμπεράσματα

Η διατήρηση των εξωτερικών ανισορροπιών στην ΟΝΕ, σύμφωνα με τα κριτήρια του Μηχανισμού Επαγρύπνησης, αντανακλά πλέον κυρίως τα μεγάλα πλεονάσματα στο ΙΤΣ ορισμένων χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ, παρά τη μικρή μείωσή τους τα τελευταία χρόνια. Η επιμονή των ανισορροπιών γενικά αυξάνει την ευπάθεια των οικονομιών σε μια εγχώρια ή εξωτερική διαταραχή και μειώνει την ανθεκτικότητα της ζώνης του ευρώ ως συνόλου.¹¹ Επίσης ενδέχεται να έχει έμμεσες επιπτώσεις διάχυσης (spillovers) σε άλλες χώρες της ΟΝΕ, καθώς δεν ενισχύεται η ανταγωνιστικότητα των ελλειμματικών χωρών σε σχετικούς όρους και άρα η βιωσιμότητα των ΙΤΣ. Παράλληλα, η παρατεταμένη εμφάνιση πολύ υψηλών εξωτερικών πλεονασμάτων σε χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω μέτρα εμπορικού προστατευτισμού από εμπορικούς εταίρους εκτός ΕΕ. Συνεπώς κρίνεται επιθυμητή η ενίσχυση της εγχώριας ιδιωτικής και δημόσιας ζήτησης στις χώρες με πλεονάσματα στο ΙΤΣ.

⁸ Βλ. Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο (2018), “Έλεγχος της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών”, Ιανουάριος.

⁹ Βλ. υποσημειώσεις 6 και 7, IMF (Ιούλιος 2018) και IMF (Φεβρουάριος 2019).

¹⁰ Βλ. συνεδρίαση ECOFIN της 17.5.2019.

¹¹ Βλ. μεταξύ άλλων Πλαίσιο Π.1 “Η οικονομική ανθεκτικότητα της ζώνης του ευρώ”, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018, Τράπεζα της Ελλάδος, Απρίλιος 2019.

Η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να συμβάλει στον περιορισμό του υπερβολικού πλεονάσματος μέσω της ενίσχυσης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου σε υποδομές στις χώρες εκείνες όπου διαπιστώνεται η ύπαρξη δημοσιονομικού περιθωρίου. Επιπλέον, η οικονομική πολιτική στις πλεονασματικές οικονομίες έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει τις αποταμιευτικές και επενδυτικές προτιμήσεις και επιλογές του ιδιωτικού τομέα, μέσω κατάλληλων μισθολογικών, φορολογικών και άλλων μέτρων ενθάρρυνσης τόσο της καταναλωτικής όσο και της επενδυτικής δαπάνης του ιδιωτικού τομέα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2018), *Έκθεση του Μηχανισμού Επαγρύπνησης 2019*.
- European Central Bank (2018), “Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?” *Occasional paper series* No 211, June.
- European Commission (2018), Macroeconomic imbalance procedure scoreboard, Technical note, “Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard”, Σεπτέμβριος.
- European Commission (2019), “2019 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011”, COM(2019) 150 final, 27.2.2019.
- European Commission (2019), “Country report including in-depth review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances” για τις χώρες Γερμανία και Ολλανδία, Φεβρουάριος.
- European Parliament (2019), “Implementation of the Macroeconomic Imbalance Procedure: State of Play – March 2019”, In-depth analysis by the Economic Governance Support Unit, March.
- IMF (2018α), *External Sector Report*, June.
- IMF (2018β), “Euro Area Policies: 2018 Article IV Consultation”, 19.7.2018.
- London School of Economics (2018), “Germany is quietly rebalancing its economy – but this will not fix the Eurozone’s flaws”, *LSE Business Review*, 22.9.2018.
- Micossi S. et al. (2018), “On German external imbalances”, *CEPS Policy Insights*, No 2018/13, November.
- OECD (2018), OECD Economic Surveys “Euro Area”, June.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να περιοριστεί σημαντικά το 2019, εξέλιξη που θα οδηγήσει σε εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων. Προκειμένου να μην βραδύνει η αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών στη Νομισματική Ένωση, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, εκτός από την πολιτική επανεπένδυσης που διεξάγει, (α) δρομολόγησε τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και (β) παρέτεινε την ημερομηνία μέχρι την οποία το Ευρωσύστημα θα χορηγεί ρευστότητα με σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Τέλος, τον Ιούνιο του 2019, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ δήλωσε ότι δεν αποκλείεται περαιτέρω μείωση των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος ή και επανενεργοποίηση του προγράμματος αγοράς τίτλων.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

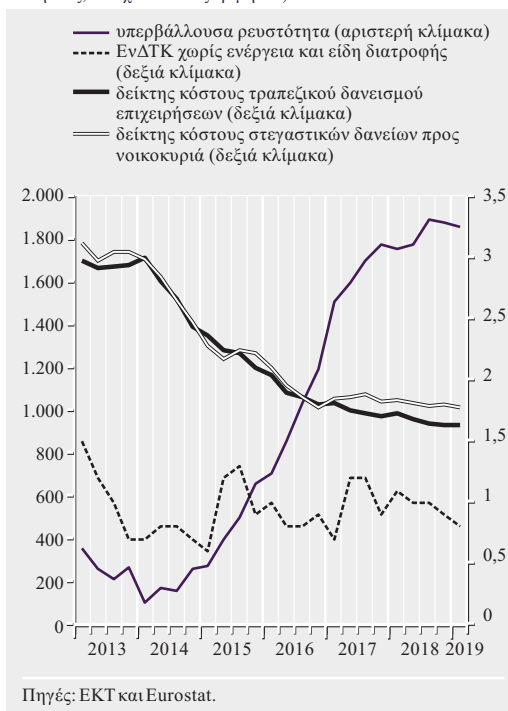
Στο τέλος του 2018 σταμάτησαν οι καθαρές αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Το Ευρωσύστημα εξακολουθεί όμως να επανεπενδύει το προϊόν της ωρίμανσης χρεογράφων που είχε αποκτήσει κατά το παρελθόν σε εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων.

Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, σημαντικό για την επιδιωκόμενη ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ είναι το γεγονός ότι το κόστος εργασίας αυξάνεται με ικανό ρυθμό. Εντούτοις, ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει υποτονικός. Ήδη προς τα τέλη του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναθεώρησε την αξιολόγηση των κινδύνων σχετικά με τις προοπτικές του ΑΕΠ, από ισόρροπους σε καθοδικούς. Επιπροσθέτως, στις αρχές του 2019, οι προβλέψεις για το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, ιδίως όσον αφορά το τρέχον έτος, αναθεωρήθηκαν σημαντικά προς τα κάτω.

Δεδομένων αυτών των εξελίξεων, προκειμένου να συντηρηθεί η μεσοπρόθεσμη πορεία του καταγραφόμενου πληθωρισμού προς επίπεδα λίγο κάτω του 2%, το Διοικητικό Συμ-

Διάγραμμα III.1 Υπερβάλλουσα ρευστότητα, πυρήνας του πληθωρισμού και κόστος τραπεζικού δανεισμού στη ζώνη του ευρώ

(δισεκ. ευρώ, ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, ποσοστό % ετησίως, στοιχεία τέλους τριμήνου)



βούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε, το Μάρτιο του 2019, να δρομολογήσει και τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Ανακοίνωσε επίσης ότι οι πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν, τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2021, να διενεργούνται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη ικανοποίηση της ζήτησης των τραπεζών για άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα. Τέλος, τον Ιούνιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος δεν θα μεταβληθούν πριν τα μέσα του 2020, ενώ ο Πρόεδρος της ΕΚΤ επιβεβαίωσε ότι η εν λόγω μελλοντική μεταβολή δεν αποκλείεται να έγκειται σε περαιτέρω μείωση του επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων προς ακόμη πιο αρνητικά επίπεδα.

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 11.6.2019.

Η διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων κατά το παρελθόν υπήρξε η κύρια αιτία για τη συσσώρευση υπερβάλλουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή είχε ως συνέπεια τη διατήρηση των διατραπεζικών επιτοκίων (EONIA, Euribor) σε αρνητικά επίπεδα και τη μετάδοση σημαντικών καθοδικών πιέσεων στα δανειακά επιτόκια των τραπεζών και στις αποδόσεις των χρεογράφων (βλ. Διάγραμμα III.1). Έτσι διαμορφώθηκαν ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες συνέβαλαν στη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης και στην αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων.

I Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Με την παύση των καθαρών αγορών τίτλων στο τέλος του 2018, η χρησιμοποίηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής εκ μέρους του Ευρωσυστήματος περιορίζεται πλέον στις αρχές του 2019 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Υπενθυμίζεται ότι το ύψος των καθαρών αγορών χρεογράφων, στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς, ήταν συνάρτηση του κατά πόσον ο καταγραφόμενος πληθωρισμός κατευθυνόταν, με ασφάλεια, προς ρυθμούς λίγο κάτω του 2%.

Στα μέσα Ιουνίου 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο έφθασε στο συμπέρασμα ότι η σύγκλιση του καταγραφόμενου πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα θα συνεχιζόταν ακόμη και αν περιοριζόταν σταδιακά το μέγεθος των αγορών τίτλων. Έτσι, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε το ύψος των κατά μήνα καθαρών αγορών τίτλων σε 15 δισεκ. ευρώ από τον Οκτώβριο του 2018. Θεωρήθηκε σκόπιμο να μηδενιστούν οι καθαρές αγορές τίτλων από την αρχή του 2019 και εξής, εφόσον βεβαίως εξακολουθούσαν τα οικονομικά στοιχεία και οι πληροφορίες που θα συγκεντρώνονταν μέχρι εκείνη τη στιγμή να επιβεβαιώνουν τη σύγκλιση του πληθωρισμού προς τις επιθυμητές τιμές. Μέχρι στιγμής, το 2019, όπως και το προηγούμενο έτος, τα βασικά επι-

τόκια διατηρήθηκαν στα επίπεδα στα οποία είχαν τεθεί το Μάρτιο του 2016. Συνεχίστηκε η τακτική διεξαγωγή των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

Καθώς συγκεντρώθηκαν πολλές ενδείξεις σημαντικής εξασθένησης του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, στις αρχές του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι θα καθυστερήσει η κατά τα ανωτέρω σύγκλιση του πληθωρισμού. Ειδικότερα, θα καθυστερήσει η μετακύλιση των αυξήσεων του κόστους εργασίας στις τιμές των τελικών προϊόντων και θα επιβραδυνθεί ο ρυθμός με τον οποίο συρρικνώνεται το αρνητικό παραγωγικό κενό που εκτιμάται ότι επικρατεί στη ζώνη του ευρώ. Έτσι, το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο δρομολόγησε εκ νέου (για τρίτη φορά) διεξαγωγή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III), μεταξύ Σεπτεμβρίου 2019 και Μαρτίου 2021 με τριμηνιαία συχνότητα.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο παρέτεινε κατά ένα και πλέον έτος, τουλάχιστον μέχρι το β' τρίμηνο του 2021, την ημερομηνία μέχρι την οποία οι τακτικές πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό στη ρευστότητα προς χορήγηση από το Ευρωσύστημα. Αυτό το σχήμα υποβοηθεί την ομαλή εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και συμβάλλει στην επικράτηση ευνοϊκών συνθηκών στις αγορές χρήματος στη Νομισματική Ένωση. Γενικότερα, οι προαναφερθείσες πρόσφατες αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ θα συντελέσουν σε ενίσχυση των εγχώριων πληθωριστικών πιέσεων με στόχο να αντισταθμιστεί σε κάποιο βαθμό η αρνητική επίδραση στον πληθωρισμό εξαιτίας της επιβράδυνσης της οικονομικής ανάκαμψης.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρέχει καθοδηγητικές ενδείξεις με αντικείμενο τα πιθανά μέτρα νομισματικής πολιτικής στο μέλλον. Επί του παρόντος αφορούν κυρίως την πορεία των βασικών επιτοκίων και την πολι-

τική επανεπένδυσης. Οι καθοδηγητικές ενδείξεις περιλαμβάνουν τόσο εξειδίκευση ημερομηνιών (date-based) όσο και συνθηκών που πρέπει να εκπληρωθούν (data-based) προκειμένου να υλοποιηθεί η πιθανολογούμενη μεταβολή στα μέσα νομισματικής πολιτικής.

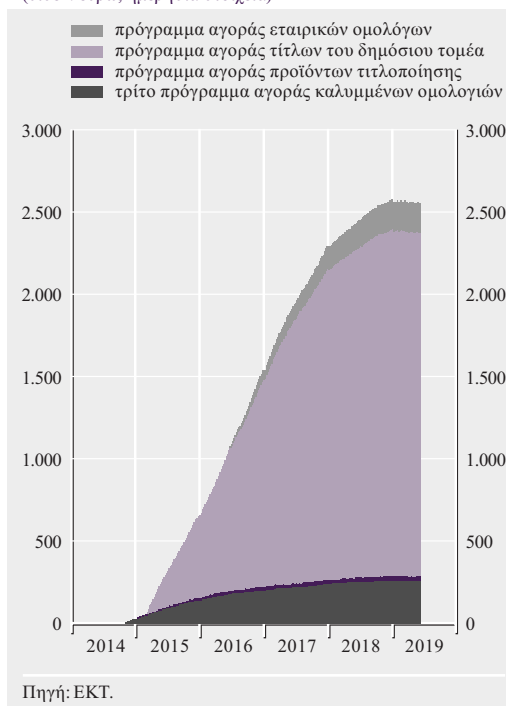
Σύμφωνα με τις παρούσες (Ιούνιος 2019) καθοδηγητικές ενδείξεις, το χρονικό σημείο οπότε ενδέχεται να λάβει χώρα η πρώτη μεταβολή των βασικών επιτοκίων τοποθετείται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μετά τα μέσα του 2020. Εάν μέχρι τότε δεν έχει εξασφαλιστεί η επιθυμητή εξέλιξη του πληθωρισμού, τα βασικά επιτόκια θα διατηρηθούν στα παρόντα επίπεδα για όσο ακόμη χρειαστεί. Εξάλλου, όπως προαναφέρθηκε, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ δεν αποκλείει αναπροσαρμογή των εν λόγω επιτοκίων προς τα κάτω. Γενικότερα, η πολιτική παροχής καθοδηγητικών ενδείξεων από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αξιολογείται ως αποτελεσματική όσον αφορά τον περιορισμό της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και, εξ αυτού του λόγου, της εν γένει αβεβαιότητας στην οικονομία.

Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει επίσης δηλώσει ότι, ακόμη και σε περίπτωση αύξησης των βασικών επιτοκίων, το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει, για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, να επανατοποθετεί σε χρεόγραφα το προϊόν της ωρίμανσης τίτλων τους οποίους απέκτησε κατά το παρελθόν σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς τίτλων. Η πολιτική επανεπένδυσης θα ακολουθηθεί για όσο χρόνο καταστεί αναγκαίο προκειμένου να διατηρηθούν ευνοϊκές οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ και να παραμείνει υψηλός ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική τηρεί διευκολυντική κατεύθυνση.

Οι τεχνικές λεπτομέρειες της πολιτικής επανεπένδυσης έχουν καθοριστεί ως εξής: Επιδιώκεται να διατηρηθεί κατ' αρχήν σταθερό, στο αντίστοιχο επίπεδο που είχε καταγραφεί μέχρι το τέλος του 2018, το σωρευτικό (από την έναρξη του προγράμματος) και σε καθαρή

Διάγραμμα III.2 Χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος με βάση το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP) (24 Οκτωβρίου 2014 - 10 Ιουνίου 2019)

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



βάση άθροισμα των αγορών τίτλων υπό κάθε επιμέρους σκέλος του διευρυμένου προγράμματος αγοράς (βλ. Διάγραμμα III.2). Τα εν λόγω σκέλη περιλαμβάνουν: (α) αγορές τίτλων που έχει εκδώσει ο δημόσιος τομέας, (β) αγορές τιτλοποιημένων απαιτήσεων των τραπεζών (πλην καλυμμένων ομολογιών), (γ) το τρίτο κατά σειρά πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (ημερομηνία έναρξης, τέλη 2014) και (δ) το πρόγραμμα εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις. Θα επανεπενδύεται, καθ' ολοκληρίαν, το εξοφλούμενο κεφάλαιο αλλά όχι οι τόκοι τους οποίους αποδίδουν τα χρεόγραφα στην κατοχή του Ευρωσυστήματος. Εκτιμάται ότι το Ευρωσύστημα θα εξακολουθήσει να προβαίνει σε μηνιαίες αγορές τίτλων συνολικού ύψους περί τα 20 δισεκ. ευρώ.

Έχει προκαθοριστεί ότι, κατά κανόνα, το προϊόν της εξόφλησης ομολόγων, τα οποία έχουν εκδοθεί από το δημόσιο τομέα σε

κάποιο κράτος-μέλος, θα επανεπενδύεται στους νέους τίτλους που θα εκδίδονται από το δημόσιο τομέα του ίδιου κράτους-μέλους. Τέλος, έχει εξειδικευθεί ότι οι αγορές χρεογράφων σε εκτέλεση της πολιτικής επανεπένδυσης θα κατανέμονται στη διάρκεια του ημερολογιακού έτους κατά τέτοιο τρόπο, ώστε η παρουσία του Ευρωσυστήματος στις αγορές τίτλων να είναι τακτική και να χαρακτηρίζεται από ομοιομορφία.

Το Ευρωσύστημα έχει συγκεντρώσει στο χαρτοφυλάκιό του σημαντικό μέρος από τα χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ. Υπολογίζεται ότι, αν στους κρατικούς τίτλους που βρίσκονται στην κατοχή του Ευρωσυστήματος προστεθούν οι τίτλοι σε ευρώ στα χαρτοφυλάκια ξένων κεντρικών τραπεζών (τους οποίους αυτές κατέχουν ως μέρος των συναλλαγματικών τους διαθεσίμων), οι κρατικοί τίτλοι που απομένουν σε χέρια τρίτων (“free-float”), δηλαδή των επενδυτών οι οποίοι κατά κανόνα επιδεικνύουν αξιόλογη συναλλακτική δραστηριότητα, αντιπροσωπεύουν μικρό και μόνον κλάσμα του συνόλου των υφιστάμενων εκδόσεων.²

Η πολιτική επανεπένδυσης εκ μέρους του Ευρωσυστήματος θα διατηρήσει επί μακρόν το εν λόγω κλάσμα σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Δεδομένης της κατά τα ανωτέρω σπάνεως χρεογράφων (σε χέρια τρίτων), οι επενδυτές θα παραμείνουν διατεθειμένοι να απορροφήσουν τυχόν νέες εκδόσεις στη ζώνη του ευρώ, χωρίς σημαντική αύξηση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων σε σύγκριση με το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Έτσι, η πολιτική επανεπένδυσης θα ασκεί επίδραση κατά βάση ανάλογη με αυτή που ασκούσαν οι καθαρές αγορές μέχρι το τέλος του 2018. Εξάλλου, τον Ιούνιο του 2019, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ δήλωσε ότι δεν αποκλείεται επανέναρξη των καθαρών αγορών τίτλων (δηλ. αγορών τίτλων επιπλέον αυτών που πραγματοποιούνται στα πλαίσια της πολιτικής επανεπένδυσης) στο μέλλον.

Όσον αφορά τη νέα σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότη-

σης, αποσκοπεί στη χορήγηση χρηματοδότησης διετούς διάρκειας προς τις τράπεζες (εμπορικές και επενδυτικές) στη ζώνη του ευρώ. Το ύψος της χρηματοδότησης θα είναι ισοδύναμο με το 30% του υπολοίπου ενός υποσυνόλου των πιστώσεων τους όπως είχε διαμορφωθεί κατά την 28η Φεβρουαρίου 2019. Ωστόσο στο πλαίσιο κάθε μεμονωμένης πράξης TLTRO-III δεν θα επιτρέπεται να αντληθεί εκ μέρους των αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος χρηματοδότηση ισοδύναμη με ποσοστό άνω του 10% του εν λόγω υπολοίπου. Το υποσύνολο των επιλέξιμων πιστώσεων περιλαμβάνει τις χορηγήσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και προς τα νοικοκυριά πλην στεγαστικής πίστης.

Ο καθορισμός του επιτοκίου στις πράξεις TLTRO-III προέκυψε κατόπιν διεξοδικής ανάλυσης του ρόλου των τραπεζών στο μηχανισμό μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Λήφθηκαν επίσης υπόψη οι τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις. Συγκεκριμένα, τον Ιούνιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι το επιτόκιο των πράξεων TLTRO-III θα τεθεί κατ’ αρχήν 10 μονάδες βάσης πάνω από το μέσο όρο του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, όπως αυτός θα διαμορφωθεί κατά τη διετία για την οποία θα διαρκέσει κάθε στοχευμένη πράξη.

Οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος, οι οποίοι θα κατορθώσουν να χορηγήσουν κατά το διάστημα Μαρτίου 2019-Μαρτίου 2021 μεγαλύτερο ύψος επιλέξιμων πιστώσεων από το επίπεδο αναφοράς (όπως ορίζεται παρακάτω) θα τύχουν μείωσης του επιτοκίου των πράξεων TLTRO-III στις οποίες έχουν συμμετάσχει.

² O Benoît Cœuré, μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, αναφέρει στην ομιλία του με τίτλο “The persistence and signaling power of central bank asset purchase programmes”, 23.2.2018, τις εξής εκτιμήσεις του, οι οποίες προέκυψαν από την εφαρμογή της μεθοδολογίας των S. Arslanalp και T. Tsuda “Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt”, IMF Working Paper 12/284: Στα τέλη του 2017, το free-float, έχοντας ακολουθήσει πτωτική τάση, αντιπροσώπευε λιγότερο του 1/10 στην περίπτωση των γερμανικών κρατικών ομολόγων, περί το 1/3 στην περίπτωση των ολλανδικών και περί το 50% στην περίπτωση των φινλανδικών κρατικών ομολογιακών τίτλων.

Μάλιστα, εφόσον η πιστοδοτική δραστηριότητα ενός αντισυμβαλλομένου αποβεί ικανή, το επιτόκιο της χρηματοδότησης την οποία αντλεί μέσω πράξης TLTRO-III θα είναι δυνατόν να μειωθεί τόσο ώστε να μην υπερβαίνει κατά περισσότερο από 10 μονάδες βάσης το μέσο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος, όπως αυτό θα διαμορφωθεί κατά τη διετή διάρκεια της εν λόγω πράξης.

Συγκεκριμένα, αυτής της μέγιστης μείωσης επιτοκίου θα απολαύουν οι αντισυμβαλλόμενοι οι οποίοι θα έχουν επιτύχει μέχρι το Μάρτιο του 2021 υπέρβαση του επιπέδου αναφοράς που τους αντιστοιχεί κατά 2,5%. Οι αντισυμβαλλόμενοι πάλι που θα καταγράψουν μικρότερες υπερβάσεις του επιπέδου αναφοράς θα τυγχάνουν αναλογικά μικρότερων μειώσεων επιτοκίου.

Το ως άνω επίπεδο αναφοράς ορίζεται ως εξής: (α) Για τους αντισυμβαλλομένους οι οποίοι κατέγραψαν σε καθαρή βάση (δηλ. αφαιρουμένων των αποπληρωμών παλαιού χρέους εκ μέρους των πιστούχων από τις εκταμιεύσεις νέων επιλέξιμων πιστώσεων) θετική επέκταση επιλέξιμων πιστώσεων κατά την περίοδο Απριλίου 2018-Μαρτίου 2019, το επίπεδο αναφοράς τίθεται στο μηδέν. (β) Για τους αντισυμβαλλομένους οι οποίοι σε καθαρή βάση σημείωσαν αρνητική επέκταση επιλέξιμων πιστώσεων κατά την προαναφερθείσα δωδεκάμηνη περίοδο, το επίπεδο αναφοράς τίθεται ίσο με την καταγραφείσα αρνητική επέκταση επιλέξιμων πιστώσεων.

Όπως ίσχυε και με τις προηγούμενες σειρές στοχευμένων πράξεων, οι τεχνικές παράμετροι των πράξεων σε αυτή τη σειρά συντελούν στη δημιουργία καταλλήλων κινήτρων για τις τράπεζες ώστε να πιστοδοτούν τον ιδιωτικό τομέα με ευνοϊκά επιτόκια και λοιπούς όρους τραπεζικού δανεισμού. Τονίζεται ότι οι πράξεις δεν αποσκοπούν στη διευκόλυνση της πρόσβασης του δημόσιου τομέα στο τραπεζικό σύστημα ή ειδικότερα στην παροχή χρηματοδότησης για την απόκτηση κρατικών τίτλων από το τραπεζικό σύστημα. Γενικότερα, η διε-

ξαγωγή των στοχευμένων πράξεων TLTRO-III θα υποβοηθήσει την ομαλή μετάδοση των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Εξάλλου, θα απαλύνει το πρόβλημα εξεύρεσης χρηματοδοτικών πόρων που αναμένεται να αντιμετωπίσει ο τραπεζικός τομέας κατά τα επόμενα έτη ενόψει (α) της λήξης των στοχευμένων πράξεων στην προηγούμενη σειρά (TLTRO-II), (β) των εξοφλήσεων υφισταμένων τραπεζικών ομολόγων και τέλος (γ) διαφόρων διατάξεων του κανονιστικού πλαισίου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι η πολιτική καταβολής αρνητικού επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος δεν έχει μέχρι στιγμής επηρεάσει δυσμενώς το διαμεσολαβητικό –μεταξύ αποταμιευτικών και επενδυτικών μονάδων– ρόλο των τραπεζών, τουλάχιστον σε τέτοια έκταση ώστε να τίθεται εν αμφιβόλω η θετική συμβολή της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη σύγκλιση του πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα παρακολουθεί συνεχώς τα χαρακτηριστικά του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ και θα αξιολογεί κατά πόσον επιβάλλεται η λήψη μέτρων από το Ευρωσύστημα προκειμένου η πολιτική αρνητικού επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων να έχει αδιαμφισβήτητα θετικό συνολικό αποτέλεσμα για την οικονομία της ζώνης του ευρώ. Η λήψη τέτοιων μέτρων θα καταστεί περισσότερο αναγκαία αν μειωθεί και άλλο το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει δηλώσει ότι είναι διατεθειμένο να λάβει νέα μέτρα σε περίπτωση δυσμενών εξελίξεων και ειδικότερα να προχωρήσει σε τροποποιήσεις εκ νέου των μέσων νομισματικής πολιτικής, εάν αυτό χρειαστεί προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να εξακολουθήσει να κατευθύνεται σταθερά προς τις επιθυμητές τιμές.

Μετά τις αρχές του 2018, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι ο ρυθμός ανό-

δου του ΑΕΠ της Νομισματικής Ένωσης σημειώνει επιβράδυνση χωρίς ωστόσο να έχει διακοπεί η οικονομική ανάκαμψη. Βέβαια, οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές για το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ άρχισαν να εκτιμώνται, στα τέλη του 2018, ως κατά το πλείστον καθοδικοί, ενώ μέχρι εκείνη τη στιγμή αξιολογούντο ως ισόρροποι. Στις αρχές του 2019 επισημάνθηκε ότι οι κίνδυνοι είχαν πλέον καταστεί σαφώς καθοδικοί. Παρά ταύτα, οι πιθανότητες να επέλθει οικονομική ύφεση ή ακόμη και να καταγραφεί αποπληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ εκτιμώνται από το Διοικητικό Συμβούλιο ως πολύ χαμηλές.

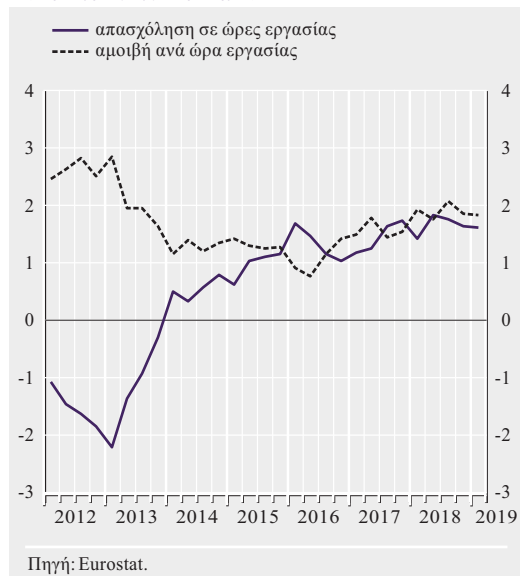
Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε πρόσφατα (Απρίλιος 2019) ότι έχουν εμφανιστεί ενδείξεις πως φθάνει πλέον στο τέλος της η επίδραση εγχώριων ειδικών παραγόντων, όπως η εισαγωγή νέων προδιαγραφών για τις εκπομπές αερίων από τα αυτοκίνητα, οι οποίοι συνέβαλαν στην επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο εξακολουθούν οι αρνητικές επιδράσεις από το διεθνές περιβάλλον στις οποίες είναι ιδιαίτερα εκτεθειμένη η μεταποίηση.

Ορισμένες γεωπολιτικές εξελίξεις τροφοδοτούν την αβεβαιότητα, το απειλητικό ενδεχόμενο θέσπισης περαιτέρω μέτρων προστατευτισμού καθίσταται ολοένα και πιθανότερο, ενώ πολλές αναδυόμενες οικονομίες εμφανίζονται ευάλωτες. Από την άλλη πλευρά, παρατηρούνται εξελίξεις, όπως η άνοδος του επιπέδου απασχόλησης και η αύξηση των μισθών στη Νομισματική Ένωση, οι οποίες είναι συνεπείς με συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης και συντελούν σε σταδιακή ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων. Η απόκλιση που παρουσιάζει ο ρυθμός αύξησης των ονομαστικών μισθών μεταξύ των κρατών-μελών έχει διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλή τιμή. Η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών καθώς και στον κατασκευαστικό τομέα στη ζώνη του ευρώ παρουσιάζει ανθεκτικότητα.

Κρίνεται αναγκαίο η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος να διατηρήσει επαρ-

Διάγραμμα III.3 Απασχόληση και κόστος εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2012-α' τρίμηνο 2019)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



κώς διευκολυντική κατεύθυνση. Έτσι επιτυγχάνεται η επικράτηση ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ που προάγουν την οικονομική άνοδο εξασφαλίζοντας την παραμονή του πληθωρισμού σε πορεία σύγκλισης προς επίπεδα λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα. Ο συνδυασμός των παρεχόμενων καθοδηγητικών ενδείξεων όσον αφορά τις πιθανές μελλοντικές προσαρμογές των βασικών επιτοκίων με την πολιτική επανεπένδυσης και τη διεξαγωγή της νέας σειράς στοχευμένων πράξεων θα επιφέρει σημαντική ώθηση στην οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατα υποβληθείσες στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μακροοικονομικές προβολές (Ιούνιος 2019), ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,3% κατά μέσο όρο το 2019, 1,4% το 2020 και 1,6% το 2021. Με βάση τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για το αργό πετρέλαιο, εκτιμάται ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα επιβραδυνθεί τους αμέσως επόμενους μήνες αλλά θα ανακάμψει προς τα τέλη του έτους.

Ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει υποτονικός. Πάντως, όσο οι συνθήκες στις αγορές εργασίας καθίστανται λιγότερο χαλαρές και ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού διατηρείται υψηλός, η πορεία του κόστους εργασίας θα παραμένει αυξητική και θα ασκούνται ανοδικές πιέσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα III.3). Σύμφωνα με τις προαναφερθείσες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο πυρήνας του πληθωρισμού θα επιταχυνθεί σε 1,1% (κατά μέσο όρο) το 2019, 1,4% το 2020 και 1,6% το 2021.

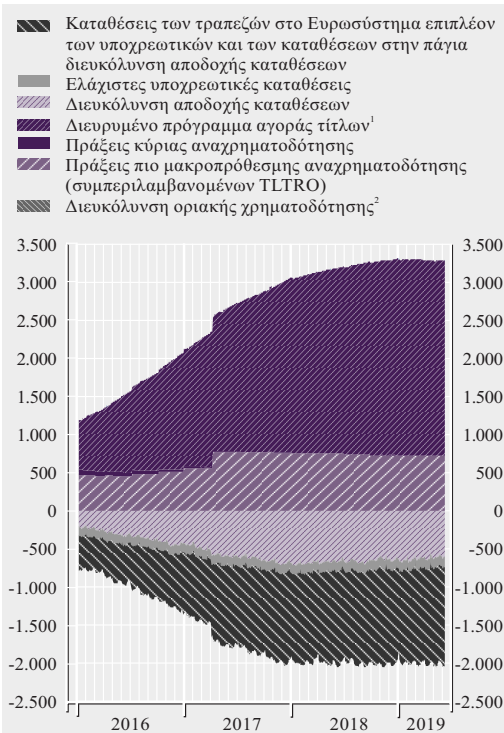
2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Κατά μέσο όρο την περίοδο από την αρχή του 2019 μέχρι τα μέσα Ιουνίου 2019, το Ευρωσύστημα παρείχε ρευστότητα προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ύψους 3.293 δισεκ. ευρώ, έναντι 3.198 δισεκ. ευρώ το 2018. Το 78% του συνολικού αυτού ύψους που καταγράφηκε το 2019 έχει προέλθει από παρελθούσες οριστικές αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος από τους αντισυμβαλλομένους του (κυρίως εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες) σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς τίτλων (βλ. Διάγραμμα III.4).

Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν αντλήσει το υπόλοιπο (22%) της συνολικής ρευστότητας μέσω συμμετοχής στις πράξεις αναχρηματοδότησης που έχουν διενεργήσει οι εθνικές κεντρικές τράπεζες, δηλ. στις κύριες (εβδομαδιαίας διάρκειας), πιο μακροπρόθεσμες (τρίμηνης διάρκειας) και στοχευμένες πράξεις (διάρκειας μέχρι τεσσάρων ετών). Υπενθυμίζεται ότι σταμάτησαν να διενεργούνται νέες στοχευμένες πράξεις μετά τις αρχές του 2017. Σχεδόν το 99% της ρευστότητας, η οποία δεν προήλθε από το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, έχει αντληθεί από το Ευρωσύστημα μέσω των στοχευμένων πράξεων που διεξήχθησαν κατά το παρελθόν, ενώ το υπόλοιπο 1% αντιπροσωπεύει πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης.

**Διάγραμμα III.4 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα
(4 Ιανουαρίου 2016 - 10 Ιουνίου 2019)**

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

1 Περιλαμβάνονται τα προγράμματα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP3), προϊόντων τιτλοποίησης (ABSP), τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) και εταιρικών χρεογράφων (CSPP).

2 Λόγω του πολύ μικρού μεγέθους, η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης δεν διακρίνεται στο διάγραμμα.

Επισημαίνεται ότι οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ έκαναν μόνο περιορισμένη άσκηση του δικαιώματος για πρόωρη εξόφληση των στοχευμένων πράξεων TLTRO-II σε διάφορα χρονικά σημεία κατά το 2018, δεδομένου ότι το επιτόκιο χρηματοδότησης μέσω των εν λόγω πράξεων παραμένει συγκριτικά εξαιρετικά ευνοϊκό. Επίσης σημειώνεται ότι η χρηματοδότηση που είχε αντληθεί από τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος με συμμετοχή στην πρώτη σειρά πράξεων (TLTRO-I), που διεξήχθη από το Σεπτέμβριο του 2014 μέχρι τον Ιούνιο του 2016 και παρέμενε ανεξόφλητη, αποπληρώθηκε τελικά από τους αντισυμβαλλομένους στην καταληκτική ημερομηνία των πράξεων, το Σεπτέμβριο του 2018. Η πάγια διευκόλυνση οριακής χρημα-

τοδότησης προορίζεται για την κάλυψη αιφνίδιων και προσωρινών αναγκών των τραπεζών σε ρευστότητα, με σημαντικά υψηλότερο κόστος από ό,τι η χρηματοδότηση από την αγορά χρήματος, συνεπώς κατά μέσο όρο την επισκοπούμενη περίοδο, δεδομένων των συνθηκών εν γένει υπερβάλλουσας ρευστότητας, η συμβολή της στη συνολική ρευστότητα ήταν αμελητέα.

Ως αποτέλεσμα της διεξαγωγής του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων κατά το παρελθόν, σε συνδυασμό με την πολιτική επανεπένδυσης, το Ευρωσύστημα έχει συγκεντρώσει χαρτοφυλάκιο με την εξής διάθροιση: Το 82% της αξίας του χαρτοφυλακίου αποτελείται από χρεόγραφα του δημόσιου τομέα (συμπεριλαμβανομένων υπερεθνικών οργανισμών), το 10% από καλυμμένες ομολογίες, το 7% από ομολογιακούς τίτλους μη τραπεζικών επιχειρήσεων και το 1% από τιτλοποιημένες απαιτήσεις (ABS) των τραπεζών (εκτός καλυμμένων ομολογιών).

Στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ επικράτησαν όπως προαναφέρθηκε συνθήκες υπερβάλλουσας ρευστότητας κατά την περίοδο Ιανουαρίου-μέσων Ιουνίου 2019, όπως εξάλλου και το 2018. Αυτό σημαίνει ότι οι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες είχαν ρευστά διαθέσιμα στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες πολύ μεγαλύτερου ύψους από ό,τι ήταν αναγκαίο για την τήρηση των υποχρεωτικών καταθέσεων (reserve requirement, βλ. Διάγραμμα III.5). Κατ' ακρίβεια υπερβάλλουσα ρευστότητα αποτελούν τα ρευστά διαθέσιμα που απομένουν στο ενεργητικό των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών αφού, από το σύνολο της ρευστότητας που έχει δημιουργήσει το Ευρωσύστημα ως αποτέλεσμα της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, πρώτον, αφαιρεθεί το μέρος που είναι αναγκαίο στις εν λόγω τράπεζες για κάθε μία από τις παρακάτω χρήσεις: (α) εκπλήρωση υποχρεωτικών καταθέσεων, (β) ικανοποίηση της ζήτησης του κοινού για τραπεζογραμμάτια, (γ) μεταφορές διαθεσίμων (λ.χ. λόγω πληρωμής φόρων) από καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στις καταθέσεις του Δημοσίου στις εθνικές

κεντρικές τράπεζες, και δεύτερον, προστεθεί η ρευστότητα η οποία δημιουργείται όχι άμεσα, μέσω της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αλλά σε άλλες περιπτώσεις που αυξάνονται οι καθαρές απαιτήσεις του Ευρωσυστήματος έναντι του εξωτερικού ή του εσωτερικού – π.χ. χορήγηση έκτακτης ρευστότητας από μια εθνική κεντρική τράπεζα σε εμπορική ή επενδυτική τράπεζα.

Τα διαθέσιμα που συνιστούν την υπερβάλλουσα ρευστότητα τοποθετούνται από τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες είτε (α) στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων είτε (β) σε (άλλους) τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων στο Ευρωσύστημα (βλ. Διάγραμμα III.5). Η υπερβάλλουσα ρευστότητα παραμένει ανισομερώς κατανεμημένη μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και διοχετεύεται στα τραπεζικά συστήματα που αποτελούν διεθνή χρηματοπιστωτικά κέντρα (λ.χ. Γερμανία, Λουξεμβούργο). Πάντως συνολικά, τόσο η χορηγηθείσα από το Ευρωσύστημα ρευστότητα, όσο και η υπερβάλλουσα ρευστότητα (1.870 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο το 2018, όσο κατά την περίοδο Ιανουαρίου-μέσων Ιουνίου 2019) υποχώρησαν κατά τι το 2019.

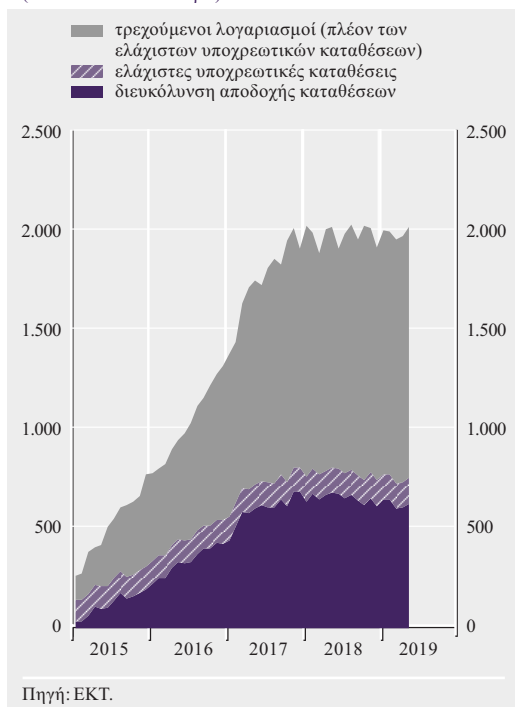
Συνεπεία του γεγονότος ότι οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν με πολύ ευνοϊκούς όρους ρευστά διαθέσιμα από το Ευρωσύστημα κατά βάση απεριόριστου ύψους (ο ουσιαστικός περιορισμός είναι η διαθεσιμότητα επαρκών εξασφαλίσεων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών), τα επιτόκια στην αγορά χρήματος για δάνεια μίας ημέρας (EONIA) παρέμειναν πολύ χαμηλά, μεταξύ -0,372% και -0,252%³ την περίοδο Ιανουαρίου-μέσων Ιουνίου 2019 (από μεταξύ -0,374% και -0,335% το 2018), λίγες μονάδες βάσης πάνω από το αρνητικό επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

Τα επιτόκια για τοποθετήσεις στην αγορά χρήματος έναντι πολλών κατηγοριών εξα-

³ Στις αρχές Ιουνίου 2019, το επιτόκιο EONIA αυξήθηκε πρόσκαιρα σε -0,252% για μία μόνο ημέρα.

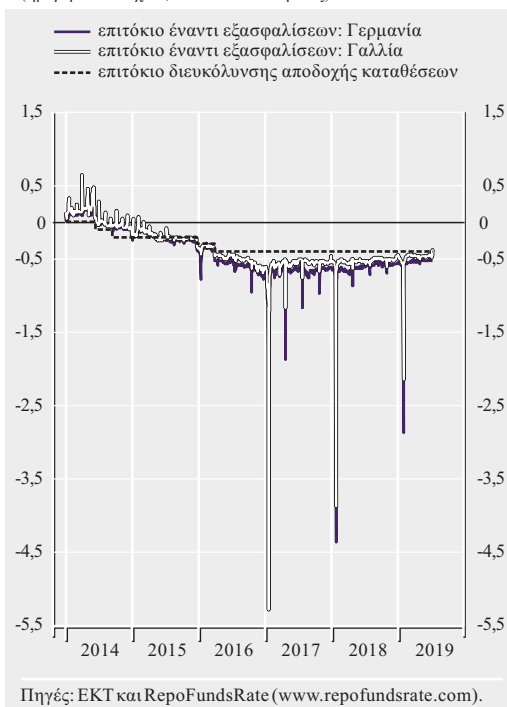
Διάγραμμα III.5 Καταθέσεις εμπορικών τραπεζών στο Ευρωσύστημα (Ιανουάριος 2015 - Μάιος 2019)

(υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ)



Διάγραμμα III.6 Επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος και επιτόκιο στην αγορά χρήματος έναντι εξασφαλίσεων (2 Ιανουαρίου 2014 - 10 Ιουνίου 2019)

(ημερήσια στοιχεία, ποσοστό % ετησίως)



σφαλίσεων (λ.χ. γερμανικά ή γαλλικά κρατικά ομόλογα), στο πλαίσιο συναλλαγών με τη μορφή των συμφωνιών επαναγοράς (repos), διαμορφώθηκαν σημαντικά χαμηλότερα από το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (βλ. Διάγραμμα III.6). Το φαινόμενο αυτό δημιουργεί απόκλιση μεταξύ των συνθηκών χρηματοδότησης, όπως διαμορφώνονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων και της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Η πτώση των επιτοκίων repos (και των αποδόσεων ορισμένων βραχυπρόθεσμων κρατικών τίτλων) σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα συνδέεται με το ότι, όπως σημειώθηκε παραπάνω, έχει παρουσιαστεί σχετική έλλειψη χρεογράφων στη ζώνη του ευρώ. Πράγματι, η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής είχε ως συνέπεια την απορρόφηση ή εν γένει δέσμευση (ως εγγύηση) σημαντικού μέρους των υφισταμένων τίτλων από το Ευρωσύ-

στημα. Ταυτόχρονα αυξήθηκε η ρευστότητα η οποία είναι στη διάθεση των αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος και άλλων επενδυτών. Πράγματι, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια ή ακόμη και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εντός Νομισματικής Ένωσης και τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ πώλησαν (μέσω επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών που εδρεύουν στα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης) τίτλους στο Ευρωσύστημα σε μεγάλη κλίμακα.

Σε αντίθεση με τις εγχώριες τράπεζες στη ζώνη του ευρώ, οι φορείς αυτοί δεν έχουν το δικαίωμα να καταθέσουν προς φύλαξη το αντίτιμο των εν λόγω πωλήσεων στο Ευρωσύστημα. Κατά συνέπεια, κύρια επιλογή αυτών των φορέων, για την καλύτερη διασφάλιση των διαθεσίμων τους, είναι να τα διοχετεύσουν σε τοποθετήσεις σε βραχυπρόθεσμους κρατικούς τίτλους ή συμφωνίες

επαναγοράς, με αποτέλεσμα να ασκούνται σημαντικές καθοδικές πιέσεις στα αντίστοιχα επιτόκια.

Το Ευρωσύστημα έχει από ετών λάβει κατάλληλα μέτρα που έχουν οδηγήσει στον προοδευτικό περιορισμό των εν λόγω πιέσεων. Ενδεικτικά, εξ αρχής είχε καθοριστεί ότι καθόσον αφορά τους κρατικούς τίτλους, το Ευρωσύστημα επιτρέπεται να συγκεντρώνει μέρος μόνο της αξίας (α) κάθε σειράς τίτλων

και (β) του συνόλου των εκδόσεων ενός εκδότη. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα ανέλαβε υποχρέωση, ήδη από τις αρχές του 2015, να δανείζει τίτλους του δημόσιου τομέα στις τράπεζες στη ζώνη του ευρώ. Δεν έχουν, ωστόσο, δικαίωμα δανεισμού τίτλων από το Ευρωσύστημα οι λοιποί φορείς που επιδεικνύουν αυξημένη ζήτηση για αυτά τα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. ασφαλιστικές επιχειρήσεις) υπό την επίδραση νέων διατάξεων του ρυθμιστικού πλαισίου που τους διέπει.

Πλαίσιο III.1

Ο ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ BITCOIN

Υπάρχουν πλέον χιλιάδες κρυπτο-περιουσιακά στοιχεία (γνωστά ως cryptocurrencies, cryptoassets, κ.λπ.). Το δημοφιλέστερο είναι το bitcoin. Η αγορά κρυπτοστοιχείων, με καταβολή του αντιτίμου σε ένα από τα κύρια νομίσματα (ευρώ, δολάριο κ.ο.κ.), πραγματοποιείται συνήθως ανοίγοντας λογαριασμό σε ένα ειδικό ανταλλακτήριο (exchange ή crypto-exchange). Μέσω των αγοραπωλησιών στο ανταλλακτήριο καθορίζεται η τιμή του bitcoin έναντι των κύριων νομισμάτων.¹ Τα αγορασθέντα κρυπτοστοιχεία αποθηκεύονται σε ψηφιακά βαλάντια (wallet), τα οποία παρέχονται από τα ανταλλακτήρια ή άλλους ειδικούς παρόχους (wallet providers) και φυλάσσονται μεταξύ άλλων από το ίδιο το ανταλλακτήριο ή στον υπολογιστή ή το κινητό τηλέφωνο του αγοραστή των κρυπτοστοιχείων, σε άλλο ανεξάρτητο hardware, σε cloud κ.ά. Στην πραγματικότητα αυτό που φυλάσσεται είναι οι κωδικοί (private key) που απαιτούνται προκειμένου ο ιδιοκτήτης των κρυπτοστοιχείων να έχει πρόσβαση στο απόθεμά του.²

Η καινοτομία τεχνολογία στην οποία βασίζεται το bitcoin ονομάζεται blockchain (αλυσίδα ομάδων/block συναλλαγών). Ανήκει σε εκείνες τις τεχνολογίες που είναι συνυφασμένες με τη δημιουργία ενός αρχείου, το αντίστοιχο του “καθολικού” της λογιστικής, το οποίο ωστόσο διανέμεται ευρέως (distributed ledger), εν προκειμένω σε όλους τους συμμετέχοντες στο δίκτυο του bitcoin.

Η μεταβίβαση ενός ποσού σε bitcoin μεταξύ δύο συναλλασσομένων (δύο επενδυτών ή ενός πωλητή αγαθών και ενός αγοραστή), έστω Α και Β, γίνεται μέσω διαδικτύου. Αποτελεί χαρακτηριστικό του δικτύου bitcoin το ότι η μεταβίβαση επιτελείται απευθείας μεταξύ των συναλλασσομένων (peer-to-peer), χωρίς να μεσολαβούν ενδιάμεσοι φορείς (τράπεζες, γραφείο συμψηφισμού), όπως ακριβώς συμβαίνει και στο διακανονισμό με χρήση μετρητών, δηλαδή χωρίς εγγραφές στα βιβλία ενός τρίτου και με δυνατότητα ομότιμης συμμετοχής του οιοδήποτε στις συναλλαγές.

Οι συναλλαγές σε bitcoin, δηλ. η μεταβίβαση μονάδων του εν λόγω κρυπτοστοιχείου μεταξύ Α και Β και η δημιουργία νέων μονάδων bitcoin (“εξόρυξη” – mining), πραγματοποιούνται ως εξής:

¹ Καταγράφονται σημαντικές διαφορές στην τιμή του bitcoin μεταξύ διαφορετικών ανταλλακτηρίων που φανερώνουν ατελές arbitrage μεταξύ των ανταλλακτηρίων για διάφορους λόγους, βλ. A.Kroeger and A.Sarkar “Is Bitcoin Really Frictionless?”, στο Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 23 Μαγτίου 2016.

² B.L. Rauch, M., A. Blandin, K. Klein, G. Pieters, M. Recanatini, B. Zhang “2nd Global Cryptoasset Benchmarking Study”, Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge Judge Business School, 12 Δεκεμβρίου 2018.

Η υπό εξέλιξη συναλλαγή ανακοινώνεται με ηλεκτρονικό μήνυμα του Α που αναμεταδίδεται διαδοχικά σε όλους τους συμμετέχοντες στο δίκτυο του bitcoin, το οποίο έχει παγκόσμια εμβέλεια. Ακολούθως, οι “εξορύσσοντες” (miners) επιχειρούν να πιστοποιήσουν τη συναλλαγή.³

Η πιστοποίηση της ορθότητας της συναλλαγής συνίσταται σε έλεγχο ότι, μεταξύ άλλων, ο Α όντως διαθέτει τις μονάδες bitcoin τις οποίες ανακοίνωσε ότι μεταβιβάζει στον Β, ότι ο Α δεν έχει πλαστογραφήσει τα ηλεκτρονικά αρχεία αυξάνοντας τις μονάδες bitcoin που εμφανίζονται στην κατοχή του⁴ και (με χρήση της τεχνολογίας των ψηφιακών υπογραφών) ότι δεν έχει παρέμβει κάποιος τρίτος Γ να αλλοιώσει το ηλεκτρονικό μήνυμα του Α (π.χ. έτσι ώστε να φαίνεται ότι δήθεν ο Α μεταβιβάζει το bitcoin στον Γ αντί για τον Β).

Οι εξορύσσοντες είναι συμμετέχοντες στο δίκτυο, οι οποίοι έχουν χιλιάδες εξειδικευμένους υπολογιστές τεράστιας συνολικής ισχύος, ισοδύναμης με την ισχύ εκατομμυρίων προσωπικών υπολογιστών. Επί του παρόντος, μεταξύ των σημαντικότερων εξορυσσόντων συγκαταλέγονται εταιρίες οι οποίες έχουν την έδρα τους στην Κίνα και ιδίως στην επαρχία της Εσωτερικής Μογγολίας, όπου έχουν πρόσβαση σε ιδιαιτέρως φθηνή ηλεκτρική ενέργεια.⁵ Επίσης, για την εξόρυξη συχνά συνεργάζονται ομάδες ανεξάρτητων επιχειρήσεων ενίοτε μάλιστα μαζί και με ιδιώτες (mining pools).

Η αρχιτεκτονική (πρωτόκολλο λειτουργίας) του συστήματος bitcoin επιχειρεί να διασφαλίσει ότι οι εξορύσσοντες θα έχουν ικανά κίνητρα να ενεργούν με καλή πίστη και να πιστοποιούν τις συναλλαγές με ακρίβεια και ειλικρίνεια. Κατ’ αρχάς, υπάρχουν πολλοί εξορύσσοντες, οι οποίοι ανταγωνίζονται μεταξύ τους να πιστοποιήσουν καθεμία από τις πράξεις μεταβίβασης bitcoin.

Οι ανταγωνισμός μεταξύ των εξορυσσόντων βασιζέται στη χρήση της *κρυπτογραφίας*. Κάθε εξορύσσων κρυπτογραφεί, χρησιμοποιώντας συγκεκριμένο κρυπτογραφικό αλγόριθμο, τη “συνάρτηση κατακερματισμού” (hash function), κατά βάση τα στοιχεία της συναλλαγής μεταξύ Α και Β, *αφού παραθέσει μετά από αυτά τα στοιχεία έναν αυθαίρετο πολυψήφιο αριθμό* (ο οποίος αποκαλείται nonce: “Number used Once” – μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί σύμπλεγμα αριθμών και γραμμάτων, alphanumeric).

Αυτή η πράξη κρυπτογράφησης παράγει ως αποτέλεσμα μια σειρά γραμμάτων και αριθμών, τη λεγόμενη “τιμή κατακερματισμού” (hash value) ή “μοναδιαίο ψηφιακό δακτυλικό αποτύπωμα εξακρίβωσης” (fingerprint) ή “σύντμηση” (digest).

Ο αυθαίρετος αριθμός (nonce) παραλλάσσεται, ψηφίο προς ψηφίο, δηλαδή δοκιμάζεται πλήθος εναλλακτικών αυθαίρετων αριθμών, ώστε η πράξη κρυπτογράφησης της σειράς συμβόλων, όπου παρατάσσονται τα στοιχεία της συναλλαγής και ακολουθεί ο εκάστοτε επιλεγόμενος αυθαίρετος αριθμός, να επαναληφθεί πολλά τρισεκατομμύρια φορές. Οι δοκιμές συνεχίζονται μέχρι η κρυπτογράφηση να δώσει ως αποτέλεσμα (hash value) μια σειρά αριθμών και γραμμάτων όπου

³ Και άλλοι συμμετέχοντες στο δίκτυο εκτός των εξορυσσόντων είναι δυνατόν να πραγματοποιήσουν κάποια από τα βήματα της διαδικασίας πιστοποίησης που περιγράφεται παρακάτω.

⁴ Ένα θεμελιώδες πρόβλημα που επιχειρεί να επιλύσει ο μηχανισμός του bitcoin είναι ο αποκλεισμός περιστάσεων όπου ο Α διαμηνύει ότι αποστέλλει μονάδες bitcoin στον Β και ταυτόχρονα ότι αποστέλλει τις ίδιες μονάδες στον Δ αυξάνοντας έτσι πλασματικά το απόθεμα bitcoin το οποίο έχει διαθέσιμο. Η ως άνω πιστοποίηση περιλαμβάνει έλεγχο ότι κάτι τέτοιο δεν έχει συμβεί. Στην πραγματικότητα, ωστόσο, όπως αναφέρεται παρακάτω, υπάρχουν περιθώρια η συναλλαγή μέσω της οποίας ο Δ πιστώνεται με κάποιες μονάδες bitcoin να ακυρωθεί (αφού όμως ο Δ έχει ήδη αποστείλει αγαθά στον Α σε αντάλλαγμα προς τα bitcoin του Α) και αντιθέτως να προκριθεί η συναλλαγή μέσω της οποίας τα bitcoin του Α μεταβιβάζονται σε κάποιον τρίτο (έστω Ε).

⁵ Βλ. δημοσίευση της Deutsche Bundesbank στην Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung με τίτλο “Beware Bitcoin”, 4 Φεβρουαρίου 2018 (διαθέσιμη στον ιστότοπο της Bundesbank).

οι πρώτες 18 θέσεις στη σειρά είναι μηδενικά. Για αυτά τα τρισεκατομμύρια δοκιμών είναι αναγκαίοι πολύ ισχυροί υπολογιστές και καταναλώνονται τεράστια ποσά ενέργειας.⁶

Ο εξορύσσων ο οποίος, είτε λόγω μοναδικής καλοτυχίας είτε επειδή το πλήθος των ηλεκτρονικών υπολογιστών του επέτρεψε να επαναληφθεί η κρυπτογράφηση ταχύτερα και περισσότερες φορές, πρώτος παρήγαγε τη σειρά με την επιθυμητή μορφή⁷ θεωρείται – σε συμμόρφωση με τον κανονισμό-πρωτόκολλο του συστήματος Bitcoin – νικητής της δοκιμασίας “απόδειξης μόχθου” (proof-of-work) και άρα γίνεται κατ’ αρχήν δεκτό ότι πιστοποιήσε τη συναλλαγή μεταξύ Α και Β.

Επισημαίνεται μάλιστα ότι, σύμφωνα με τον κανονισμό-πρωτόκολλο του bitcoin, ο αριθμός των απαιτούμενων μηδενικών⁸ αυξάνεται συν τω χρόνω, εφόσον αυξάνεται η συνολική ισχύς των ηλεκτρονικών υπολογιστών των συμμετεχόντων στο σύστημα, π.χ. λόγω βελτίωσης της τεχνολογίας ή αύξησης του αριθμού των εξορυσσόντων, ώστε το πλήθος των συναλλαγών που είναι δυνατόν να πιστοποιηθεί μέσω της ως άνω δοκιμασίας να μην υπερβαίνει τις 2.000 περίπου ανά δεκάλεπτο.

Το κίνητρο του εξορύσσοντος για να πραγματοποιήσει τα απαιτούμενα πολλά τρισεκατομμύρια κρυπτογραφήσεων-δοκιμών, καταβάλλοντας το κόστος (κυρίως ηλεκτρικής ενέργειας) που αυτές συνεπάγονται, έγκειται στο ότι, εφόσον θεωρηθεί ότι πρώτος πιστοποίησε τη συναλλαγή, θα αμειφθεί με 12,5 bitcoin (αξίας 55 χιλιάδων ευρώ κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-10 Ιουνίου 2019).⁹ Αυτά τα 12,5 bitcoin θα δημιουργηθούν ως “νέο χρήμα” επί τούτω και θα τεθούν σε κυκλοφορία. Δεν προβλέπεται μάλιστα από το πρωτόκολλο του συστήματος άλλος τρόπος δημιουργίας νέων bitcoin. Με την απλοϊκή ελπίδα ότι έτσι θα εξασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών των προϊόντων σε όρους bitcoin, ουσιαστικά προκαθορίστηκε ανελαστικό όριο για το σύνολο των bitcoin τα οποία θα δημιουργηθούν, στα 21 εκατομμύρια μονάδες. Αναμένεται η ποσότητα bitcoin να προσεγγίσει αυτό το όριο περί το έτος 2100.

Στην πράξη, όσοι συναλλασσόμενοι επιθυμούν να επισπευσθεί η πιστοποίηση των συναλλαγών τους (όποτε σημειώνονται πολύωρες καθυστερήσεις) καταβάλλουν (ενίοτε υπέρογκη) προμήθεια στους εξορύσσοντες και οι καθυστερήσεις μετριαζονται κάπως, αλλά παραμένουν μεγάλες. Αν δεν καταβληθεί προμήθεια, η συναλλαγή ενδέχεται να μην πιστοποιηθεί ποτέ.

Καθώς το σύστημα bitcoin χαρακτηρίζεται από απόλυτη διαφάνεια, εάν κάποιος εξορύσσων, έστω Χ, δεν ενεργεί με καλή πίστη, θα γίνει κατ’ αρχήν αντιληπτός από τους υπόλοιπους εξορύσσοντες. Αυτοί είναι πολύ εύκολο να ελέγξουν με ελάχιστο κόστος κατά πόσον η συναλλαγή μεταξύ Α και Β πιστοποιήθηκε σύμφωνα με το πρωτόκολλο.

⁶ Η περιγραφή παραπάνω είναι απλουστευμένη. Στην πραγματικότητα οι συναλλαγές ομαδοποιούνται (2.000 τον αριθμό κατά το μέγιστο) σε block και η πιστοποίηση πραγματοποιείται αναφορικά με το block συνολικά. Τα στοιχεία των συναλλαγών προς περύληψη στο παρόν block κρυπτογραφούνται (δηλαδή παράγεται η “σύντησή” τους – digest, hash value), ενώ στο παρόν block περιλαμβάνεται επίσης η τιμή κατακερματισμού (με τις πρώτες θέσεις μηδενικά) του block που είχε πιστοποιηθεί αμέσως προηγούμενος. Επιπλέον παρατίθεται το nonce το οποίο θα παραλλαχθεί ώστε να παραχθεί (εκ νέου) τιμή κατακερματισμού για το παρόν πλέον block στο πλαίσιο της δοκιμασίας proof-of-work. Για το παρόν block καταγράφονται επίσης (εκτός από τα ποσά που μεταβιβάζονται) η ψηφιακή υπογραφή – ο “κλειδάριθμος” (public key) του μεταβιβάζοντος bitcoin (δηλ. του Α κατά τα ανωτέρω) καθώς και ο “κλειδάριθμος” αυτού προς τον οποίο μεταβιβάζονται τα bitcoin (δηλ. του Β κατά τα ανωτέρω) και τυχόν προμήθειες που καταβάλλει ο μεταβιβάζων, βλ. A. Badev and M. Chen: “Bitcoin: Technical Background and Data Analysis”, Finance and Economics Discussion Series υπ’ αριθμ. 104, Federal Reserve Board, 2014 και R. Auer: “Beyond the Doomsday Economics of “Proof-of-Work” in Cryptocurrencies”, BIS Working Paper υπ’ αριθμ. 765, Ιανουάριος 2019.

⁷ Σύμφωνα με την ιστοσελίδα blockchain.com (<https://blockchain.com/btc/blocks>), ο νικητής της δοκιμασίας στις 10 Ιουνίου 2019 και ώρα Γκρήνουιτς 12:02 μ.μ. επέτυχε την εξής hash value [δεκαοκτώ μηδενικά και κατόπιν:] 21c621e4d8116c3fb424424cfc10c49cdda25c98e10159.

⁸ Ήταν ίσος με 18, όπως προαναφέρθηκε, κατά το μεγαλύτερο μέρος του διμήνου Μαΐου-Ιουνίου 2019.

⁹ Επισημαίνεται ότι, βάσει του πρωτοκόλλου, ο αριθμός των bitcoin που δίδονται ως έπαθλο μειώνεται συν τω χρόνω: υποδιπλασιάζεται ανά τετραετία περίπου, ώστε θα συρρικνωθεί κατ’ ουσίαν στο μηδέν περί το έτος 2140.

Εκτός εάν (α) οι εξορύσσοντες ενεργούν ομαδικά και συντονισμένα σε συμπαιγνία, ενδεχόμενο που δεν είναι απόμακρο δεδομένου του υψηλού βαθμού συγκέντρωσης (concentration) που παρουσιάζει αυτή η δραστηριότητα, ή εκτός εάν (β) ένας εξορύσσων ελέγχει άνω του 50% της υπολογιστικής ισχύος που επιστρατεύεται για την πιστοποίηση των συναλλαγών,¹⁰ σε περίπτωση κακοπιστίας του X οι λοιποί εξορύσσοντες θα ασκήσουν συλλογικό έλεγχο, παρεμβαίνοντας ώστε να ακυρωθεί η πιστοποίηση της συναλλαγής από τον εξορύσσοντα X, με αποτέλεσμα αυτός να απολέσει την αμοιβή των 12,5 bitcoin (συν τις τυχόν προμήθειες).

Η αρχιτεκτονική του bitcoin βασίζεται στην παραδοχή ότι υπό αυτή την απειλή οι εξορύσσοντες θα συμμορφώνονται προς το πρωτόκολλο και η συμπεριφορά τους θα ευθυγραμμίζεται, ώστε στο επίπεδο του συστήματος να επέρχεται το ιδανικό αποτέλεσμα ωσάν να οδηγείται το σύστημα σε ισορροπία μέσω της διεξαγωγής παιγνίου μεταξύ των εξορυσσόντων.¹¹

Στη συνέχεια, η πιστοποιημένη συναλλαγή μεταξύ A και B καταχωρείται από το νικητή της δοκιμασίας στο “καθολικό” (ledger), δηλαδή στη βάση δεδομένων που περιέχει όλες τις συναλλαγές σε bitcoin (από τις πρώτες συναλλαγές τον Ιανουάριο του 2009). Πρόκειται για ηλεκτρονικό αρχείο το οποίο μπορεί οιοσδήποτε από τους συμμετέχοντες στο σύστημα bitcoin (εξορύσσων ή απλός συμμετέχων) να κατεβάσει (download) και να ελέγξει, εξ ου και χαρακτηρίζεται ως “διανεμόμενο” ή “κατανεμημένο” (distributed ledger). Το βιβλίο απεικονίζει την ηλεκτρονική διεύθυνση στην οποία ανήκει κάθε μονάδα bitcoin που έχει δημιουργηθεί από την αρχή.

Βεβαίως, αν ο αριθμός των συναλλαγών που καταχωρούνται προσεγγίσει τον αριθμό των συναλλαγών στα παραδοσιακά συστήματα πληρωμών, ο έλεγχος του “καθολικού” από τον μέσο ερασιτέχνη συμμετέχοντα στο δίκτυο bitcoin — έλεγχος ο οποίος είναι ήδη κοπιώδης — θα καταστεί ανέφικτος. Επί του παρόντος, πολλοί συμμετέχοντες στο σύστημα bitcoin κάνουν χρήση απλουστευμένης διαδικασίας ελέγχου συναλλαγών (simplified payment verification), ενώ ακόμη περισσότεροι συμμετέχουν στο σύστημα μέσω ιστοσελίδας τρίτου, κάτι που σημαίνει ότι δεν ασχολούνται με τον έλεγχο της πιστότητας των συναλλαγών. Αναφέρεται επίσης ότι στην πράξη είναι αναγκαία η επιβεβαίωση της πιστότητας της συναλλαγής από 6 διαφορετικούς εξορύσσοντες, ενώ έχει υποστηριχθεί ότι στο περιβάλλον blockchain καμία συναλλαγή δεν είναι δυνατόν να διακανονιστεί τελειωτικά με βεβαιότητα (finality). Τουναντίον ενδέχεται να αναπτυχθούν οικονομικά κίνητρα για κάποιον εξορύσσοντα να ενεργήσει έτσι ώστε η συναλλαγή I (μεταβίβαση ενός bitcoin από τον A στον B) να ακυρωθεί και αντιθέτως να προκριθεί κάποια εναλλακτική συναλλαγή II (μεταβίβαση του ίδιου bitcoin από τον A στον Γ), η οποία έχει κοινοποιηθεί στο δίκτυο ταυτόχρονα με τη συναλλαγή I ή και μεταγενέστερα.¹²

Η αρχιτεκτονική του συστήματος bitcoin αντιδιαστέλλεται προς το παραδοσιακό σχήμα, στην περίπτωση συνήθων στοιχείων ενεργητικού (τραπεζικού λογαριασμού, χρεογράφων), όπου η μεταβίβαση μεταξύ A και B απεικονίζεται με λογιστικές εγγραφές στα βιβλία ενός ή περισσότερων ενδιάμεσων φορέων που μεσολαβούν μεταξύ A και B. Ο ενδιάμεσος έχει οικοδομήσει καλή φήμη, με βάση τη συμπεριφορά του στο παρελθόν, και απολαύει της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων. Η εμπιστοσύνη προς τον ενδιάμεσο θωρακίζεται από το συνδυασμό άσκησης εποπτείας και κατά περίπτωση χορήγησης χρηματοδοτικής στήριξης (ενδοημερήσια ρευστότητα,

¹⁰ Ακόμη και αν μια συμπαιγνία εξορυσσόντων ή ένας μοναδικός εξορύσσων αποκτήσει τον έλεγχο του 51%, δεν έπεται πως θα μεγιστοποιήσει την ωφέλειά του διαχρονικά συμπεριφερόμενος κακόπιστα, βλ. R. Garratt και R. Hayes “Bitcoin: How Likely is a 51 Percent Attack?” στο Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 24 Νοεμβρίου 2014.

¹¹ Andolfatto, D. (2018), “Blockchain: What It Is, What It Does, and Why You Probably Don’t Need One”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 100(2).

¹² Βλ. Bank of International Settlements (BIS), “Cryptocurrencies: Looking beyond the Hype”, *Annual Economic Report*, Ιούνιος 2018.

δανεισμός έσχατης ανάγκης, εγγύηση καταθέσεων κ.ο.κ.) που υιοθετούν οι αρχές σε σχέση με τις τράπεζες και τα συστήματα πληρωμών. Έτσι οι συναλλασσόμενοι δέχονται τις εγγγραφές στα βιβλία των ενδιαμέσων. Είναι τέλος γνωστό ότι η απώτερη πηγή της εμπιστοσύνης προς το μέσο συναλλαγών στις σύγχρονες οικονομίες είναι η ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα που στοχεύει στη διαφύλαξη της σταθερότητας της αξίας του χρήματος, πατάσσει την παραχάραξη κ.ο.κ.

Στην αρχιτεκτονική του συστήματος bitcoin δεν προβλέπονται ενδιάμεσοι φορείς. Εξάλλου, οι συμμετέχοντες παραμένουν κατά βάση ανώνυμοι, συνεπώς δεν τίθεται θέμα φήμης, φερεγγυότητας και εμπιστοσύνης. Μάλλον καθαυτή η αρχιτεκτονική του συστήματος θεωρείται ότι παρέχει τα εχέγγυα ασφάλειας, ανθεκτικότητας και ακεραιότητας. Δεν υφίσταται κάποιος φορέας υπεύθυνος για την εύρυθμη λειτουργία του συστήματος. Αντιθέτως, η εύρυθμη λειτουργία επαφίεται στις συλλογικές αποφάσεις των συμμετεχόντων, οι οποίες ωστόσο δεν λαμβάνονται με βάση ένα στέρεο και λεπτομερές νομικό πλαίσιο διακυβέρνησης.¹³

Το bitcoin δεν αποτελεί υποχρέωση κανενός. Δεν θα εξοφληθεί ποτέ και από κανέναν, όπως ακριβώς ίσχυε και για το εμπορευματικό χρήμα (commodity money), τους προϊστορικούς οβελούς και τα προϊστορικά τάλαντα – με τη διαφορά ότι τα αντικείμενα αυτά εκτός από μέσα ανταλλαγών είχαν και άλλες χρήσεις και άρα οικονομική αξία, κάτι που δεν συμβαίνει με το bitcoin και τα λοιπά κρυπτοστοιχεία. Τέλος, το σύστημα bitcoin είναι αποκεντρωμένο και κατά το μέτρο που οι συναλλαγές κοινοποιούνται με τη μορφή του διανεμόμενου καθολικού σε όλους τους συμμετέχοντες, σε αντίθεση με το παραδοσιακό σχήμα, όπου μόνον ο κεντρικός ενδιάμεσος έχει συνολική εικόνα των συναλλαγών.

Η πιστοποίηση μίας και μόνης συναλλαγής στο σύστημα bitcoin με τον τρόπο που περιγράφηκε παραπάνω συνεπάγεται την κατανάλωση δυσανάλογα μεγάλων ποσών ηλεκτρικής ενέργειας.¹⁴ Για να τελειοποιηθεί μια συναλλαγή, δαπανάται ηλεκτρική ενέργεια ισοδύναμη με εκατοντάδες χιλιάδες φορές την ενέργεια που απαιτείται για μια συνήθη μεταφορά πίστωσης στο πλαίσιο του Ενιαίου Χώρου Πληρωμών σε Ευρώ (SEPA). Ο συνολικός όγκος συναλλαγών σε bitcoin που καταγράφεται τον τελευταίο καιρό (δηλ. στις αρχές Ιουνίου 2019) συνεπάγεται σε ετήσια βάση δαπάνη ηλεκτρικής ενέργειας ανάλογης με εκείνη που καταναλώνεται για όλες τις χρήσεις από 6 εκατομμύρια νοικοκυριά στις ΗΠΑ ή από μια χώρα όπως η Τσεχία (που έχει πληθυσμό 11 εκατομμύρια και ονομαστικό ΑΕΠ κατά 30% περίπου υψηλότερο από αυτό της χώρας μας).¹⁵ Έτσι, το σύστημα bitcoin έχει χαρακτηριστεί ως αίτιο περιβαλλοντικής καταστροφής.

Είναι αμφίβολο κατά πόσον είναι δυνατόν να ξεπεραστεί αυτό το μειονέκτημα μέσω τροποποιήσεων της αρχιτεκτονικής του συστήματος που θα ενσωματωθούν σε εναλλακτικά κρυπτοστοιχεία τα οποία θα εμφανιστούν στο μέλλον. Θεωρείται ωστόσο ότι η υποκείμενη τεχνολογία blockchain είναι αρκετά πιθανόν να έχει άλλες επωφελέστερες χρήσεις, π.χ. για τη διεξαγωγή της εκκαθάρισης σε συστήματα πληρωμών, ιδίως διασυνοριακά ή/και μεγάλης αξίας, καθώς επίσης και για το διακανονισμό συναλλαγών επί τίτλων, παραγώγων κ.ο.κ., ή και σημαντικές εφαρμογές εκτός χρηματοπιστωτικού συστήματος. Εφόσον περιοριστεί η συμμετοχή στην ομάδα που χρησιμοποιεί την blockchain σε ορισμένους μόνον γνωστούς αντισυμβαλλομένους, εκλείπει η ανάγκη για τη χρονοβόρα και ενεργοβόρα διαδικασία πιστοποίησης των συναλλαγών. Ορισμένοι

¹³ Βλ. ομιλία της Lael Brainard, μέλους του Συμβουλίου Διοικητών (Board of Governors) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, με τίτλο “Cryptocurrencies, Digital Currencies and Distributed Ledger Technologies: What are We Learning”, 15 Μαΐου 2018.

¹⁴ C. Mora, R. Rollins, K. Taladay, M.B. Kantar, M.K. Chock, M. Shimada and E.C. Franklin, “Bitcoin emissions alone could push global warming above 2° C”, *Nature Climate Change*, ημερομηνία δημοσίευσης στο διαδίκτυο: 29 Οκτωβρίου 2018.

¹⁵ Τα στοιχεία για την ενεργειακή κατανάλωση του συστήματος Bitcoin είναι διαθέσιμα στην διαδικτυακή διεύθυνση <http://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption> και επικαιροποιούνται πολύ συχνά.

χαρακτηρίζουν τα αποτελέσματα της μέχρι στιγμής πειραματικής χρήσης αυτής της τεχνολογίας ως όχι ιδιαιτέρως ενθαρρυντικά,¹⁶ άλλοι υποστηρίζουν ότι η blockchain ενδέχεται να αποδειχθεί επαναστατική.

Εν κατακλείδι, είναι αναμφισβήτητο ότι το bitcoin έχει αποτύχει ως μέσο συναλλαγών. Παρά το ότι εκφεύγει των σκοπών του παρόντος πλαισίου, δεν πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι το “οικοσύστημα” το οποίο έχει αναπτυχθεί γύρω από το μηχανισμό του bitcoin και άλλων κρυπτοστοιχείων (περιλαμβάνει τα ανταλλακτήρια, τους παρόχους βαλαντίων και πολλές άλλες επιχειρήσεις, πρακτικές όπως οι “αρχικές προσφορές” κρυπτοστοιχείων – Initial Coin Offerings – και επενδυτικά μέσα τύπου ETF – exchange-traded funds – βασισμένα σε κρυπτοστοιχεία κ.ά.) δημιουργεί περιθώρια για παραβίαση του κανονιστικού πλαισίου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και άλλων νόμων και, in extremis, σε συνδυασμό με τις ακραίες διακυμάνσεις των τιμών των κρυπτοστοιχείων, για κλονισμό της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Από τη σκοπιά του μεμονωμένου επενδυτή, οι τοποθετήσεις σε κρυπτοστοιχεία ενέχουν ιδιαιτέρως αυξημένο κίνδυνο απώλειας του κεφαλαίου του, μεταξύ άλλων ως αποτέλεσμα απάτης.¹⁷ Το μόνο που ενδέχεται να αποκομίσει απώτερα η οικονομία από το επινόημα των κρυπτοστοιχείων είναι η υποκείμενη τεχνολογία blockchain, εφόσον αυτή χρησιμοποιηθεί όχι για την υποκατάσταση των κατεστημένων νομισμάτων, αλλά για άλλες εφαρμογές.

¹⁶ Βλ. ομιλία του Agustín Carstens, Γενικού Διευθυντή της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS), με τίτλο “Money in the digital age: what role for central banks?”, 6 Φεβρουαρίου 2018.

¹⁷ Με γνώμονα την ενημέρωση του κοινού για τους κινδύνους που σχετίζονται με τη χρήση των κρυπτοστοιχείων, συμπεριλαμβανομένου και αυτού της απώλειας χρημάτων, η Τράπεζα της Ελλάδος παραπέμπει στην πρόσφατη σχετική κοινή ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA), της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφάλισεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) και της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) με τίτλο: “ESAs warn consumers of risks in buying virtual currencies” (ΑΙΤΛ).

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το 2018 η ανάκαμψη της οικονομίας επιταχύνθηκε με κινητήρια δύναμη την άνοδο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Θετικά συνέβαλε η ιδιωτική κατανάλωση —καθώς αυξήθηκαν η απασχόληση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών— όμως οι πάγιες επενδύσεις υστέρησαν. Το α' τρίμηνο του 2019 η οικονομική δραστηριότητα εξακολούθησε να κινείται ανοδικά (+1,3%), αλλά οι εξαγωγές αγαθών υποχώρησαν ελαφρά καθώς αυξήθηκε η αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές. Η ανάκαμψη της επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας προέρχεται περισσότερο από τα έργα υποδομής και την ενίσχυση του μεταφορικού εξοπλισμού και λιγότερο από τον πάγιο μηχανολογικό εξοπλισμό. Θετικά συμβάλλουν στη διαμόρφωση του ΑΕΠ η ιδιωτική κατανάλωση και οι εξαγωγές υπηρεσιών, ενώ αρνητικά κυρίως οι εισαγωγές αγαθών και η δημόσια κατανάλωση. Το πρώτο τετράμηνο του 2019 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε, παρά την ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων και των εισπράξεων από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές.

Η μεταποιητική παραγωγή διατηρεί τη δυναμική της, παρά την υστέρηση των εξαγωγών και την κάμψη των εγχώριων λιανικών πωλήσεων. Η απασχόληση συνεχίζει να αυξάνεται. Ο πληθωρισμός καταγράφει μικρή ανοδική τάση, αλλά η εξέλιξή του στη διάρκεια του έτους θα εξαρτηθεί από το συνδυασμό των επιπτώσεων της μείωσης του ΦΠΑ στην ενέργεια και σε μια σειρά προϊόντων και της επιβάρυνσης του κόστους των επιχειρήσεων συγκεκριμένων κλάδων από την αύξηση του κατώτατου μισθού.

Η ανάκαμψη αναμένεται να συνεχιστεί, αλλά η εξαγωγική δραστηριότητα και το οικονομικό κλίμα θα επηρεαστούν από την άνοδο της αβεβαιότητας και την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας ως αποτέλεσμα του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού. Κρίσιμες προϋποθέσεις για την αναπτυξιακή πορεία μεσοπρόθεσμα είναι η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η ανάκαμψη της επενδυτικής δαπάνης, δημόσιας και ιδιωτικής. Θετικά θα επιδράσει μια ταχύτερη του ανα-

μενομένου λύση στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν από τυχόν εντονότερη αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού, από το ενδεχόμενο μη συντεταγμένης αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), αλλά και από μια απότομη διόρθωση στις διεθνείς αγορές.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2018 η οικονομική δραστηριότητα αυξήθηκε με ρυθμό 1,9%. Η ισχυρή αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αποτέλεσε τον κινητήριο μοχλό της ανάπτυξης, η ιδιωτική κατανάλωση ενισχύθηκε, υποστηριζόμενη από τη βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, αλλά οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο υστέρησαν. Ως αποτέλεσμα, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η ιδιωτική κατανάλωση συνέβαλαν στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,8 και 0,7 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα ενώ, αντίθετα, οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο, οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η δημόσια κατανάλωση συνέβαλαν αρνητικά κατά 1,5, 1,0 και 0,5 ποσοστιαία μονάδα αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.1).

Σύμφωνα με το δείκτη οικονομικού κλίματος, κατά τους πρώτους μήνες του 2019 οι προσδοκίες των επιχειρήσεων κυρίως στη μεταποίηση και τις υπηρεσίες φαίνεται ότι επηρεάστηκαν ελαφρά από την επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και την άνοδο της αβεβαιότητας (βλ. Διάγραμμα IV.2). Η πορεία της μεταποιητικής παραγωγής παραμένει ανοδική το πρώτο τετράμηνο, όπως καταγράφεται από το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής της ΕΛΣΤΑΤ και ιδιαίτερα το δείκτη υπευθύνων προμηθειών (PMI), αν και ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αγαθών σημείωσε επιβράδυνση. Πτωτικά κινήθηκαν το α' τρίμηνο του έτους οι λιανικές πωλήσεις παρότι

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 14.6.2019.

ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών παρουσιάζει σημαντική βελτίωση. Την ίδια περίοδο κάμψη σημειώνει ο όγκος των οικοδομικών αδειών, ύστερα από τη σημαντική βελτίωση του προηγούμενου έτους.

Το α' τρίμηνο του 2019, σύμφωνα με τα εθνολογιστικά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το ΑΕΠ, εποχικά διορθωμένο και σε σταθερές τιμές, κινήθηκε ανοδικά κατά 1,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Θετικά συνέβαλαν οι εξαγωγές υπηρεσιών (+1,2 ποσοστιαία μονάδα), οι επενδύσεις (+0,9 της ποσοστιαίας μονάδας) και η ιδιωτική κατανάλωση (+0,5 της ποσοστιαίας μονάδας). Αντίθετα, η σημαντική επιτάχυνση των εισαγωγών, κυρίως αγαθών και δευτερευόντως υπηρεσιών, συνέβαλε αρνητικά στην εξέλιξη του ΑΕΠ (-3,2 ποσοστιαίες μονάδες). Ταυτόχρονα, υποχώρησαν οι εξαγωγές αγαθών (-0,7%), για πρώτη φορά μετά από 8 συνεχή ανοδικά τρίμηνα, διευρύνοντας την αρνητική συμβολή του εξωτερικού τομέα στη διαμόρφωση του ΑΕΠ. Επίσης, αρνητική ήταν η συμβολή (-0,9 της ποσοστιαίας μονάδας) της δημόσιας κατανάλωσης (-4,1%).

Όσον αφορά την **αγορά ακινήτων**, η τάση σταθεροποίησης και τοπικά ανάκαμψης που καταγράφηκε το 2018 συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2019, με κύριο χαρακτηριστικό τους διαφορετικούς ρυθμούς προσαρμογής των επιμέρους αγορών και χρήσεων ακινήτων. Ο τουρισμός και οι συναφείς με αυτόν χρήσεις και θέσεις φαίνεται να δέχονται την πλεονότητα των επενδυτικών κεφαλαίων, ενώ αντίθετα η εγχώρια ζήτηση αμιγώς για πρώτη κατοικία δεν παρουσιάζει σημαντική δυναμική. Η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης για κατοικία αλλά και νέους επαγγελματικούς χώρους θα εξαρτηθεί από τους ρυθμούς ανάπτυξης και την κλαδική σύνθεση του ΑΕΠ, την περαιτέρω ενίσχυση της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος και τη βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας.

Σε σχέση με τις εξελίξεις στην **αγορά εργασίας** επισημαίνεται ότι, στη διάρκεια του 2018, η

ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας για δεύτερο κατά σειρά έτος στήριξε τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Το α' τρίμηνο του 2019 το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να υποχωρεί και διαμορφώθηκε στο 19,2%. Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, ο θετικός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας το 2019 και η βελτίωση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλουν στην αύξηση της απασχόλησης και στην περαιτέρω σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας. Ωστόσο, το κόστος των επιχειρήσεων αναμένεται να επηρεαστεί και από την αύξηση του κατώτατου μισθού, κάτι που ενδέχεται να επιβραδύνει την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων, δεδομένου ότι σημαντικό ποσοστό των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα αμειβόταν έως την 1η Φεβρουαρίου με τον κατώτατο ή τον υποκατώτατο μισθό. Να σημειωθεί ότι η διάχυση της αύξησης του κατώτατου μισθού σε ανώτερα μισθολογικά κλιμάκια δεν αναμένεται ευρεία, λόγω της υψηλής ακόμη ανεργίας καθώς και της αυξημένης ευελιξίας της αγοράς εργασίας, που είναι απόρροια των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων του παρελθόντος.

Στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το έλλειμμα του **ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ)** το 2018 διαμορφώθηκε σε 2,9% του ΑΕΠ, εμφανίζοντας επιδείνωση, παρά τη συνεχιζόμενη αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα κυρίως της επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών, πρωτίστως αγαθών, λόγω της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας.

Τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2019 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν αυξημένο σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2018, φτάνοντας τα 5,1 δισεκ. ευρώ. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών, καθώς ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών επιβραδύνθηκε, ενώ ταυτόχρονα συνεχίστηκε η αύξηση των εισαγωγών. Παράλληλα, σημαντική επιδείνωση σημείωσε και το ισοζύγιο δευτερογενών

εισοδημάτων. Στον αντίποδα, η άνοδος των εισπράξεων από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές εξασκούθησε να τροφοδοτεί το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών, ενώ βελτιώθηκε και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

Όσον αφορά την **εξέλιξη των τιμών**, στη διάρκεια του 2018 καταγράφηκε μικρή υποχώρηση του πληθωρισμού, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε σχεδόν στα επίπεδα του 2017. Κατά τους πέντε πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους ο μέσος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 0,8% και ο μέσος ρυθμός του πυρήνα του πληθωρισμού στο 0,6%. Η μεταφορά σημαντικού αριθμού επεξεργασμένων ειδών διατροφής και των υπηρεσιών εστίασης στο μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) από τον κανονικό συντελεστή (24%) αναμένεται να συγκρατήσει τόσο το γενικό πληθωρισμό όσο και τον πυρήνα του πληθωρισμού. Ωστόσο, οι υπηρεσίες αναμένεται να επηρεαστούν ανοδικά από την αύξηση του κατώτατου μισθού και την κατάργηση του υποκατώτατου μισθού. Οι αντίρροπες δυνάμεις της αύξησης του κατώτατου μισθού και των ελαφρύνσεων από τις μειώσεις στην έμμεση φορολογία αναμένεται να αλληλοαναιρεθούν, με αποτέλεσμα ο μέσος εναρμονισμένος πληθωρισμός το 2019 να διατηρηθεί σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα του 2018.

Η διατήρηση και επιτάχυνση της αναπτυξιακής δυναμικής συναρτάται με την αντιμετώπιση κρίσιμων αδυναμιών της οικονομίας, αλλά και την εξέλιξη του διεθνούς περιβάλλοντος. Ειδικότερα:

(α) Η άνοδος της διεθνούς αβεβαιότητας και οι συνέπειες της εφαρμογής μέτρων προστατευτισμού, αλλά και το ενδεχόμενο μιας μη συντεταγμένης αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, αναμένεται να επηρεάσουν το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας μεσοπρόθεσμα. Η άνοδος του βαθμού εξωστρέφειας της οικονομίας από 47,7% το 2009 σε 72,5% το 2018, ως αποτέλεσμα της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από το 2009 και μετά, είναι κάτι ιδιαίτερα θετικό,

αλλά ταυτόχρονα καθιστά την ελληνική οικονομία περισσότερο ευάλωτη στις μεταβολές των διεθνών οικονομικών συνθηκών.

(β) Η ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος της οικονομίας, ύστερα από την παρατεταμένη περίοδο αρνητικών καθαρών επενδύσεων στη διάρκεια της κρίσης, παραμένει ζητούμενο (βλ. Πλαίσιο IV.1). Οι συνολικές επενδύσεις δεν διαθέτουν ακόμη τη δυναμική που απαιτείται για τη στήριξη υψηλότερων και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης, ενώ οι υψηλοί ρυθμοί επένδυσης σε μηχανολογικό εξοπλισμό και τεχνολογίες πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) που παρατηρήθηκαν από το τέλος του 2017 επιβραδύνθηκαν σημαντικά τα δύο τελευταία τρίμηνα. Προτεραιότητα επίσης πρέπει να δοθεί στην αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης και στην επίσπευση μεγάλων επενδυτικών σχεδίων (fast track) και συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ). Η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων και ιδιαίτερα των μεγάλων και με υψηλή συμβολική αξία επενδυτικών σχεδίων, όπως αυτό του Ελληνικού, αναμένεται να έχει θετική συμβολή στην αναπτυξιακή δυναμική.

(γ) Η ταχύτερη αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι αναγκαία προκειμένου να χρηματοδοτηθούν ευχερέστερα οι υγιείς επιχειρηματικές προσπάθειες.²

(δ) Η συνέχιση και επίταση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας πρέπει να εστιαστεί στη βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, όπου η Ελλάδα φαίνεται να συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά των περισσότερων οικονομιών της ΕΕ-28. Επισημαίνεται ότι η διεθνής ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων σε όρους σχετικής φορολογίας, μη μισθολογικού κόστους, κόστους ενέργειας και κόστους χρηματοδότησης επιδεινώθηκε κατά τη διάρκεια της πολυετούς κρίσης.

² Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταθέσει συγκεκριμένη πρόταση για την αντιμετώπιση του προβλήματος. Βλ. *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος για το 2018*, Νοέμβριος 2018, σελ. 60.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Για τα έτη 2019, 2020 και 2021 αναμένονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,9%, 2,1% και 2,2% αντίστοιχα. Σε αυτή την εξέλιξη εκτιμάται ότι θα συνεισφέρουν τόσο ο εξωτερικός τομέας της οικονομίας όσο και η εγχώρια ζήτηση, με ελαφρά επιτάχυνση της κατανάλωσης και θετική συμβολή της επενδυτικής δαπάνης.

Όσον αφορά τους κινδύνους που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, σημειώνεται ότι αρνητικά δύνανται να επηρεάσουν οι καθυστερήσεις ή/και τυχόν υπαναχώρηση στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων, η αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού, το ενδεχόμενο μιας μη συντεταγμένης αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ και μια απότομη διόρθωση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Από την άλλη πλευρά, η υιοθέτηση μιας συστημικής λύσης για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ενδέχεται να επηρεάσει ανοδικά την ανάκαμψη της οικονομίας.

I ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας ενισχύθηκε περαιτέρω το 2018 και το ΑΕΠ κατέγραψε άνοδο 1,9% σε σταθερές τιμές 2010. Η ανάπτυξη υποστηρίχθηκε πρωτίστως από τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών (1,8 ποσοστιαίες μονάδες), λόγω της ισχυρής αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (8,7%), που υπεραντιστάθμισε την αύξηση των εισαγωγών (3,0%). Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν με επιταχυνόμενο ρυθμό (8,4%, συμβολή 1,5 ποσοστιαία μονάδα), χάρη στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας από το 2010 και της επίδοσης εξωστρεφών κλάδων της μεταποίησης, ενώ και οι εξαγωγές υπηρεσιών ενισχύθηκαν (9,3%, συμβολή 1,3 ποσοστιαία μονάδα) λόγω της σημαντικής

αύξησης των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Θετική ήταν και η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στην άνοδο του ΑΕΠ (0,7 της ποσοστιαίας μονάδας), καθώς υποστηρίχθηκε από την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, κυρίως λόγω της αύξησης του εισοδήματος από εργασία. Την ίδια περίοδο, αρνητική ήταν η συμβολή των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου (-1,5 ποσοστιαία μονάδα), λόγω της σημαντικής μείωσης των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό (κυρίως πλοία), καθώς και των επενδύσεων σε λοιπές κατασκευές, που όμως σε μεγάλο βαθμό αφορά την επίδραση βάσης. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε “μηχανολογικό εξοπλισμό”, “εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνίας” και “κατοικίες” αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς. Αρνητική ήταν η συμβολή των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

Το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους το ΑΕΠ, εποχικά διορθωμένο και σε σταθερές τιμές 2010, αυξήθηκε κατά 1,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Βασικοί πυλώνες της ανάπτυξης ήταν οι εξαγωγές υπηρεσιών (+8,7%, συμβολή 1,2 ποσοστιαία μονάδα), χάρη στην αυξημένη τουριστική δραστηριότητα του α' τριμήνου, οι επενδύσεις (+7,9%, συμβολή 0,9 της ποσοστιαίας μονάδας), κυρίως λόγω των επενδύσεων σε λοιπές κατασκευές (έργα υποδομής) και σε μεταφορικό εξοπλισμό, και η ιδιωτική κατανάλωση (+0,8%, συμβολή 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας). Αντίθετα, η σημαντική επιτάχυνση των εισαγωγών κυρίως αγαθών (9,9%), και δευτερευόντως υπηρεσιών (5,5%), συνέβαλε αρνητικά στην εξέλιξη του ΑΕΠ (-3,2 ποσοστιαίες μονάδες). Επίσης, η υποχώρηση των εξαγωγών αγαθών (-0,7%) για πρώτη φορά μετά από 8 συνεχή ανοδικά τρίμηνα διείρυνε την αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ. Τέλος, αρνητική ήταν η συμβολή (-0,9 της ποσοστιαίας μονάδας) της δημόσιας κατανάλωσης (-4,1%).

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2012-α' τρίμ. 2019)

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (α' 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)	1,0 (0,7)	0,8 (0,5)
Δημόσια κατανάλωση	-7,3 (-1,7)	-5,4 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	1,5 (0,3)	-0,7 (-0,2)	-0,5 (-0,1)	-2,5 (-0,5)	-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)	-12,0 (-1,5)	7,9 (0,9)
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)	17,3 (0,1)	6,4 (0,0)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	-10,0 (-10,7)	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)	0,4 (0,5)	1,6 (1,6)	-1,4 (-1,4)	0,5 (0,5)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,6%	-0,8%	0,5%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	0,8%	1,7%
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)	0,2 (0,2)	3,1 (3,1)
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)	8,7 (2,8)	4,0 (1,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-9,4 (2,9)	-3,3 (1,0)	7,7 (-2,3)	0,4 (-0,1)	1,2 (-0,4)	7,4 (2,4)	3,0 (1,0)	9,5 (3,2)
Εξωτερική ζήτηση	... (3,2)	... (1,4)	... (-0,2)	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,4)	... (1,8)	... (-1,8)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-7,3	-3,2	0,8	-0,5	-0,3	1,4	1,9	1,3

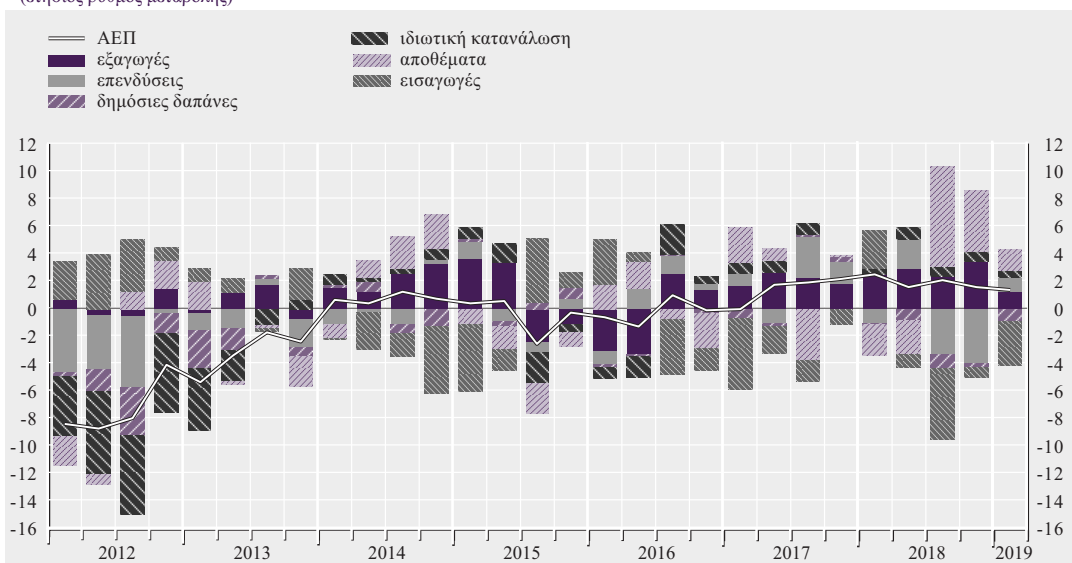
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Ιουνίου 2019, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμ. 2012-α' τρίμ. 2019)

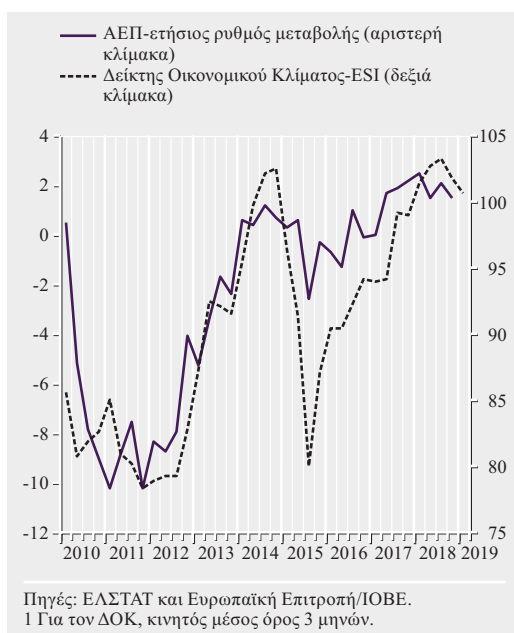
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

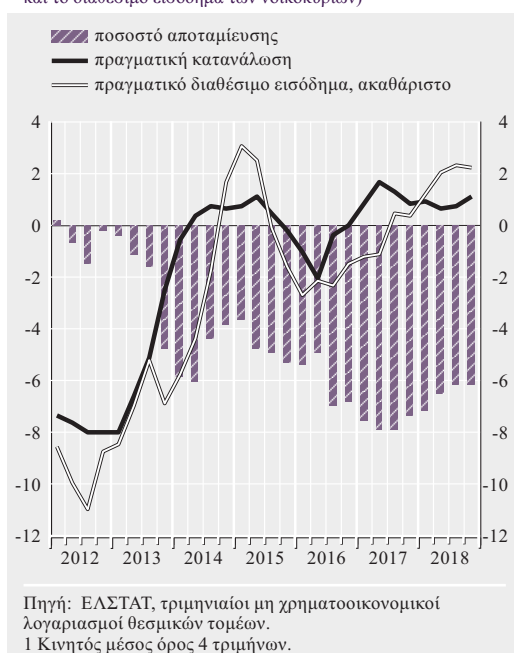
Σημείωση: Τα στοιχεία των συνιστωσών του ΑΕΠ αναφέρονται σε σταθερές τιμές του έτους 2010 και είναι εποχικώς διορθωμένα.

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹
(α' τρίμ. 2010-α' τρίμ. 2019)



Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹
(α' τρίμ. 2012 - δ' τρίμ. 2018)

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

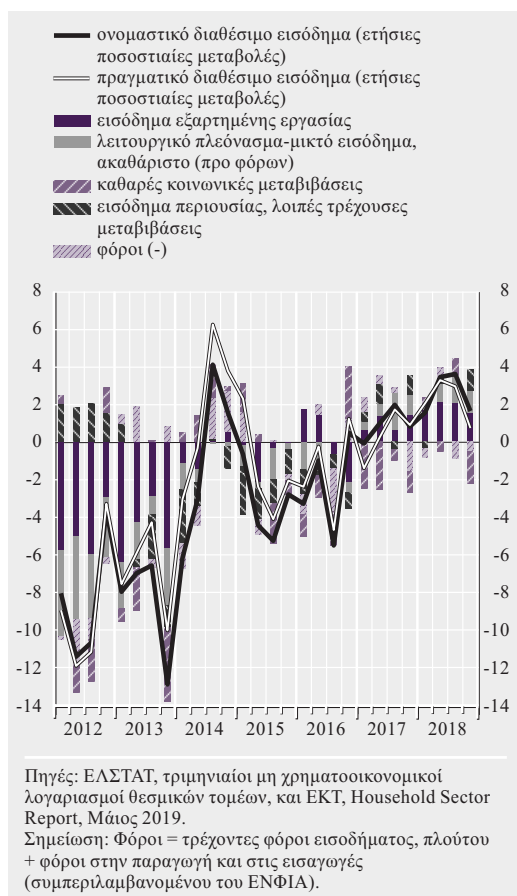


Η **ιδιωτική κατανάλωση** αυξήθηκε το 2018 κατά 1,0%, συμβάλλοντας θετικά στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1). Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέεται με τη σημαντική βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ), το οποίο, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκε κατά 2,3% το 2018, δηλ. με τον υψηλότερο ρυθμό από το 2007. Η ανάλυση των επιμέρους συνιστωσών του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ (βλ. Διάγραμμα IV.4) καταδεικνύει πρωτίστως τη σημαντικά θετική συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (1,9 ποσοστιαίες μονάδες). Η αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (3,6%, η υψηλότερη από το 2008) αντανάκλα υψηλότερες αμοιβές, κυρίως στον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας (5,2%) και σε μικρότερο βαθμό στον τομέα της γενικής κυβέρνησης (1,0%), και αποδίδεται στην άνοδο τόσο της απασχόλησης (2,3%), όσο και των αμοιβών ανά απασχολούμενο (1,3%). Δευτερευόντως, σημαντική ήταν η συμβολή του λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (1,0 ποσοστιαία μονάδα) που αφορά σε μεγάλο βαθμό εισόδημα αυτοαπασχολούμενων.

Η αύξηση της απασχόλησης το 2018 και η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας ιδίως των νέων³ (βλ. Ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου), που υποστηρίχθηκε από τη θετική πορεία πολλών κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, τα προγράμματα απασχόλησης, αλλά και από την ευελιξία που παρέχει το θεσμικό πλαίσιο όσον αφορά τις μορφές απασχόλησης, συνέβαλαν στην αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και στην ενίσχυση της καταναλωτικής τους δαπά-

³ Οι νέοι που εισέρχονται στην αγορά εργασίας τυπικά βρίσκονται στο χαμηλότερο τμήμα της κατανομής εισοδήματος και ως εκ τούτου έχουν υψηλότερη μέση ροπή προς κατανάλωση. Βλ. "The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave", ECB Statistics Paper no 18, Δεκέμβριος 2016.

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



νης. Κατά συνέπεια, η ιδιωτική κατανάλωση υποστηρίχθηκε σε μικρότερο βαθμό από τις αποταμιεύσεις, με το ποσοστό αποταμίευσης να γίνεται λιγότερο αρνητικό από το γ' τρίμηνο του 2017 και έπειτα (βλ. Διάγραμμα IV.3). Η αντιστροφή της έντονης πτωτικής τάσης των αποταμιεύσεων επιβεβαιώνεται και από τη σταδιακή αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών.⁴

Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε το α' τρίμηνο του 2019 κατά 0,8% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, καθώς υποστηρίχθηκε από την άνοδο του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (4,3%), κυρίως λόγω της θετικής εξέλιξης της απασχόλησης (3,9%) και της ανόδου του εισοδή-

ματος ανά απασχολούμενο (0,4%). Επίσης, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης αντανακλά τη σημαντική βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης⁵ καθώς και τη θετική εξέλιξη του αριθμού των νεοεισερχομένων στην κυκλοφορία επιβατικών αυτοκινήτων (βλ. Πίνακα IV.2). Για το σύνολο του 2019 εκτιμάται ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα συμβάλει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα. Η βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, ως αποτέλεσμα της αύξησης της απασχόλησης και των αμοιβών ανά απασχολούμενο, αναμένεται να ενισχύσει την καταναλωτική δαπάνη, ενώ ανασταλτικά ενδέχεται να επιδράσει η αποταμίευση των νοικοκυριών, η οποία προβλέπεται ότι θα μειώνεται με χαμηλότερο ρυθμό.

Η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας μειώθηκε το 2018 (-12,0%, έναντι αύξησης κατά 9,4% το 2017), καθώς υποχώρησαν οι επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό-οπλικά συστήματα και άλλες κατασκευές. Ωστόσο, οι επενδύσεις τόσο σε μηχανολογικό εξοπλισμό όσο και σε εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνίας κατέγραψαν υψηλούς ρυθμούς ανόδου (16,5% και 17,0%, αντίστοιχα). Θετικούς ρυθμούς σημείωσαν και οι επενδύσεις σε κατοικίες, ύστερα από 10 χρόνια πτώσης, γεγονός το οποίο συνδέεται και με τη δυναμική του τουριστικού τομέα (βλ. και Ενότητα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Στο ίδιο διάστημα, οι δημόσιες επενδύσεις μειώθηκαν έναντι του 2017 (η εκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων υστέρησε έναντι των στόχων του προϋπολογισμού), κάτι που επηρέασε τον όγκο και την ποιότητα των επενδύσεων σε υποδομές (για τη σημασία των δημόσιων επενδύσεων στην αναπτυξιακή προοπτική, βλ. και Πλαίσιο V.1).

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το α' τρίμηνο του 2019, οι επενδύσεις, σε σταθερές τιμές 2010 και εποχικά διορθωμένες, ανέκαμψαν (+7,9%) χάρη στην άνοδο της κατη-

⁴ Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 10.405 δισεκ. ευρώ από το γ' τρίμηνο του 2017 έως το δ' τρίμηνο του 2018.

⁵ Η καταναλωτική εμπιστοσύνη αυξήθηκε κατά 19 μονάδες το α' τρίμηνο του 2019 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2012-2019)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-12,2	-8,1	-0,4	-1,5	-0,6	1,2	1,4	-0,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Όγκος λιανικού εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-11,8	-8,4	-0,7	-0,5	0,5	1,3	1,7	-1,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	-9,0	-9,1	0,5	-2,1	0,0	-0,4	2,3	-0,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Ένδυση-υπόδηση	-20,6	-2,2	5,4	7,9	5,4	3,3	1,2	-6,0 (Ιαν.-Μάρτ.)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	-16,3	-6,2	-1,4	-3,8	-1,2	6,2	4,7	2,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-12,1	-0,1	7,0	7,0	4,4	7,7	2,0	12,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές) ³	-12,8	-6,5	-0,4	1,9	11,0	4,1	2,0	5,8 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-3,1	22,9	27,1	-9,1	20,9	-6,7	9,3	0,5 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-73,9	-69,3	-52,8	-50,3	-62,9	-58,9	-44,0	-29,5 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-41,7	3,1	30,1	13,8	10,7	22,2	25,8	10,5 (Ιαν.-Μάιος)
Φορολογικά έσοδα από τέλη κινήτης τηλεφωνίας	-7,9	-12,8	-10,4	-6,4	-10,7	-0,1	11,0	23,4 (Ιαν.-Μάρτ.)
Καταναλωτική πίστη ⁴	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,8 (Απρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα), Υπουργείο Οικονομικών (έσοδα ΦΠΑ, τέλη κινήτης 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 Από τον Ιανουάριο του 2019, τα έσοδα από ΦΠΑ υπολογίζονται σύμφωνα με το νέο σύστημα οικονομικής ταξινόμησης των λογαριασμών της γενικής κυβέρνησης.

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

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2012-2019)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές¹)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	2,9	4,5	2,0	0,5 (Ιαν.-Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	58,2	61,4	64,7	62,1	65,5	64,1	69,4	65,7 (Ιαν.-Μάιος)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	-4,3 (Δεκ.)	-4,9 (Δεκ.)	-3,7 (Δεκ.)	-0,9 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)	0,0 (Δεκ.)	2,1 (Απρ.)
Εκταμειώσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ³	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4	4,8	46,7 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,45	-8,20	15,47	3,08	22,90	-14,6	0,8	-18,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-30,6	-25,6	-5,8	-0,2	-6,9	19,3	21,5	-18,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Παραγωγή τσιμέντου	-12,8	3,4	-3,4	3,6	23,6	-4,5	5,4	-4,3 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,8	-29,9	-1,1	-9,6	4,8	-6,7 (Μάιος)
Στεγαστική πίστη ⁴	-3,3 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,0 (Απρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή τσιμέντου, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (βαθμός χρησιμοποίησης, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (χρηματοδότηση επιχειρήσεων, στεγαστική πίστη και εκταμειώσεις 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 αναταξινόμησης 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 αναταξινόμησης δανείων, οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

γορίας μεταφορικού εξοπλισμού και οπλικών συστημάτων καθώς και εκείνης των άλλων κατασκευών (έργα υποδομής). Ταυτόχρονα, οι επενδύσεις σε κατοικίες διατήρησαν θετικό ρυθμό μεταβολής (+6,4%), αν και επιβραδυνόμενο σε σύγκριση με το 2018. Ωστόσο, επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό-οπικά συστήματα καταγράφουν σημαντική επιβράδυνση έναντι του υψηλού ρυθμού ανόδου τους το 2018 (2,6%, έναντι 16,5% στο σύνολο του 2018).

Για το σύνολο του 2019 αναμένεται ανάκαμψη της επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας, καθώς εκτιμάται ότι συντρέχουν οι σχετικές προϋποθέσεις, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά τον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας. Στην εκτίμηση αυτή συνηγορούν: (α) η υλοποίηση των αναπτυξιακών σχεδίων που έχουν ήδη ενταχθεί στον αναπτυξιακό νόμο,⁶ (β) η βελτίωση των αποτελεσμάτων μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των μεγάλων, την τελευταία διετία, (βλ. Ενότητα 4.3) και (γ) η σταδιακή αποκατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω της πραγματοποιούμενης μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Η τροποποίηση του νομοθετικού πλαισίου για τις στρατηγικές επενδύσεις εκτιμάται ότι θα συμβάλει στη βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Ειδικότερα, με το ν. 3894/2019 επιχειρείται να αντιμετωπιστούν θεσμικές αδυναμίες του αρχικού πλαισίου⁷ και να διευρυνθούν οι κλάδοι στους οποίους απευθύνεται.⁸ Πάντως, εκτιμάται ότι για την επίτευξη υψηλότερης επενδυτικής δαπάνης της οικονομίας μεσοπρόθεσμα είναι απαραίτητη η ταχύτερη υλοποίηση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων⁹ και κυρίως αυτών με εμβληματικό χαρακτήρα, όπως για παράδειγμα του Ελληνικού, και με πολλαπλασιαστική αξία για το σύνολο της οικονομίας. Στην κατεύθυνση αυτή μπορεί να συνεισφέρει και η ενεργοποίηση επενδύσεων τύπου ΣΔΙΤ,¹⁰ καθιστώντας ευκολότερη την αποδοτική δέσμευση ιδιωτικών πόρων σε επενδύσεις υψηλού δημόσιου ενδιαφέροντος.

Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Στη διάρκεια του 2018 η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** αυξήθηκε κατά 1,8% σε σταθερές τιμές, κυρίως λόγω της επίδοσης του τριτογενούς τομέα και ειδικότερα των υπηρεσιών εμπορίου, ξενοδοχείων-εστιατορίων και μεταφορών-αποθήκευσης. Θετική ήταν και η επίδοση της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, αλλά και του αγροτικού τομέα, παρά την επιβράδυνση που κατέγραψαν σε σχέση με το 2017. Πιο δυναμική ήταν η πορεία των κατασκευών (βλ. Πίνακα IV.4 και Διάγραμμα IV.5). Το α' τρίμηνο του 2019 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας αυξήθηκε με χαμηλό ρυθμό (+0,3%) κυρίως λόγω της ελαφρά αρνητικής πορείας του συνόλου των υπηρεσιών (-0,1%) και της βιομηχανίας (-0,2%). Στον αντίποδα, θετική ήταν η επίδοση του τομέα των κατασκευών (+32,2%, με συμβολή +0,9 της εκατοστιαίας μονάδας) και των υπηρεσιών που συνδέονται με τον τουρισμό (+2,5%, με συμβολή +0,6 της εκατοστιαίας μονάδας).

Η **βιομηχανική δραστηριότητα**, σύμφωνα με το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, μετά την ανοδική πορεία της περιόδου 2015-2017, αυξήθηκε με επιβραδυνόμενο ρυθμό το 2018 (1,1%, έναντι 4,5% το 2017, βλ. Διάγραμμα IV.6). Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση της παραγωγής ηλεκτρισμού (-1,4%, έναντι 7,7% το 2017) και στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής (2,1%,

⁶ Εκτιμάται ότι το μεγαλύτερο μέρος από τα 1.184 αναπτυξιακά σχέδια συνολικού κόστους 3,9 δισεκ. ευρώ που εντάχθηκαν στους δύο πρώτους κύκλους ενισχύσεων του αναπτυξιακού νόμου 4399/2016, θα ξεκινήσει εντός των ετών 2019 και 2020.

⁷ Στο διάστημα των 9 χρόνων από την έναρξη εφαρμογής του, μόλις 15 επενδυτικά σχέδια υπήχθησαν στις διατάξεις του χωρίς κανένα να έχει ολοκληρωθεί.

⁸ Ανάμεσα στα κίνητρα που θεσπίζονται με το νέο καθεστώς ξεχωρίζουν (α) η δυνατότητα κατάρτισης Ειδικών Σχεδίων Χωρικής Ανάπτυξης Στρατηγικών Επενδύσεων (ΕΣΧΑΣΕ) με πρόβλεψη ενισχυμένων συντελεστών δόμησης, (β) τα κλιμακούμενα φορολογικά κίνητρα και οι υπεραποσβέσεις και (γ) ευνοϊκή φορολογία για έως 10 στελέχη επιχειρήσεων που υλοποιούν στρατηγικές επενδύσεις.

⁹ Τα έσοδα του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων για το 2019, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό, αναμένεται να ξεπεράσουν τα 1,5 δισεκ. ευρώ (συμπεριλαμβανομένων των εσόδων από την επέκταση της παραχώρησης του αεροδρομίου Ελ. Βενιζέλος).

¹⁰ Εκτιμάται ότι το τελευταίο έτος η υπογραφή και υλοποίηση συμβάσεων ΣΔΙΤ έχει επιταχυνθεί.

Πίνακας IV.4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2013-α' τρίμ. 2019)

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-6,2 (-0,3)	8,0 (0,3)	0,3 (0,0)	-6,1 (-0,3)	8,8 (0,4)	3,5 (0,2)	-0,9 (-0,0)
Δευτερογενής τομέας	-4,8 (-0,7)	-5,8 (-0,9)	-4,2 (-0,6)	7,2 (1,0)	2,4 (0,4)	2,8 (0,4)	6,1 (0,9)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-1,2 (-0,1)	-4,0 (-0,5)	-3,2 (-0,4)	3,2 (0,4)	3,6 (0,4)	1,7 (0,2)	-0,2 (-0,0)
Κατασκευές	-16,8 (-0,6)	-12,7 (-0,4)	-8,5 (-0,2)	25,4 (0,6)	-2,2 (-0,1)	7,3 (0,2)	32,2 (0,9)
Τριτογενής τομέας	-2,3 (-1,8)	1,4 (1,2)	0,1 (0,0)	-2,1 (-1,7)	1,2 (1,0)	1,3 (1,0)	-0,1 (-0,1)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-4,1 (-0,9)	4,8 (1,0)	-2,2 (-0,5)	-4,3 (-0,9)	3,6 (0,8)	4,1 (0,9)	2,5 (0,6)
Ενημέρωση και επικοινωνία	5,7 (0,2)	-5,8 (-0,2)	-5,4 (-0,2)	-0,5 (-0,0)	-1,0 (-0,0)	-0,1 (-0,0)	-2,3 (-0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	0,9 (0,0)	-6,4 (-0,3)	-2,3 (-0,1)	-1,3 (-0,1)	-6,5 (-0,3)	-9,9 (-0,4)	-10,6 (-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)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-12,7 (-0,7)	-3,1 (-0,1)	4,8 (0,2)	-1,4 (-0,1)	3,2 (0,2)	5,5 (0,3)	1,8 (0,1)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-3,3 (-0,7)	0,9 (0,2)	0,0 (0,0)	-1,7 (-0,4)	-0,5 (-0,1)	0,8 (0,2)	-1,4 (-0,3)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	1,3 (0,1)	-2,2 (-0,1)	3,5 (0,1)	-2,2 (-0,1)	0,1 (0,0)	1,9 (0,1)	0,1 (0,0)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-2,7	0,5	-0,6	-1,1	2,0	1,8	0,3

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Ιουνίου 2019, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία..

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

έναντι 3,8% το 2017). Η επιβράδυνση της μεταποιητικής παραγωγής σε μεγάλο βαθμό αποδίδεται στον κλάδο των βασικών μετάλλων και αφορά την επίδραση βάσης, καθώς και στην οριακή μείωση της παραγωγής του κλάδου των τροφίμων και στη χαμηλότερη άνοδο της παραγωγής του κλάδου παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα. Οι πιο δυναμικοί κλάδοι που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή και συνδέθηκαν με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα ήταν οι κλάδοι των φαρμακευτικών προϊόντων, των ποτών και των παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα. Ιδιαίτερα αυξημένες εμφανίζονται και οι βιομηχανικές πωλήσεις το 2018 στην εγχώρια και κυρίως στην εξωτερική αγορά, επιβεβαιώνοντας την ενίσχυση της εξωστρέφειας πολλών μεταποιητικών κλάδων.

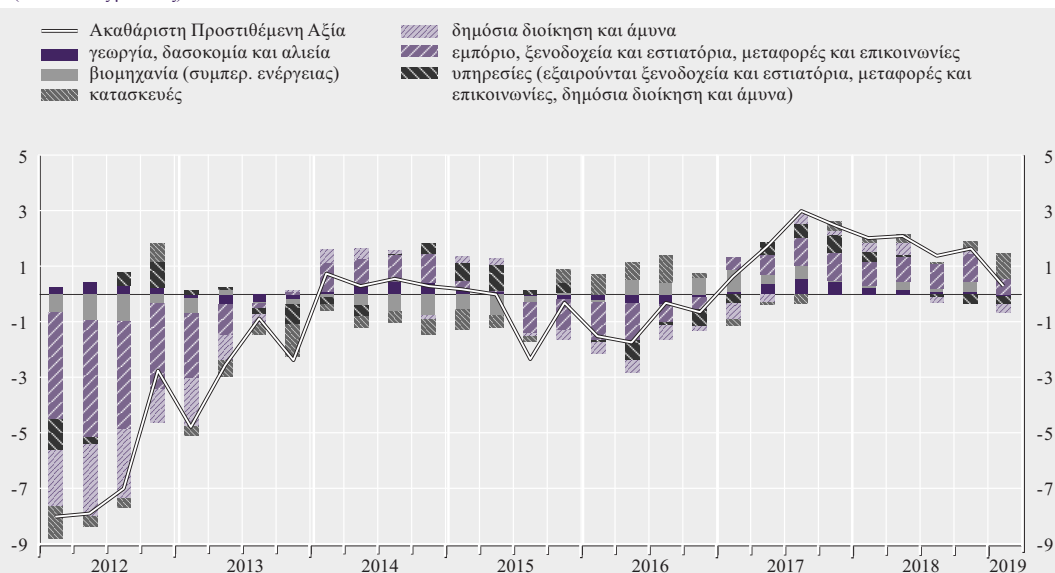
Η βιομηχανική παραγωγή διατήρησε τη θετική της δυναμική το α' τετράμηνο του 2019 (0,8%), παρά την επιβράδυνση της βιομηχανικής

παραγωγής στη ζώνη του ευρώ, κυρίως λόγω της ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής (1,2%). Τη μεγαλύτερη θετική συμβολή στην μεταποίηση είχαν οι κλάδοι των βασικών φαρμακευτικών προϊόντων, των χημικών προϊόντων, των τροφίμων και του καπνού.

Συνακόλουθα, στον κλάδο της βιομηχανίας ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, όπως καταγράφεται από τις έρευνες του IOBE, αυξήθηκε το 2018 κατά 1,4 μονάδα έναντι του προηγούμενου έτους και σταθεροποιήθηκε σε αυτά τα βελτιωμένα επίπεδα και το πρώτο πεντάμηνο του 2019. Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται σε επίπεδα ισχυρής ανάπτυξης για 24 συνεχείς μήνες, αντανakλώντας τη θετική δυναμική του κλάδου λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας κόστους και της εξωστρέφειας (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Διάγραμμα IV.5 Συμβολές των τομέων στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία από την πλευρά της προσφοράς
(α' τρίμηνο 2012 - α' τρίμηνο 2019)

(ποσοστιαίες μονάδες)

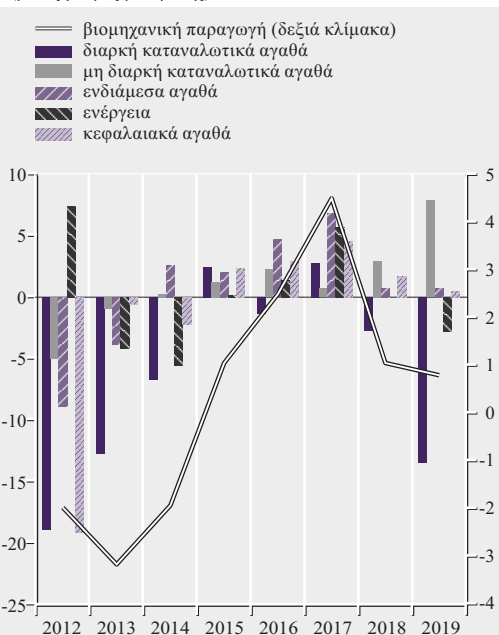


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

Διάγραμμα IV.6 Βιομηχανική παραγωγή
(2012 - α' τετράμηνο 2019)

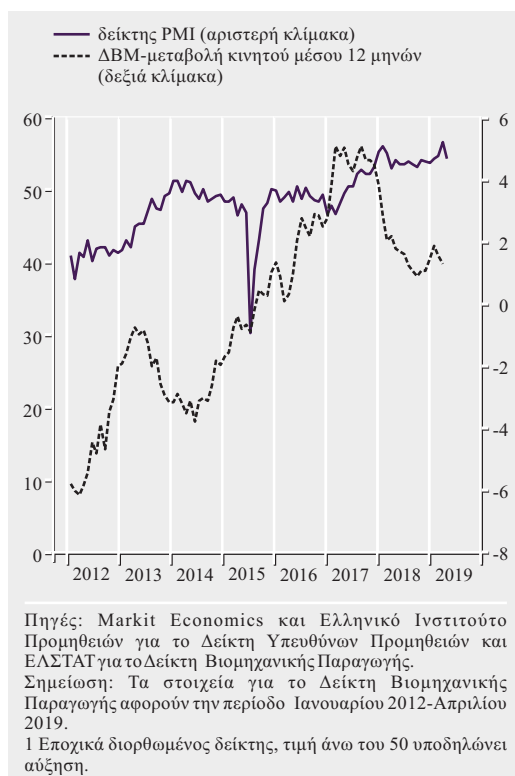
(μέσος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Η εξέλιξη του προϊόντος του **κατασκευαστικού τομέα** το 2018 ήταν θετική (7,3%, έναντι μείωσης 2,2% το 2017, βλ. Πίνακα IV.4). Μεγάλη αύξηση σημείωσε ο όγκος οικοδομικών αδειών (21,5% το 2018), ενώ σημαντικά βελτιωμένος ήταν και ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές το 2018 (4,8%, έναντι -9,6% το 2017). Παράλληλα, ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές κατέγραψε μικρή αύξηση το 2018 (0,8%, έναντι μείωσης 14,6% το 2017, βλ. Πίνακα IV.3), καθώς η μεγάλη αύξηση που σημειώθηκε στον υποδείκτη των οικοδομικών έργων μόνο εν μέρει αντισταθμίστηκε από τη μείωση του υποδείκτη των έργων πολιτικού μηχανικού (έργα υποδομών). Το α' τρίμηνο του 2019 η προστιθέμενη αξία του κατασκευαστικού κλάδου ενισχύθηκε περαιτέρω (+32,2%). Ωστόσο, ο όγκος οικοδομικών αδειών μειώθηκε τους τρεις πρώτους μήνες του 2019 (-18,7% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018), ενώ σε αρνητικό έδαφος ήταν οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου το πρώτο πεντάμηνο του

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2012 - Μάιος 2019)



2019 (-6,7%, έναντι 15,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2018).

Η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του **τομέα των υπηρεσιών** με ετήσιο ρυθμό 1,3% το 2018 συνέβαλε κατά 1,0 ποσοστιαία μονάδα στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας την ίδια περίοδο (βλ. Πίνακα IV.4). Το α' τρίμηνο του 2019 παρατηρείται ελαφρά μείωση στο σύνολο των κλάδων του τριτογενούς τομέα, κυρίως λόγω της αρνητικής επίδρασης των κλάδων "Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες" (-10,6%) και "Δημόσια διοίκηση και άμυνα" (-1,4%). Επιπλέον, ο κλάδος "Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορά-αποθήκευση" αυξήθηκε με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους (+2,5%, έναντι +4,3% το α' τρίμηνο του 2018), όπως και ο κλάδος των

"Επαγγελματικών και επιστημονικών δραστηριοτήτων" (+1,8%, έναντι +7,5% το α' τρίμηνο του 2018). Παράλληλα, αρνητικά κινήθηκαν οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών το πρώτο πεντάμηνο του 2019 (-9,0%, έναντι +11,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2018). Μικτή εικόνα προκύπτει από τα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2018 και το α' τρίμηνο του 2019 (βλ. Πίνακα IV.5).

Την περίοδο 2010-2018 ο τριτογενής τομέας στην Ελλάδα ενισχύθηκε αρκετά και αποτελούσε το 80% της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά μέσο όρο, όταν την περίοδο 2001-2009 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 75%. Σε αυτό ενδεχομένως μπορεί να συνέβαλε το ότι τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα ακολουθεί τις διεθνείς τάσεις στην εξάπλωση της χρήσης συνεργατικών πλατφορμών (δηλ. ψηφιακών πλατφορμών που συνδέουν μέσω διαδικτύου παρόχους και χρήστες και διευκολύνουν τις μεταξύ τους συναλλαγές), παρουσιάζοντας μεγάλη αύξηση του συνολικού ποσοστού χρηστών στον πληθυσμό (από 9% το 2016 σε 22% το 2018).¹¹ Ως προς το είδος των χρησιμοποιούμενων υπηρεσιών, οι κυριότεροι τομείς στην χώρα μας είναι η βραχυχρόνια μίσθωση ακινήτων και οι μεταφορές, με την Ελλάδα να υπερέχει συγκριτικά από το μέσο όρο της ΕΕ-28 στον πρώτο τομέα, ενδεχομένως λόγω της ανόδου του τουρισμού, και να υστερεί στο δεύτερο.

Η σημαντική άνοδος των τουριστικών μεγεθών από το 2013 και μετά δεν οδήγησε μόνο σε άνθιση της βραχυχρόνιας μίσθωσης ακινήτων, αλλά και σε άνοδο των επενδύσεων και δη σε πιο πολυτελείς τουριστικές μονάδες. Υπολογίζεται ότι την περίοδο 2013-2018

¹¹ Έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνει ότι η Ελλάδα συγκλίνει πλέον προς το μέσο όρο της ΕΕ-28 (23% το 2018), από τον οποίο απείχε 8 ποσοστιαίες μονάδες το 2016. Ανάπτυξη στη χρήση των συνεργατικών πλατφορμών στην Ελλάδα παρατηρείται σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες χρηστών από πλευράς φύλου, ηλικίας, εκπαίδευσης και άλλων χαρακτηριστικών, με αξιοσημείωτα στοιχεία αφενός την υπεραχρήση των γυναικών έναντι των ανδρών στη συνολική χρήση (κάτι το οποίο δεν παρατηρείται στην ΕΕ-28) και αφετέρου τη ραγδαία αύξηση του ποσοστού χρήσης στην Ελλάδα από την ηλικιακή ομάδα 15-24 ετών (από μόλις 5% το 2016 σε 38% το 2018, European Commission, 2018 & 2016, Flash Eurobarometer 467 & 438, The use of collaborative platforms).

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2015-2019)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες					
1. Εμπόριο					
Χονδρικό εμπόριο	-4,4	-1,6	3,7	6,8	-1,3 (Ιαν.-Μάρ.)
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,0	0,1 (Ιαν.- Μάρ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	7,8	7,2	6,3	10,8	1,3 (Ιαν.-Μάρ.)
2. Μεταφορές					
Χερσαίες μεταφορές	-5,7	-2,3	10,9	-1,0	-3,8 (Ιαν.-Μάρ.)
Θαλάσσιες και αεροπορικές μεταφορές	-3,1	-4,5	-9,5	-0,2	22,3 (Ιαν.-Μάρ.)
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	0,1	-0,6 (Ιαν.-Μάρ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	3,1	8,1	8,1	8,8	7,0 (Ιαν.-Μάρ.)
3. Ξενοδοχεία και εστίαση					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	7,8	0,8	8,2	9,0	-19,2 (Ιαν.-Μάρ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία					
Τηλεπικοινωνίες	-1,3	0,5	-0,5	0,6	3,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Παραγωγή κιν/ών ταινιών-βίντεο-ηλεκτρονικών προγραμμάτων - ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,2	-1,3	-5,0	7,0	-20,4 (Ιαν.-Μάρ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-22,3	-15,0	-3,7	15,6	20,5 (Ιαν.-Μάρ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	6,9	5,5 (Ιαν.-Μάρ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-12,8	5,9 (Ιαν.-Μάρ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	-1,1	8,1 (Ιαν.-Μάρ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-7,4	-4,7	9,1	27,3	-2,3 (Ιαν.-Μάρ.)
B. Επιβατική κίνηση					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	19,0	10,7	8,6	11,0	7,8 (Ιαν.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	15,2	7,0	6,0	5,7	6,6 (Ιαν.-Μάρ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-9,7	-3,0	4,1	2,2	---
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες	-16,2	1,5	16,9	4,6	-9,0 (Ιαν.-Μάιος)

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

υπήρξε αύξηση των διαθέσιμων κλινών στο σύνολο της χώρας κατά 8% και των κλινών πολυτελών ξενοδοχείων (5 αστέρων) κατά 45%, ενώ στην Αττική τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν της τάξεως του 4% και 5%. Σαφής βελτίωση εμφανίζεται και στα ξενοδοχεία του κέντρου της Αθήνας την ίδια περίοδο, καθώς ο αριθμός των κλινών στα πολυτελή ξενοδοχεία (5 και 4 αστέρων) αυξήθηκε κατά 12%

και 21%, αντίστοιχα, ενώ για τις υπόλοιπες κατηγορίες ξενοδοχείων της Αθήνας παρατηρείται μείωση κατά 8%.

Αν και τα στοιχεία αφίξεων και εισπράξεων μη κατοίκων του πρώτου τετραμήνου του 2019 είναι ενθαρρυντικά, για το σύνολο του έτους εκτιμάται ότι η ταξιδιωτική κίνηση θα σταθεροποιηθεί περίπου στα επίπεδα του 2018.

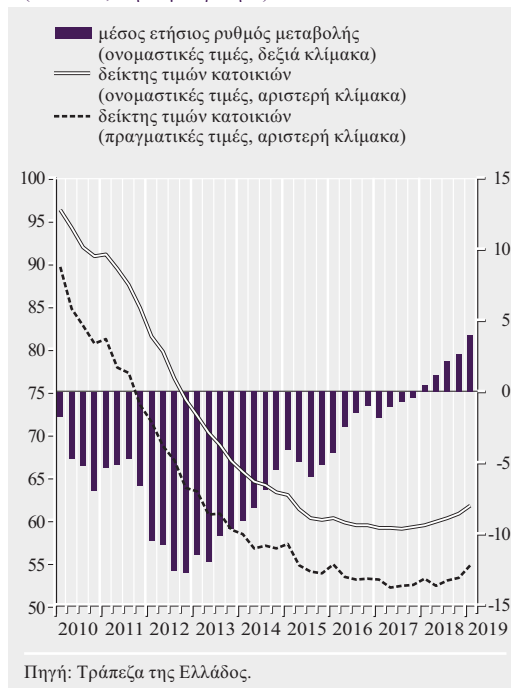
Παράγοντες όπως η ανάκαμψη των ανταγωνιστριών χωρών (δηλ. της Τουρκίας, της Αιγύπτου και της Τυνησίας) εντός του 2019 και η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής για την τυχόν επίδρασή τους στον εισερχόμενο τουρισμό. Για τον κλάδο της κρουαζιέρας, οι προοπτικές για το 2019 είναι ευοίωνες, καθώς αναμένεται να ξεπεραστεί το όριο των 5 εκατ. αφίξεων επιβατών στα ελληνικά λιμάνια.

2 ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η τάση σταθεροποίησης και τοπικά ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων που καταγράφηκε το 2018 συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2019, με κύριο χαρακτηριστικό τους διαφορετικούς ρυθμούς προσαρμογής των επιμέρους αγορών και χρήσεων ακινήτων. Η αύξηση της ζήτησης και η ενίσχυση των τιμών που καταγράφεται από τους δείκτες τιμών της Τράπεζας της Ελλάδος αφορούν στοχευμένες θέσεις και κατηγορίες ακινήτων, οι οποίες διαθέτουν επενδυτικά χαρακτηριστικά και προσελκύουν ζήτηση κυρίως από χρήστες και επενδυτές από το εξωτερικό. Ειδικά ο τουρισμός και οι συναφείς με αυτόν χρήσεις και θέσεις φαίνεται να δέχονται την πλειονότητα των επενδυτικών κεφαλαίων και να διαμορφώνουν τις τρέχουσες συνθήκες ζήτησης. Αντίθετα, η εγχώρια ζήτηση, αμιγώς για χρήση πρώτης κατοικίας, δεν παρουσιάζει ακόμα σημαντική δυναμική, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από τους χαμηλούς ρυθμούς αποκατάστασης της οικοδομικής δραστηριότητας για νέες κατοικίες, αλλά και χρηματοδότησης από τα πιστωτικά ιδρύματα για νέα στεγαστικά δάνεια.¹² Αντίστοιχα, η εγχώρια ζήτηση από άμεσους χρήστες για επαγγελματικά ακίνητα και κατηγορίες χρήσεων που δεν σχετίζονται με τον τουρισμό παραμένει περιορισμένη, όπως αποτυπώνεται, μεταξύ άλλων, και στους αρνητικούς ρυθμούς της οικοδομικής δραστηριότητας κατά τους δύο πρώτους μήνες του 2019. Η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης για κατοικία και νέους επαγγελματικούς χώρους θα εξαρτηθεί από τους ρυθμούς ανάπτυξης και την κλαδική σύν-

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμ. 2010-α' τρίμ. 2019)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



θεση του ΑΕΠ, την περαιτέρω ενίσχυση της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος και τη βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας.

Το 2018 και το α' τρίμηνο του 2019 η **αγορά κατοικιών** εμφανίζει ενδείξεις σταδιακής βελτίωσης μετά από εννέα διαδοχικά έτη υποχώρησης των τιμών. Εντούτοις, παρατηρείται σημαντική ετερογένεια στις μεταβολές των τιμών των κατοικιών σε τοπικό επίπεδο με σημαντικές αυξήσεις σε περιοχές με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και οριακές αυξήσεις ή και μειώσεις σε άλλες. Ειδικότερα, βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2019, στο σύνολο της χώρας, ήταν αυξημένες κατά 4,0% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.8). Με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία για το σύνολο του 2018, οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν

¹² Βλ. Ενότητα 4 του Κεφαλαίου VI.

με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,6% (0,5%, 1,2%, 2,2% και 2,6% το α', β', γ' και δ' τρίμηνο του 2018 αντίστοιχα) έναντι μείωσης 1,0% το 2017. Από την ανάλυση των στοιχείων με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, η αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων τόσο για το α' τρίμηνο του 2019 όσο και για το σύνολο του 2018 ήταν εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα, στα οποία είχαν καταγραφεί και οι μεγαλύτερες μειώσεις κατά την περίοδο της κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων στην Αθήνα ενισχύθηκαν σημαντικά λόγω του έντονου επενδυτικού ενδιαφέροντος, ειδικά στον τομέα των βραχυχρόνιων μισθώσεων κατοικιών, και κατέγραψαν αύξηση κατά 5,8% το α' τρίμηνο του 2019 και 2,5% για το σύνολο του 2018. Στην περιοχή της Θεσσαλονίκης οι αντίστοιχες αυξήσεις ήταν 3,9% και 1,0%. Η τάση σταθεροποίησης και ενίσχυσης των τιμών εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και τα επόμενα τρίμηνα με διαφοροποιήσεις τόσο στους επιμέρους ρυθμούς όσο και στις τάσεις των τιμών σε τοπικό επίπεδο.

Στον **κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων**, κατά τη διάρκεια του 2018 καταγράφηκαν θετικές τάσεις τόσο στην αγορά γραφείων όσο και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών. Η αυξημένη ζήτηση χώρων υψηλών προδιαγραφών σε εμπορικές θέσεις από άμεσους χρήστες, σε συνδυασμό με την αναζήτηση ευκαιριών από επενδυτικά χαρτοφυλάκια και επενδυτές, οδήγησε σε επίπεδα ζήτησης τα οποία δεν φαίνεται να ικανοποιούνται από την προσφορά της αγοράς και προκάλεσαν τη σταδιακή μείωση των αποδόσεων κοντά στα προ κρίσης επίπεδα. Στο πλαίσιο αυτό, οι τιμές των γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών κατά το 2018 κατέγραψαν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 7,0% και 4,3% αντίστοιχα, ενώ κατά το β' εξάμηνο του 2018 οι ρυθμοί μεταβολής των τιμών τους ανήλθαν σε 6,4% και 5,3% αντίστοιχα, σε σχέση με το β' εξάμηνο του 2017. Οι συγκεκριμένοι ιδιαίτερα υψηλοί ρυθμοί μεταβολής των τιμών για το σύνολο της χώρας διαμορφώνονται σε μεγάλο βαθμό από τους ακόμα υψηλότερους ρυθμούς της Αθήνας, οι οποίοι για το σύνολο

του 2018 άγγιξαν το 9,0% και 7,4% για τα γραφεία και τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών, αντίστοιχα.

Η αυξημένη κινητικότητα των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) που καταγράφηκε κατά το 2018 συνεχίζεται και τους πρώτους πέντε μήνες του 2019, κατά τη διάρκεια των οποίων οι υλοποιημένες επενδύσεις μόνο των ΑΕΕΑΠ υπερβαίνουν τα 300 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων περί τα 100 εκατ. ευρώ έχουν κατευθυνθεί στην ελληνική αγορά.¹³ Σε νέες στοχευμένες επενδύσεις σε ακίνητα προέβησαν και άλλα επενδυτικά χαρτοφυλάκια τα οποία δραστηριοποιούνται στη χώρα. Οι επενδύσεις αφορούν τόσο ξενοδοχεία ανά την Ελλάδα, όσο και γραφεία και καταστήματα υψηλών προδιαγραφών ειδικά στο κέντρο της Αθήνας, αλλά και σε διάφορες θέσεις των βορείων και νοτίων προαστίων της πρωτεύουσας.

Ο τομέας των βραχυχρόνιων μισθώσεων κατοικιών στο κέντρο της Αθήνας και σε περιοχές τουριστικού ενδιαφέροντος σε όλη τη χώρα εξακολουθεί να ενισχύει τον επενδυτικό χαρακτήρα της αγοράς οικιστικών ακινήτων. Οι αυξημένες πράξεις αγοραπωλησιών οικιστικών ακινήτων σε συγκεκριμένες θέσεις έχουν δώσει ώθηση σε τοπικές αγορές και έχουν οδηγήσει σε διακριτή αναδιαμόρφωση του χάρτη των τιμών στην ευρύτερη περιοχή της Αθήνας και σε άλλα αστικά κέντρα και περιοχές που προσελκύουν τουρισμό. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι τόσο για τα οικιστικά όσο και για τα επαγγελματικά ακίνητα, παρά τις τρέχουσες ενδείξεις βελτίωσης της αγοράς και τους σημαντικούς ρυθμούς αύξησης της εισροής κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορά ακινήτων,¹⁴ η οικοδομική δραστηριότητα για νέα έργα ανάπτυξης παραμένει σε χαμηλά

¹³ Περαιτέρω επενδύσεις ύψους 130 εκατ. ευρώ περίπου έχει ανακοινωθεί ότι θα υλοποιηθούν βραχυπρόθεσμα.

¹⁴ Σύμφωνα με τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος από τα πιστωτικά ιδρύματα, κατά τη διάρκεια του 2018 η καθαρή εισροή κεφαλαίων για αγορές ακινήτων από ξένους επενδυτές αυξήθηκε κατά 172,1% σε σχέση με το 2017 (2017: 86,5%, 2016: 45,3%). Επίσης, κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 2019 καταγράφηκε σημαντική αύξηση κατά 130,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους.

επίπεδα, καθώς οι επενδύσεις στοχεύουν κυρίως στην αναβάθμιση και επέκταση του υπάρχοντος αποθέματος.

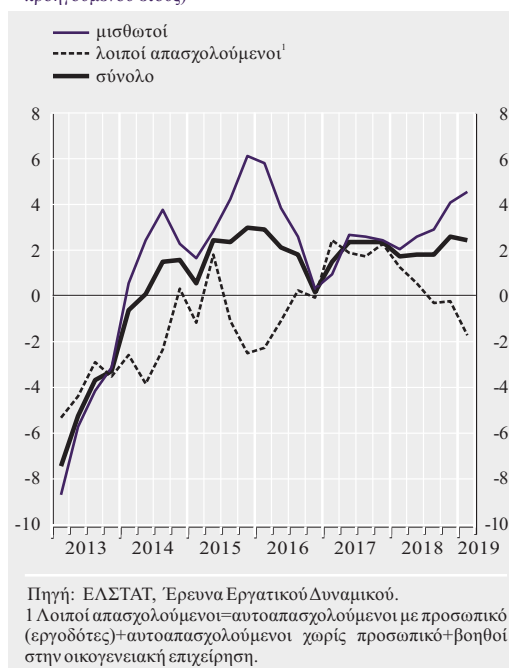
3 ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας για δεύτερο κατά σειρά έτος το 2018 στήριξε τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 19,3% και ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε, αν και με ηπιότερους ρυθμούς, κατά 2,0%. Το α' τρίμηνο του 2019 το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω σε 19,2% και ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 2,4% (έναντι 1,8% το α' τρίμηνο του 2018). Η καλή πορεία συγκεκριμένων κλάδων, όπως της μεταποίησης, του τουρισμού, της εκπαίδευσης, των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων και της δημόσιας διοίκησης και άμυνας, συνέτειναν στην αύξηση της απασχόλησης. Σημαντική ήταν και η συμβολή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών στη μείωση των δυσκαμψιών στην αγορά εργασίας και στην ενίσχυση της κινητικότητας των εργαζομένων. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι νέες προσλήψεις στον ιδιωτικό τομέα αυξάνονται διαχρονικά, με την πλειοψηφία τους να αποτελούν ευέλικτες μορφές απασχόλησης. Ωστόσο, τα ποσοστά ανεργίας των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων, τα οποία, παρά την παρατηρούμενη αποκλιμάκωση, παραμένουν τα υψηλότερα στην ΕΕ, δείχνουν ότι υφίστανται προβλήματα στην αγορά εργασίας και αναδεικνύουν την ανάγκη συνέχισης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και διατήρησης της ευελιξίας της αγοράς εργασίας παράλληλα με την περαιτέρω ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

Η προαναφερθείσα αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων σε ετήσια βάση το 2018, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, οφείλεται στη σημαντική αύξηση της μισθωτής απασχόλησης σε ετήσια βάση (2,9% το 2018), η συμμετοχή της οποίας στη συνολική απα-

Διάγραμμα IV.9 Απασχόληση (α' τρίμ. 2013-α' τρίμ. 2019)

(ρυθμός μεταβολής έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)

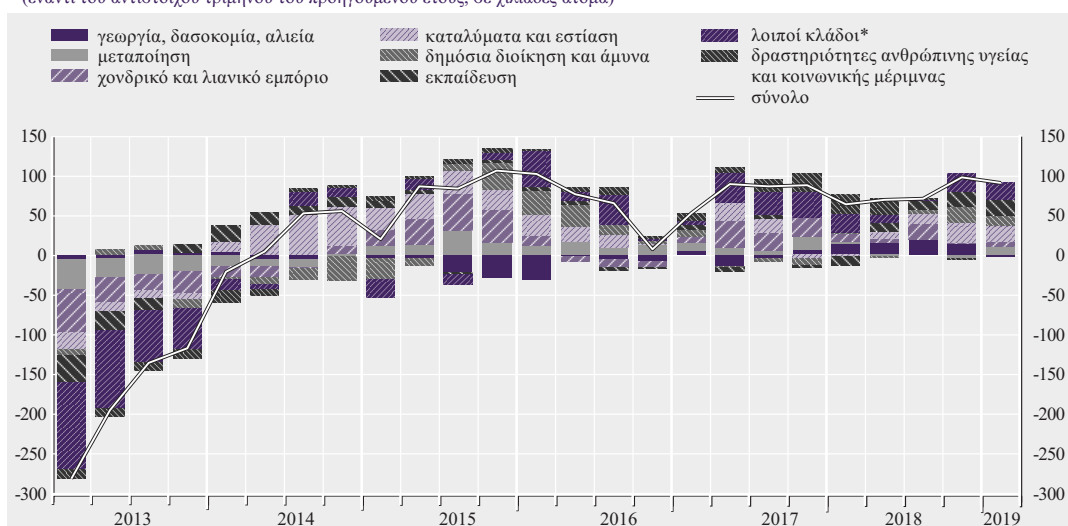


σχόληση αυξάνεται σταθερά από το 2013. Η αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2019 με σημαντική αύξηση των απασχολούμενων που εργάζονται ως μισθωτοί (4,6%, έναντι 2,0% το α' τρίμηνο του 2018) και του αριθμού των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό, αν και με σημαντικά ηπιότερο ρυθμό (2,5% έναντι 7,4% την ίδια περίοδο του 2018). Αντίθετα, μείωση παρουσίασαν οι λοιπές κατηγορίες απασχολούμενων και κυρίως των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (-0,9%), που αντιπροσωπεύουν το 22,0% του συνόλου των απασχολούμενων, και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση, που αποτελούν το 3,3% του συνόλου των απασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα IV.9).

Όσον αφορά την απασχόληση **ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας**, το α' τρίμηνο του 2019 στον πρωτογενή και στο δευτερογενή τομέα η απασχόληση αυξήθηκε οριακά (κατά 0,1% και 0,8% αντίστοιχα), ενώ στον τριτογενή τομέα η αύξηση της απασχόλησης υπήρξε σημαντική

Διάγραμμα IV.10 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμ. 2013-α' τρίμ. 2019)

(έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους, σε χιλιάδες άτομα)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

* Περιλαμβάνονται οι κλάδοι με ποσοστό συμμετοχής στη συνολική απασχόληση κάτω του 6%.

(3,2%, έναντι 1,5% το α' τρίμηνο του 2018). Τα μερίδια συμμετοχής του πρωτογενούς και του δευτερογενούς τομέα στο σύνολο της απασχόλησης μειώθηκαν οριακά έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018 (σε 12,2% και 15,2%), ενώ το μερίδιο του τριτογενούς τομέα την ίδια περίοδο αυξήθηκε οριακά στο 72,6%.

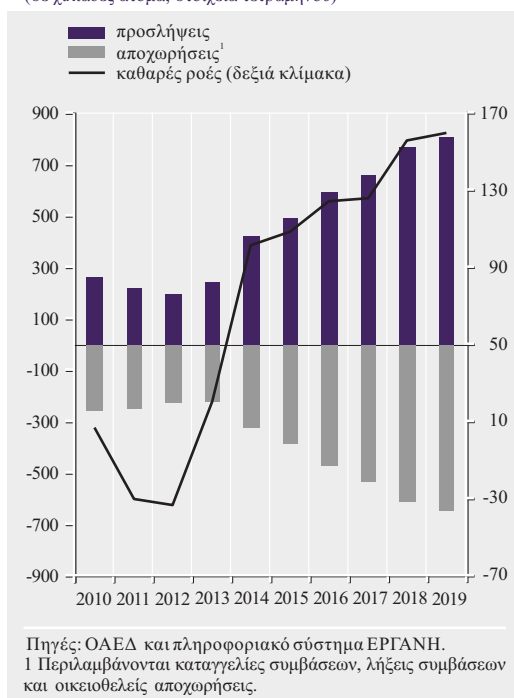
Σε **κλαδικό επίπεδο**, η αύξηση της απασχόλησης το α' τρίμηνο του 2019 προήλθε από την άνοδο της απασχόλησης στη μεταποίηση (3,2% έναντι 0,7% το α' τρίμηνο του 2018), στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (6,7%), στην εκπαίδευση (6,7%), στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (5,6%), στις μεταφορές (6,0%) και στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (3,7%). Στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο σημειώθηκε οριακή αύξηση (0,7%), ενώ στις κατασκευές και στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας παρατηρήθηκε μείωση του αριθμού των απασχολούμενων (-3,1% και -0,4% αντίστοιχα), αντιστρέφοντας τη θετική εικόνα του α' τριμήνου του 2018. Επίσης μείωση της απασχόλησης σημειώθηκε και στον κλάδο των χρηματοπι-

στωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων ως αποτέλεσμα των πολιτικών περιορισμού του προσωπικού των εμπορικών τραπεζών (βλ. Διάγραμμα IV.10).

Το **ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα** (σύμφωνα με τα στοιχεία από το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ) το 2018 εμφανίζεται για έκτο συνεχόμενο έτος θετικό (141 χιλ. νέες θέσεις). Η θετική εικόνα συνεχίζεται και το πρώτο τετράμηνο του 2019, με το ισοζύγιο ροών να ανέρχεται σε 159,8 χιλ. νέες θέσεις απασχόλησης, υψηλότερο κατά 3,9 χιλ. νέες θέσεις σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2018. Το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου οι ροές απασχόλησης ενισχύθηκαν σημαντικά εξαιτίας της έναρξης της τουριστικής περιόδου, με την πλειοψηφία των νέων θέσεων να είναι συναφείς με υπηρεσίες που συνδέονται με τον τουρισμό, όπως καταλύματα και υπηρεσίες εστίασης (βλ. Διάγραμμα IV.11). Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 οι προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης αποτελούσαν το 50,5% των νέων προσλήψεων, οριακά αυξημένες έναντι του αντίστοιχου τετραμήνου του προηγούμενου έτους.

Διάγραμμα IV.11 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2019)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία τετραμήνου)



Το **ποσοστό μερικής απασχόλησης** υποχώρησε το α' τρίμηνο του 2019 στο 9,2% του συνόλου των απασχολούμενων από 9,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Αυξημένα ποσοστά μερικής απασχόλησης παρατηρούνται κυρίως στους κλάδους του εμπορίου, των υπηρεσιών τουρισμού, στην εκπαίδευση και στη γεωργία.

Όσον αφορά τις **εκτιμήσεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης** (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής), το πρώτο πεντάμηνο του 2019 καταγράφηκε βελτίωση στο λιανικό εμπόριο, ενώ οι προοπτικές παρέμειναν σταθερές στις υπηρεσίες και στη μεταποίηση. Αντίθετα, σε αρνητικό επίπεδο εξακολουθούν να κινούνται οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές, αν και έχουν βελτιωθεί οριακά.

Το 2018 το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών διαμορφώθηκε σε 68,2%, υπολείπεται όμως του μέσου όρου της ΕΕ-19 (73,5%). Αξιοσημείωτο

είναι το γεγονός ότι το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό μειώθηκε οριακά για δεύτερη συνεχή χρονιά, ενώ το αντίστοιχο των ανδρών αυξήθηκε οριακά. Το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό (59,9%) είναι σημαντικά μικρότερο αυτού των ανδρών (76,6%). Πολιτικές που διευκολύνουν τη συμφιλίωση της οικογενειακής και της επαγγελματικής ζωής, την επένδυση στην εκπαίδευση και την κατάρτιση, σε συνδυασμό με τη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος, μεταξύ άλλων, μπορούν να ενθαρρύνουν την ένταξη και την παραμονή περισσότερων εργαζομένων στην αγορά εργασίας.

Το 2018 το **ποσοστό απασχόλησης** για την ηλικιακή ομάδα 20-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,7 ποσοστιαίες μονάδες, σε 59,5% από 57,8% το 2017, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28 (μέσος όρος ΕΕ-28: 73,2%). Αύξηση του ποσοστού απασχόλησης παρατηρήθηκε και στα δύο φύλα, αλλά ήταν μεγαλύτερη για τους άνδρες (2,4 ποσοστιαίες μονάδες) από ό,τι για τις γυναίκες (1,1 ποσοστιαία μονάδα). Το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών (49,1%) υπολείπεται σημαντικά εκείνου των ανδρών (70,1%). Το 2018 το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε τόσο συνολικά όσο και κατά εκπαιδευτικό επίπεδο. Υψηλότερα ποσοστά απασχόλησης καταγράφονται για τους εργαζόμενους με υψηλότερο επίπεδο εκπαίδευσης (73,3%), το οποίο ωστόσο υπολείπεται από το μέσο όρο της ΕΕ-19 (83,6%), ενώ τα χαμηλότερα ποσοστά απασχόλησης παρουσιάζουν οι εργαζόμενοι με χαμηλό επίπεδο εκπαίδευσης (49,9%). Η ενίσχυση της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας και η αύξηση του ποσοστού απασχόλησής τους έχει μεγάλη σημασία για την επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης, για τον περιορισμό των συνεπειών που συνδέονται με τη γήρανση του πληθυσμού και για τη μείωση των ανισοτήτων μεταξύ των δύο φύλων. Επιπλέον, η απασχόληση των νέων, η επιστροφή εργαζομένων από το εξωτερικό και η ανάσχεση της εκροής στην αλλοδαπή εργαζομένων με υψηλές δεξιότητες προϋποθέτουν την ενδυνάμωση της ζήτησης σε κλάδους και εργασίες με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προ-

σέλκυση ξένων επενδύσεων και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας.

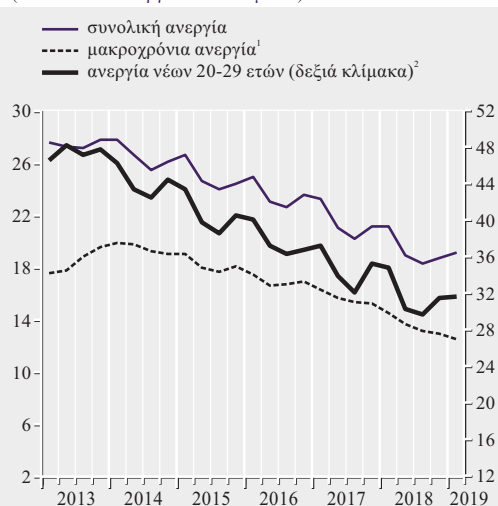
Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες κάτω των 65 ετών (βλ. Διάγραμμα IV.12), εντούτοις η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο παραμένει μεγάλη. Το ποσοστό ανεργίας των γυναικών παραμένει σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών. Το **ποσοστό ανεργίας των νέων** 20-29 ετών αποκλιμακώθηκε σε 31,7% το α' τρίμηνο του 2019 από 34,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Η σύνθεση της ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση, στην καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας και στη συνέχιση της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης.

Το ποσοστό της **μακροχρόνιας ανεργίας** συνέχισε να υποχωρεί (13,6% του εργατικού δυναμικού το 2018, έναντι 15,6% το 2017), παραμένει όμως το υψηλότερο στην ΕΕ, τόσο στο σύνολο των ανέργων όσο και κατά φύλο. Το α' τρίμηνο του 2019 το ποσοστό της μακροχρόνιας ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 12,5% του εργατικού δυναμικού και το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων στο σύνολο των ανέργων μειώθηκε σε 64,9% από 68,4% το α' τρίμηνο του 2018. Επισημαίνεται όμως ότι όσο παρατείνεται η διάρκεια της ανεργίας, τόσο απαξιώνονται οι δεξιότητες των ατόμων και αυξάνεται η πιθανότητα να αποσυρθούν από την αγορά εργασίας, γεγονός που ενισχύει τον κίνδυνο κοινωνικού αποκλεισμού, φτώχειας και αύξησης των ανισοτήτων.

Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, ο θετικός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας το 2019 και η βελτίωση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλουν στην αύξηση της απασχόλησης και στην περαιτέρω σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας. Η αύξηση του κατώτατου μισθού αναμένεται να έχει επίδραση στο κόστος των επιχειρήσεων και να επιβραδύνει την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων, κυρίως δεδομένου ότι σημαντικό μέρος των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα αμειβόταν έως την 1η Φεβρουαρίου με

Διάγραμμα IV.12 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμ. 2013-α' τρίμ. 2019)

(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.

τον κατώτατο ή τον υποκατώτατο μισθό. Η διάχυση της αύξησης του κατώτατου μισθού σε ανώτερα μισθολογικά κλίμακα αναμένεται να είναι περιορισμένη, λόγω της υψηλής ακόμη ανεργίας και της αυξημένης ευελιξίας της αγοράς εργασίας, που είναι απόρροια των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων του παρελθόντος. Παρεμβάσεις στοχευμένες σε επιχειρήσεις, εργαζομένους και κλάδους που αναμένεται να επηρεαστούν περισσότερο, όπως ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και προγράμματα επιδότησης εργοδοτικών εισφορών για τη διατήρηση ή τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης (κυρίως σε σχέση με τους νέους ηλικίας κάτω των 25 ετών), θα μετριάσουν τις συνέπειες. Οι όποιες ρυθμιστικές παρεμβάσεις για την προστασία των εργαζομένων πρέπει να διαφυλάξουν την ευελιξία της αγοράς εργασίας, καθώς και τα οφέλη της επίπονης ευρύτερης μεταρρυθμιστικής προσπάθειας της περιόδου 2010-2017.¹⁵

¹⁵ Σε πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση προβλέπεται ότι η καταγγελία μίας εργασιακής σχέσης θεωρείται έγκυρη μόνο αν οφείλεται σε βάσιμο λόγο, όπως ορίζεται στο άρθρο 24 του Αναθεωρημένου Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Χάρτη (όπως κυρώθηκε με το ν. 4359/2016).

Τέλος, η αποτελεσματική εποπτεία της αγοράς θα αποτρέψει την αύξηση της αδήλωτης εργασίας και θα περιορίσει τα περιθώρια κατάχρησης της ευελιξίας που παρέχει το παρόν ρυθμιστικό πλαίσιο.

4 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

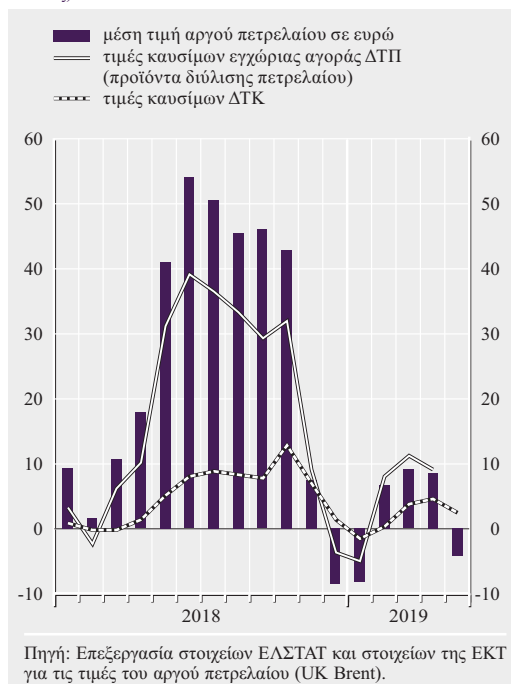
Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 0,8% το 2018, από 1,1% το 2017. Η αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών το 2018 αποδίδεται στην αυξητική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου, που επέδρασε πληθωριστικά και αντιστάθμισε τις πτωτικές επιδράσεις βάσης στα επεξεργασμένα είδη διατροφής και στα ενεργειακά αγαθά (βλ. Διάγραμμα IV.13). Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 0,5% το 2018, από 0,6% το 2017.

Τους πέντε πρώτους μήνες του 2019, ο μέσος πληθωρισμός κινείται στο 0,8% και ο μέσος ρυθμός του πυρήνα του πληθωρισμού στο 0,6% (βλ. Διάγραμμα IV.14). Ο υποτονικός ρυθμός του πυρήνα του πληθωρισμού τόσο κατά το τρέχον έτος όσο και κατά τα προηγούμενα δύο έτη (0,6% το 2017 και 0,5% το 2018) υποδηλώνει ότι οι ευμετάβλητες συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού και εξωγενείς παράγοντες διαμορφώνουν κατά κύριο λόγο το γενικό πληθωρισμό. Στα χρόνια δηλαδή που ακολούθησαν τον αποπληθωριστικό κύκλο (2013-2015) και τη σταθεροποίηση του εναρμονισμένου πληθωρισμού (2016), ο γενικός δείκτης του πληθωρισμού διαμορφώνεται κατά κύριο λόγο από έντονους εξωγενείς παράγοντες (π.χ. διεθνείς τιμές του πετρελαίου, ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ) και λιγότερο από την εγχώρια δυναμική.

Ο υποτονικός ρυθμός του πυρήνα του πληθωρισμού αναμένεται να συνεχιστεί και κατά το υπόλοιπο του έτους, μετά την ψήφιση των

Διάγραμμα IV.13 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2018 - Μάιος 2019)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

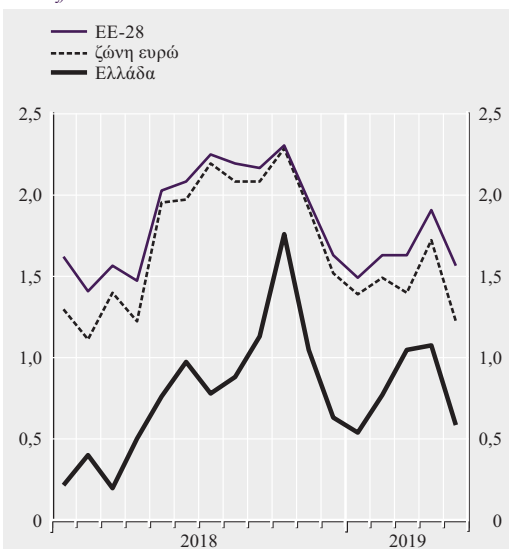


νέων μέτρων που αφορούν τις μειώσεις στην έμμεση φορολογία. Η μεταφορά σημαντικού αριθμού επεξεργασμένων ειδών διατροφής και υπηρεσιών εστίασης από τον κανονικό (24%) στο μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) αναμένεται να συγκρατήσει τόσο το γενικό πληθωρισμό όσο και τον πυρήνα του πληθωρισμού. Επιπλέον, η μεταφορά του ηλεκτρισμού και του φυσικού αερίου από το μειωμένο (13%) στον υπερμειωμένο συντελεστή (6%) αναμένεται να συγκρατήσει μόνο το γενικό πληθωρισμό, αφού ως υποδείκτες της ενεργειακής συνιστώσας εξαιρούνται από τον πυρήνα του πληθωρισμού. Η επίδραση αυτών των μέτρων στο γενικό εναρμονισμένο πληθωρισμό για το 2019 εκτιμάται ότι θα είναι της τάξεως του -0,24 της ποσοστιαίας μονάδας.

Τα είδη διατροφής υπό την επίδραση των νέων μέτρων αναμένεται να καταγράψουν ισχνό πληθωρισμό το 2019, στο πλαίσιο και του έντο-

Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή

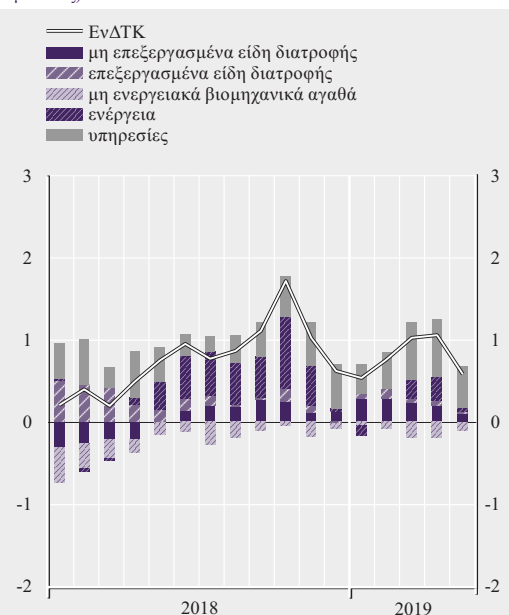
(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2018-Μάιος 2019)

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



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

νου ανταγωνισμού στη λιανική αγορά τροφίμων. Οι τιμές των βιομηχανικών αγαθών εκτός ενέργειας συνεχίζουν να καταγράφουν αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής. Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου εκφρασμένες σε ευρώ εμφανίζουν ενδείξεις σταθεροποίησης. Πληθωριστικά συμβάλλουν κυρίως οι υπηρεσίες που σχετίζονται με τον τουρισμό, οι οποίες ωθούν εν γένει τον πληθωρισμό της συνιστώσας των υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.15). Ειδικότερα για τις υπηρεσίες, σημαντική αναμένεται ότι θα είναι η συμβολή της αύξησης του κατώτατου μισθού και της κατάργησης του υποκατώτατου μισθού.

Οι αντίρροπες δυνάμεις της αύξησης του κατώτατου μισθού και των ελαφρύνσεων από τις μειώσεις στην έμμεση φορολογία αναμένεται να αλληλοαναιρεθούν. Ο μέσος εναρμονισμένος πληθωρισμός το 2019 αναμένεται να διαμορφωθεί σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα του 2018.

4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το 2019 το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αναμένεται να αυξηθεί πάνω από 4%, έναντι 3,6% το 2018¹⁶ (βάσει των τριμηνιαίων στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ), κυρίως λόγω της αναμενόμενης ταχύτερης ανόδου των αμοιβών ανά μισθωτό, ενώ ο αριθμός των απασχολούμενων μισθωτών θα αυξηθεί περίπου με τον ίδιο ρυθμό όπως και πέρυσι. Καθώς η παραγωγικότητα αναμένεται να αυξηθεί με χαμηλό ρυθμό το 2019, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα εμφανίσει και πάλι επιτάχυνση (βλ. Πίνακα IV.6).

Το 2019 οι μισθολογικές αυξήσεις στον επιχειρηματικό τομέα θα επηρεαστούν εν μέρει και από την αύξηση του νόμιμου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου από 1ης Φεβρουαρίου 2019 και την ταυτόχρονη κατάργηση των αντίστοιχων υποκατώτατων αποδοχών για τους νέους εργαζόμενους κάτω των 25 ετών.

¹⁶ Η αύξηση του 2018 αντανάκλα τις εξελίξεις κυρίως στον επιχειρηματικό τομέα (5,2%) και δευτερευόντως στον τομέα της γενικής κυβέρνησης (1,0%, βλ. Πίνακα IV.6).

Πίνακας IV.6 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2017-2019)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017	2018	2019 (προβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	2,3	3,6	4,2
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	0,5	1,3	2,0
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-0,04	0,2	0,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	0,6	1,1	1,9
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	0,2	1,0	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	3,5	5,2	...

Πηγές: Για το 2017 και το 2018: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 7.3.2019 και 24.4.2019. Για το 2019: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα εθνικολογιστικά στοιχεία, το α' τρίμηνο του 2019 οι αμοιβές ανά μισθωτό στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,4%. Ειδικότερα, στον **επιχειρηματικό τομέα**, βάσει του πληροφορικού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2019 υπογράφηκαν 91 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούσαν 30.104 μισθωτούς. Από αυτές, μόνο 18 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, δύο προβλέπουν μείωση, ενώ βάσει των υπολοίπων οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Επίσης, συγκρατημένες αυξήσεις προβλέπουν και ορισμένες κλαδικές συλλογικές συμβάσεις.¹⁷ Τέλος, στον τομέα της **γενικής κυβέρνησης**, η δαπάνη για αμοιβές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,5% το τρίμηνο Ιανουαρίου-Μαρτίου 2019.

4.3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων και η ενίσχυση της εξωστρέφειάς τους αντικατοπτρίζεται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), όπου τόσο ο κύκλος εργασιών τους όσο και η κερδοφορία τους ενισχύθηκαν σημαντικά το 2018. Σε ενοποιημένη βάση, οι 134 εισηγμένες επιχειρήσεις (πλην των διωλιστηρίων και της ΔΕΗ¹⁸) στο Χρηματιστήριο

Αθηνών αύξησαν σημαντικά τον κύκλο εργασιών τους κατά 10,8% το 2018, κυρίως εξαιτίας των καλών επιδόσεων στο χονδρικό εμπόριο και στη βιομηχανία. Τα μικτά κέρδη αυξήθηκαν κατά 3,4%, τα καθαρά κέρδη προ φόρων κατά 18,4%, εξαιτίας και της μικρής υποχώρησης των χρεωστικών επιτοκίων στα επιχειρηματικά δάνεια, ενώ τα καθαρά κέρδη μετά φόρων αυξήθηκαν κατά 43,8%, λόγω της μείωσης του φόρου εισοδήματος κατά 5,2%. Το περιθώριο καθαρού κέρδους βελτιώθηκε οριακά στο 5,6% από 5,2% το 2017, ενώ αντίθετα το περιθώριο μικτού κέρδους μειώθηκε σε 18,0% από 19,3% πέρυσι. Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους μειώθηκε στη βιομηχανία (2,5% από 3,4%), έμεινε αμετάβλητο στο εμπόριο (4,1%), ενώ βελτιώθηκε στις λοιπές υπηρεσίες (8,1% από 6,6%). Η δανειακή επιβάρυνση (ξένα προς ίδια κεφάλαια) μειώθηκε οριακά (1,9 από 2,0), ενώ η αποδοτικότητα τόσο των ιδίων όσο και των συνολικών κεφαλαίων βελτιώθηκε (10,5% και 3,6%, από 8,9% και 3,0% το 2017, αντίστοιχα).

¹⁷ Για παράδειγμα, η τριετής συλλογική σύμβαση των τραπεζών (26.3.2019) προβλέπει αυξήσεις 0,50% από 1.12.2019, 0,75% από 1.12.2020 και 1,50% από 1.12.2021. Η διετής συλλογική σύμβαση της καπνοβιομηχανίας (29.3.2019) προβλέπει αυξήσεις κατά μέσο όρο 2% από 1.1.2019. Επίσης, η διετής συλλογική σύμβαση του υπαλληλικού προσωπικού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και πρακτορείων (15.5.2019) προβλέπει αύξηση 1% από 1.5.2019.

¹⁸ Η ΔΕΗ δεν συμπεριλήφθηκε στα αποτελέσματα των εισηγμένων επιχειρήσεων λόγω των υψηλών ζημιών μετά τους φόρους που υπερβαίνουν τα 900 εκατ. ευρώ και αλλοιώνουν τη γενική εικόνα.

Παρόμοια βελτίωση παρουσιάζουν οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το 2018 (τριμηνιαία στοιχεία) αυξήθηκε κατά 4,7% σε ετήσια βάση (έναντι αύξησης κατά 11,7% το 2017). Η επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής οφείλεται στη σημαντική αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 6,8% το 2018 (έναντι αύξησης 3,4% το 2017), και παρά τη μείωση κατά 9,0% των φόρων μείον επιδοτήσεων επί της παραγωγής. Το μερίδιο κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος προς ακαθάριστη προστιθέμενη αξία) μειώθηκε οριακά στο 52,8% το 2018, από 53,4% το 2017.

4.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εμφανίζει ανάμικτη εικόνα. Σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας, η Ελλάδα δείχνει πως γενικά διατηρεί το πλεονέκτημα της σημαντικής βελτίωσης της περιόδου 2010-2015, κυρίως λόγω της διατήρησης της ευνοϊκής διαφοράς πληθωρισμού τιμών και κόστους εργασίας. Σε όρους όμως διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η Ελλάδα φαίνεται ότι συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά των περισσότερων οικονομιών της ΕΕ-28, καθώς το επιχειρηματικό και επενδυτικό περιβάλλον εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σοβαρές δυσχέρειες. Η διεθνής ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων σε όρους σχετικής φορολογίας, μη μισθολογικού κόστους, κόστους ενέργειας και κόστους χρηματοδότησης έχει σαφώς επιδεινωθεί κατά τη διάρκεια της πολυετούς κρίσης. Οι αυξήσεις των αμοιβών ανά μισθωτό σε συνδυασμό με τη χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας το 2019 (βλ. Ενότητα 4.2) εκτιμάται ότι θα έχουν επίπτωση στην εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και στη σχετιζόμενη με αυτό ανταγωνιστικότητα. Η ανταγωνιστικότητα με βάση τις σχετικές τιμές, σύμφωνα με σχετικές προσομοιώσεις, θα πληγεί περισσότερο αλλά με χρονική υστέρηση 3-4 ετών.

Η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδας, λόγω της ανοδικής πορείας του ευρώ, επηρέασε δυσμενώς τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2018. Αντίθετα, ο διαφορικός πληθωρισμός, δηλ. οι σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας, συνέχισε να υποχωρεί, εξουδετερώνοντας εν μέρει τις συνέπειες της ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος. Συγκεκριμένα, το 2018 ο εγχώριος πληθωρισμός τιμών παρέμεινε χαμηλότερος εκείνου των κυριότερων εμπορικών εταίρων (0,8%, έναντι 2,3%). Ομοίως, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αν και επιταχύνθηκε το 2018 στην Ελλάδα (1,1% από 0,6% το 2017), παρέμεινε χαμηλότερος του αντίστοιχου αυξημένου ρυθμού στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της (2,8%, έναντι 1,6% το 2017).

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την Ελλάδα η Τράπεζα της Ελλάδος, η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** ενισχύθηκε κατά 2,1% το 2018, έναντι επίσης αύξησης 1,4% το 2017 (μέσα επίπεδα έτους). Η αύξηση του δείκτη για το 2018 αντανάκλασε 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, αυξήθηκε κατά 0,4% το 2018, καθώς η βραδύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας σε σχέση με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων αντιστάθμισε σχεδόν ολόκληρη την απώλεια ανταγωνιστικότητας από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή**, σε μέσα επίπεδα έτους, αυξήθηκε κατά 0,6% το 2018, καθώς η σημαντική ανα-

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	128,7	3,9	109,2	1,0	118,6	2,2
2010	112,2	-2,8	118,4	-0,5	126,4	-1,8	112,6	3,1	121,0	2,0
2011	112,7	0,5	118,8	0,4	123,8	-2,1	113,0	0,4	118,7	-1,9
2012	110,5	-2,0	114,6	-3,5	115,7	-6,5	111,3	-1,6	113,7	-4,2
2013	112,7	2,0	113,8	-0,8	108,1	-6,5	108,7	-2,3	104,8	-7,8
2014	113,5	0,7	111,7	-1,8	105,8	-2,1	106,7	-1,8	102,3	-2,4
2015	110,4	-2,7	106,7	-4,5	100,1	-5,4	105,5	-1,2	100,9	-1,4
2016	111,8	1,3	107,3	0,5	99,4	-0,7	105,2	-0,2	100,0	-0,8
2017	113,4	1,4	107,9	0,6	99,8	0,4	104,8	-0,4	99,9	-0,1
2018	115,8	2,1	108,6	0,6	100,2	0,4	103,9	-0,9	98,9	-1,0
2019**	115,8	0,0	107,3	-1,2	99,6	-0,6	103,3	-0,6	98,7	-0,2

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Τα στοιχεία για συναλλαγματικές ισοτιμίες, τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και 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 Ταυτοποίησης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

τίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υπερχάλυψε τη διαφορά του χαμηλότερου εγχώριου πληθωρισμού από τον υψηλότερο των εμπορικών εταίρων.

Η σημαντική αρνητική επίδραση της ανατίμησης του ευρώ στην πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αντανακλάται καλύτερα στους στενότερους δείκτες ανταγωνιστικότητας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, δηλ. ως προς τους εταίρους μας στη ζώνη του ευρώ. Λόγω απουσίας συναλλαγματικής επίδρασης, και οι δύο δείκτες πραγματικής

σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υποδηλώνουν βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος το 2018 (βλ. Πίνακα IV.7).

Οι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ) που καταρτίζει η ΕΚΤ παρουσιάζουν καλύτερη εικόνα για την Ελλάδα. Σε ένα γενικό περιβάλλον ανατίμησης των σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών της Γερμανίας και των υπόλοιπων χωρών της ζώνης του ευρώ (δηλ. χειροτέρευσης της ανταγωνιστικότητάς τους), οι ΕνΔΑ της Ελλάδος εμφάνισαν θετικότερη εξέλιξη. Παρά τη μεγάλη

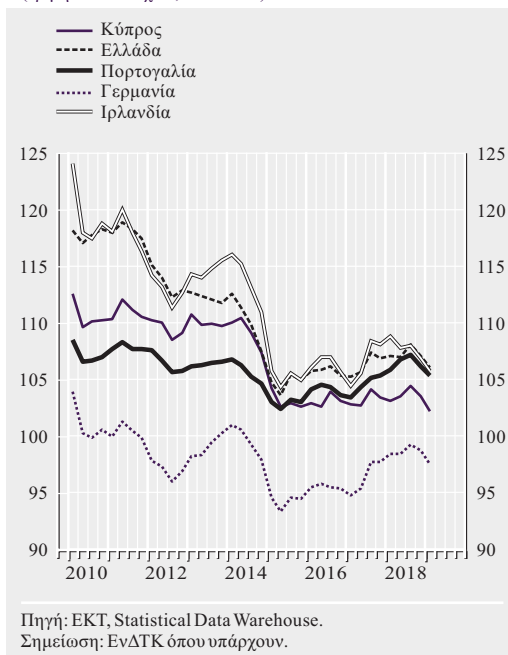
αύξηση (δηλ. ανατίμηση) του ονομαστικού ΕνΔΑ κατά 2,7% το 2018, ο ΕνΔΑ με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημείωσε και νέα πτώση (δηλ. βελτίωση) κατά 0,9% το 2018, ενώ ο ΕνΔΑ με βάση το ΔTK σημείωσε άνοδο (δηλ. χειροτέρευση) κατά 1% το 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.16). Αυτή η διαφοροποίηση αντανακλά το γεγονός ότι οι αγορές προϊόντος χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη δυσκαμψία σε σχέση με τις αγορές εργασίας, αλλά φανερώνει και ότι διατηρούνται οι συνθήκες υπερβάλλουσας προσφοράς στην αγορά εργασίας στην Ελλάδα, συνθήκες που συνεχίζουν να επιδρούν ανασχετικά στο γενικό επίπεδο των μισθών.

Η σημαντική αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας τα προηγούμενα έτη οφείλεται αφενός στην πολυετή και μεγάλη ύφεση, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, γεγονός που άσκησε πτωτικές πιέσεις στις μέσες αποδοχές των εργαζομένων, αφετέρου όμως υπήρξε το αποτέλεσμα της υλοποίησης μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης ευελιξίας. Η μεγάλη προσαρμογή στην ανταγωνιστικότητα η οποία έχει επιτευχθεί στην Ελλάδα, εάν διατηρηθεί τα επόμενα έτη και σε συνδυασμό με την προσπάθεια αύξησης της παραγωγικότητας, θα εξακολουθήσει να επιδρά θετικά στην περαιτέρω ενίσχυση της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων, παρά τις άλλες δυσχέρειες που υπάρχουν. Επισημαίνεται ότι το μερίδιο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ, από 22,8% τη διετία 2007-2008, ανήλθε σε 34,2% το 2017 και 37,7% το 2018, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ.

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα πλήθος άλλων παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πλην των σχετικών τιμών, σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, παραμένει εξαιρετικά χαμηλή και σε ορισμένες περιπτώσεις παρουσίασε ενδείξεις οπισθοχώρησης για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2018. Σύμφωνα

Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τους ΔTK

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



φωνα με το δείκτη οικονομικής ελευθερίας του Heritage Foundation, η Ελλάδα το 2019 κατατάσσεται στην 106η θέση μεταξύ 180 οικονομιών (από 115η το 2018), παραμένοντας ωστόσο στην κατηγορία των οικονομιών που χαρακτηρίζονται μετρίως ελεύθερες. Μεταξύ των 44 οικονομιών της Ευρώπης, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 43η θέση. Οι υποδείκτες της επίλυσης δικαστικών διαφορών και φορολογικής επιβάρυνσης επιδεινώθηκαν, ενώ πρόοδος σημειώθηκε στους υποδείκτες προστασίας της ιδιοκτησίας και δημοσιονομικής ευρωστίας.

Σύμφωνα με την έκθεση του World Economic Forum (*Global Competitiveness Report 2017-2018*, Οκτώβριος 2018), η Ελλάδα υποχώρησε το 2018 στην 57η θέση στην παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας (από τη 53η), παρά την οριακή βελτίωση της απόλυτης επίδοσης που επέτυχε. Μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ-28 κατετάγη 27η, ενώ συνολικά στην κατάταξη βρέθηκε ανάμεσα στις Φιλιππίνες και την Ινδία. Η συνολική επίδοση της ελληνικής οικονομίας συνεχίζει να υστερεί, κυρίως εξαι-

τίας του υποδείκτη που μετρά την ανταγωνιστικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα (114η θέση μεταξύ 140 κρατών).

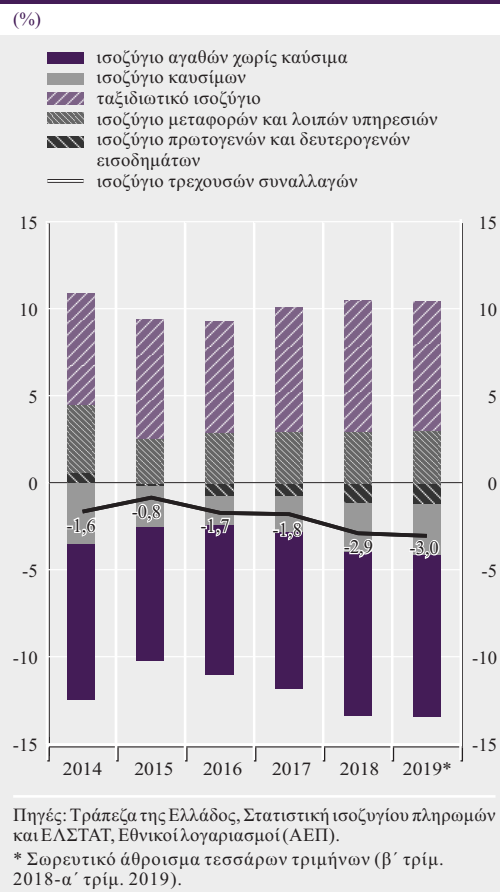
Τέλος, στην πλέον πρόσφατη κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Ranking, Μάιος 2019), η Ελλάδα υποχωρεί κατά μία θέση στην 58η μεταξύ 63 οικονομιών. Σύμφωνα με το σχετικό ερωτηματολόγιο, η ελκυστικότητα της οικονομίας πλήττεται κυρίως από τη χαμηλή αποτελεσματικότητα του κρατικού μηχανισμού και του πλαισίου απονομής δικαιουσύνης, αλλά και την έλλειψη ανταγωνιστικών φορολογικών συντελεστών.

5 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το έλλειμμα του **ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) το 2018, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, διαμορφώθηκε σε 2,9% του ΑΕΠ, εμφανίζοντας επιδείνωση ως αποτέλεσμα κυρίως της επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών, πρωτίστως αγαθών, εξέλιξη που συνάδει με την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, αν και παράλληλα συνεχίστηκε η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, υπερδιπλασιάστηκε το έλλειμμα του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων, λόγω των αυξημένων πληρωμών για τόκους (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό Παράρτημα και Διάγραμμα IV.17).

Το έλλειμμα του ΙΤΣ τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2019 ήταν αυξημένο σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2018 και διαμορφώθηκε στα 5,1 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, καθώς ο περιορισμός του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών λειτούργησε ανασταλτικά σε συνδυασμό και με τη συνεχιζόμενη αύξηση των εισαγωγών. Αντίθετα η άνοδος των εισπράξεων από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές συνέχισε να ενισχύει το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών. Παράλληλα το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων βελτιώθηκε, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε.

Διάγραμμα IV.17 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2014-2019)



Το ΙΤΣ αναμένεται να σημειώσει μικρή βελτίωση το 2019, καθώς η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου των υπηρεσιών, αν και με βραδύτερο ρυθμό, θα συνεχίσει να αντισταθμίζει την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Το τελευταίο επηρεάζεται από αντικρουόμενους παράγοντες, καθώς τόσο οι εξαγωγές όσο και οι εισαγωγές αναμένεται να διατηρήσουν την ανοδική τους τάση. Επιπλέον, το ισοζύγιο των πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων αναμένεται να έχει θετική συμβολή λόγω της εκταμίευσης από τον ΕSM της επιστροφής των κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP).

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον προβλέπεται ότι θα είναι λιγότερο ευνοϊκό για τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών το

2019, κυρίως λόγω της επιβράδυνσης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και ειδικότερα των βασικών αγορών για τα ελληνικά προϊόντα (Γερμανία, Ιταλία). Επιπλέον, η αναζωπύρωση πολιτικών επιβολής αυξημένης δασμολογικής προστασίας σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς και η πορεία του Brexit είναι πιθανό να έχουν αρνητικά αποτελέσματα. Ωστόσο, η ελληνική οικονομία φαίνεται να έχει διατηρήσει το πλεονέκτημα της ανάγκης της ανταγωνιστικότητας κόστους και τιμών που σημειώθηκε την περίοδο μετά το 2010.

Ειδικότερα όσον αφορά τις εξαγωγές αγαθών, οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν γίνει περισσότερο εξωστρεφείς και έχουν αυξήσει τα μερίδιά τους στις αγορές αγαθών (σχεδόν κατά 13% μετά το 2015). Επίσης τα αρνητικά αποτελέσματα της μειωμένης εξωτερικής ζήτησης μετριάζονται από τη χαμηλή εισοδηματική ελαστικότητα που χαρακτηρίζει τα κυριότερα εξαγόμενα προϊόντα – όπως τα τρόφιμα και τα φάρμακα (βλ. Πλαίσιο IV.3).¹⁹ Έτσι, προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί η ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, αν και με βραδύτερο ρυθμό. Παράλληλα όμως έχουν επιταχυνθεί και οι εισαγωγές, οι οποίες φαίνεται να συνεχίζουν την αύξησή τους, ανταποκρινόμενες αφενός στην ανάγκη ανανέωσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού, ιδιαίτερα στους εξωστρεφείς κλάδους της μεταποίησης, και αφετέρου στην ανάκαμψη της κατανάλωσης.

Το ισοζύγιο υπηρεσιών θα συνεχίσει να επηρεάζεται θετικά από τις εισπράξεις από τον τουρισμό και τις θαλάσσιες μεταφορές. Όσον αφορά τον πρώτο, οι αφίξεις και τα έσοδα αναμένεται να σταθεροποιηθούν το 2019, στο ίδιο σχεδόν επίπεδο με το 2018. Ωστόσο ο αυξημένος ανταγωνισμός από άλλους προορισμούς, όπως η Τουρκία, η Αίγυπτος και η Τυνησία, ενδέχεται να έχουν περαιτέρω δυσμενή επίδραση στις εισπράξεις. Όσον αφορά τις μεταφορές, τα στοιχεία που σχετίζονται με την προσφορά και τη ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες (που αποτελούν το κυριότερο στοιχείο του λογαριασμού) φαίνεται γενικά να είναι ισορροπημένα. Ως εκ τού-

του, οι ναύλοι αναμένεται να παραμείνουν σε επίπεδα παρόμοια με εκείνα του 2018, παρά τη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα. Ωστόσο, κίνδυνοι οι οποίοι σχετίζονται με αρνητικές εξελίξεις στη ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες, λόγω του προστατευτισμού, της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και των διεθνών γεωπολιτικών κινδύνων, μπορεί να επιδράσουν αρνητικά στις εισπράξεις από μεταφορές. Τελικά, η βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών θα εξαρτηθεί από τη δυνατότητα διατήρησης 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.

Το **ισοζύγιο αγαθών** το 2018 επιδεινώθηκε, επηρεαζόμενο αρνητικά από την αύξηση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων και την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών αγαθών.

Το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε, καθώς η συνεχιζόμενη αύξηση των εισαγωγών συνδυάστηκε με την μείωση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών (βλ. Διάγραμμα IV.18). Ειδικότερα, οι εξαγωγές καυσίμων περιορίστηκαν σε τρέχουσες και σταθερές τιμές, αλλά οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με βραδύτερο ρυθμό (κατά 6,1% σε σταθερές τιμές έναντι 11,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2018).

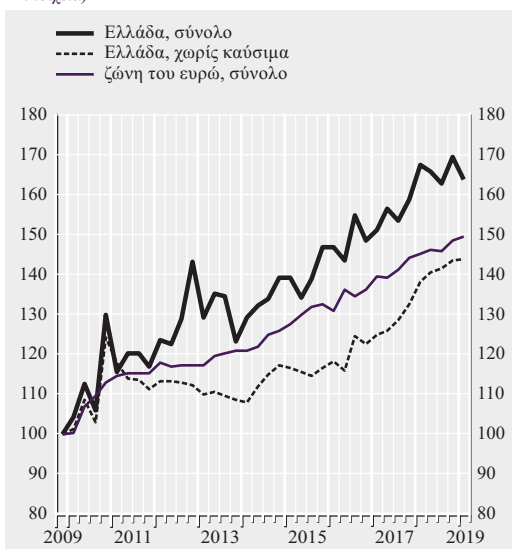
Στην άνοδο των **εξαγωγών χωρίς καύσιμα** τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι **κλάδοι** των κλωστοϋφαντουργικών, των φαρμακευτικών και των λοιπών χημικών προϊόντων. Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή**, τη μεγαλύτερη συμβολή στην άνοδο των εξαγωγών χωρίς καύσιμα είχαν οι εξαγωγές εκτός ΕΕ.

Οι **εισαγωγές αγαθών** παρουσίασαν αύξηση κατά 3,5% σε σταθερές τιμές, με τη μεγαλύ-

¹⁹ Βλ. επίσης European Commission, European Economic Forecast. Spring 2019, *Institutional Paper 102*, May 2019.

Διάγραμμα IV.18 Εξαγωγές αγαθών (δ' τρίμ. 2009-α' τρίμ. 2019)

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

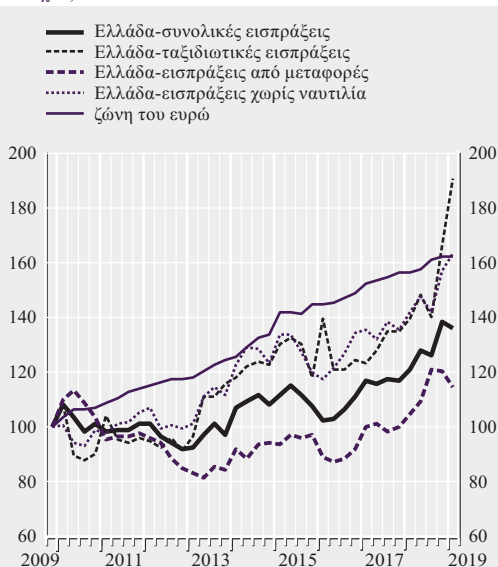


Πηγές: Στατιστικές ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.

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

Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές υπηρεσιών (δ' τρίμ. 2009 - α' τρίμ. 2019)

(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).

τερη θετική συμβολή να προέρχεται από τους κλάδους του μηχανολογικού εξοπλισμού, των χημικών και των κλωστοϋφαντουργικών, τα οποία αντιπροσωπεύουν κυρίως ενδιάμεσα αγαθά, γεγονός που συνδέεται με τη θετική εικόνα των εξελίξεων στον κλάδο της μεταποίησης, και διαρκή καταναλωτικά αγαθά.

Το **πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών** το 2018 παρουσίασε αύξηση, ως αποτέλεσμα της άνοδου των καθαρών εισπράξεων, πρωτίστως από ταξιδιωτικές και δευτερευόντως από μεταφορικές υπηρεσίες, κυρίως θαλάσσιες (βλ. Διάγραμμα IV.19).

Τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2019 το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών παρουσίασε αύξηση, η οποία οφείλεται στην άνοδο των καθαρών εισπράξεων, πρωτίστως από μεταφορικές και δευτερευόντως από ταξιδιωτικές υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα IV.19). Ταυτόχρονα, το έλλειμμα στο ισοζύγιο λοιπών υπηρεσιών μειώθηκε, λόγω της βελτίωσης στους

επιμέρους λογαριασμούς των υπηρεσιών ασφάλισης, πληροφορικής και χρήσης δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας (royalties).

Η αύξηση του πλεονάσματος του **ταξιδιωτικού ισοζυγίου** αντανάκλα την άνοδο των ταξιδιωτικών εισπράξεων κατά 22,8%. Αυτή οφείλεται στην αύξηση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι κατά 22,6%, ενώ οι αφίξεις μη κατοίκων ταξιδιωτών παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Άνοδο σημείωσαν οι αφίξεις από τις παραδοσιακές αγορές της ΕΕ (Γαλλία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο), τις ΗΠΑ και τη Ρωσία. Η ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων αυξήθηκε κατά 10,8%, ενώ η κίνηση μέσω οδικών σταθμών μειώθηκε κατά 13,4%. Την ίδια περίοδο οι συνολικές εισπράξεις στον τομέα της κρουαζιέρας αυξήθηκαν κατά 7,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

Η βελτίωση του **ισοζυγίου μεταφορών** οφείλεται κυρίως στη βελτίωση του ισοζυγίου θαλάσ-

σιων μεταφορών. Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από την παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αυξήθηκαν κατά 10,5%, αντανakλώντας κυρίως την άνοδο των ναύλων — σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea Index— κατά 6,7%. Αυτό είναι αποτέλεσμα της ανάκαμψης των ναύλων στον κλάδο των πλοίων μεταφοράς πετρελαίου, παρά τη σημαντική επιδείνωση των ναύλων στα πλοία ξηρού φορτίου.²⁰

Τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** κινήθηκαν σε αντίθετη κατεύθυνση το 2018, καθώς το πρώτο παρουσίασε επιδείνωση και το δεύτερο βελτίωση. Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων ως σύνολο είχαν αρνητική επίδραση στην εξέλιξη του ΙΤΣ, αλλά ξεχωριστά κατέγραψαν αντίθετες τάσεις. Η βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων προήλθε κυρίως από τη μείωση των πληρωμών για τόκους-μερίσματα-κέρδη, κυρίως για τόκους που αφορούν δάνεια του μηχανισμού στήριξης, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων κατέγραψε έλλειμμα, έναντι πλεονάσματος την αντίστοιχη περίοδο του 2018, λόγω της καταγραφής καθαρών πληρωμών έναντι καθαρών εισπράξεων στο ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης. Σημειώνεται πως η εκταμίευση από τον ESM του ποσού των 644 εκατ. ευρώ που αφορά την επιστροφή των κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP) καθώς και των 103 εκατ. ευρώ από την επιστροφή του περιθωρίου επιτοκίου (step-up margin) θα καταγραφούν στα στοιχεία του Μαΐου 2019.

Το **ισοζύγιο κεφαλαίων** εμφάνισε μειωμένο πλεόνασμα το 2018 σε σχέση με το 2017, ενώ μικρή άνοδος καταγράφηκε στο πλεόνασμα του πρώτου τετραμήνου του 2019 σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2018.

Στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται επίσης 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. Το πρώτο τετράμηνο του 2019 οι απολήψεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 535 εκατ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 1,5 δισεκ. ευρώ.²¹ Η πορεία απορρόφησης των διαρθρωτικών πόρων του χρηματοδοτικού πλαισίου 2014-2020 εμφανίζεται υποτονική το 2018 και το 2019.²² Η Ελλάδα έχει απορροφήσει περίπου το 37%²³ των διαρθρωτικών πόρων του πλαισίου ΕΣΠΑ 2014-2020 (με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο να κινείται περίπου στο 31%), κυρίως λόγω καθυστερημένης έγκρισης και έναρξης προγραμμάτων και διοικητικών διαδικασιών. Σημειώνεται ότι σε κάθε χρηματοδοτικό πλαίσιο επιτάχυνση παρατηρείται στο τέλος της χρονικής περιόδου συν τρία έτη.²⁴ Οι κυριότεροι τομείς που χρηματοδοτούνται περιλαμβάνουν δράσεις για την προστασία του περιβάλλοντος, την ανταγωνιστικότητα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και υποδομές δικτύου στις μεταφορές και την ενέργεια. Στο νέο χρηματοδοτικό πλαίσιο 2021-2027, οι πόροι για την Ελλάδα θα είναι αυξημένοι κατά περίπου 8%, σύμφωνα με τα στοιχεία για το κατά κεφαλήν ΑΕΠ.²⁵

Το **ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών** εμφάνισε μείωση των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η άνοδος των καθαρών απαιτήσεων στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων υπερα-

²⁰ Οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων αυξήθηκαν κατά 87% το πρώτο τετράμηνο του 2019 συγκριτικά με το αντίστοιχο διάστημα του 2018, ενώ οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου μειώθηκαν κατά περίπου 27%, λόγω μειωμένης ζήτησης.

²¹ 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.

²² 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.

²³ Open Data Portal for the European Structural Investment Funds, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Μάιος 2019

²⁴ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Spring 2019, Box 3 "The impact of European Structural and Investment Funds on near-term forecasting".

²⁵ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Προϋπολογισμός της ΕΕ για το μέλλον, Περιφερειακή ανάπτυξη και συνοχή, Willebrord Sluijters, Ιούνιος 2018.

ντισταθμίστηκε από τη μείωση των καθαρών απαιτήσεων στις κατηγορίες των άμεσων επενδύσεων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Στην κατηγορία των **άμεσων επενδύσεων** οι απαιτήσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού (οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις της Ελλάδος στο εξωτερικό), διαμορφώθηκαν το 2018 σε 753 εκατ. ευρώ και οι αντίστοιχες υποχρεώσεις (οι οποίες αντιπροσωπεύουν ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα) έφτασαν τα 3,6 δισεκ. ευρώ.

Το πρώτο τετράμηνο του 2019, οι απαιτήσεις ήταν 154 εκατ. ευρώ, με τον κύριο όγκο των επενδύσεων να κατευθύνεται στους κλάδους του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, ενώ συνεχίζεται η αποχώρηση των ελληνικών επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου από την περιοχή των Βαλκανίων στο πλαίσιο των σχεδίων αναδιάρθρωσής τους.²⁶

Οι αντίστοιχες υποχρεώσεις ήταν 1,2 δισεκ. ευρώ (δηλαδή 0,6% του ΑΕΠ), χωρίς να σημειωθούν αξιόλογες συναλλαγές. Οι εισροές αυτές αφορούν κυρίως αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου των θυγατρικών εταιριών που βρίσκονται στην Ελλάδα και επενδύσεις σε ακίνητα. Επισημαίνεται ότι σχεδόν το 20% των εισροών αφορά ιδιωτικοποιήσεις.

Σύμφωνα με την ανάλυση κατά κλάδο, οι συνολικές εισροές στην Ελλάδα για την τρέχουσα περίοδο εξακολουθούν να κατευθύνονται στις υπηρεσίες, πρωτίστως στον κλάδο των ακινήτων και δευτερευόντως στον χρηματοπιστωτικό κλάδο και τον κλάδο μεταφορών και αποθήκευσης (π.χ. αεροδρόμια, λιμένες και υποδομές).

6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2019 η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμό 1,9%, ο οποίος θα επιταχυνθεί τα έτη 2020 και 2021

κατά 2,1% και 2,2%, αντίστοιχα (βλ. Πίνακα IV.8).

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρώς το τρέχον έτος και θα αυξηθεί με ήπιους ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Η βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, ως αποτέλεσμα της αύξησης της απασχόλησης και των αμοιβών ανά απασχολούμενο, αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην ενίσχυση της καταναλωτικής δαπάνης, ενώ ανασταλικά ενδέχεται να επιδράσει η αποταμίευση των νοικοκυριών, η οποία αναμένεται να μειωθεί, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα έχουν θετική συμβολή κατά την περίοδο 2019-2021. Η σταδιακή εμπέδωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και η αποκατάσταση της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με τη συνεχιζόμενη επιστροφή των καταθέσεων και τη μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, θα συντείνουν στην υλοποίηση νέων επενδυτικών σχεδίων και στην αντικατάσταση και ενίσχυση του υπάρχοντος κεφαλαιακού εξοπλισμού.

Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται να συνεχίσουν τη θετική πορεία των προηγούμενων ετών ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας που έχει επιτευχθεί από την αρχή της κρίσης, με βραδύτερους όμως ρυθμούς, καθώς η επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος αναμένεται να επηρεάσει εν μέρει τις ελληνικές εξαγωγές. Οι εξαγωγές υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα αυξηθούν, καθώς θα αυξάνεται η ζήτηση τουριστικών κυρίως υπηρεσιών. Οι εισαγωγές αναμένεται να αυξηθούν συμβαδίζοντας με την εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών.

Η συνέχιση της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η ανάπτυξη της οικονομίας με θετικούς ρυθμούς θα συμβάλουν στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας και

²⁶ Στην επισκοπούμενη περίοδο, η Τράπεζα Πειραιώς πούλησε τη συμμετοχή της στην Tirana Bank Sh.A. (Αλβανία).

Πίνακας IV.8 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2018	2019	2020	2021
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,9	1,9	2,1	2,2
Ιδιωτική κατανάλωση	1,1	1,4	1,2	1,3
Δημόσια κατανάλωση	-2,5	2,2	1,3	1,1
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-12,2	7,3	8,5	9,0
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	8,7	4,8	4,1	4,0
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,1	4,5	3,9	3,7
ΕνΔΤΚ	0,8	0,6	0,7	1,1
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,5	0,6	0,9	1,3
Απασχόληση	2,0	1,8	1,8	1,7
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	19,3	17,8	16,4	15,2
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-2,9	-2,4	-2,2	-2,3

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

την αύξηση της απασχόλησης, με βραδύτερους όμως ρυθμούς.

Ο πληθωρισμός, όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, αναμένεται να αυξηθεί ελαφρώς έως το τέλος της περιόδου πρόβλεψης, παραμένοντας σε χαμηλά όμως επίπεδα, κυρίως λόγω της ήπιας αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αλλά και των υποθέσεων για την εξέλιξη της πορείας των τιμών του πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε λίγο υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα του γενικού δείκτη.

Όσον αφορά τους κινδύνους που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, εγχώριοι παράγο-

ντες, όπως καθυστερήσεις και υπαναχώρηση στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων, επιδρούν αρνητικά στις επενδύσεις και την οικονομική δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά, μια θετικότερη του αναμενόμενου έκβαση σχετίζεται με την υιοθέτηση μιας συστημικής λύσης στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα μπορούσε να απελευθερώσει πόρους για να διοχετευθούν σε παραγωγικές επενδύσεις.

Στο διεθνές περιβάλλον, καθοδικούς κινδύνους αποτελούν η αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού, το ενδεχόμενο μιας μη συντεταγμένης αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Brexit), καθώς και μια απότομη διόρθωση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Πλαίσιο IV.1

Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

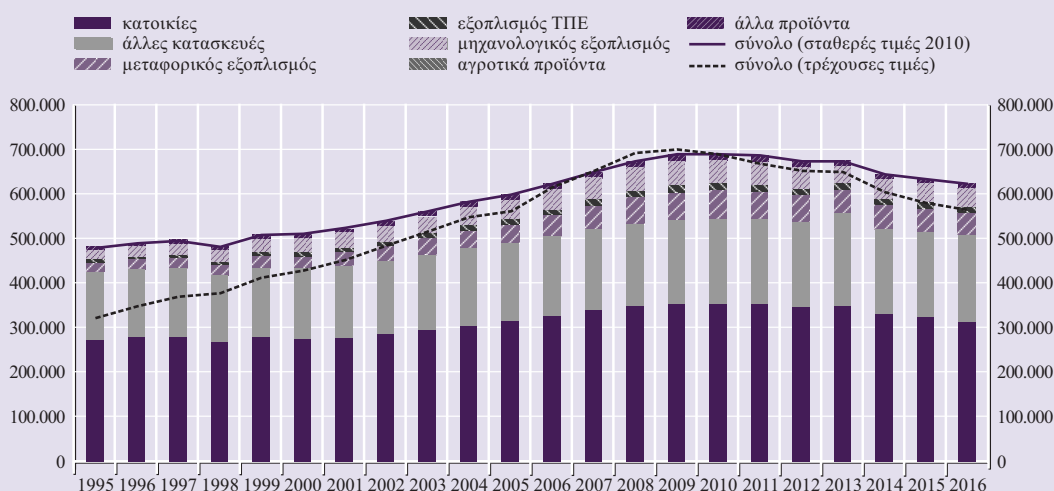
Το κεφάλαιο αποτελεί έναν από τους δύο βασικούς συντελεστές που χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία. Εν αντιθέσει με την εργασία, που είναι πιο εύκολα μετρήσιμη και για την οποία υπάρχουν καλύτερες πηγές δεδομένων, η μέτρηση του αποθέματος κεφαλαίου παραμένει ένα δύσκολο εγχείρημα για τις στατιστικές υπηρεσίες. Η εσφαλμένη μέτρησή του μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη εκτίμηση των υπηρεσιών κεφαλαίου που χρησιμοποιούνται στα

μοντέλα λογιστικής της μεγέθυνσης και κατ' επέκταση σε λανθασμένους υπολογισμούς της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών.

Το παρόν πλαίσιο εξετάζει το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα, το οποίο ορίζεται ως το “απόθεμα των παγίων που επιβιώνει από προηγούμενες περιόδους, διορθωμένο ως προς τις αποσβέσεις¹”. Η διαχρονική εξέλιξη του αποθέματος κεφαλαίου εξαρτάται από τις δύο ροές που το διαμορφώνουν: τον ακαθάριστο σχηματισμό και την ανάλωση πάγιου κεφαλαίου. Ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αποτελείται από όλες τις νέες επενδύσεις, δημόσιες και ιδιωτικές, ενσώματες ή άυλες, που συμπεριλαμβάνουν και τις επενδύσεις σε νέες κατοικίες. Αντίθετα, η ανάλωση πάγιου κεφαλαίου ορίζεται ως η απώλεια αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου λόγω της φυσικής φθοράς και της απαξίωσης, η οποία υπολογίζεται με την εφαρμογή μιας συνάρτησης ηλικίας-τιμής στο υφιστάμενο ακαθάριστο κεφαλαιακό απόθεμα. Εφόσον η διαφορά μεταξύ των δύο μεγεθών είναι θετική, το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα αυξάνεται, ενώ στην αντίθετη περίπτωση μειώνεται.

Διάγραμμα Α Καθαρό απόθεμα κεφαλαίου της Ελλάδος, 1995-2016

(εκατ. ευρώ, σταθερές τιμές 2010)



Πηγή: Eurostat.

Το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα στην Ελλάδα αυξανόταν από το 1995 έως το 2010 με μέσο ρυθμό 2,5% ετησίως σε σταθερές τιμές του έτους 2010. Οι κατοικίες αποτελούσαν πάνω από το 50% του κεφαλαιακού αποθέματος. Οι άλλες κατασκευές αποτελούσαν το δεύτερο μεγαλύτερο τμήμα του, με μερίδιο γύρω στο 30%. Το μερίδιο που αντιστοιχούσε στις δύο κατηγορίες κατασκευών είχε φθίνουσα πορεία και από 88,6% του συνολικού καθαρού κεφαλαιακού αποθέματος το 1995 υποχώρησε σε 78,7% το 2010. Αντίθετα, το μερίδιο του κεφαλαιακού αποθέματος σε εξοπλισμό μηχανολογικό, μεταφορικό και τεχνολογίας πληροφοριών και επικοινωνιών (ΤΠΕ) σχεδόν διπλασιάστηκε, από 10,2% το 1995 σε 19,2% το 2010 (βλ. Διάγραμμα Α).

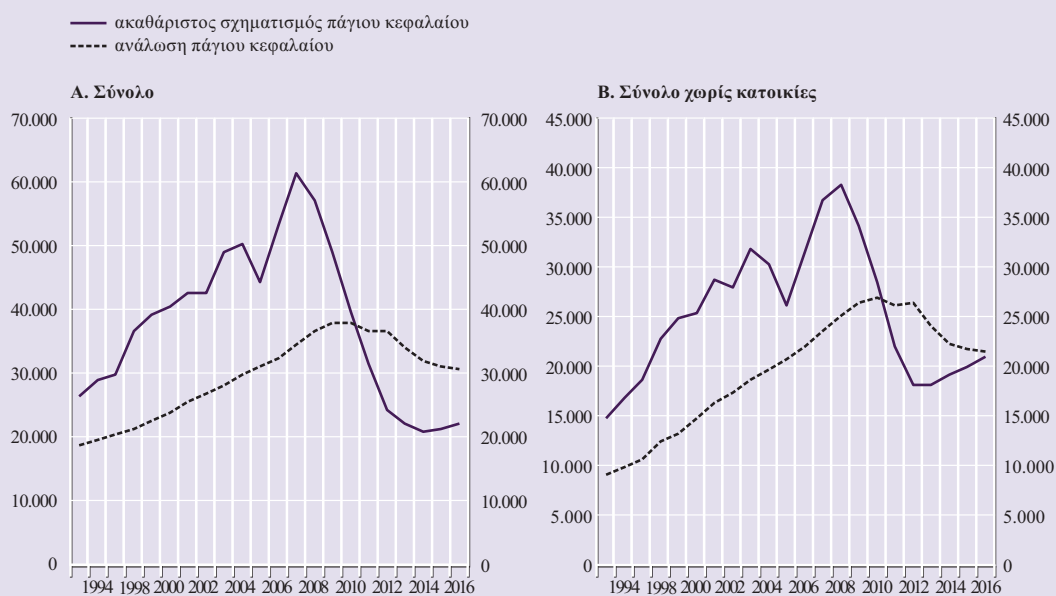
Μετά το 2010, το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα ακολουθεί πτωτική πορεία εξαιτίας της ραγδαίας μείωσης των επενδύσεων ως αποτέλεσμα της ύφεσης, και ιδίως των επενδύσεων σε κατοικίες,

¹ OECD, Measuring Capital: OECD Manual, Second edition, 2009.

οι οποίες υποχώρησαν από 25.203 εκατ. ευρώ το 2007 σε 1.127 εκατ. ευρώ το 2016. Αντίθετα, η ανάλωση πάγιου κεφαλαίου παρουσιάζει πιο ήπια αποκλιμάκωση, εξαιτίας του υψηλού ποσοστού των κατασκευών στο κεφαλαιακό απόθεμα, οι οποίες έχουν πολύ μεγάλη διάρκεια ζωής. Από το 2011 έως το 2016 η διαφορά των δύο μεταβλητών είναι αρνητική, με αποτέλεσμα το απόθεμα κεφαλαίου να φθείνεται πιο γρήγορα από ό,τι αντικαθίσταται και η καθαρή του αξία να μειώνεται (βλ. Διάγραμμα Β).

Διάγραμμα Β Ακαθάριστος σχηματισμός και ανάλωση πάγιου κεφαλαίου στην Ελλάδα

(εκατ. ευρώ, σταθερές τιμές 2010)



Πηγή: Eurostat.

Πιο συγκεκριμένα, μεταξύ 2010 και 2016, το συνολικό καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα μειώθηκε κατά 67,4 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές 2010 (πτώση 9,8%). Χωρίς τις κατοικίες, το συνολικό καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα μειώθηκε κατά 28,7 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές 2010 (πτώση 8,5%). Τη σημαντικότερη υποχώρηση σε σταθερές τιμές 2010 σημείωσαν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές και το λογισμικό και βάσεις δεδομένων, με μείωση κατά 42,1% και 42,7% αντίστοιχα, αν και το μερίδιό τους αθροιστικά στο συνολικό καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα κυμαίνεται κάτω του 1%. Σημαντική ήταν επίσης η υποχώρηση του μηχανολογικού εξοπλισμού (κατά 21,3%) και του εξοπλισμού μεταφορών (κατά 19,8%) και των άλλων προϊόντων (κατά 27,4%). Αντίθετα, οι άλλες κατασκευές σημείωσαν οριακή αύξηση κατά 1,6%, ενώ τα αγροτικά προϊόντα αυξήθηκαν κατά 15,5%, αν και αποτελούν μόλις το 0,1% του συνολικού κεφαλαιακού αποθέματος.

Εξετάζοντας το κεφαλαιακό απόθεμα ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, η μεταβολή του καθαρού κεφαλαιακού αποθέματος παρουσιάζει σημαντικές διαφοροποιήσεις. Αν και η πλειοψηφία των κλάδων καταγράφει μείωση, 4 κλάδοι παρουσιάζουν αύξηση: οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες (28,1%), οι άλλες δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών (22,8%), τα ορυχεία-λατομεία (7,9%) και η μεταποίηση (6,8%), που οφείλεται όμως στην ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος των άλλων κατασκευών. Στον αντίποδα, τη μεγαλύτερη υπο-

Μεταβολή καθαρού κεφαλαιακού αποθέματος ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (2010-2016)

(μεταβολή σε σταθερές τιμές 2010)

Κλάδος οικονομικής δραστηριότητας	
Σύνολο	-9,8%
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-10,4%
Ορυχεία και λατομεία	7,9%
Μεταποίηση	6,8%
Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου, ατμού και κλιματισμού	-4,8%
Παροχή νερού, επεξεργασία λυμάτων, διαχείριση αποβλήτων	-5,6%
Κατασκευές	-14,9%
Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσυκλετών	-13,7%
Μεταφορά και αποθήκευση	-14,9%
Δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης	-12,3%
Ενημέρωση και επικοινωνία	-22,5%
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	28,1%
Διαχείριση ακίνητης περιουσίας	-11,3%
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-18,3%
Διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες	-40,9%
Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση	-3,8%
Εκπαίδευση	-9,0%
Δραστηριότητες σχετικές με την ανθρώπινη υγεία και την κοινωνική μέριμνα	-6,2%
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-13,1%
Άλλες δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών	22,8%

Πηγή: Eurostat.

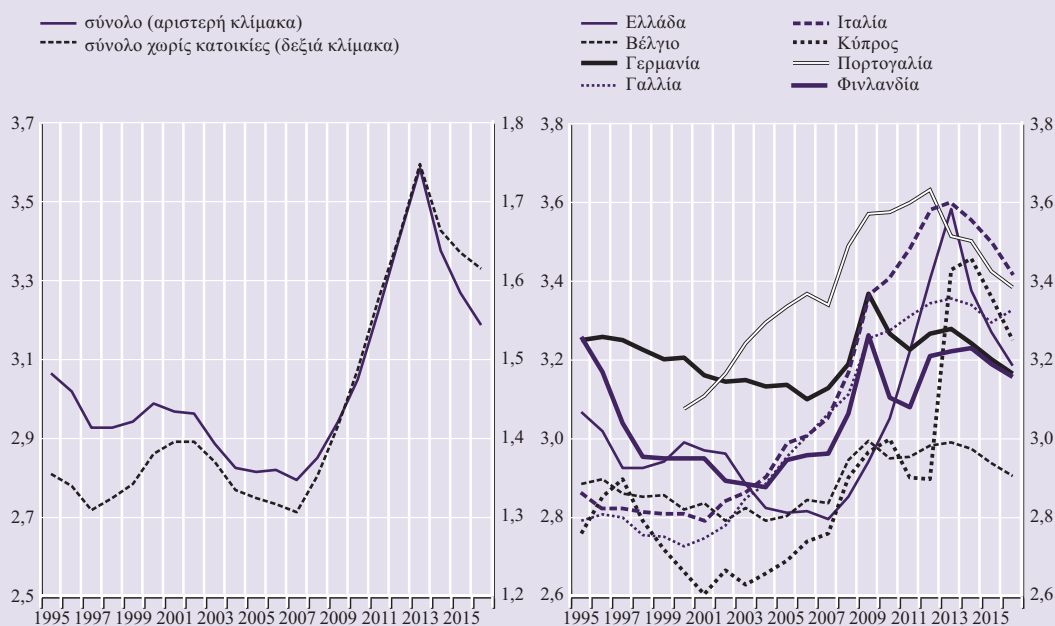
χώρηση παρουσίασε ο κλάδος των διοικητικών και υποστηρικτικών δραστηριοτήτων (-40,9%) (βλ. Πίνακα Α).

Παρότι η μείωση του καθαρού κεφαλαιακού αποθέματος μετά το 2010 είναι σημαντική, θα πρέπει να αξιολογηθεί σε σχέση με την αντίστοιχη συρρίκνωση του εθνικού εισοδήματος. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, ο λόγος του κεφαλαιακού αποθέματος προς το ΑΕΠ υποχωρούσε οριακά έως το 2007 και στη συνέχεια αυξήθηκε σημαντικά μέχρι το 2013, εξαιτίας της μεγάλης πτώσης του ονομαστικού ΑΕΠ. Από το 2013 έως το 2016 ο λόγος μειώθηκε, κυρίως λόγω της καθίζησης των καθαρών επενδύσεων και της συνεπαγόμενης πτώσης του κεφαλαιακού αποθέματος. Όμως, παρά τη μείωση της τελευταίας τριετίας, ο λόγος παραμένει σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την προ οικονομικής κρίσης περίοδο. Στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες ο λόγος αυξήθηκε σημαντικά, εξαιτίας της υποχώρησης του ΑΕΠ στη διάρκεια της κρίσης του 2008-2009, αν και τα τελευταία τρία χρόνια παρατηρείται μείωση, γεγονός που μπορεί να ερμηνευθεί ως αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και κατά συνέπεια ως βελτίωση της παραγωγικότητας του κεφαλαίου.

Ένας άλλος δείκτης που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της επάρκειας του κεφαλαιακού αποθέματος είναι ο λόγος του κεφαλαιακού αποθέματος προς τον αριθμό των εργαζομένων. Ο λόγος

Διάγραμμα Γ Λόγος κεφαλαιακού αποθέματος προς ΑΕΠ

(τρέχουσες τιμές)



Πηγή: Eurostat.

δεν είναι σταθερός διαχρονικά, καθώς εξαρτάται από τις σχετικές αμοιβές των δύο παραγωγικών συντελεστών και την ευκολία υποκατάστασης μεταξύ αυτών. Δείχνει την ποσότητα του κεφαλαίου που είναι διαθέσιμη σε κάθε εργαζόμενο στην παραγωγική διαδικασία. Εφόσον δεν υπάρχουν αρνητικές οικονομίες κλίμακας, υψηλότερος δείκτης σημαίνει περισσότερο προϊόν ανά εργαζόμενο και κατά συνέπεια υψηλότερη παραγωγικότητα της εργασίας.

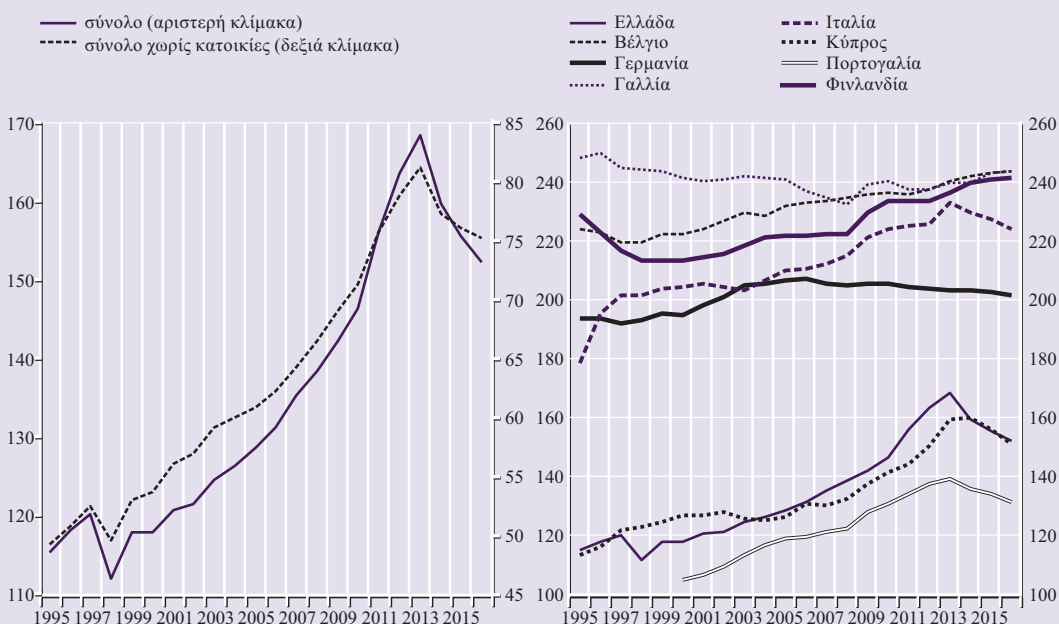
Ο λόγος του κεφαλαιακού αποθέματος προς τον αριθμό των εργαζομένων αυξανόταν σταθερά στα προ οικονομικής κρίσης έτη, και από το 2010 έως το 2013 ο ρυθμός αύξησης επιταχύνθηκε λόγω της μείωσης της απασχόλησης. Από το 2013 έως το 2016, εξαιτίας τόσο της αύξησης της απασχόλησης όσο και της μείωσης του κεφαλαιακού αποθέματος, ο λόγος υποχώρησε. Πάντως και σ' αυτή την περίπτωση παραμένει σε υψηλότερα από τα προ κρίσης επίπεδα. Σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες, η Ελλάδα μαζί με την Κύπρο και την Πορτογαλία παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα λόγου κεφαλαιακού αποθέματος προς αριθμό εργαζομένων, γεγονός που δείχνει ότι η ελληνική οικονομία είναι περισσότερο εντάσεως εργασίας σε σχέση με τις οικονομίες της Κεντρικής Ευρώπης (βλ. Διάγραμμα Δ).

Συμπερασματικά, το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της Ελλάδας έχει υποχωρήσει σημαντικά κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, υπονομεύοντας σημαντικά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας να επιτύχει υψηλούς και βιώσιμους ρυθμούς ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Η κυριότερη αιτία της μείωσης είναι η σημαντική υστέρηση των επενδύσεων, που έχει άμεση επίπτωση στο μέγεθος του κεφαλαιακού αποθέματος. Παράλληλα, η μείωση των επενδύσεων οδηγεί στη μη αποτελεσματική ανανέωση του παλαιού κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο μέσος όρος ηλικίας του. Λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης, με τους αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τη μείωση της απασχόλησης, και εξετάζοντας αντίστοιχα τους λόγους καθα-

ρού κεφαλαιακού αποθέματος προς ΑΕΠ και καθαρού κεφαλαιακού αποθέματος προς αριθμό εργαζομένων, προκύπτει ότι το υπάρχον κεφαλαιακό απόθεμα είναι ικανό να στηρίξει τους τρέχοντες ρυθμούς ανάπτυξης, εφόσον βελτιωθεί ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Εντούτοις, επειδή το κεφαλαιακό απόθεμα γερνάει και η απόδοσή του φθίνει, απαιτείται να ανανεωθεί μέσω επενδύσεων, έτσι ώστε να αυξηθεί η παραγωγικότητά του και να συμβάλει στην επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης, με στόχο να φθάσει ταχύτερα η ελληνική οικονομία στα προ κρίσης επίπεδα.

Διάγραμμα Δ Λόγος κεφαλαιακού αποθέματος προς αριθμό εργαζομένων

(σταθερές τιμές 2010)



Πηγή: Eurostat.

Με βάση εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για να φθάσει το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα την επόμενη δεκαετία στα επίπεδα του 2010, θα χρειαστεί αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου σε σταθερές τιμές 2010 κατά περίπου 10% ετησίως μέχρι το 2029, εφόσον διατηρηθεί το υπάρχον μίγμα επενδύσεων. Αν εξαιρέσουμε τις επενδύσεις σε κατοικίες, οι οποίες παρουσίασαν και τη μεγαλύτερη πτώση κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, τότε για να αποκατασταθεί το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα εκτός κατοικιών στα επίπεδα του 2010 θα χρειαστεί αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (πλην κατοικιών) σε σταθερές τιμές 2010 κατά περίπου 5% ετησίως μέχρι το 2029. Ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων της τάξεως του 5% ετησίως για την επόμενη δεκαετία είναι μεν υψηλοί, αλλά απόλυτα εφικτοί στην παρούσα συγκυρία.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι το κεφαλαιακό απόθεμα τόσο σε εξοπλισμό μηχανολογικό, μεταφορικό και τεχνολογίας πληροφοριών και επικοινωνιών (ΤΠΕ) όσο και σε άλλα προϊόντα υποχώρησε περισσότερο από ό,τι το συνολικό κεφαλαιακό απόθεμα. Θα πρέπει λοιπόν η αύξηση των νέων επενδύσεων μεσοπρόθεσμα να εστιαστεί σε αυτές τις κατηγορίες, οι

οποίες θα έχουν και μεγαλύτερη συμβολή στην ανάπτυξη. Η αύξηση του κεφαλαιακού αποθέματος θα πρέπει να συνοδευθεί από ανάλογη αύξηση της απασχόλησης, ώστε να μην παρατηρηθούν φθίνουσες οικονομίες κλίμακας του κεφαλαίου. Η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, η αύξηση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η άρση γραφειοκρατικών δυσκαμψιών ως προς την αδειοδότηση επενδύσεων και η επιτάχυνση των δημόσιων επενδύσεων (βλ. Πλαίσιο V.1) είναι παράγοντες που μπορούν να διευκολύνουν την αύξηση των επενδύσεων.

Πλαίσιο IV.2

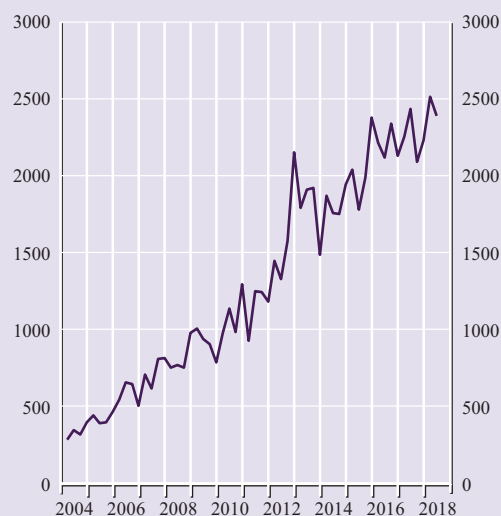
ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ: ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Ελλάδα, αν και δεν είναι χώρα εξόρυξης και παραγωγής πετρελαίου, τα τελευταία 15 περίπου χρόνια έχει εξελιχθεί σε σημαντικό παραγωγό προϊόντων διυλισμένου πετρελαίου, τα οποία διαθέτει τόσο στην εγχώρια όσο και στην εξωτερική αγορά. Ειδικότερα σε ό,τι αφορά την εξωτερική αγορά, η Ελλάδα έχει αυξήσει το μερίδιό της στις παγκόσμιες εξαγωγές διυλισμένου πετρελαίου από 0,67% το 2001 (το οποίο σε αξία αντιστοιχούσε σε 1 δισεκ. ευρώ) σε 1,5% το 2018 (το οποίο αντιστοιχεί σε 11 δισεκ. ευρώ) και έχει βελτιώσει την παγκόσμια κατάταξή της στους εξαγωγείς προϊόντων διυλισμένου πετρελαίου κατά 18 θέσεις: από την 37η που κατείχε το 2001 στη 19η το 2018, επί συνόλου 232 χωρών.¹ Έτσι, ιδιαίτερα μετά το 2012, καταγράφεται σημαντική αύξηση των ελληνικών εξαγωγών διυλισμένου πετρελαίου, με αποτέλεσμα τη δραστική μείωση των καθαρών εισαγωγών πετρελαίου και τη συνακόλουθη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας. Η βελτίωση της εξαγωγικής επίδοσης της Ελλάδος σε προϊόντα πετρελαίου και η δυνατότητα διεύρυνσής της στις αγορές του εξωτερικού έχει ιδιαίτερη σημασία, δεδομένης και της αναμενόμενης αύξησης της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου τα επόμενα χρόνια.² Επομένως, είναι απαραίτητο να διερευνηθούν οι παράγοντες που καθορίζουν την προσφορά διυλισμένου πετρελαίου της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές και ως εκ τούτου τη δυνατότητα περαιτέρω ενίσχυσης της θέσης της χώρας ανάμεσα στους παγκόσμιους εξαγωγείς.

Διάγραμμα Α Πραγματικές εξαγωγές διυλισμένου πετρελαίου της Ελλάδος (α' τρίμ. 2004-β' τρίμ. 2018)

(σε σταθερές τιμές 2010,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat, σειρά 33 σύμφωνα με την ταξινόμηση SITC.

¹ Η σειρά αποπληθωρίζεται με το δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές διυλισμένου πετρελαίου της Ελλάδος, σειρά 19 NACE της Eurostat.

¹ Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση στοιχεία του International Trade Center, Trade Map database (Μάρτιος 2019).

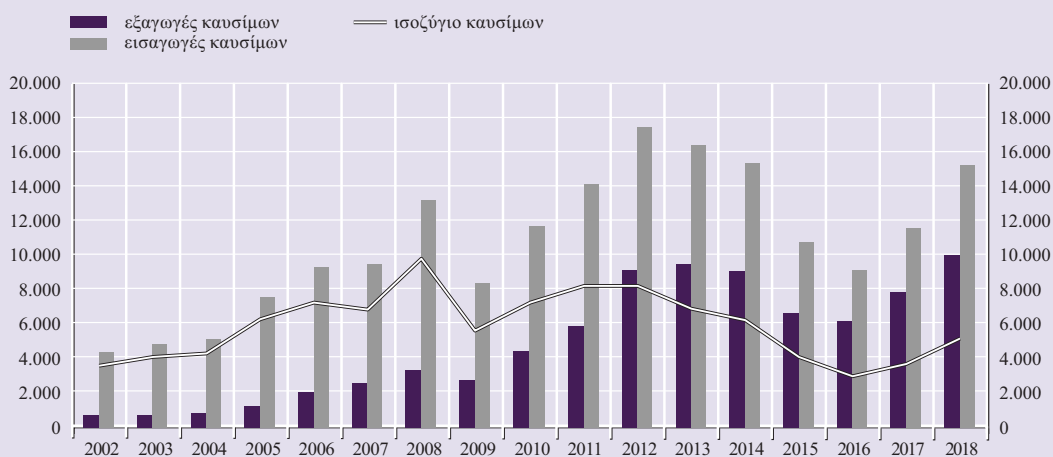
² Βλ. International Energy Agency (2019), Oil 2019: Analysis and forecasts to 2024.

2 ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΚΑΙ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ, ΧΩΡΕΣ ΠΡΟΟΡΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ

Στο Διάγραμμα Α αποτυπώνεται η σχεδόν αδιάλειπτη ανοδική πορεία των ελληνικών εξαγωγών πετρελαίου από την αρχή της προηγούμενης δεκαετίας. Η αύξηση είναι εμφανής και στην περι-

Διάγραμμα Β Εξέλιξη εξαγωγών, εισαγωγών και ισοζυγίου καυσίμων (2002-2018)

(εκατ. ευρώ)

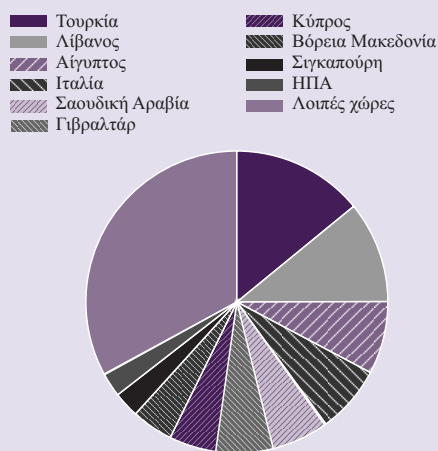


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών.

πτωση που οι εξαγωγές εκφράζονται ως ποσοστό των αντίστοιχων εισαγωγών πετρελαίου, καθώς από 17% το 2002 έφθασαν στο 66% το 2018. Η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου πετρελαίου αποτυπώνεται στην πτωτική πορεία του ελλείμματος (βλ. Διάγραμμα Β). Το διυλισμένο πετρέ-

λαιο εξάγεται κυρίως σε χώρες εκτός ΕΕ. Οι σημαντικότερες χώρες προορισμού το διάστημα 2014-2018 ήταν η Τουρκία, ο Λίβανος και η Αίγυπτος, και εντός ΕΕ η Ιταλία και η Κύπρος (βλ. Διάγραμμα Γ).

Διάγραμμα Γ Προορισμοί ελληνικών εξαγωγών διυλισμένου πετρελαίου

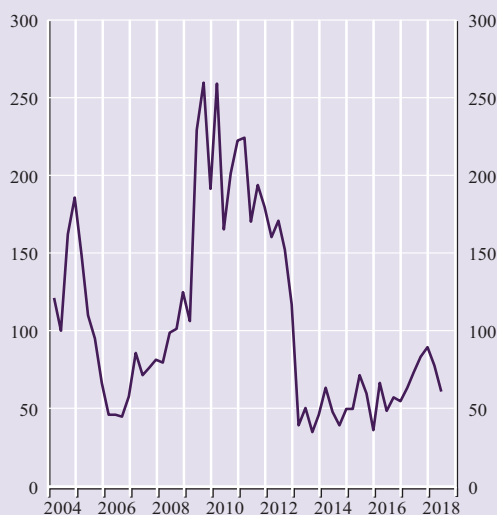


Πηγή: Eurostat, σειρά 33 σύμφωνα με την ταξινόμηση SITC.
Σημείωση: Μέσος όρος πέντε τελευταίων ετών (2014-18).

Η στροφή του συγκεκριμένου κλάδου προς την εξωτερική αγορά, αν και εν πολλοίς κατέστη αναγκαία λόγω της εγχώριας οικονομικής κρίσης, αποτέλεσε σε σημαντικό βαθμό προϊόν συνειδητής στρατηγικής επιλογής. Αυτό προκύπτει κατά κύριο λόγο από τη μεγάλη αύξηση των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν στον κλάδο με αποτέλεσμα τη σημαντική βελτίωση των υποδομών και την τεχνολογική αναβάθμιση της παραγωγής. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τριμηνιαία στοιχεία ταμειακών ροών που δημοσιεύονται από το Reuters, η επενδυτική δραστηριότητα, που προσεγγίζεται από τις κεφαλαιακές δαπάνες στον κλάδο διύλισης, έφθασε στο 1 δισεκ.

Διάγραμμα Δ Πραγματικές επενδύσεις στον κλάδο διύλισης πετρελαίου (α' τρίμ. 2004-β' τρίμ. 2018)

(σε σταθερές τιμές 2010,¹ εποχικά διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Reuters (ταμειακές ροές, άθροισμα κεφαλαιακών δαπανών των Ελληνικών Πετρελαίων και της Motor Oil) και ΕΛΣΤΑΤ, εθνικοί λογαριασμοί.

1 Η ονομαστική αξία έχει μετατραπεί σε πραγματική με τον αποπληθωριστή επιχειρησιακών δαπανών χωρίς τη στέγαση και τις δημόσιες επενδύσεις.

κτης και των δύο αυτών διεθνών τιμών, και (β) του πραγματικού ΑΕΠ της χώρας (y), το οποίο αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την εγχώρια ζήτηση διυλισμένου πετρελαίου.

Η εμπειρική ανάλυση αφορά το χρονικό διάστημα από το α' τρίμηνο του 2004 έως το β' τρίμηνο του 2018. Σε πρώτο στάδιο εκτιμώνται μακροχρόνιες σχέσεις⁴ συνολοκλήρωσης χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα διόρθωσης σφάλματος και στη συνέχεια παράγονται οι βραχυχρόνιες “υπό όρους” ελαστικότητες και ο συντελεστής διόρθωσης σφάλματος.⁵ Στον πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμηθείσες μακροχρόνιες ελαστικότητες. Στην πρώτη στήλη παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις με βάση την παραδοσιακή εξειδίκευση των Goldstein και Khan, ενώ στη δεύτερη και την τρίτη στήλη παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις με βάση την υπόθεση της γραμμικής και της μη γραμμικής επίδρασης των επενδύσεων αντί-

ευρώ κατά μέσο όρο ετησίως μεταξύ 2008 και 2012 (βλ. Διάγραμμα Δ).

3 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζεται η εμπειρική εκτίμηση της προσφοράς ελληνικών προϊόντων διυλισμένου πετρελαίου στη διεθνή αγορά και προσδιορίζονται οι παράγοντες που την διαμορφώνουν. Η θεωρητική εξειδίκευση της συνάρτησης προσφοράς εξαγωγών χρησιμοποιεί στοιχεία από εκείνη των Goldstein και Khan (1978)³ που αφορά το σύνολο των εξαγωγών και βασίζεται στην υπόθεση ατελούς υποκατάστασης μεταξύ εξαγωγών και εγχώριας παραγωγής. Εκτός από το ρόλο των επενδύσεων (i) ως σημαντικού παράγοντα ενίσχυσης της προσφοράς διυλισμένου πετρελαίου στη διεθνή αγορά, η ανάλυση εξετάζει την εμπειρική σπουδαιότητα δύο επιπλέον μεταβλητών: (α) του περιθωρίου διύλισης, το οποίο υπολογίζεται με βάση την τιμή αγοράς του αργού πετρελαίου ($UK\ Brent, p_c$) και την τιμή πώλησης μετά τη διύλιση (p_x), όπως διαμορφώνονται στη διεθνή αγορά, δεδομένου ότι ο κλάδος είναι αποδέ-

Εκτίμηση μακροχρόνιων σχέσεων

	Γραμμική		Μη γραμμική
x^*	1	1	1
p_x/p_c	0,612 (2,623)	1,401 (2,812)	0,687 (2,375)
i	-	0,360 (3,579)	2,261 (2,903)
i^2	-	-	-0,227 (-2,671)
y	-1,314 (-5,916)	-2,575 (-5,368)	-2,104 (-8,060)
$\log(t)$	-	0,587 (6,991)	-

Σημείωση: Οι στατιστικές t παρουσιάζονται στις παρενθέσεις. Ο λογάριθμος (t), $\log(t)$, δηλώνει λογαριθμική χρονολογική τάση. Οι εκτιμήσεις γίνονται με τριμηνιαία στοιχεία, εποχικώς διορθωμένα για το διάστημα α' τρίμ. 2004-β' τρίμ. 2018.

3 Goldstein, M. and M. S. Khan (1978) “The Supply and Demand for Exports: A Simultaneous Approach”, *The Review of Economics and Statistics*, 60(2): 275-86.

4 Η εμπειρική εξειδίκευση υποθέτει ότι υπάρχει γραμμική, αλλά και μη γραμμική (τετραγωνικής μορφής) επίδραση των πραγματικών επενδύσεων στις εξαγωγές. Η μη γραμμική εξίσωση είναι της μορφής: $x_t^* = \beta_1 + \beta_2(p_x/p_c) + \beta_3 y + \beta_4 i + \beta_5 i^2$

5 Bł. Johansen, S. (1988) “Statistical Analysis of Cointegrating Vectors” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, pp.231-54.

στοιχα. Φαίνεται ότι υπάρχουν στατιστικά σημαντικές μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών των εξισώσεων που εξετάζονται, και με τα σωστά πρόσημα. Μάλιστα επιβεβαιώνεται η μη γραμμικότητα της σχέσης ως προς τις επενδύσεις.⁶ Οι επενδύσεις εμφανίζονται ως ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας, με θετική αλλά φθίνουσα επίδραση στις εξαγωγές. Αρνητική είναι η επίδραση του πραγματικού ΑΕΠ, και αυτό δείχνει ότι η μείωση της εγχώριας ζήτησης επίσης συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό στην περαιτέρω στροφή του κλάδου προς τις διεθνείς αγορές.⁷ Τέλος, όπως αναμενόταν, οι εξαγωγές αντιδρούν θετικά σε μεταβολές του περιθωρίου διύλισης.

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Είναι γεγονός ότι ο κλάδος διύλισης πετρελαίου έχει καταγράψει εντυπωσιακή εξαγωγική πορεία την τελευταία δεκαπενταετία. Η ανάλυση που προηγήθηκε αποτελεί μια προσπάθεια να εξηγηθεί αυτή η επίδοση μέσα από την εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που συνέβαλαν στο συγκεκριμένο αποτέλεσμα. Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης αναδεικνύεται η σημασία των επενδύσεων ως κινητήριου μοχλού της ανταγωνιστικότητας του κλάδου, γεγονός που εξηγεί σε σημαντικό βαθμό τα υψηλότερα επίπεδα εξαγωγών. Επιπρόσθετα, σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της προσφοράς διυλισμένου πετρελαίου στη διεθνή αγορά διαδραματίζουν το ύψος της εγχώριας ζήτησης και το περιθώριο διύλισης. Η αρνητική επίδραση της εγχώριας ζήτησης αποτελεί πρωτίστως επίπτωση της ύφεσης και οδήγησε στη διοχέτευση της πλεονάζουσας προσφοράς στις αγορές του εξωτερικού. Αυτό συνέβαλε στη βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου και συνετέλεσε στο μετριασμό των αρνητικών επιπτώσεων από την κάμψη της εγχώριας ζήτησης.

Σε ό,τι αφορά το περιθώριο διύλισης, οι ελληνικές πετρελαϊκές εταιρίες λειτουργούν ως αποδέκτες τιμών στη διεθνή αγορά πετρελαίου και αντιδρούν θετικά στις μεταβολές του. Η επίδραση του περιθωρίου διύλισης όμως, όπως προκύπτει από τη μη γραμμική εξίσωση, είναι περιορισμένη. Μάλιστα, η σχετικά πρόσφατη μείωσή του, κυρίως την περίοδο 2008-2013 λόγω της αύξησης της τιμής του αργού πετρελαίου, δεν ανέκοψε την ανοδική πορεία των εξαγωγών πετρελαίου. Η βελτίωση της παραγωγικότητας που προέκυψε από την επενδυτική δραστηριότητα αντιστάθμισε πλήρως τη δυσμενή επίπτωση από τη μείωση του περιθωρίου.

Τέλος, από πλευράς προτάσεων πολιτικής, η εμπειρία του κλάδου διύλισης πετρελαίου δείχνει το δρόμο για τη βελτίωση της εξαγωγικής επίδοσης της χώρας και την ουσιαστική ανάκαμψη της οικονομίας. Η επέκταση στις ξένες αγορές έγινε δυνατή χάρη στην εντυπωσιακή άνοδο των επενδύσεων, οι οποίες συνέβαλαν στη βελτίωση της υφιστάμενης υποδομής των επιχειρήσεων και στην εισαγωγή νέας τεχνολογίας, η οποία με τη σειρά της αναβάθμισε την ποιότητα του προϊόντος. Η μείωση της εγχώριας ζήτησης πιθανόν να κατέστησε αναγκαία τη στροφή προς τις διεθνείς αγορές, αλλά η αύξηση των επενδύσεων ήταν αυτή που την κατέστησε εφικτή.

⁶ Οι υπό όρους εξισώσεις διόρθωσης σφάλματος εκτιμώνται με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Η βέλτιστη, σύμφωνα με το συντελεστή προσδιορισμού, είναι εκείνη που αντιστοιχεί στη μη γραμμική μακροχρόνια σχέση:

$\Delta x_t^* = 0,040 - 0,363 \Delta x_{t-1}^* + 0,896 \Delta (p_e / p_c)_t + 0,105 \Delta i_{t-3} - 1,990 \Delta y_{t-4} - 0,914 ECT_{t-1(7)} + u_t$

Ο συντελεστής διόρθωσης σφάλματος (ECT) είναι υψηλός και δηλώνει ταχεία προσαρμογή εντός ενός τριμήνου.

⁷ Σημειώνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος του υπό εξέταση χρονικού διαστήματος αναφέρεται στα χρόνια της οικονομικής ύφεσης στην Ελλάδα και αυτό εξηγεί ως ένα βαθμό το ότι ο συντελεστής του ΑΕΠ εμφανίζεται σχετικά υπερεκτιμημένος.

ΤΑ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΞΑΓΩΓΩΝ

Ο όρος “συγκριτικό πλεονέκτημα” περιγράφει την ικανότητα μιας χώρας να παράγει ένα προϊόν με μικρότερο κόστος σε σχέση με άλλες. Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαθέτει μια χώρα καθορίζουν τη διάρθρωση της παραγωγής, το βαθμό ανταγωνιστικότητας των διαφόρων κλάδων στις διεθνείς αγορές και κατά συνέπεια επηρεάζουν σημαντικά τη διεθνή εξειδίκευσή της. Η χαρτογράφηση των εξαγόμενων προϊόντων μιας χώρας με βάση το συγκριτικό πλεονέκτημα παρέχει τη δυνατότητα σύγκρισης της διάρθρωσης των εξαγωγών της σε σχέση με εκείνη των εμπορικών της εταίρων και εντοπισμού των κλάδων που διαθέτουν καλύτερη ανταγωνιστική θέση στις διεθνείς αγορές (δηλ. μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς) σε σχέση με τις συνολικές εξαγωγές της χώρας.

Για τον προσδιορισμό των κλάδων στους οποίους μια χώρα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα χρησιμοποιείται ευρύτατα στη βιβλιογραφία ο δείκτης του “αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος” (revealed symmetric comparative advantage), ο οποίος αναπτύχθηκε από τον Laursen (1998)¹ και προκύπτει από μετασχηματισμό του δείκτη του “αποκαλυφθέντος συγκριτικού πλεονεκτήματος” (revealed comparative advantage), που είχε προταθεί αρχικά από τον Balassa (1965).²

Ο δείκτης Balassa ορίζεται ως $B_i = \frac{X_{ic}/X_c}{X_{iw}/X_w}$, όπου X_{ic} (X_{iw}) οι εξαγωγές του προϊόντος i από τη χώρα c (τον κόσμο w) και X_c (X_w) οι συνολικές εξαγωγές της χώρας c (του κόσμου w). Μια χώρα έχει αποκαλυφθέν συγκριτικό πλεονέκτημα σε ένα προϊόν i όταν το ποσοστό των εξαγωγών του προϊόντος i στο σύνολο των εξαγωγών της χώρας είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο ποσοστό του ίδιου προϊόντος στο σύνολο των παγκόσμιων εξαγωγών, εάν δηλαδή η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της μονάδας ($B_i > 1$).

Εναλλακτικά, ο δείκτης γράφεται ως $B_i = \frac{X_{ic}/X_{iw}}{X_c/X_w}$, όπου X_{ic}/X_{iw} είναι το μερίδιο του προϊόντος i στην παγκόσμια αγορά και X_c/X_w είναι το συνολικό μερίδιο αγοράς της χώρας c . Αυτό σημαίνει πως, όταν η χώρα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε ένα προϊόν, τότε το προϊόν αυτό έχει συγκριτικά μεγαλύτερο μερίδιο στη διεθνή αγορά σε σχέση με το σύνολο των εξαγωγών της χώρας.

Στην παρούσα ανάλυση, για τη σύγκριση της διάρθρωσης των ελληνικών εξαγωγών με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταίρων της χώρας, υπολογίζεται ο δείκτης του “αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος” $BS_i = \frac{B_i - 1}{B_i + 1}$ ³ για την περίοδο 2000-2017.⁴ Ο δείκτης υπολογίζεται τόσο για τις εξαγωγές προς την παγκόσμια αγορά όσο και χωριστά για τις εξαγωγές προς τις μεγαλύτερες αγορές των ελληνικών προϊόντων, δηλ. τη ζώνη του ευρώ και την ομάδα των χωρών της Νοτιοανατολικής (NA) Ευρώπης, όπου κατευθύνεται το 48% και το 21% των ελληνικών εξαγωγών αντίστοιχα.⁵

1 Laursen, K. (1998), “Revealed Comparative Advantage and the Alternatives as Measures of International Specialization”, *DRUID Working Papers* No 98-30.

2 Balassa, B. (1965), “Trade Liberalisation and ‘Revealed’ Comparative Advantage”, *The Manchester School*, 33(2), 99-123.

3 Ο δείκτης λαμβάνει τιμές μεταξύ -1 και 1 χωρίς να αλλάζει την κατάταξη των διαφόρων προϊόντων, όπως αυτή προκύπτει από το δείκτη Balassa. Ειδικότερα, όταν μια χώρα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε ένα προϊόν, τότε $BS_i > 0$.

4 Ως κυριότεροι εμπορικοί εταίροι θεωρούνται οι 56 χώρες που χρησιμοποιούνται για την κατάρτιση του εναρμονισμένου δείκτη ανταγωνιστικότητας της ΕΚΤ, καθώς και η Αλβανία, η Αίγυπτος, η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας και η Τουρκία.

5 Στην ομάδα των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης περιλαμβάνονται οι εξής χώρες: Αλβανία, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Βουλγαρία, Κροατία, Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

Ο δείκτης υπολογίζεται για 59 κλάδους προϊόντων, με βάση τους διψήφιους κλάδους της Τυποποιημένης Ταξινόμησης του Διεθνούς Εμπορίου (SITC-TTΔΕ). Από την ανάλυση εξαιρούνται τα καύσιμα, επειδή οι σχετικοί δείκτες λαμβάνουν ακραίες τιμές.⁶ Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην επιλογή της ομάδας των εμπορικών εταιρών, καθώς περιλαμβάνει χώρες στις εξαγωγές των οποίων ο κλάδος των καυσίμων αντιπροσωπεύει μικρότερο ποσοστό από ό,τι στις ελληνικές εξαγωγές.⁷

Ι ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Τα αποτελέσματα από τον υπολογισμό του δείκτη για το σύνολο της παγκόσμιας αγοράς για την περίοδο 2014-2017, ύστερα από τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών και το άνοιγμα της οικονομίας, δείχνουν ότι συγκριτικό πλεονέκτημα διαθέτουν 26 κλάδοι, οι οποίοι αντιπροσωπεύουν το 72% των συνολικών εξαγωγών εκτός καυσίμων. Μάλιστα, οι πρώτοι 10 κλάδοι αντιπροσωπεύουν το 40% των συνολικών εξαγωγών εκτός καυσίμων (βλ. Διάγραμμα Α).⁸ Οι περισσότεροι κλάδοι με συγκριτικό πλεονέκτημα αφορούν προϊόντα που χαρακτηρίζονται από χαμηλό ή μεσαίο τεχνολογικό περιεχόμενο, είναι εντάσεις πρώτων υλών και ανήκουν στις ευρείες κατηγορίες των αγροτικών προϊόντων (επεξεργασμένων και μη), μετάλλων, χημικών και πλαστικών.

Επίσης παρατηρείται ότι υπάρχουν κλάδοι οι οποίοι την περίοδο μετά το 2009 κατέγραψαν αξιόλογους ρυθμούς ανόδου των εξαγωγών τους, συμβάλλοντας θετικά στην άνοδο των συνολικών εξαγωγών, παρόλο που δεν παρουσιάζουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Αφορούν κυρίως ηλεκτρολογικό και μηχανολογικό εξοπλισμό (μηχανές γραφείου και Η/Υ, μηχανήματα κατεργασίας μετάλλων, εξοπλισμό παραγωγής ενέργειας, ηλεκτρικά μηχανήματα και συσκευές). Σημειώνεται επίσης ότι το συγκριτικό “μειονέκτημα” αυτών των κλάδων περιορίζεται ως απόλυτο μέγεθος. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα με εκείνα της περιόδου πριν από την κρίση (2005-2009), οι μεταβολές που παρατηρούνται τόσο στο μέγεθος της εξειδίκευσης σε συγκεκριμένα προϊόντα όσο και στην κατάταξη των κλάδων είναι περιορισμένες, ενώ οι περιπτώσεις στις οποίες χάνεται το συγκριτικό πλεονέκτημα είναι ελάχιστες.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα για τις αγορές της ζώνης του ευρώ και της ΝΑ Ευρώπης, παρατηρείται επίσης μικρή μόνο διαφοροποίηση (βλ. Διάγραμμα Β). Τα κυριότερα προϊόντα στα οποία εξειδικεύονται οι ελληνικές εξαγωγές δεν διαφέρουν μεταξύ των αγορών. Το ποσοστό των πρώτων 10 κλάδων διαμορφώνεται στο 44% των εξαγωγών εκτός καυσίμων στην αγορά της ζώνης του ευρώ, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για την αγορά της ΝΑ Ευρώπης είναι 32%. Στην αγορά της ΝΑ Ευρώπης ο αριθμός προϊόντων με συγκριτικό πλεονέκτημα (30 προϊόντα) είναι μεγαλύτερος από εκείνον της παγκόσμιας αγοράς (26 προϊόντα) και αντιπροσωπεύει το 82% των συνολικών ελληνικών εξαγωγών εκτός καυσίμων.

Για να προσδιοριστεί κατά πόσον η διάρθρωση των εξαγωγών κατά κλάδο αντανακλά πλήρως την κατάταξη των κλάδων με βάση το δείκτη του αποκαλυφθέντος συγκριτικού πλεονεκτήματος, υπολογίστηκε ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ του δείκτη και του αντίστοιχου ποσοστού συμ-

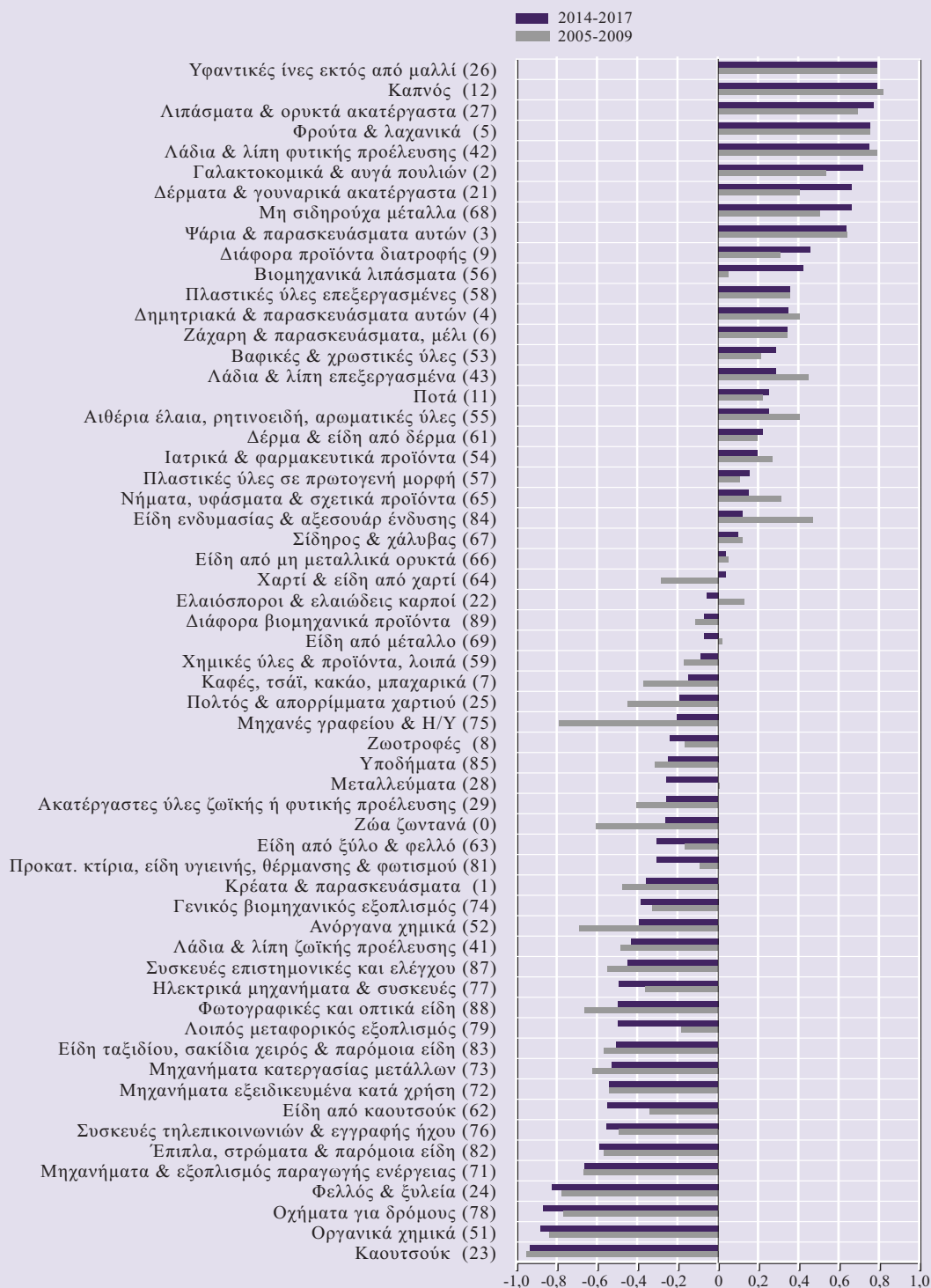
⁶ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι για την περίοδο 2014-2017 ο δείκτης διαμορφώθηκε σε 0,99 κατά μέσο όρο για όλες τις κατηγορίες καυσίμων.

⁷ Τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων των Ηνωμένων Εθνών για τις διμερείς εμπορευματικές συναλλαγές COMTRADE. Ως χώρες προορισμού των ελληνικών εξαγωγών και των εξαγωγών των εμπορικών εταιρών της Ελλάδος περιλαμβάνονται 66 χώρες, για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για όλη την περίοδο και οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 90% περίπου των ελληνικών εξαγωγών και πάνω από το 85% των παγκόσμιων εξαγωγών.

⁸ Αναλυτικά, με βάση το μέσο όρο των τιμών του δείκτη κατά την περίοδο 2014-2017, οι πρώτοι 10 κλάδοι είναι: υφαντικές ύλες (εκτός από μαλλί), καπνός, λιπάσματα και ορυκτά ακατέργαστα, φρούτα και λαχανικά, λάδια και λίπη φυτικής προέλευσης, γαλακτοκομικά και αυγά πουλιών, δέρματα και γουναρικά ακατέργαστα, μη σιδηρούχα μέταλλα, ψάρια και παρασκευάσματα αυτών, διάφορα προϊόντα διατροφής.

Διάγραμμα Α Δείκτης αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος της Ελλάδος σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους στην παγκόσμια αγορά

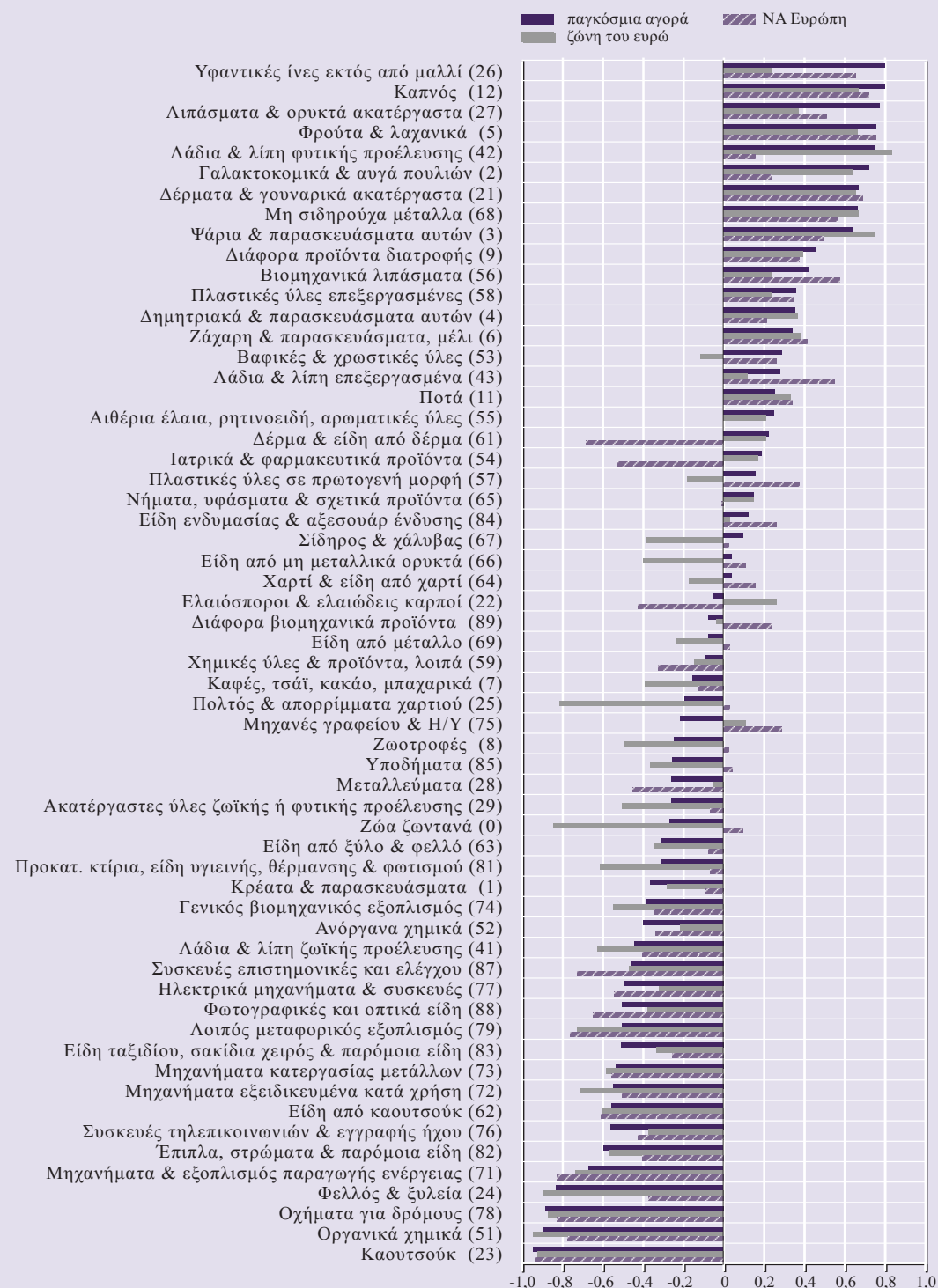
(μέσοι όροι περιόδου)



Πηγή: United Nations, COMTRADE database, Ιανουάριος 2019. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

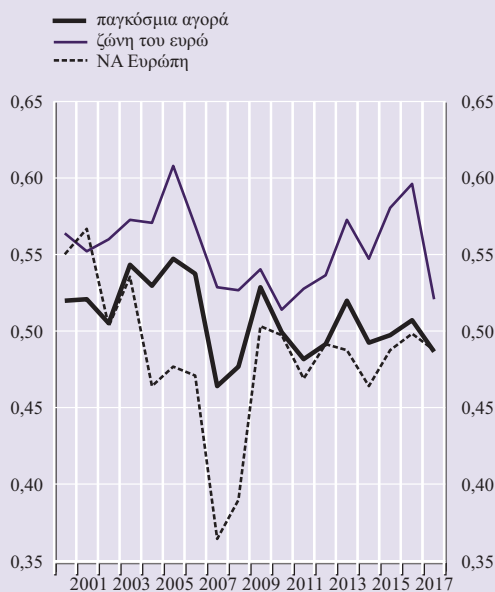
Διάγραμμα Β Δείκτης αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος της Ελλάδος σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους κατά γεωγραφική περιοχή

(μέσοι όροι περιόδου 2014-2017)



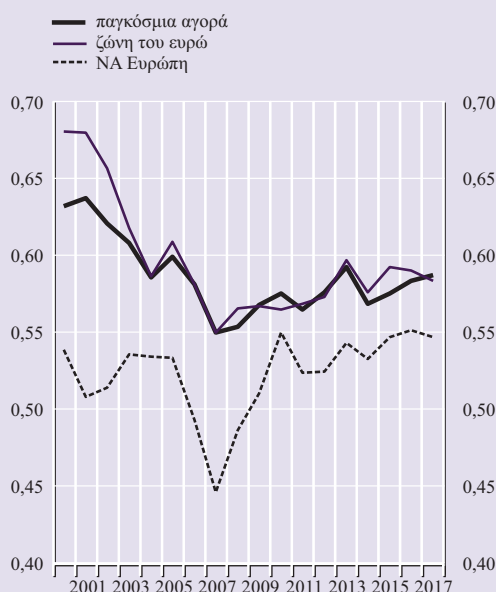
Πηγή: United Nations, COMTRADE database, Ιανουάριος 2019. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Γ Συντελεστής συσχέτισης του δείκτη BSi_j και των ποσοστιαίων συμμετοχών των επιμέρους κλάδων στο σύνολο των εξαγωγών



Πηγή: United Nations, COMTRADE database, Ιανουάριος 2019. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Δ Σχετική εξειδίκευση των ελληνικών εξαγωγών - Δείκτης Gini



Πηγή: United Nations, COMTRADE database, Ιανουάριος 2019. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

μετοχής του κλάδου στις συνολικές εξαγωγές (βλ. Διάγραμμα Γ). Η συσχέτιση αυτή φαίνεται να είναι μέτρια και χαρακτηρίζεται από πτωτική τάση από το 2000 έως το 2017, γεγονός που υποδηλώνει μη πλήρη αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων της χώρας και δικαιολογεί έως ένα βαθμό τα χαμηλά μερίδια των ελληνικών εξαγωγών στη διεθνή αγορά. Εντούτοις, ο συντελεστής συσχέτισης λαμβάνει διαχρονικά υψηλότερες τιμές για την αγορά της ζώνης του ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι στη ζώνη του ευρώ η διάρθρωση των ελληνικών εξαγωγών προσεγγίζει περισσότερο την κατάταξη των προϊόντων σύμφωνα με το δείκτη συγκριτικού πλεονεκτήματος. Γι' αυτό τα μερίδια των ελληνικών εξαγωγών εκτός καυσίμων στην αγορά της ζώνης του ευρώ διαμορφώνονται (με βάση το συγκεκριμένο δείγμα) σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το συνολικό μερίδιο της χώρας.

Στη συνέχεια, για την ποσοτικοποίηση των μεταβολών της εξειδίκευσης των ελληνικών εξαγωγών διαχρονικά και μεταξύ αγορών, κατασκευάστηκε ο δείκτης ανισοκατανομής Gini,⁹ ο οποίος στην παρούσα εφαρμογή εκφράζει το κατά πόσον η σύνθεση των ελληνικών εξαγωγών κατά κλάδο αποκλίνει από τη σύνθεση των παγκόσμιων εξαγωγών. Σημειώνεται ότι ο δείκτης έχει ως κατώτερο όριο το μηδέν όταν δεν υπάρχει απόκλιση. Με βάση το συγκεκριμένο δείκτη για τις ελληνικές εξαγωγές (βλ. Διάγραμμα Δ), ο βαθμός εξειδίκευσης παρουσίασε μικρή πτωτική τάση μέχρι το 2007, η οποία στη συνέχεια αντιστράφηκε, χωρίς όμως να φθάσει το υψηλό επίπεδο του 2000. Αυτό σημαίνει ότι η σύνθεση των ελληνικών εξαγωγών έχει πλησιάσει τη σύνθεση των

⁹ Αναπτύχθηκε από τον Gini (1912) και συνδέεται με τη μέτρηση της ανισοκατανομής του εισοδήματος και την κατασκευή της καμπύλης Lorenz, η οποία στη συγκεκριμένη εφαρμογή θα ήταν η γραφική παράσταση της σωρευτικής κατανομής του αριθμητή και του παρονομαστή του δείκτη B_j στον οριζόντιο και τον κάθετο άξονα αντίστοιχα. Ο συντελεστής Gini ορίζεται ως το εμβαδόν της περιοχής μεταξύ της γραμμής 45° και της καμπύλης Lorenz, πολλαπλασιασμένο επί δύο.

παγκόσμιων εξαγωγών, πιθανώς ως απόκριση στις εξελίξεις της διεθνούς ζήτησης. Επισημαίνεται επίσης ότι οι τιμές του υποδηλώνουν σχετικά μικρότερο βαθμό εξειδίκευσης για την αγορά της ΝΑ Ευρώπης.

Τέλος, η σταθερότητα της εξειδίκευσης της Ελλάδος μεταξύ της πρόσφατης περιόδου (2014-2017) και εκείνης πριν από την κρίση (2005-2009) αξιολογήθηκε χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Dalum et al. (1998).¹⁰ Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την παραπάνω ανάλυση, καθώς δείχνουν ότι στην περίπτωση της Ελλάδος έχει σημειωθεί μικρή μείωση του βαθμού εξειδίκευσης.¹¹ Εναλλακτικά, και η σύγκριση της διασποράς του δείκτη μεταξύ των περιόδων 2005-2009 και 2014-2017 δείχνει ότι ο βαθμός εξειδίκευσης ανάμεσα στις δύο περιόδους έχει περιοριστεί.¹²

2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την ανάλυση των δεικτών του “αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος” προκύπτει ότι οι εξαγωγές της χώρας εξειδικεύονται σε κλάδους που χαρακτηρίζονται από χαμηλό ή μέσο τεχνολογικό περιεχόμενο. Η εικόνα αυτή ουσιαστικά διαφοροποιείται σε μικρό μόνο βαθμό τόσο διαχρονικά όσο και μεταξύ των διαφόρων αγορών. Παράλληλα, η σύνθεση των ελληνικών εξαγωγών κατά κλάδο δεν αντανακλά ακριβώς την κατάταξη των κλάδων όπως αυτή προκύπτει από το δείκτη. Αυτό υποδηλώνει ότι, όσον αφορά τις εξαγωγές, η χώρα δεν εκμεταλλεύεται πλήρως τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα, με εξαίρεση τη ζώνη του ευρώ, όπου η διάρθρωση των εξαγωγών σχετίζεται στενότερα με το δείκτη συγκριτικού πλεονεκτήματος. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να διατηρείται το μερίδιο αγοράς στη ζώνη του ευρώ σε σχετικά υψηλότερο επίπεδο από το αντίστοιχο στην παγκόσμια αγορά.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η σύνθεση των εξαγωγών κατά κλάδο έχει περιορισμένη και σε μεγάλο βαθμό αρνητική επίδραση στη θέση των ελληνικών εξαγωγών στη διεθνή αγορά.¹³ Η αναδιάρθρωση του παραγωγικού προτύπου με στροφή σε προϊόντα των οποίων η εξωτερική ζήτηση αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό, έτσι ώστε να ενισχυθεί το μερίδιο αγοράς της χώρας στις διεθνείς αγορές, δεν σημαίνει απαραίτητα την πλήρη απομάκρυνση από τους κλάδους στους οποίους υπάρχει συγκριτικό πλεονέκτημα. Θα πρέπει όμως να συνοδεύεται από την εισαγωγή καινοτόμων μεθόδων παραγωγής και εμπορίας προϊόντων, που θα προωθήσει τη σχετική ανταγωνιστικότητα των εν λόγω κλάδων. Οπωσδήποτε η ενίσχυση της επενδυτικής δραστηριότητας και επομένως η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και η προσέλκυση ξένων επενδύσεων αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις.

¹⁰ Dalum, B., K. Laursen and G. Villumsen, (1998), “Structural Change in OECD Export Specialisation Patterns: de-specialisation and ‘stickiness’”, *International Review of Applied Economics*, 12(3), 423-443.

¹¹ Συγκεκριμένα, εκτιμήθηκε η εξίσωση $BS_i^{t_2} = \alpha_i + \beta_i BS_i^{t_1} + \varepsilon_i$, όπου $BS_i = \frac{b_i - 1}{b_i + 1}$ είναι ο δείκτης αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος για τον κλάδο i τις περιόδους t_1 (2005-2009) και t_2 (2014-2017).

¹² Ο συντελεστής β που εκτιμήθηκε από την παραπάνω εξίσωση ήταν 0,92, τιμή που υποδηλώνει οριακή μείωση της εξειδίκευσης της χώρας μεταξύ των δύο περιόδων 2014-2017 και 2005-2009. Ωστόσο, η τιμή του συντελεστή δεν είναι στατιστικά διαφορετική από τη μονάδα (σε επίπεδο σημαντικότητας 5%), γεγονός που υποστηρίζει τη σταθερότητα της δομής εξειδίκευσης της χώρας.

¹³ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018*, Παράρτημα IV.6 Η εξαγωγική επίδοση της Ελλάδος: μια ανάλυση των μεριδίων αγοράς των ελληνικών εξαγωγών αγαθών.

Υ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το 2019 αποτελεί έτος εκλογών με πολλές προκλήσεις για την ελληνική οικονομία, οι σημαντικότερες των οποίων είναι η διατήρηση και ενίσχυση της μεταρρυθμιστικής πορείας της ελληνικής οικονομίας καθώς και η διαφύλαξη των δημοσιονομικών επιτευγμάτων. Το πρώτο τετράμηνο του έτους υπήρξε συνεχής και σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, γεγονός που επέτρεψε την άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές. Στους εγχώριους παράγοντες που επέδρασαν θετικά συγκαταλέγονται μεταξύ άλλων η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας και η έγκριση της πρώτης δόσης των μεσοπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του δημόσιου χρέους τον Απρίλιο του 2019. Επίσης, τον Απρίλιο επιβεβαιώθηκε η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος για το 2018 έναντι του στόχου, για τέταρτο συνεχές έτος. Ωστόσο, κύριος προσδιοριστικός παράγοντας της υπέρβασης ήταν η περικοπή των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις που δυσχέρανε τη μεσοπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας.

Εντούτοις, οι πρόσθετες επεκτατικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις που αποφασίστηκαν το Μάιο του 2019 υπονομεύουν την επίτευξη των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στόχων. Η διαφύλαξη του κύρους και της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής είναι μονόδρομος για την εδραίωση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Για την εκπλήρωση αυτού του σκοπού, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η διασφάλιση των έως τώρα δημοσιονομικών επιτευγμάτων. Στο πλαίσιο αυτό, η αναδιάταξη του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας για την εδραίωση υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης είναι αδήριτη ανάγκη.

Ι ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής διατηρήθηκε ελαφρώς επεκτατική και το 2018,

Διάγραμμα V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης υπολογίζεται βάσει μεθοδολογίας του Ευρωσυστήματος. Δεν περιλαμβάνεται η υποστήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό κλάδο.

όπως προσδιορίζεται από τη μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης (εξαιρουμένου του κόστους υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων) ως ποσοστού του δυνητικού ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, όπως και το 2017, η δημοσιονομική πολιτική δεν έδωσε την απαραίτητη ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα στο βαθμό που θα ήταν εφικτό, καθώς οδήγησε στην επίτευξη πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης σημαντικά υψηλότερου του στόχου της ενισχυμένης εποπτείας (βλ. Διάγραμμα V.1).

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 14.6.2019.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2015	2016	2017	2018
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	-5,6	0,5	0,7	1,1
– Κεντρική κυβέρνηση	-5,6	-0,9	-1,2	-1,1
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,0	1,4	1,9	2,2
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	-2,1	3,6	3,9	4,4
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας	0,5	3,8	4,1	4,3
Στόχος ενισχυμένης εποπτείας	-0,25	0,5	1,75	3,5

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και 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.

διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Απρίλιο του 2019, η γενική κυβέρνηση παρουσίασε πλεόνασμα το 2018 για τρίτο συναπτό έτος, το οποίο ανήλθε σε 1,1% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος ύψους 0,7% του ΑΕΠ το 2017 (βλ. Πίνακα V.1). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2018 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,4% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,9% του ΑΕΠ το 2017.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2018, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας,² διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,3% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα ύψους 3,5% του ΑΕΠ, αλλά και τον ετήσιο στόχο που είχε προσδιοριστεί στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019 για πλεόνασμα ύψους 3,98% του ΑΕΠ. Στην υπέρβαση του στόχου έναντι της Εισηγητικής Έκθεσης συνετέλεσε η υποεκτέλεση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και για δημόσιες επενδύσεις.

Ειδικότερα, η περικοπή των δημόσιων επενδύσεων αποτελεί μόνιμο παράγοντα υπέρβασης του ετήσιου στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα την τελευταία τριετία. Το γεγονός αυτό έχει συντελέσει αρνητικά στην αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας, καθώς η ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων επιφέρει ισχυρά πολλαπλασιαστικά οφέλη

στην οικονομία και διαμορφώνει εν πολλοίς την πορεία του δυνητικού προϊόντος (βλ. Πλαίσιο V.1).

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου τα τελευταία έτη, αν και συμβάλλει στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, ασκεί αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Και τούτο διότι η μεγαλύτερη από την απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή, η οποία μάλιστα συντελείται κυρίως με αύξηση των φόρων και υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, έχει ως αποτέλεσμα να αφαιρούνται σημαντικοί πόροι από την πραγματική οικονομία, ενώ ταυτόχρονα περιορίζεται η φοροδοτική ικανότητα των πολιτών.

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Μετά την ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος και την υπαγωγή της στο καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας τον Αύγουστο του 2018, η Ελλάδα εντάχθηκε στη Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών ως μέρος του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, το οποίο αποτελεί το μηχανισμό

² Με βάση τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2018 δεν υπολογίζονται ορισμένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων, η επίπτωση από την άμεση εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφών φόρων, μεταφορές εσόδων ANFA και SMP από την Τράπεζα της Ελλάδος και ορισμένες δαπάνες μεταναστευτικών ροών.

νισμό για την επίτευξη στενότερου συντονισμού των οικονομικών πολιτικών στο νέο πλαίσιο για την οικονομική διακυβέρνηση στη ζώνη του ευρώ όπως διαμορφώθηκε μετά την κρίση.³

Στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, δημοσιεύθηκε το Φεβρουάριο του 2019 η δεύτερη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.⁴ Η έκθεση αποτιμά την υλοποίηση των μεταμνημονιακών δεσμεύσεων που συνδέεται με την εφαρμογή των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους.⁵ Στην έκθεση εντοπίζονται εκκρεμότητες στην υλοποίηση των συμφωνημένων μεταρρυθμίσεων, οι οποίες αφορούσαν μεταξύ άλλων τις αποκρατικοποιήσεις, τη στελέχωση της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων και την εξυγίανση του τραπεζικού κλάδου. Στο διάστημα που ακολούθησε παρατηρήθηκε πρόοδος, η οποία αναγνωρίστηκε τον Απρίλιο του 2019 στην επικαιροποιημένη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,⁶ με βάση την οποία το Eurogroup ενέκρινε στις 5 Απριλίου 2019 την ενεργοποίηση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους συνολικής αξίας 970 εκατ. ευρώ.

Ωστόσο χρήζει ειδικής αναφοράς ο δημοσιονομικός κίνδυνος που ελλοχεύει για το 2019 αλλά και τα επόμενα έτη από την ενδεχόμενη γενική εφαρμογή των αποφάσεων του 2015 της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας. Σύμφωνα με αυτές τις αποφάσεις, αφού κρίθηκαν αντισυνταγματικές οι περικοπές των συντάξεων και η κατάργηση των δώρων των συνταξιούχων που νομοθετήθηκαν το 2012,⁷ παραμένει ανοικτό το ενδεχόμενο αύξησης της συνταξιοδοτικής δαπάνης, ενδεχομένως μάλιστα με αναδρομική ισχύ. Παράλληλα εκκρεμεί η δικαστική απόφαση σχετικά με τη συνταγματικότητα της συνταξιοδοτικής μεταρρύθμισης του 2016, η οποία θα μπορούσε να ενισχύσει τον κίνδυνο δημοσιονομικού εκτροχιασμού.

Η αβεβαιότητα γύρω από τη μερική εφαρμογή των μέτρων της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης και την πιθανή ανατροπή προνομοθετημένων περικοπών στις συντάξεις κατόπιν των αποφάσεων του Συμβουλίου της Επικρατείας απο-

τελεί κίνδυνο για τη δημοσιονομική ισορροπία, με δυσμενείς συνέπειες για τη δυνατότητα εκπλήρωσης των δημοσιονομικών υποχρεώσεων της χώρας που προκύπτουν από την είσοδό της στη νέα ευρωπαϊκή κανονικότητα.

Οι κίνδυνοι αυτοί επισημάνθηκαν τόσο από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις εκθέσεις της στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, όσο και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) στην πρώτη έκθεσή του μετά το τέλος του προγράμματος, το Μάρτιο του 2019.⁸ Για την αντιμετώπιση αυτών των κινδύνων, το ΔΝΤ προτείνει μεταξύ άλλων την αλλαγή του τρέχοντος δημοσιονομικού μίγματος με μείωση των φορολογικών συντελεστών, διεύρυνση της φορολογικής βάσης, αύξηση των δημόσιων επενδύσεων και καλύτερη στόχευση των κοινωνικών δαπανών.

Επιπρόσθετοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι, όπως επισημαίνονται στις εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, είναι η αδυναμία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της, η παραβίαση του κανόνα προσλήψεων στο Δημόσιο και η αβεβαιότητα αναφορικά με την υλοποίηση των προνομοθετημένων φορολογικών μέτρων για το 2020.

Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διαπίστωσε την ύπαρξη μακροοικονομικών ανισορροπιών, οι οποίες σχετίζονται με το υψηλό επίπεδο του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, την αρνητική καθαρή επενδυτική θέση της χώρας, το ύψος του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το υψηλό ποσο-

³ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018, Απρίλιος 2019, Ειδικό θέμα V.1.

⁴ Βλ. European Commission (2019), Enhanced Surveillance Report, Greece, *Institutional Paper 099*, Φεβρουάριος.

⁵ Συγκεκριμένα, τα μέτρα αφορούν την κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα, καθώς και την επιστροφή των επιλέξιμων κερδών από τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών της ευρωζώνης στα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP.

⁶ Βλ. European Commission (2019), Communication from the Commission, Enhanced Surveillance – Greece, April 2019.

⁷ Συγκεκριμένα, οι περικοπές επί των συντάξεων, καθώς και η κατάργηση των δώρων Χριστουγέννων και Πάσχα και του επιδόματος αδείας βάσει των νόμων 4051/2012 και 4093/2012.

⁸ Βλ. International Monetary Fund (2019), Greece, First Post-Program Monitoring Discussions, Country Report No.19/73, March 2019.

στό ανεργίας και τους χαμηλούς ρυθμούς δυνητικής μεγέθυνσης και παραγωγικότητας.

Τον Απρίλιο του 2019, με το ν. 4607/2019⁹ ψηφίστηκαν ρυθμίσεις για την καταπολέμηση της φοροαποφυγής, οι οποίες τροποποιούν τις καταχρηστικές φορολογικές πρακτικές ή “τεχνητές διευθετήσεις”, τον περιορισμό των φορολογικά εκπεστέων τόκων δανείων και τις “ελεγχόμενες αλλοδαπές εταιρείες”. Το Μάιο με το ν. 4613/2019¹⁰ επαναπροσδιορίστηκε το ύψος της μείωσης του ΕΝΦΙΑ για ακίνητη περιουσία φυσικών προσώπων άνω των 60.000 ευρώ. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι στην περίπτωση που το ποσό της προβλεπόμενης μείωσης κατά 30% είναι μικρότερο ή ίσο με 100 ευρώ, αυτή θα λαμβάνεται ολόκληρη, ενώ παράλληλα αυξάνεται ο αριθμός των υποχρέων που θα λάβουν τη μείωση, αφού στην αξία της ακίνητης περιουσίας που λαμβάνεται υπόψη για τη χορήγησή της δεν συνυπολογίζεται η αξία των γηπέδων εκτός σχεδίου πόλης ή οικισμού.

Επιπλέον, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου κατατέθηκαν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 2019 το Εθνικό Πρόγραμμα Μεταρρυθμίσεων 2019 και το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019. Το Εθνικό Πρόγραμμα Μεταρρυθμίσεων περιγράφει τις πολιτικές για την αντιμετώπιση των μακροοικονομικών ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας που διαπιστώθηκαν στις εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Στο Πρόγραμμα Σταθερότητας καθορίζονται οι μεσοπρόθεσμοι δημοσιονομικοί στόχοι,¹¹ οι οποίοι πρέπει να είναι συμβατοί με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας. Ειδικότερα, το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019 προβλέπει την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας, ύψους 4,1% του ΑΕΠ το 2019, 3,9% του ΑΕΠ το 2020, 4,1% του ΑΕΠ το 2021 και 4,6% του ΑΕΠ το 2022. Τα προβλεπόμενα αποτελέσματα υπερβαίνουν το στόχο της ενισχυμένης εποπτείας για επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 3,5% του ΑΕΠ κατ' έτος. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται σε μακροοικονομικές υποθέσεις για επίτευξη ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης 2,3% τα έτη 2019 και 2020 (έναντι 2,5% για το 2019 στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019), 2,1% το 2021 και 2,0% το 2022, και ενσωματώνουν νέες επεκτατικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις από την πλευρά των φορολογικών εσόδων μόνιμου χαρακτήρα ύψους περίπου 0,4% του ΑΕΠ το 2020, οι οποίες όμως δεν εξειδικεύονται. Τέλος, περιλαμβάνονται επικαιροποιημένες εκτιμήσεις για την εξέλιξη των δαπανών γήρανσης, λαμβάνοντας υπόψη τη μη περικοπή των συντάξεων το 2019. Η αναθεωρημένη συνταξιοδοτική δαπάνη είναι υψηλότερη σε σχέση με τις εκτιμήσεις του 2018 Ageing Report της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την περίοδο 2020-2070, διασφαλίζεται όμως η μακροχρόνια βιωσιμότητα του συστήματος.

Εντούτοις, σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το Μάιο του 2019,¹² προβλεπόταν η επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου για την περίοδο 2019-2020, αλλά χωρίς δημοσιονομικό περιθώριο, υπό την προϋπόθεση της πλήρους εκτέλεσης του σκέλους των δαπανών του προϋπολογισμού.

Κατά την αξιολόγηση των δύο προγραμμαμάτων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισηγήθηκε την έκδοση σύστασης του Συμβουλίου¹³ για τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, με έμφαση στις επενδύσεις σε νευραλγικούς τομείς, όπως μεταξύ άλλων οι μεταφορές, οι

9 “Ι. Κύρωση της Συμφωνίας για την Ασιατική Τράπεζα Υποδομών και Επενδύσεων, ΙΙ. Εναρμόνιση του Κώδικα Φ.Π.Α. με την Οδηγία (ΕΕ) 2016/1065, ΙΙΙ. Ενσωμάτωση των σημείων 1, 2, 4 και 5 του άρθρου 2 και των άρθρων 4, 6, 7 και 8 της Οδηγίας 1164/2016, ΙV. Τροποποίηση του ν. 2971/2001 και άλλες διατάξεις.”

10 “Κύρωση της σύμβασης δωρεάς μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου, του Γενικού Νοσοκομείου Παιδών Πεντέλης και των συνεκτελεστών της διαθήκης της Ελισάβετ Παπαγιαννοπούλου και άλλες διατάξεις.”

11 Ο μεσοπρόθεσμος δημοσιονομικός στόχος (Medium-Term Budgetary Objective, or MTO), όπως ορίζεται από τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1466/97 του Συμβουλίου, εκφράζεται ως το διαρθρωτικά προσαρμοσμένο αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, το οποίο απομονώνει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα από την επίδραση του κύκλου καθώς και των έκτακτων παραγόντων. Για την Ελλάδα, το κατώτατο όριο για το διαρθρωτικό αποτέλεσμα ορίστηκε για πρώτη φορά μετά την έξοδο της από το πρόγραμμα στήριξης σε 0,25% του ΑΕΠ για την περίοδο 2020-2022.

12 Βλ. European Commission (2019), European Economic Forecast, Spring 2019, *Institutional Paper 102*, May.

13 Βλ. European Commission, Recommendation for a Council Recommendation on the 2019 National Reform Programme of Greece and delivering a Council opinion on the 2019 Stability Programme of Greece, 5.6.2019.

ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, η έρευνα και ανάπτυξη, η εκπαίδευση, η υγεία, η ανάπτυξη δεξιοτήτων και ο ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας και της κοινωνίας.

Με βάση το δημοσιονομικό χώρο που προβλέπεται για το 2019 στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019, ψηφίστηκε το Μάιο σειρά επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων ύψους περίπου 0,7% του ΑΕΠ.¹⁴ Παράλληλα, διατυπώθηκε η πρόθεση της κυβέρνησης να μειώσει το στόχο του πρωτογενούς αποτελέσματος από το 2020 σε 2,5% του ΑΕΠ.

Ειδικότερα, το Μάιο ψηφίστηκε ο ν. 4611/2019,¹⁵ ο οποίος, μεταξύ άλλων, προβλέπει: (α) τη δυνατότητα ρύθμισης οφειλών που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες έως και την 31.12.2018 προς τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, τη φορολογική διοίκηση και τους ΟΤΑ α' βαθμού σε έως και 120 μηνιαίες δόσεις, καθώς και απαλλαγές από τις προσαυξήσεις και τους τόκους εκπρόθεσμης καταβολής, (β) ευνοϊκές ρυθμίσεις για τους δικαιούχους σύνταξης λόγω θανάτου, (γ) τη χορήγηση 13ης σύνταξης στους δικαιούχους κύριας σύνταξης λόγω γήρατος, αναπηρίας και θανάτου, από το έτος 2019 και για κάθε επόμενο έτος, η οποία υπολογίζεται ως ποσοστό επί της ακαθάριστης μηνιαίας κύριας σύνταξης (ή το άθροισμα αυτών αν υπάρχουν περισσότερες από μία), εξαρτάται από το ύψος της ακαθάριστης σύνταξης και κυμαίνεται από 30% για συντάξεις άνω των 1.000 ευρώ έως και 100% για συντάξεις κάτω των 500 ευρώ, (δ) τη μετάταξη σε μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ 13% από 24% που ισχύει σήμερα βασικών ειδών διατροφής και υπηρεσιών εστίασης (με εξαίρεση τη διάθεση αλκοολούχων και μη αλκοολούχων ποτών, χυμών και ροφημάτων), καθώς και τη μείωση σε 6% από 13% του συντελεστή του φόρου για την ηλεκτρική ενέργεια, το φυσικό αέριο και την τηλεθέρμανση, (ε) την απόδοση από τις φαρμακευτικές εταιρίες στον ΕΟΠΥΥ σε έως και 120 συνεχείς μηνιαίες δόσεις ποσοστιαίας επιστροφής (rebate) 4% επί της πραγματικής φαρμακευτικής δαπάνης που εισέπραξαν από τους ΟΚΑ και ΟΠΑΔ κατά τα έτη 2006-2008.

Αξίζει να σημειωθεί, όπως έχει άλλωστε επισημανθεί και σε παλαιότερες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ότι η επαναλαμβανόμενη πρακτική της παροχής δυνατότητας ρύθμισης ληξιπρόθεσμων φορολογικών οφειλών ενσωματώνεται στις προσδοκίες των φορολογουμένων για μελλοντική νέα ευνοϊκότερη ρύθμιση, υπονομεύοντας με αυτόν τον τρόπο τη φορολογική συμμόρφωση εις βάρος των συνεπών φορολογουμένων, με αποτέλεσμα να ακυρώνονται σε μεγάλο βαθμό οι θετικές επιδράσεις, τόσο για το Δημόσιο όσο και για τους οφειλότες.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει επανειλημμένως επιχειρηματολογήσει για την ανάγκη μείωσης των φορολογικών συντελεστών και τη χρησιμότητα επανεξέτασης σε συμφωνία με τους θεσμούς του στόχου για το πρωτογενές αποτέλεσμα. Οι προτεινόμενες αλλαγές πρέπει όμως να ενταχθούν σε ένα συνολικό οικονομικό σχεδιασμό, με πρωταρχικό στόχο την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και την καταγραφή υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης.

Και αυτό διότι η ανακοίνωση και λήψη επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων μόνιμου χαρακτήρα, τα οποία δεν αποτελούν μέρος ενός ολιστικού σχεδιασμού οικονομικής πολιτικής αλλά βασίζονται στην προεξόφληση της υπέρβασης του δημοσιονομικού αποτελέσματος, την οποία όμως δεν επιβεβαιώνουν τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία του τετραμήνου, αυξάνει την οικονομική αβεβαιότητα και προκαλεί βλάβη στη μεσοπρόθεσμη ανάπτυξιακή δυναμική της οικονομίας.

Τον Ιούνιο δημοσιεύθηκε η τρίτη έκθεση αξιολόγησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής¹⁶ στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας. Η έκθεση εντοπίζει την απόκλιση του προβλεπόμενου πρω-

¹⁴ Όπως αποτιμώνται στην Έκθεση του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους που συνοδεύει το ν.4611/2019.

¹⁵ "Ρύθμιση οφειλών προς τους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης, τη Φορολογική Διοίκηση και τους ΟΤΑ α' βαθμού, Συνταξιοδοτικές Ρυθμίσεις Δημοσίου και λοιπές ασφαλιστικές και συνταξιοδοτικές διατάξεις, ενίσχυση της προστασίας των εργαζομένων και άλλες διατάξεις."

¹⁶ Βλ. European Commission (2019), Enhanced Surveillance Report, Greece, Institutional Paper 103, Ιούνιος.



τογενούς αποτελέσματος ανάμεσα στην εαρινή πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και σε αυτήν που περιλαμβάνει το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019 (3,6% του ΑΕΠ έναντι 4,1% του ΑΕΠ) κατά ένα μικρό μέρος στην περισσότερη αισιόδοξη μακροοικονομική πρόβλεψη του Προγράμματος Σταθερότητας (0,1%), αλλά κυρίως στη διαφορετική προσέγγιση όσον αφορά τη χρήση των επενδυτικών πόρων του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) (0,3% του ΑΕΠ). Συγκεκριμένα, η έκθεση αναφέρει ότι το Πρόγραμμα Σταθερότητας προϋποθέτει τη μεταβίβαση πόρων που προορίζονται για επενδύσεις μεταξύ των φορέων της γενικής κυβέρνησης, χωρίς όμως οι πόροι αυτοί να δαπανώνται τελικά για επενδύσεις σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης. Ως εκ τούτου, ο προβλεπόμενος στο Πρόγραμμα Σταθερότητας δημοσιονομικός χώρος το 2019 προκύπτει, σύμφωνα με την έκθεση, από την υποεκτέλεση των δημόσιων επενδύσεων σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης. Αντίθετα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προϋποθέτει την πλήρη εκτέλεση του σκέλους των εν λόγω δαπανών και, στην περίπτωση αυτή, τα νέα μέτρα θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου το 2019 και τα επόμενα έτη.

Παράλληλα, η έκθεση κρίνει ότι οι πρόσθετες επεκτατικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις του Μαΐου προκαλούν ανησυχία ως προς την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και την αποτελεσματικότερη στόχευση των κοινωνικών δαπανών.

Όσον αφορά την πορεία υλοποίησης των δημοσιονομικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η έκθεση εντοπίζει καθυστερήσεις μεταξύ άλλων στην πρόοδο των αποκρατικοποιήσεων, την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών και την αναμόρφωση του συστήματος κοινωνικής πρόνοιας, ενώ αναγνωρίζει πρόοδο στην υλοποίηση του ενιαίου λογιστικού σχεδίου για τους φορείς της γενικής κυβέρνησης και σε μεταρρυθμίσεις φορολογικού χαρακτήρα.

Μετά τις ευρωεκλογές στο τέλος Μαΐου ψηφίστηκε στις 7 Ιουνίου¹⁷ η κατάργηση της νομο-

θετημένης μείωσης του αφορολόγητου ορίου στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων (ΦΕΦΠ) από το 2020, με μόνιμη απώλεια εσόδων ύψους 1,0% του ΑΕΠ, η κατάργηση της αντισταθμιστικής μείωσης του συντελεστή ΦΕΦΠ και της εισφοράς αλληλεγγύης, με μόνιμη αύξηση εσόδων ύψους 0,6% του ΑΕΠ το 2020 και 0,8% του ΑΕΠ το 2021 και η κατάργηση της αντισταθμιστικής μείωσης του ΕΝΦΙΑ από το 2020 με μόνιμη αύξηση εσόδων ύψους 0,1% του ΑΕΠ. Η ρύθμιση αυτή προκαλεί επιπλέον δημοσιονομικούς κινδύνους για το 2020 και το 2021.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2019

Με τη θετική αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας τον Απρίλιο 2019 ενεργοποιήθηκαν τα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους που αφορούν την κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα, καθώς και την επιστροφή των επιλέξιμων κερδών από τα ομόλογα που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών της ευρωζώνης στα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP, ύψους περίπου 970 εκατ. ευρώ. Στο πλαίσιο αυτό, το Ελληνικό Δημόσιο εισέπραξε το Μάιο του 2019 το ποσό των 644 εκατ. ευρώ που αφορούν στη δόση ANFA και SMP του πρώτου εξαμήνου του 2018, καθώς και 103 εκατ. ευρώ ως επιστροφή του περιθωρίου επιτοκίου που είχε καταβληθεί το πρώτο εξάμηνο του 2018. Τα υπόλοιπα 226 εκατ. ευρώ αφορούν τη συνολική εξοικονόμηση από την κατάργηση του εν λόγω περιθωρίου επιτοκίου το 2019.

Επακόλουθο τόσο της ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας όσο και της θετικής αξιολόγησης των επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας ήταν η σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων το πρώτο τετράμηνο του έτους. Συγκεκριμένα, η από-

¹⁷ Ν. 4618/2019, "Κύρωση των επιμέρους συμβάσεων για τα έργα V και VI της από 06.09.2018 Σύμβασης Δωρεάς μεταξύ του Ιδρύματος "Κοινοφελές Ίδρυμα Σταύρος Σ. Νιάρχος" και του Ελληνικού Δημοσίου για την ενίσχυση και αναβάθμιση των υποδομών στον τομέα της Υγείας και άλλες διατάξεις".

δοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου περιορίστηκε σε 3,2% στις 30 Απριλίου 2019 έναντι 4,5% στην αρχή του έτους. Η θετική εξέλιξη στην αγορά του ελληνικού κρατικού χρέους διευκόλυνε το Ελληνικό Δημόσιο στην άντληση από τις αγορές 2,5 δισεκ. ευρώ το Φεβρουάριο του 2019 μέσω έκδοσης 5ετούς ομολόγου με απόδοση 3,6%, και επιπλέον 2,5 δισεκ. ευρώ το Μάρτιο του 2019 μέσω έκδοσης ομολόγου 10ετούς διάρκειας με απόδοση 3,9%. Τις θετικές αυτές εξελίξεις ακολούθησε η αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τον οίκο DBRS στις αρχές Μαΐου.

Στο πλαίσιο της ευνοϊκής συγκυρίας, στις 2 Μαΐου δόθηκε έγκριση από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για την πρόωγη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ ύψους 3,7 δισεκ. ευρώ. Υπό την προϋπόθεση της αντίστοιχης έγκρισης των χωρών-μελών της ευρωζώνης, η πρόωγη αποπληρωμή μέρους του δανείου θα επιφέρει μείωση των δαπανών για τόκους και θα αποτελέσει ένα θετικό μήνυμα προς τις αγορές για τη βιωσιμότητα του χρέους.

Εντούτοις, τα νέα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα για το 2019 και το 2020 που ανακοινώθηκαν το Μάιο προκάλεσαν αντιστροφή της καθοδικής πορείας των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων. Η άμεση ψήφιση των πρόσθετων μόνιμων επεκτατικών μέτρων για το 2019, ύψους 0,7% του ΑΕΠ, δημιούργησε αβεβαιότητα ως προς την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων το 2019 και εφεξής. Οι εξελίξεις στο εγχώριο περιβάλλον συνδυάστηκαν με αναταραχή στο διεθνές επενδυτικό περιβάλλον και μετρίασαν τη θετική δυναμική που είχε δημιουργηθεί το πρώτο τετράμηνο του έτους. Ως εκ τούτου, δεν επιχειρήθηκε νέα έξοδος στις διεθνείς αγορές, ενώ εντάθηκε η αβεβαιότητα τόσο ως προς την ολοκλήρωση της διαδικασίας έγκρισης του αιτήματος για πρόωγη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ από τις χώρες-μέλη της ευρωζώνης όσο και προς την έκβαση της επερχόμενης αξιολόγησης στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας.

Το αποτέλεσμα των ευρωεκλογών στο τέλος Μαΐου του 2019 και η προσφυγή σε πρόωρες εθνικές εκλογές αμέσως μετά επέφεραν ραγδαία βελτίωση στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου. Ωστόσο, η διαφορά απόδοσης των ελληνικών ομολόγων σε σχέση με την απόδοση των γερμανικών τίτλων (spread), αν και μειώθηκε, παραμένει η υψηλότερη και με μεγάλη απόσταση έναντι των περισσότερων χωρών της ευρωζώνης.

Για το 2019, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα διαθέσιμα μέχρι σήμερα δημοσιονομικά στοιχεία και υπό την προϋπόθεση της πλήρους εκτέλεσης του σκέλους των δαπανών του προϋπολογισμού, προκύπτει δημοσιονομικό κενό ύψους 0,6% του ΑΕΠ. Ειδικότερα, για το 2019 η πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος με τα μέχρι τώρα διαθέσιμα στοιχεία είναι πρωτογενές πλεόνασμα 2,9% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ.

Στην ίδια κατεύθυνση εξάλλου κινείται και η πρόβλεψη του ΟΟΣΑ για την Ελλάδα,¹⁸ σύμφωνα με την οποία το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019, συνυπολογίζοντας τις νέες παρεμβάσεις, προβλέπεται οριακά πλεονασματικό, γεγονός που παραπέμπει σε δημοσιονομικό κενό σε όρους ενισχυμένης εποπτείας.

Τα διαθέσιμα στοιχεία εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) το πρώτο τετράμηνο του 2019 παρουσιάζουν μεγάλη υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του στόχου περιόδου. Εντούτοις, το μεγαλύτερο τμήμα της υπέρβασης οφείλεται στη χρονική απόκλιση μεταξύ πραγματοποιήσεων και προβλέψεων του προϋπολογισμού (έσοδα αποκρατικοποιήσεων και αναδρομικά για τα ειδικά μισθολόγια) και δεν θα επηρεάσει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019 σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας. Κατά τα λοιπά, τα στοιχεία δείχνουν ότι η εκτέλεση του ΚΠ κινείται ελαφρώς καλύτερα από τον ετήσιο στόχο όπως είχε προσδιοριστεί στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2019. Παράλληλα, τα στοιχεία

¹⁸ Βλ. OECD, Economic Outlook, May 2019.

για το σύνολο της γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση για το πρώτο τετράμηνο του έτους εμφανίζουν επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου κατά 0,4% του ΑΕΠ.¹⁹ Η επιδείνωση διευρύνεται σε 1,1% του ΑΕΠ εάν συνυπολογιστούν τα στοιχεία εσόδων και δαπανών που δεν θα επηρεάσουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας (βλ. ενότητα 2.1 παρακάτω). Σε συνδυασμό με την προς τα κάτω αναθεώρηση της πρόβλεψης για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το 2019 στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019 έναντι της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2019 (2,3% έναντι 2,5%), τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία και με προϋπόθεση την πλήρη εκτέλεση του σκέλους των δαπανών του Προϋπολογισμού δεν δικαιολογούν την προσδοκία για υπέρβαση του ετήσιου στόχου της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού για πρωτογενές πλεόνασμα σε όρους ενισχυμένης εποπτείας ύψους 3,6% του ΑΕΠ το 2019.

Επιπλέον, το απόθεμα των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων) αυξήθηκε κατά 342 εκατ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του έτους έναντι του 2018 και διαμορφώθηκε σε 2,4 δισεκ. ευρώ στο τέλος Απριλίου του 2019. Παράλληλα, το σύνολο των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορολογουμένων προς το Δημόσιο διατηρήθηκε στα 104,3 δισεκ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του έτους. Δεδομένης της χαμηλής εισπραξιμότητας του παλαιού χρέους,²⁰ οι φοροεισπρακτικές αρχές θα πρέπει να συνεχίσουν και να εντείνουν τις προσπάθειές τους τουλάχιστον για την είσπραξη των νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών. Προς την κατεύθυνση αυτή θα συνέβαλλαν τόσο η πλήρης εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της όσο και η αποφυγή δημιουργίας νέων οφειλών.

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η εδραίωση της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής

οικονομίας θεωρείται ο πλέον κρίσιμος παράγοντας για τη διατηρήσιμη επάνοδο στην κανονικότητα. Η διαφύλαξη του κύρους και της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής αποτελεί μονόδρομο. Για την ενίσχυση αυτού του σκοπού, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η διατήρηση των έως τώρα δημοσιονομικών επιτευγμάτων.

Υπό το πρίσμα αυτό, επιτακτική κρίνεται η ανάγκη αναδιάρθρωσης του δημοσιονομικού μίγματος προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας με διατηρήσιμα αποτελέσματα. Η ανακατανομή της δημόσιας δαπάνης προς εκείνες τις κατηγορίες που επιφέρουν μόνιμο αναπτυξιακό αποτέλεσμα, όπως είναι οι δημόσιες επενδύσεις, θεωρείται αναγκαία.

Ειδικότερα, είναι απαραίτητο να ενταθούν οι προσπάθειες καταπολέμησης της παραοικονομίας, της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας, ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και να δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για τη μείωση των φορολογικών συντελεστών, η οποία θα τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και θα επιταχύνει την ανάπτυξη. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών, σε συνδυασμό με την ενδυνάμωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, ο εξορθολογισμός και η καλύτερη στόχευση των δαπανών ώστε να διοχετεύονται οι πόροι σε τομείς με πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, καθώς και η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας θεωρούνται πρωταρχικοί στόχοι για την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων που θα τροφοδοτήσουν έναν ενάρετο κύκλο ανάπτυξης.

Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να συμβάλλουν δράσεις σχετικές με: (α) την ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών ως μέσου περιορισμού της φοροδιαφυγής και βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης,

¹⁹ Βλ. ΓΛΚ, Δελτίο Μηνιαίων Στοιχείων Γενικής Κυβέρνησης, Απρίλιος 2019.

²⁰ Σύμφωνα με την Έκθεση Απολογισμού της ΑΑΔΕ για το 2018, μόνο το 8,1% του συνόλου των ληξιπρόθεσμων οφειλών θεωρείται εισπραξιμο.

(β) την εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων, (γ) την άμεση εφαρμογή του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, (δ) την επέκταση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση, (ε) την ταχύτερη απορρόφηση των κοινοτικών πόρων στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ 2014-2020, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων, (στ) την κατάλληλη νομοθεσία για τις χρήσεις γης και την ολοκλήρωση της κτηματογράφησης, (ζ) την υιοθέτηση πολιτικών που ενθαρρύνουν την έρευνα και την καινοτομία,²¹ διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και ενισχύουν την επιχειρηματικότητα και (η) την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Κράτους.

2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ 2019

2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε επιδείνωση, καταγράφοντας έλλειμμα 0,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Επίσης, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε επιδείνωση, κατά 0,4 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

Στο πρωτογενές αποτέλεσμα περιλαμβάνονται στοιχεία εσόδων και δαπανών που δεν θα επηρεάσουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας. Αυτά αφορούν τα έσοδα ANFA/SMP από την Τράπεζα της Ελλάδος, ορισμένα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις και την καταβολή των αναδρομικών αποδοχών στους δημόσιους υπαλλήλους που αμείβονται με ειδικά μισθολόγια που δεν ολοκληρώθηκε εντός του 2018. Επιπλέον, το δημοσιονομικό αποτέλε-

σμα σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας θα επηρεαστεί από τη μεταβολή των ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ. Λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες αυτούς, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσιάζει επιδείνωση ύψους 1,1 ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ στο τετράμηνο του 2019 έναντι της αντίστοιχης περιόδου.

Τα συνολικά έσοδα της ΓΚ παρουσίασαν αύξηση στο τετράμηνο (2,4%), που οφείλεται σε αυξημένα έσοδα από έμμεσους φόρους και από λοιπά έσοδα, λόγω εσόδων αποκρατικοποιήσεων από την επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ύψους 1,2 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 272 εκατ. ευρώ καταγράφηκαν ως ΦΠΑ), τα οποία όμως δεν θα επηρεάσουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019 σε όρους ενισχυμένης εποπτείας. Αντίθετα, μειωμένα ήταν τα έσοδα από άμεσους φόρους, λόγω κυρίως της καταβολής μικρότερου μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος (κατά 261 εκατ. ευρώ). Οι πρωτογενείς δαπάνες της Γ.Κ. παρουσίασαν αύξηση (6,1%), που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των μεταβιβάσεων (51,1%) λόγω της καταβολής αναδρομικών στους υπαλλήλους που αμείβονται με ειδικά μισθολόγια, η οποία όμως δεν θα επηρεάσει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019 σε όρους ενισχυμένης εποπτείας, στην αύξηση των αγορών μη χρηματοοικονομικών παγίων και στις αυξημένες δαπάνες για κοινωνικά επιδόματα.

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου το 2018, το απόθεμά τους (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων και μη συμπεριλαμβανομένων των εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης) αυξήθηκε στο τετράμηνο του 2019 κατά 342 εκατ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου 2018 και διαμορφώθηκε σε 2,4 δισεκ. ευρώ στο τέλος Απριλίου του 2019.

²¹ Βλ. Αλμπάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2018), “Έρευνα και Καινοτομία στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο Νο 46.

Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού¹

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος- Απρίλιος			Ετήσια στοιχεία		
	2018 Πραγμ.	2019* Πραγμ.	% Μεταβολή 2019/18	2018 Πραγμ.	2019 Προϋπ./σμός	% Μεταβολή 2019/18
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	15.387	15.956	3,7	51.793	53.022	2,4
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII)	16.746	17.147	2,4	57.373	57.841	0,8
I. Φόροι	14.309	14.194	-0,8	51.263	51.127	-0,3
II. Κοινωνικές εισφορές	19	18	-5,3	65	58	-10,8
III. Μεταβιβάσεις	1.501	1.236	-17,7	2.779	4.049	45,7
IV. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	199	1.104	454,8	740	773	4,5
V. Λοιπά τρέχοντα έσοδα	713	594	-16,7	2.509	1.500	-40,2
εκ των οποίων: i. επιστροφές δαπανών για τόκους	0	0		5	0	
VI. Πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	5	2	-60,0	18	335	
VII. Πωλήσεις τιμαλφών	0	0		0	0	
β. Επιστροφές φόρων	1.358	1.191	-12,3	5.580	4.818	-13,7
Πληροφοριακά στοιχεία: Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων ²	1.093	893	-18,3	2.638	3.740	41,8
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII+IX+X+XI)	15.268	16.997	11,3	56.372	56.796	0,8
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	13.586	14.492	6,7	51.696	51.195	-1,0
I. Παροχές σε εργαζομένους	4.131	4.552	10,2	13.121	13.016	-0,8
II. Κοινωνικές παροχές	481	251	-47,8	1.978	246	-87,6
III. Μεταβιβάσεις	8.118	8.450	4,1	28.179	26.104	-7,4
IV. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	259	222	-14,3	1.532	1.324	-13,6
V. Επιδοτήσεις	12	82	583,3	75	150	100,0
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	1.681	2.504	49,0	4.676	5.600	19,8
VII. Λοιπές δαπάνες	10	26	160,0	32	51	59,4
VIII. Πιστώσεις υπό κατανομή (πλην ΠΔΕ) ³	0	0		0	2.937	
IX. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	71	23	-67,6	542	617	13,8
X. Αποκτήσεις τιμαλφών	0	0		0	0	
XI. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	504	886	75,8	6.237	6.750	8,2
3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)⁴	119	-1.041		-4.580	-3.774	
% του ΑΕΠ	0,1	-0,5		-2,5	-2,0	
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI-1.V.i)	1.800	1.463		91	1.826	
% του ΑΕΠ	1,0	0,8		0,0	0,9	

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού (Μηνιαία Δελτία).

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Η αποτύπωση των στοιχείων είναι σύμφωνη με τη νέα οικονομική ταξινόμηση (Π.Δ. 54/2018).

2 Τα έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) περιλαμβάνονται στις κατηγορίες "Μεταβιβάσεις" και "Λοιπά τρέχοντα έσοδα".

3 Οι πιστώσεις υπό κατανομή περιλαμβάνουν πρόβλεψη για πληρωμές εφάπαξ χρηματικών ποσών του νόμου 4575/2018 που δεν ολοκληρώθηκαν εντός του 2018.

4 Περιλαμβάνεται η επίπτωση του προγράμματος εξόφλησης υποχρεώσεων περελθόντων ετών και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης.

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για τις πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης από ειδική πίστωση, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 διοχετεύθηκαν 189 εκατ. ευρώ προς την πραγματική οικονομία μέσω της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών.

2.2 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 ο κρατικός προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε επιδεινωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου.²² Συγκεκριμένα, ο ΚΠ κατέγραψε έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,8% του ΑΕΠ, από 1,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στην αύξηση των πρωτογενών δαπανών (+6,7%), που εντοπίζεται πρωτίστως στις παροχές σε εργαζομένους, λόγω κυρίως της καταβολής των αναδρομικών στα ειδικά μισθολόγια που δεν ολοκληρώθηκαν εντός του 2018, στις δαπάνες επενδύσεων και στις μεταβιβάσεις.

Τόσο το συνολικό αποτέλεσμα όσο και το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασαν σημαντική υπέρβαση έναντι του στόχου περιόδου κατά 2,1 δισεκ. ευρώ ή 1,1% του ΑΕΠ. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος της υπέρβασης οφείλεται στη χρονική απόκλιση των πραγματοποιήσεων από τις προβλέψεις του προϋπολογισμού και δεν επηρεάζει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019 σε όρους ενισχυμένης εποπτείας. Πρόκειται για έσοδα αποκρατικοποιήσεων που εισπράχθηκαν το 2019 ενώ αναμένονταν το 2018, καθώς και για μικρότερες δαπάνες για τα αναδρομικά των ειδικών μισθολογίων τα οποία ενώ προϋπολογίστηκαν εξ ολοκλήρου το 2019, καταβλήθηκαν μερικώς το 2018. Λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες αυτούς, η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του μηνι-

αίου στόχου περιορίζεται σε περίπου 0,2% του ΑΕΠ και οφείλεται κυρίως στην υπέρβαση των εσόδων από ΦΠΑ και ΠΔΕ, καθώς και στη συγκράτηση των δαπανών για επενδύσεις.

2.3 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΕ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο τετράμηνο του 2019 παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,3% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ επιδεινώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,9% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Επιδείνωση παρουσίασαν ο τακτικός προϋπολογισμός (ΤΠ), λόγω αυξημένων πρωτογενών δαπανών και λιγότερο λόγω αυξημένων εσόδων, καθώς και το ΠΔΕ, λόγω αυξημένων δαπανών για επενδύσεις και μειωμένων εσόδων.

Αντίθετα, η μεταβολή των λοιπών λογαριασμών του Ελληνικού Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος (εκτός του λογαριασμού Νο 200 – “Ε.Δ. Συγκέντρωση Εισπράξεων και Πληρωμών”) είναι αυξημένη, λόγω εσόδων αποκρατικοποιήσεων από την επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών.

2.4 ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2018 αυξήθηκε σε απόλυτες τιμές σε 334.573 εκατ. ευρώ, από 317.485 εκατ. ευρώ, και ως ποσοστό του ΑΕΠ σε 181,1% του ΑΕΠ, από 176,2% του ΑΕΠ το 2017. Η αύξηση αυτή αντανάκλα πρωτίστως την εκταμίευση πόρων από τον ESM στο πλαίσιο του προγράμματος, αφενός για την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας ύψους 11,4 δισεκ. ευρώ, και αφετέρου για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ,

²² Βλ. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2019, ΓΛΚ.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2017	2018*	2018	2019*
Κρατικός προϋπολογισμός	-4.434	-4.205	-599	-1.158
% του ΑΕΠ	-2,5	-2,3	-0,3	-0,6
– Τακτικός προϋπολογισμός ³	-925 ⁴	-541 ⁵	-1.262 ⁶	-1.170 ⁷
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-3.510	-3.664	662	12

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) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, 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.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 289,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 614,2 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 1.014,8 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 3.182 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 289,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 614,2 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 258,6 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 457 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 271,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 353 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 955,4 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 20 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP).

ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ, καθώς και την άντληση 3 δισεκ. ευρώ από τις αγορές κεφαλαίων.

Παράλληλα, στη διάρκεια του 2018 και το α' τρίμηνο του 2019 αυξήθηκε σημαντικά το μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου, το οποίο στο τέλος Μαρτίου 2019 ανήλθε σε 91% του χρέους της κεντρικής διοίκησης ύψους 357,7 δισεκ. ευρώ.²³ Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα: (α) την ολοκλήρωση της εφαρμογής των βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που είχαν συμφωνηθεί το Δεκέμβριο του 2016, στο πλαίσιο των οποίων μετατράπηκε σε σταθερό επιτόκιο μέρος των δανείων του πρώτου και του δεύτερου προγράμματος, (β) την ενσωμάτωση των παραμέτρων κινδύνου του χαρτοφυλακίου του EFSF στο χαρτοφυλάκιο του ελληνικού δημόσιου χρέους και (γ) επιπλέον διαχειριστικές πράξεις, όπως η σύνταξη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίου (swap). Παρά τη βραχυπρόθεσμη αύξηση των δαπανών για τόκους, το αυξημένο ποσοστό των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου περιορίζει μεσοπρόθεσμα τον κίνδυνο επιτοκίου και εκτιμάται ότι συμβάλλει στη βελτίωση της

μακροχρόνιας βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Επιπλέον, στο πλαίσιο της υλοποίησης των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που συμφωνήθηκαν τον Ιούνιο του 2018, ο ESM μετέθεσε χρονικά κατά 10 έτη τη λήξη των επιλέξιμων δανείων που έχει χορηγήσει ο EFSF, αυξάνοντας τη μεσοσταθμική διάρκεια του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης σε 21,08 έτη στο τέλος Απριλίου, από 18,06 έτη στο τέλος Μαρτίου. Σε απόλυτες τιμές το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης ανήλθε σε 357,7 δισεκ. ευρώ στο τέλος Μαρτίου του 2019, από 358,9 δισεκ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου του 2018.

Στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019 προβλέπεται σταδιακή αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ κατά την περίοδο 2019-2022, υπό τη θετική επίδραση των προβλεπόμενων πρωτογενών πλεονασμάτων, της βελτιούμενης ανάκαμψης της οικονομίας, καθώς και της εξυπηρέτησης χρέους από τα ταμειακά διαθέσιμα.

²³ Βλ. ΓΛΚ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους 93, Μάρτιος 2019.

ΟΙ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΩΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Κύριοι παράγοντες της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας την τελευταία διετία ήταν η άνοδος των εξαγωγών και η ενίσχυση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών, η οποία υποστηρίχθηκε από την αύξηση της απασχόλησης. Μία από τις αιτίες των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ήταν η περικοπή των δημόσιων επενδύσεων, οι οποίες μειώθηκαν σημαντικά κατά τη μακρά περίοδο της δημοσιονομικής προσαρμογής, από 5,7% του ΑΕΠ το 2009 σε 4,4% το 2017 και 3,0% το 2018. Μάλιστα, η υπέρβαση του ετήσιου στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα την τελευταία τριετία ήταν αποτέλεσμα και της επαναλαμβανόμενης περικοπής του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης.¹

Το παρόν πλαίσιο επιχειρεί να αναδείξει την αναγκαιότητα της ενίσχυσης των δημόσιων επενδύσεων, οι οποίες αποφέρουν ισχυρά πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία και διαμορφώνουν εν πολλοίς την πορεία του δυνητικού προϊόντος. Προς το σκοπό αυτό: (α) παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά στοιχεία της εξέλιξης των επενδύσεων τα τελευταία χρόνια, (β) συζητούνται οι τρόποι με τους οποίους οι δημόσιες επενδύσεις παράγουν προστιθέμενη αξία και (γ) χρησιμοποιώντας το δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος επιχειρείται η ποσοτική διερεύνηση των επιδράσεων μιας αύξησης των δημόσιων επενδύσεων στα κύρια μακροοικονομικά μεγέθη.

Χαρακτηριστικά στοιχεία της εξέλιξης των επενδύσεων

Το 2007 ήταν το τελευταίο έτος αύξησης των συνολικών επενδύσεων ως ποσοστού του ΑΕΠ.² Μεταξύ 2008 και 2018 η ελληνική οικονομία κατέγραψε τον υψηλότερο ρυθμό μείωσης της συνολικής επενδυτικής δαπάνης (13 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ) μεταξύ των 28 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η μείωση αυτή προσδιορίστηκε από τη δραματική πτώση τόσο των ιδιωτικών όσο και των δημόσιων επενδύσεων, κατά 10 και 3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η πρώτη ήταν το επακόλουθο της μακράς περιόδου ύφεσης, ενώ η δεύτερη οφείλεται στην υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων.

Ιδιαίτερα ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι όχι μόνο καταγράφηκε μείωση της επενδυτικής δαπάνης, αλλά και η ροή νέων επενδύσεων ήταν κάθε χρόνο μικρότερη από τις αποσβέσεις άγειου κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, παρατηρήθηκε έντονη αποεπένδυση, η οποία επέφερε μείωση της ποσότητας και χειροτέρευση της ποιότητας του αποθέματος φυσικού κεφαλαίου της χώρας. Συνεπώς, η εργασία συνδυάστηκε με μικρότερο και χαμηλότερης ποιότητας φυσικό κεφάλαιο, με αποτέλεσμα να μειωθούν η παραγωγικότητα της εργασίας και η συνολική παραγωγικότητα, βλάπτοντας την ανταγωνιστικότητα της εθνικής οικονομίας και το ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος.

Ειδικότερα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, από το 2011, δηλαδή ένα έτος μετά την υπαγωγή της χώρας σε καθεστώς μνημονίου, οι καθαρές επενδύσεις λαμβάνουν συνεχώς αρνητικές τιμές. Η σωρευτική μείωση για την περίοδο 2011-2017 ανήλθε σε 69,3 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές 2010 ή 1/3 του ΑΕΠ του έτους 2010. Δεδομένων των χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης την τελευταία διετία, του αρνητικού ποσοστού αποταμίευσης στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, του μεγάλου αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των

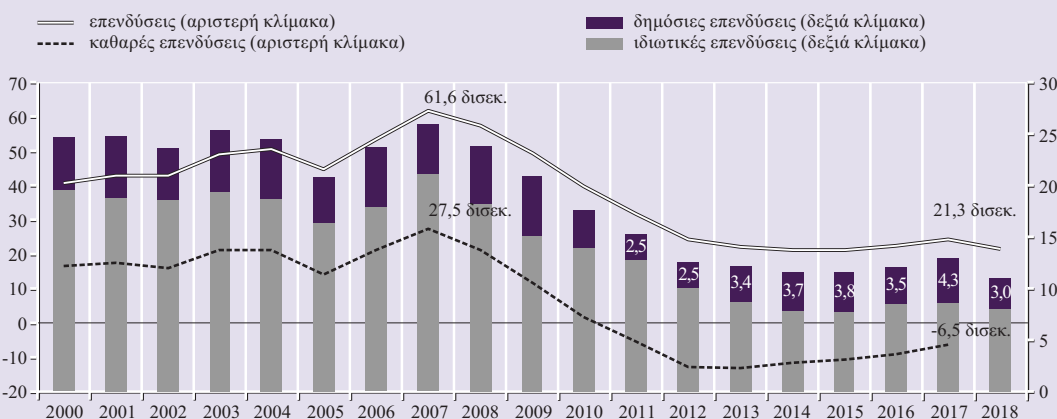
¹ Βλ. European Commission (2019), "Box 3.1: Under-execution of spending ceilings in 2018", Enhanced Surveillance Report – Greece, Institutional Paper 103, Ιούνιος, σελ. 26-27.

² Για μια παρουσίαση της εξελικτικής πορείας του κεφαλαιακού αποθέματος της χώρας, βλ. Πλαίσιο IV.1 στην παρούσα έκθεση.

Διάγραμμα Α Επενδύσεις στην Ελλάδα 2000-2018

(δισεκ. ευρώ, σταθερές τιμές 2010)

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Επενδύσεις = ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου. Καθαρές επενδύσεις = επενδύσεις μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων πάγιου κεφαλαίου.

τραπεζών και της βραδείας προσέλκυσης ξένων παραγωγικών επενδύσεων λόγω της χαμηλής διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, οι επενδυτικές προοπτικές του ιδιωτικού τομέα και οι δυνατότητες χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων φαίνονται στο άμεσο μέλλον περιορισμένες. Για την εδραίωση όμως της αναπτυξιακής δυναμικής τα αμέσως επόμενα έτη, η ταχεία ανάκαμψη της επενδυτικής δαπάνης αποτελεί βασική προϋπόθεση. Δεδομένου του μεγάλου επενδυτικού κενού, η ενίσχυση του αναπτυξιακού ρόλου των δημόσιων επενδύσεων έχει πρωταρχική σημασία. Μάλιστα, η μικρή απορροφητικότητα των κοινοτικών χρηματοδοτικών πόρων από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης και το Ταμείο Συνοχής, που παρατηρήθηκε το 2018 μετά από μια περίοδο υψηλής απορροφητικότητας, συνδέεται πρωτίτως με την υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων.³ Δημιουργείται έτσι αβεβαιότητα ως προς την επάρκεια των χρηματοδοτικών πόρων, με κίνδυνο την περαιτέρω μείωση των δημόσιων επενδύσεων, αλλά και των συμπράξεων με τον ιδιωτικό τομέα.^{4,5}

Τα οφέλη από την αύξηση των δημόσιων επενδύσεων

Η αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης επαναπροσδιορίζει το μέγεθος και τη σύνθεση της εγχώριας ζήτησης και επιφέρει αμεσότερα και ισχυρότερα θετικά αποτελέσματα στη συνολική ζήτηση και στο προϊόν από ό,τι μια αντίστοιχη αύξηση της δημόσιας δαπάνης για κατανάλωση.⁶ Μέσω εξωτερικών οικονομιών δημιουργεί προστιθέμενη αξία, η οποία διαχέεται σε όλους τους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Ειδικότερα:

³ Το 2018 απορροφήθηκαν μόνο 870 εκατ. ευρώ, έναντι στόχου 1,85 δισεκ. ευρώ. Βλ. European Commission (2019), "Enhanced Surveillance Report – Greece", *Institutional Paper 099*, Φεβρουάριος, σελ. 27.

⁴ European Commission (2019), "Enhanced Surveillance Report – Greece", *Institutional Paper 103*, Ιούνιος, σελ. 19.

⁵ Βλ. σχετικά Βασαράνη, Μ. και Δ. Δημητροπούλου (2018), "Η αξιοποίηση των διαρθρωτικών πόρων της ΕΕ στην Ελλάδα", *Τράπεζα Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο* 47, 37-64.

⁶ Η θεωρητική και εμπειρική βιβλιογραφία είναι πλούσια. Ενδεικτικά αναφέρονται: Abiad, A., A. Almansour, D. Furceri, C.M. Granados and P. Topalova (2014), "Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment", IMF, *World Economic Outlook: Legacies, clouds, uncertainties*, October, ch. 3, 75-114, Born, P.R.D. and J.E. Ligthart (2014), "What we have learned from three decades of research on the productivity of public capital", *Journal of Economic Surveys*, 28(5), 889-916, Pereira, A.M. and J.M. Andrzej (2013), "On the economic effects of public infrastructure investment: A survey of the international evidence", *Journal of Economic Development*, 38(4), 1-37, Leeper, E.M., T.B. Walker and S.S. Yang (2010), "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, 57(8), 1000-1012 και Shin, H.S. (2019), "What is behind the recent slowdown?", presentation at the Public Finance Dialogue Workshop, ZEW and German Federal Ministry of Finance, Berlin, 14 May.

- Η βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων δημόσιων υπηρεσιών μέσω του εκσυγχρονισμού των δημόσιων υποδομών μειώνει το κόστος λειτουργίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, τις καθιστά περισσότερο ανταγωνιστικές και τις διευκολύνει στην ανάληψη νέων επενδυτικών σχεδίων.
- Η παροχή καλύτερης ποιότητας υπηρεσιών υγείας, εκπαίδευσης και επαγγελματικής κατάρτισης επιτρέπει τη βελτίωση της ποιότητας του εγχώριου εργατικού δυναμικού και τη συσσώρευση ανθρώπινου κεφαλαίου και διαμορφώνει υψηλότερο επίπεδο παραγωγικότητας και αμοιβής της εργασίας. Παράλληλα, η ενίσχυση της Έρευνας και Ανάπτυξης (Ε&Α) δημιουργεί σημαντικές εξωτερικές οικονομίες στον ιδιωτικό τομέα και προάγει την καινοτόμο επιχειρηματικότητα.
- Η ενίσχυση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης ενεργοποιεί τη διαδικασία συσσώρευσης φυσικού κεφαλαίου από τον ιδιωτικό τομέα. Σε συνδυασμό μάλιστα με τη συσσώρευση ανθρώπινου κεφαλαίου, αυξάνει τη συνολική παραγωγικότητα της εγχώριας οικονομίας και διαμορφώνει υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης μεσομακροπρόθεσμα.
- Καθιστά τη χώρα ελκυστικό διεθνές επενδυτικό προορισμό, με σημαντικά οφέλη για την εθνική οικονομία, όπως η μεταφορά τεχνογνωσίας και η αύξηση της απασχόλησης, των εισοδημάτων και των δημόσιων εσόδων.
- Ενισχύει το αίσθημα ασφάλειας των πολιτών, ισχυροποιεί το κράτος δικαίου και διαμορφώνει ευνοϊκές συνθήκες για την ομαλή λειτουργία της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εκτίμηση του μεγέθους των θετικών επιδράσεων από την αύξηση των δημόσιων επενδύσεων εμπεριέχει αβεβαιότητα, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Και τούτο διότι η τιμή του πολλαπλασιαστή, δηλ. η αύξηση του ΑΕΠ από μια αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης, εξαρτάται μεταξύ άλλων από τέσσερις σημαντικούς παράγοντες: (α) τη σωστή διαχείριση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, ώστε να διασφαλίζεται ο σωστός προγραμματισμός και η κατανομή της δαπάνης σε ποιοτικές επενδύσεις,⁷ (β) τη χρηματοδότηση των επενδύσεων ώστε να μην επηρεάζεται αρνητικά η δημοσιονομική σταθερότητα,⁸ (γ) τη θέση της οικονομίας στον οικονομικό κύκλο τη δεδομένη χρονική στιγμή, δηλ. εάν βρίσκεται σε ύφεση ή σε άνθηση,⁹ και (δ) την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.¹⁰

Στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, αναμένεται ότι, μετά από μια μακρά περίοδο ύφεσης, αποεπένδυσης και φθίνουσας ποιότητας των δημόσιων υποδομών, τα ευεργετικά αποτελέσματα είναι πολλά και σημαντικά και γίνονται ορατά ήδη από την πρώτη περίοδο: ενίσχυση της συνο-

7 Χώρες που διακρίνονται για την αποτελεσματική εφαρμογή του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων δίνοντας έμφαση στην ποιότητα των δημόσιων υποδομών απολαμβάνουν μεγαλύτερα οφέλη, ακόμη και αν το ποσοστό των δημόσιων επενδύσεων στο ΑΕΠ παραμένει μικρό. Αυτό σημαίνει ότι η συσχέτιση του ύψους της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης με την ποιότητα των δημόσιων υποδομών δεν είναι κατ' ανάγκην υψηλή.

8 Εμπειρικά έχει αποδειχθεί ότι, τουλάχιστον για τις ανεπτυγμένες οικονομίες με δημοσιονομική ισορροπία και χαμηλό χρέος, τα ευεργετικά αποτελέσματα είναι μεγαλύτερα και εμφανή ήδη από την πρώτη περίοδο όταν η χρηματοδότηση της επιπλέον δαπάνης γίνεται με έκδοση χρέους. Αντίθετα, σε χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος, οι οποίες συνήθως είναι αναπτυσσόμενες ή αναδυόμενες οικονομίες, τα θετικά αποτελέσματα μετριαζονται σημαντικά από τη συνακόλουθη αύξηση του κόστους δανεισμού του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα εξαιτίας αμφιβολιών ως προς τη βιωσιμότητα του ήδη υψηλού δημόσιου χρέους. Βλ. Ostry, J.D., A.R. Ghosh and R. Espinoza (2015), "When should public debt be reduced?", *IMF Staff Discussion Note*, June, και Blanchard, O. (2019), "Public debt: Fiscal and welfare costs in times of low interest rates", *Policy Brief*, Petersen Institute for International Economics.

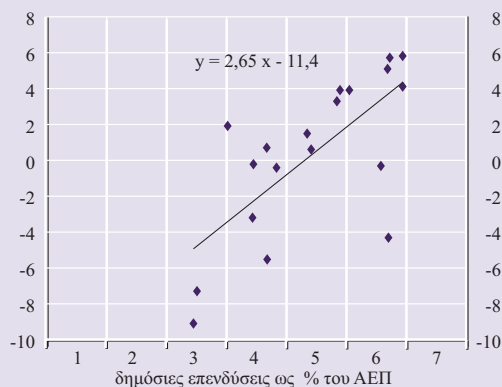
9 Τα πολλαπλασιαστικά οφέλη είναι μεγαλύτερα όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση. Βλ. Auerbach, A. and Y. Gorodnichenko (2013), "Measuring the output responses to fiscal policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), 1-27, και DeLong Bradford, J. and L.H. Summers (2012), "Fiscal policy in a depressed economy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43(1), 233-297.

10 Ramey, V. (2019), "Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?", *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89-114.

Διάγραμμα Β Συσχέτιση των δημόσιων επενδύσεων με την οικονομική ανάπτυξη και τις ιδιωτικές επενδύσεις 2000 - 2018

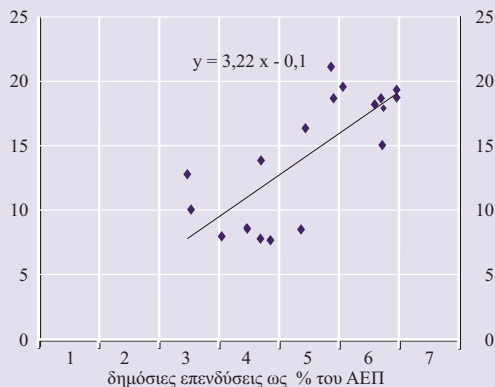
(% μεταβολή του ΑΕΠ, κάθετος άξονας)

B1. Οικονομική ανάπτυξη και δημόσιες επενδύσεις



(ιδιωτικές επενδύσεις ως % του ΑΕΠ, κάθετος άξονας)

B2. Ιδιωτικές επενδύσεις και δημόσιες επενδύσεις



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

λικής ζήτησης, βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, ενίσχυση της εξαγωγικής διεύθυνσης, επιτάχυνση της διαδικασίας συσσώρευσης φυσικού και ανθρώπινου κεφαλαίου υψηλής ποιότητας, άνοδος της συνολικής παραγωγικότητας και αύξηση του δυνητικού προϊόντος. Το τελικό αποτέλεσμα είναι η εδραίωση υψηλών ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ, που βοηθούν στη γρήγορη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Πράγματι, όπως διαπιστώνεται από το Διάγραμμα Β, η συσχέτιση *ceteris paribus* των δημόσιων επενδύσεων ως ποσοστού του ΑΕΠ με το ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ καθώς και με τις ιδιωτικές επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι υψηλή.

Εμπειρική διερεύνηση

Η ανάλυση των επιδράσεων των δημόσιων επενδύσεων πραγματοποιείται με τη χρήση του δυναμικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος, το οποίο ενσωματώνει βασικά χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας.¹¹ Ειδικότερα, εξετάζεται η επίδραση μιας μόνιμης *ceteris paribus* αύξησης των δημόσιων επενδύσεων κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ, η οποία λαμβάνει χώρα στις αρχές του 2018, στο πραγματικό ΑΕΠ, τις πραγματικές ιδιωτικές επενδύσεις και την απασχόληση. Από τον πίνακα προκύπτουν τα εξής:

Πρώτον, η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων έχει θετική επίδραση στο ΑΕΠ, η οποία γίνεται ορατή ήδη από την πρώτη περίοδο και ισχυροποιείται με την πάροδο του χρόνου. Ειδικότερα βρίσκουμε ότι, εάν το 2018 οι δημόσιες επενδύσεις είχαν αυξηθεί κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ σε σχέση με το 2017, αντί της μείωσης που παρουσίασαν, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2018 θα ήταν κατά 0,79% υψηλότερος από ό,τι εν τέλει καταγράφηκε. Η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων έχει πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα μεσομακροπρόθεσμα, οδηγώντας σε σωρευτική αύξηση του επιπέδου του ΑΕΠ κατά 1,14% μετά από 10 έτη και 1,9% μακροχρόνια, σε σχέση με το 2017.

Δεύτερον, η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων επιφέρει μόνιμη αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων και της απασχόλησης. Ο λόγος είναι ότι οι δημόσιες επενδύσεις αυξάνουν την παρα-

¹¹ Για λεπτομερή περιγραφή του υποδείγματος βλ. 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, και Papageorgiou, D. (2014), "BoGGEM: A dynamic stochastic general equilibrium model for policy simulations", Bank of Greece *Working Paper* No.182.

Μακροοικονομικές επιδράσεις από μία μόνιμη αύξηση των δημόσιων επενδύσεων κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ

(ποσοστιαίες αποκλίσεις σε σχέση με το 2017)

Μεταβλητή	2018	Μετά από 5 έτη	Μετά από 10 έτη	> 10 έτη
ΑΕΠ	0,79	0,92	1,14	1,91
Ιδιωτικές επενδύσεις	0,23	1,03	1,49	1,62
Απασχόληση	0,87	0,77	0,76	0,41

Πηγή: Εκτιμήσεις υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος.

γωγικότητα του ιδιωτικού τομέα και δημιουργούν κίνητρα για την ανάληψη νέων ιδιωτικών επενδύσεων με θετικό αντίκτυπο στην απασχόληση.

Συμπεράσματα πολιτικής

Η ανάκτηση των σημαντικών απωλειών σε όρους εισοδήματος, απασχόλησης και πλούτου κατά τη μακρά περίοδο της κρίσης απαιτεί την καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης για μεγάλο χρονικό διάστημα στο μέλλον. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, πρωταρχικό μέλημα της οικονομικής πολιτικής πρέπει να είναι η ενίσχυση των παραγωγικών επενδύσεων. Η δημόσια επενδυτική δαπάνη καθίσταται χρήσιμο εργαλείο για το σκοπό αυτό. Μάλιστα, η τρίτη έκθεση αξιολόγησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας αναγνωρίζει την ανάγκη πλήρους εκτέλεσης του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων ως βασική προϋπόθεση ενίσχυσης της ιδιωτικής επενδυτικής δαπάνης. Σύμφωνα επίσης με το Πρόγραμμα Σταθερότητας του 2019, προβλέπεται οι δημόσιες επενδύσεις να αυξηθούν το 2019, μετά από τη μεγάλη μείωση που σημείωσαν το 2018, και έως το 2022 να επανέλθουν βαθμιαία στο επίπεδο του 2017, το οποίο όμως υπολείπεται σημαντικά από τα προ κρίσης επίπεδα. Η επισκόπηση των στατιστικών δεδομένων και η εμπειρική διερεύνηση υποδηλώνουν ότι οι δημόσιες επενδύσεις, συμβάλλοντας στην κάλυψη μέρους του υφιστάμενου επενδυτικού κενού, διαχέουν πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία, τα οποία γίνονται εμφανή ήδη από την πρώτη περίοδο και διαρκούν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η χρηματοδότηση της αύξησης των δημόσιων επενδύσεων καθίσταται εφικτή μέσω της αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας, της ταχείας απορρόφησης των διαθέσιμων κοινοτικών πόρων, του ελέγχου των λειτουργικών δαπανών της κυβέρνησης και της βελτίωσης της φορολογικής διοίκησης.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Το 2018 και στις αρχές του 2019 επιτεύχθηκε αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Αυτή η εξέλιξη υποβοηθήθηκε μεταξύ άλλων από τις εξής αξιοσημείωτες εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα: την επιστροφή των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες, το συνακόλουθο περιορισμό της προσφυγής των πιστωτικών ιδρυμάτων σε χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα, την υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας των εμπορικών τραπεζών σε ικανοποιητικά επίπεδα. Οι πρόσφατες ευνοϊκές εξελίξεις δεν πρέπει να οδηγήσουν σε εφησυχασμό. Επιβάλλεται να υιοθετηθεί συστημική λύση με στόχο τη ριζική απαλλαγή των τραπεζικών ισολογισμών από τα προβληματικά στοιχεία. Είναι αναγκαίο, μέσω της περιστολής του κόστους, να ενισχυθεί η κερδοφορία των τραπεζών. Πρέπει επίσης η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης να αποκτήσει εύρος, να περιλάβει δηλαδή σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι επί του παρόντος τις συγκριτικά μικρότερες επιχειρήσεις, και σε δεύτερο χρόνο και τα νοικοκυριά.

I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η επιστροφή των καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα συνεχίστηκε κατά το 2018 και το α' τετράμηνο του 2019, αν και η επανακατάθεση τραπεζογραμματίων δεν έλαβε τόση έκταση όσο κατά το 2017. Ταχύτεροι ήταν οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των καταθέσεων των νοικοκυριών, όπως είναι συνεπές με την άνοδο των ονομαστικών εισοδημάτων. Σχετικά βραδύτερη ήταν η αύξηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, πιθανόν διότι οι επιχειρήσεις προέβησαν σε σημαντικές επενδυτικές δαπάνες με εισαγωγή εξοπλισμού από το εξωτερικό, ενώ παρατηρήθηκε επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του λειτουργικού πλεονάσματος με παράλληλη αύξηση των μισθολογικών δαπανών. Το ποσοστό του ΑΕΠ που αντιπροσωπεύουν οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα αυξάνεται προοδευτικά, αλλά παραμένει ακόμη σημαντικά χαμηλότερο από ό,τι πριν από την κρίση. Ιδιαίτερα ταχεία

ήταν η αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων της κεντρικής και της γενικής κυβέρνησης, εξέλιξη που είναι συνεπής με τη βελτίωση της δημοσιονομικής κατάστασης.

Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού συνέχισαν να μειώνονται για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και να αυξάνονται για τα νοικοκυριά. Ο περιορισμός του κόστους τραπεζικού δανεισμού ήταν κάπως εντονότερος για τις μεγάλες επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις ΜΜΕ και τούτο παρά το γεγονός ότι τα προγράμματα του ΕΤΕΑΝ, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΙΒ) και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΒΡΔ) ενθαρρύνουν τις τράπεζες να πιστοδοτούν τις σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις και μάλιστα με ευνοϊκά επιτόκια.

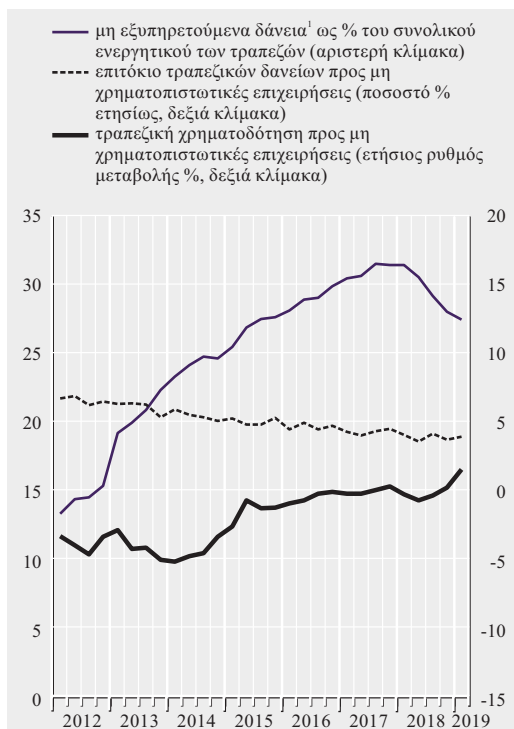
Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν και οι τιμές στο Χρηματιστήριο Αθηνών υποχώρησαν κατά το 2018, κυρίως λόγω της μετάδοσης των ανησυχιών των επενδυτών σε σχέση με τη χειροτέρευση των προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία.² Ωστόσο, το 2019 το επενδυτικό κλίμα βελτιώθηκε, με αποτέλεσμα να αντιστραφούν σταδιακά οι προαναφερθείσες δυσμενείς εξελίξεις στην εγχώρια αγορά κεφαλαίων και να καταγραφεί συρρίκνωση του περιθωρίου μεταξύ απόδοσης δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και του γερμανικού κρατικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Σημαντικότερη αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων και έντονη άνοδος των τιμών των μετοχών παρατηρήθηκαν μετά τις ευρωπαϊκές εκλογές και την ακόλουθη προκήρυξη των εθνικών εκλογών.

Καταγράφηκε αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει τόσο από την εξέλιξη των καθαρών ροών πιστώσεων

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 11.6.2019.

² Σημειώνεται ότι τα ελληνικά κρατικά ομόλογα δεν έχουν ακόμη αποκτήσει καθεστώς επενδυτικής βαθμίδας και οι αποδόσεις τους παραμένουν υψηλές και ευμετάβλητες, επηρεαζόμενες σημαντικά από τις αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές αλλά και από την αβεβαιότητα όσον αφορά τη διατήρηση της μεταρρυθμιστικής κατεύθυνσης στην οικονομική πολιτική.

Διάγραμμα VI.1 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια, τραπεζική χρηματοδότηση και επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (α' τρίμ.2012 - α' τρίμ.2019)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Για την περίοδο από το 2014 και εξής χρησιμοποιούνται τα υποβαλλόμενα από τα πιστωτικά ιδρύματα στοιχεία σύμφωνα με την ΠΕΕ 42/2014, όπως ισχύει, και ακολουθούνται οι ορισμοί της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΒΑ). Για την περίοδο 2012-9μηνιο 2014 χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία σύμφωνα με την ΠΔΤΕ 2442/1999 υπό την παραδοχή ότι τα δάνεια σε καθυστέρηση περιλαμβάνουν και τις απαιτήσεις από ρυθμιζόμενες οφειλές για τις οποίες δεν έχει συμπληρωθεί 12μηνο από την έναρξη εξυπηρέτησης (ως δάνεια αβέβαιης είσπραξης).

(δηλ. αφαιρουμένων των αποπληρωμών χρεολυσίων εκ μέρους των δανειοληπτών) όσο και από την εξέλιξη του συνολικού ύψους των εκταμιευθέντων νέων δανείων με προκαθορισμένη ημερομηνία εξόφλησης. Η άνοδος του ΑΕΠ, η προαναφερθείσα υποχώρηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών και ο περιορισμός του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, που δυσκολεύουν την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών, συνετέλεσαν ώστε να ξεπεραστούν πλέον οι συνθήκες πιστωτικής συστολής όσον αφορά τον επιχειρηματικό τομέα (βλ. Διάγραμμα VI.1).

Αυτή η εξέλιξη ωστόσο αποτελεί μόνο το πρώτο βήμα, επειδή είναι αναγκαίο να αυξηθεί το εύρος της. Χωρίς να υπάρχουν ενδείξεις ότι η διαθεσιμότητα τραπεζικών πιστώσεων περιορίστηκε για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους — αντίθετα υπάρχουν ενδείξεις από την έρευνα SAFE ότι η διαθεσιμότητα ενισχύθηκε εσχάτως — η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης διοχετεύθηκε κυρίως προς μεγάλες επιχειρήσεις. Οι επενδύσεις και τα κεφάλαια κίνησης που θα χρηματοδοτήσουν οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις μεγάλες επιχειρήσεις θα δράσουν πολλαπλασιαστικά, συμβάλλοντας σε αύξηση της παραγωγής και πολλών επιχειρήσεων σχετικά μικρότερου μεγέθους. Ομοίως, η βελτίωση της ρευστότητας των μεγάλων επιχειρήσεων θα συντελέσει σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας εμπορικών πιστώσεων και για τις μικρότερες επιχειρήσεις. Τέλος, όσον αφορά την καταναλωτική και στεγαστική πίστη, η πιστωτική συστολή συνεχίζεται: ενδεικτικά, δεν καταγράφεται αύξηση των εκταμιεύσεων νέων δανείων με καθορισμένη λήξη ή του υπολοίπου των πιστωτικών διευκολύνσεων χωρίς προκαθορισμένη ημερομηνία εξόφλησης υπέρ των νοικοκυριών.

Ειδικότερα, όσον αφορά τις εξελίξεις που ασκούν σημαντική επίδραση στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να στηρίξουν την οικονομική ανάπτυξη με χρηματοδότηση, σημειώνεται ο περιορισμός των καθαρών εσόδων των τραπεζών από τοκοφόρες εργασίες κατά το 2018, όπως επίσης και γενικότερα το γεγονός ότι η κερδοφορία των τραπεζών παρέμεινε αδύναμη. Εντούτοις, η κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι ικανοποιητική, ενώ από την αρχή του 2019 οι τράπεζες οφείλουν να τηρούν αυξημένα αποθέματα ασφαλείας.

Όπως έχει επανειλημμένως επισημανθεί, η κρίσιμη πρόκληση που αντιμετωπίζει ο τραπεζικός τομέας είναι η περαιτέρω μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Έχει επιτελεσθεί σημαντική πρόοδος, καθώς την τριετία μέχρι το Μάρτιο του 2019 το εν λόγω απόθεμα υποχώρησε κατά το ένα τέταρτο περίπου. Μάλιστα οι στόχοι που

ακολουθούν οι τράπεζες προβλέπουν κάτι παραπάνω από υποδιπλασιασμό του ποσοστού μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών πιστώσεων στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης (όπως ορίζεται για τους σκοπούς της στοχοθεσίας) κάτω του 20% μέχρι το τέλος του 2021. Η Τράπεζα της Ελλάδος κρίνει ότι είναι αναγκαίος ακόμη ριζικότερος περιορισμός αυτού του ποσοστού, κάτι που μπορεί να επιτευχθεί μόνον με την εφαρμογή συστημικών λύσεων. Μια τέτοια λύση έχει παρουσιάσει ήδη η Τράπεζα της Ελλάδος. Επίσης, το Υπουργείο Οικονομικών επεξεργάζεται μία ακόμα εναλλακτική πρόταση.

Με τη συνέχιση της ανάκαμψης του ΑΕΠ, η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα παγιωθεί και θα ενισχυθεί περαιτέρω η καταθετική βάση των τραπεζών. Η άνοδος του ΑΕΠ θα υποβοηθήσει την αποκλιμάκωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Όταν εφαρμοστεί ριζική λύση για την απαλλαγή των τραπεζικών ισολογισμών από τα προβληματικά στοιχεία, οι δυνατότητες των τραπεζών να προσελκύσουν νέα κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων θα πολλαπλασιαστούν και θα επιτευχθεί περαιτέρω ενίσχυση της ικανότητάς τους να χορηγούν πιστώσεις. Η άνοδος των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος απέχει ακόμη χρονικά. Δεδομένης της πρόσφατης μείωσης της προσφυγής των τραπεζών σε ρευστότητα από την κεντρική τράπεζα, εάν επισυμβεί άνοδος των βασικών επιτοκίων, η ένταση της επίδρασης στα δανειακά επιτόκια των εγχώριων τραπεζών θα εξαρτηθεί από τη σημασία για τις τράπεζες της διασυνοριακής αγοράς χρήματος ως πηγής χρηματοδότησης (σε αντιδιαστολή με τις καταθέσεις λιανικής).

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Το 2018 και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2019 οι καταθέσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στις εγχώριες τράπεζες ενισχύθηκαν, συνεχίζοντας την ανοδική πορεία που

ακολουθούν από τα μέσα του 2016. Η υπό εξέλιξη οικονομική ανάκαμψη και οι εν γένει βελτιωμένες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, υπό το φως της ολοκλήρωσης του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής τον Αύγουστο του 2018, συνέβαλαν στην άνοδο των καταθέσεων.

Η εξέλιξη αυτή ήταν ευνοϊκή για τη ρευστότητα των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, κατά συνέπεια οι περιορισμοί στο τραπεζικό σύστημα χαλάρωσαν τρεις φορές στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με πιο πρόσφατη την πλήρη απελευθέρωση της ανάληψης μετρητών από τον Οκτώβριο του 2018. Παράμεινουν περιορισμοί όσον αφορά τις διεθνείς πληρωμές και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό. Από τον Ιούνιο του 2015, οπότε τέθηκε σε ισχύ το εν λόγω πλέγμα περιορισμών, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα (δηλ. των επιχειρήσεων πάσης φύσεως και των νοικοκυριών) στις ελληνικές τράπεζες έχουν ενισχυθεί κατά 19,3 δισεκ. ευρώ³ (ή 16%). Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα ανήλθαν σε 71,9% στο τέλος του α' τριμήνου του 2019, έναντι 67,4% το α' τρίμηνο του 2017. Τα ποσοστά αυτά υπολείπονται ακόμη των αντίστοιχων ποσοστών πριν από την εκδήλωση της κρίσης (μέσος όρος α' τριμήνων κατά τα έτη 2003-2009: 79%).

Την περίοδο Ιανουαρίου 2018-Απριλίου 2019 καταγράφηκε υπερδιπλασιασμός των καταθέσεων του τομέα της κεντρικής κυβέρνησης συνολικά στις εγχώριες εμπορικές τράπεζες και στην Τράπεζα της Ελλάδος. Ο υπερδιπλασιασμός είναι αποτέλεσμα των εισροών στη χώρα το 2018 δανειακών πόρων υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου σε εκτέλεση του τρίτου προγράμματος, της άντλησης κεφαλαίων μέσω εκδόσεων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς επίσης και της αύξησης του πρωτογενούς πλεονάσματος του κρατικού προϋπολογισμού. Μικρότερης έκτασης αύξηση (9%) κατέγραψαν κατά μέσο όρο σε σύγκριση με το 2017 οι αντίστοιχες καταθέσεις των

3 Με βάση τη σωρευτική καθαρή ροή καταθέσεων για την περίοδο αυτή.

Πίνακας VI.1 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Δεκέμβριος 2017	Δεκέμβριος 2018	Απρίλιος 2019
Νοικοκυριά	3,6	5,6	6,2
– μίας ημέρας	2,8	6,5	9,0
– προθεσμίας	5,5	4,9	2,9
Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	12,6	9,2	7,9
– μίας ημέρας	10,2	10,7	10,9
– προθεσμίας	24,8	1,7	-3,5

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) και των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση απαρτίζουν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

Ειδικότερα, το ποσοστό των καταθέσεων της κεντρικής (γενικής) κυβέρνησης στο σύνολο των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες – χωρίς να συμπεριλαμβάνεται η Τράπεζα της Ελλάδος – αυξήθηκε από 4% (7%) τη δωδεκάμηνη περίοδο Μαΐου 2016-Απριλίου 2017 σε 5% (9%) τη δωδεκάμηνη περίοδο Μαΐου 2017-Απριλίου 2018 και 7% (10%) την περίοδο Μαΐου 2018-Απριλίου 2019.

Μεταξύ Ιανουαρίου 2018 και Απριλίου 2019, οι καταθέσεις των νοικοκυριών σημείωσαν σωρευτική άνοδο κατά 6,9 δισεκ. ευρώ (ή κατά 6,7%). Η ανοδική πορεία των καταθέσεων αυτής της κατηγορίας είναι συνεπής με την καταγραφείσα αύξηση των συνολικών ιδιωτικών καταναλωτικών δαπανών σε ονομαστικούς όρους και υποβοηθήθηκε από την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Από την άλλη πλευρά, αρνητική επίδραση στις καταθέσεις των νοικοκυριών συνέχισε να ασκεί η συρρίκνωση της στεγαστικής και της καταναλωτικής πίστης, η οποία έφθασε στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου τα 2,6 δισεκ. ευρώ.

Ενδεικτικό της ευνοϊκής επίδρασης της εξέλιξης της οικονομικής δραστηριότητας είναι το γεγονός ότι, όπως παρατηρείται από τα μέσα του

2017 και εξής, η άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών προήλθε κατά το μεγαλύτερο μέρος από άνοδο των καταθέσεων μίας ημέρας. Αυτές οι καταθέσεις εξυπηρετούν την προτίμηση των νοικοκυριών για ρευστότητα και χρησιμοποιούνται συχνά για την καταβολή μισθοδοσίας και καθημερινές ηλεκτρονικές συναλλαγές. Ειδικότερα, οι καταθέσεις μίας ημέρας των νοικοκυριών (δηλ. οι καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου και οι καταθέσεις όψεως) αυξήθηκαν συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου 2018-Απριλίου 2019 κατά 5,2 δισεκ. ευρώ ή 8,7% και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους σταδιακά επιταχύνθηκε (βλ. Πίνακα VI.1 και Διάγραμμα VI.3)

Οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών, που αποτελούν επενδυτική επιλογή με ικανοποιητικά χαρακτηριστικά, δεδομένων μάλιστα των περιορισμένων δυνατοτήτων πρόσβασης σε τοποθετήσεις εξωτερικού, συνέχισαν να ενισχύονται, καταγράφοντας σωρευτική αύξηση κατά 1,9 δισεκ. ευρώ ή 4,4%, αλλά με ετήσιο ρυθμό που επιβραδύνθηκε από το δεύτερο εξάμηνο του 2018 και μετά (βλ. Πίνακα VI.1 και Διάγραμμα VI.3). Η επιβράδυνση αυτή δεν δικαιολογείται από συρρίκνωση της διαφοράς επιτοκίου υπέρ των καταθέσεων προθεσμίας σε σύγκριση με τις καταθέσεις μίας ημέρας (η διαφορά παρέμεινε περίπου σταθερή, γύρω στις 50 μονάδες βάσης).

Οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατέγραψαν την υπό εξέταση περίοδο μικρή σωρευτική αύξηση κατά 872

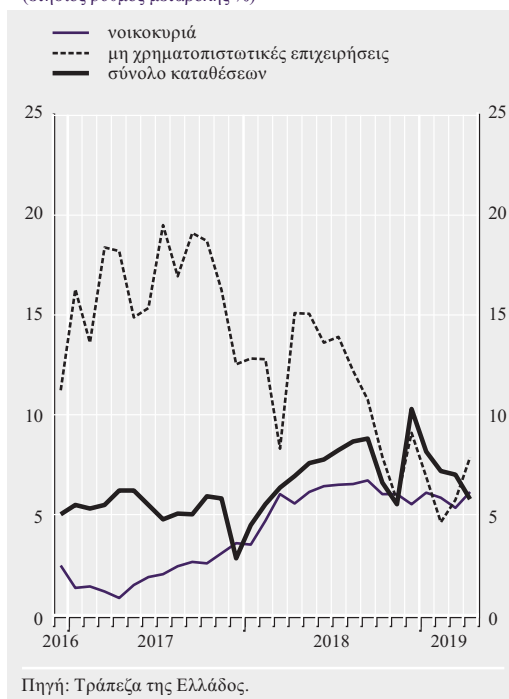
εκατ. ευρώ (ή 4,4%) και ο ετήσιος ρυθμός τους μετριάστηκε, μετά τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου που σημειώθηκαν το 2017 (βλ. Πίνακα VI.1 και Διάγραμμα VI.2). Η θετική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (+881 εκατ. ευρώ) λειτούργησε υποστηρικτικά για τις καταθέσεις. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν από 10,1% στο τέλος του α' τριμήνου του 2017 σε 10,5% το α' τρίμηνο του 2018 και σε 10,9% το α' τρίμηνο του 2019 (μέσος όρος α' τριμήνων την περίοδο 2010-2016: 10,4%).

Η άνοδος των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προήλθε κατά 546 εκατ. ευρώ από καταθέσεις μίας ημέρας και κατά 291 εκατ. ευρώ από καταθέσεις προθεσμίας. Ο αντίστοιχος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των επιχειρηματικών καταθέσεων μίας ημέρας, η χρήση των οποίων συνδέεται με τις τρέχουσες συναλλαγές στην πραγματική οικονομία, διατηρήθηκε θετικός και περίπου σταθερός κατά το μεγαλύτερο μέρος της υπό εξέταση περιόδου (βλ. Πίνακα VI.1 και Διάγραμμα VI.3).

Θετική επίδραση, αν και επιβραδυνόμενη σε σχέση με τα τρία αμέσως προηγούμενα έτη, εξακολούθησε να ασκεί στα διαθέσιμα των επιχειρήσεων η χρήση ηλεκτρονικών πληρωμών στις καθημερινές συναλλαγές. Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2018 η αξία των εγχώριων πληρωμών με κάρτα ανήλθε σε 21,6 δισεκ. ευρώ, ενισχυμένη σε ετήσια βάση κατά 7% (σχεδόν εξ ολοκλήρου λόγω της αυξημένης χρήσης χρεωστικών καρτών, 2017: 43%, 2016: 83%). Η αύξηση αυτή αντιπροσωπεύει περίπου 78% της καταγραφείσας αύξησης των συνολικών καταθέσεων των ΜΧΕ εντός του 2018. Αντίστοιχα, ο αριθμός των εν λόγω πληρωμών με κάρτα ανήλθε σε 598 εκατ., ενισχυμένος κατά 24% έναντι του προηγούμενου έτους (2017: 72%, 2016: 128%), γεγονός που υποδηλώνει ότι η χρήση των καρτών διευρύνεται για αγορές ολοένα μικρότερης αξίας.

Διάγραμμα VI.2 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Δεκέμβριος 2016-Απρίλιος 2019)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

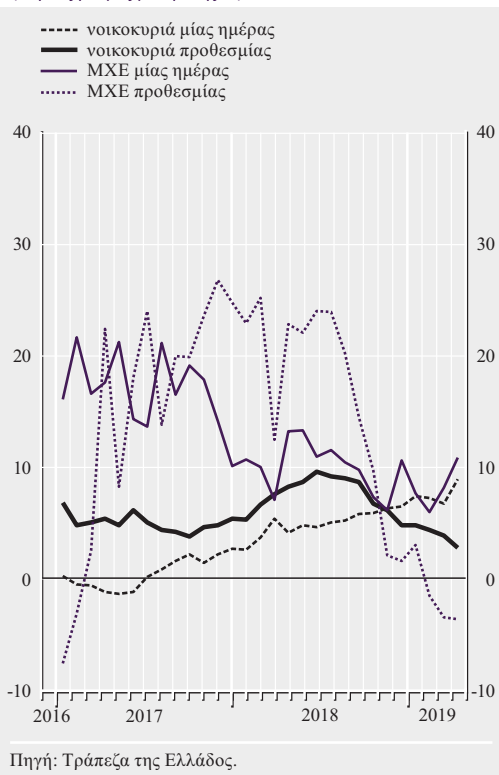


Ενδεικτικό της σημαντικής μεταβολής που έχει συντελεστεί στις συνήθειες πληρωμών είναι και το γεγονός ότι, σύμφωνα με στοιχεία της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (ΕΕΤ), η αξία (ο αριθμός) των πληρωμών προς Οργανισμούς, λογαριασμών κοινής ωφέλειας και φορολογικών/ασφαλιστικών υποχρεώσεων κ.ά. μέσω των υπηρεσιών e-banking των τραπεζών αυξήθηκε το 2018 κατά 5 δισεκ. ευρώ (που αντιστοιχούν σε αύξηση κατά 5 εκατ. συναλλαγές), δηλ. κατά 14% (11%) σε σχέση με το 2017. Ειδικότερα, η αξία των πληρωμών αυτών από φυσικά πρόσωπα αυξήθηκε κατά 800 εκατ. ευρώ (4 εκατ. συναλλαγές), δηλ. κατά 8% (10%) έναντι του 2017. Τα αμέσως προηγούμενα έτη οι αντίστοιχες αυξήσεις ήταν ακόμη μεγαλύτερες.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (20% του συνόλου των τραπεζικών καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά μέσο όρο την

Διάγραμμα VI.3 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας (Δεκέμβριος 2016-Απρίλιος 2019)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



περίοδο υπό επισκόπηση) επιβραδύνθηκε απότομα από το δεύτερο εξάμηνο του 2018 και προσφάτως έγινε ελαφρά αρνητικός (βλ. Πίνακα VI.1 και Διάγραμμα VI.3). Συνεπώς, η έντονη τάση που παρατηρήθηκε το 2017 για τοποθέτηση των διαθεσίμων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε καταθέσεις προθεσμίας στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, η οποία αντανάκλούσε το άμεσο αποτέλεσμα της επιβολής περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα και της συνακόλουθης απότομης αύξησης των ηλεκτρονικών συναλλαγών, δεν διατηρείται πλέον. Η επιβράδυνση των καταθέσεων προθεσμίας είναι πιθανόν να σχετίζεται με την καταγραφείσα αύξηση των εισαγωγών κεφαλαιουχικών αγαθών⁴ το 2018 κατά 20% (2017: 4,8%). Είναι εύλογο οι εισαγωγές να χρηματοδοτήθηκαν τουλάχιστον εν μέρει με χρέωση εγχώριων λογαριασμών καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτι-

κών επιχειρήσεων. Η επιβράδυνση των καταθέσεων προθεσμίας συσχετίζεται επίσης με την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος των ΜΧΕ (2018: 4,7%, 2017: 11,7%), λόγω σημαντικής αύξησης του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (2018: 6,8%, 2017: 3,4%). Επίσης, πιθανόν συνετέλεσε και το γεγονός ότι το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχώρησε την περίοδο αυτή.

Κατά την υπό εξέταση περίοδο καταγράφηκε σημαντική εισροή τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα, που μάλλον συμβαδίζει με υποχώρηση της ζήτησης χρήματος σε φυσική μορφή στην Ελλάδα. Η εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία ως ποσοστό του ΑΕΠ υποχώρησε σε 16% τη δωδεκάμηνη περίοδο Απριλίου 2018-Μαρτίου 2019 έναντι 20% το αντίστοιχο προηγούμενο δωδεκάμηνο. Παράλληλα με τη βελτίωση του κλίματος στην ελληνική οικονομία και τη συνακόλουθη επιστροφή αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων, η εισροή τραπεζογραμματίων ευρώ από ξένους επισκέπτες στη χώρα μας (των οποίων ο αριθμός βαίνει αυξανόμενος κατά τα τελευταία έτη) και η εκτεταμένη πλέον χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών συμβάλλουν σημαντικά στην εξέλιξη αυτή. Εντούτοις, από το δεύτερο εξάμηνο του 2018 μέχρι το Μάιο του 2019, οι μηνιαίες εισροές τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα ήταν περίπου κατά το 1/4 χαμηλότερες σε σύγκριση με τις αντίστοιχες ροές του 2017 και οι εποχικές εκροές που παρατηρούνται κάθε Δεκέμβριο και την περίοδο του Πάσχα ήταν κάπως εντονότερες.

Οι προοπτικές για την εξέλιξη των καταθέσεων στο προσεχές μέλλον εκτιμώνται γενικά ως θετικές, λόγω της υπό εξέλιξη βελτίωσης των μακροοικονομικών μεγεθών. Ωστόσο, απαραίτητη προϋπόθεση που θα συνδράμει αποτελεστικά στην άνοδο των καταθέσεων αποτελεί η παγίωση συνθηκών εμπιστοσύνης στην οικονομία και το τραπεζικό σύστημα.

⁴ Εξααιρουμένου του εξοπλισμού μεταφορών.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

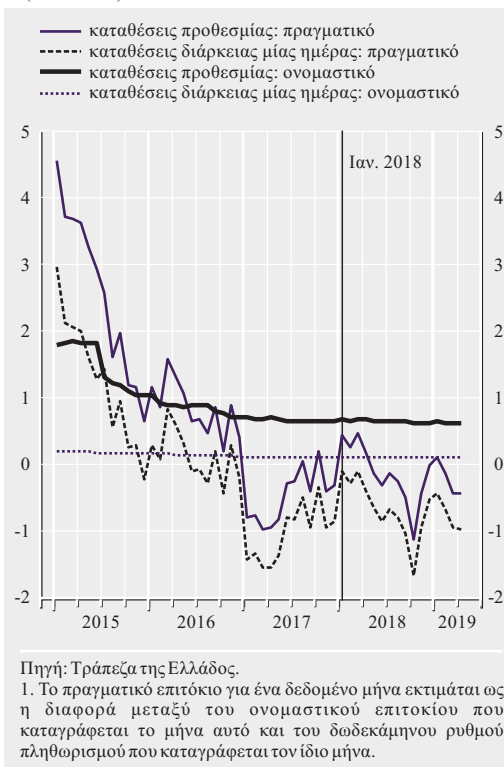
Η τήρηση των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα και η ενίσχυση του μεριδίου των καταθέσεων στο σύνολο των υποχρεώσεων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων — σε 58% το α' τετράμηνο του 2019 από 43% κατά μέσο όρο τα έτη 2015-2016 — συνέβαλαν ώστε τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα να διαμορφωθούν το α' τετράμηνο του 2019, όπως και το 2018, σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας διαμορφώθηκε το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους κατά μέσο όρο σε 0,63% (μ.ο. 2018: 0,64%, μ.ο. 2011-2017: 2,52%) και το αντίστοιχο για τις καταθέσεις μίας ημέρας σε 0,10%, όσο και το 2018 (μ.ο. 2011-2017: 0,30%). Σε πραγματικούς όρους,⁵ το επιτόκιο καταθέσεων κατέγραψε αρνητικές τιμές σχεδόν σε όλη την περίοδο υπό επισκόπηση (βλ. Διάγραμμα VI.4).

Πλήθος παραγόντων συνετέλεσε ώστε το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μετά από επταετή τάση αποκλιμάκωσης των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού, να διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλές τιμές το δεύτερο εξάμηνο του 2018 και το τρέχον έτος. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια καθορισμένης διάρκειας διαμορφώθηκε σε 4,09% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2019 (μ.ο. 2018: 3,93%), έναντι μέσης τιμής 5,36% κατά τα προηγούμενα έτη 2011-2017.

Μεταξύ 2017 και α' τετραμήνου 2019, μείωση παρουσίασε το κόστος δανεισμού τόσο για τις μεγάλες επιχειρήσεις όσο και για τις συγκριτικά μικρότερες επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως ΜΜΕ.⁶ Πράγματι, το επιτόκιο των κοινοπρακτικών δανείων μειώθηκε κατά 47 μ.β., το επιτόκιο των δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ (90% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το 2018) κατά 23 μ.β., το επιτόκιο των δανείων ύψους από 250.000 έως 1 εκατ. ευρώ (6,5% της συνολικής ετήσιας ακαθάριστης ροής για το 2018) κατά 45 μ.β., ενώ το

Διάγραμμα VI.4 Ονομαστικό και πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών καταθέσεων (Ιανουάριος 2015 - Απρίλιος 2019)

(ποσοστά %)



επιτόκιο των δανείων ύψους έως 250.000 ευρώ (3,5% της συνολικής ακαθάριστης ροής) κατά 26 μ.β. Σημειώνεται ότι κάποιες μικρομεσαίες επιχειρήσεις ενδέχεται να λαμβάνουν δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ. Ενδεικτικά, το 10% των επιχειρήσεων του ελληνικού δείγματος της έρευνας SAFE για την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ (στην επανάληψη που περιλαμβάνει το σχετικό ερώτημα και κάλυπτε το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2018) δήλωσε πως οι ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση για τα επόμενα δύο με τρία έτη υπερέβαιναν το

⁵ Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα εκτιμάται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου που καταγράφεται το μήνα αυτό και του δωδεκάμηνου ρυθμού πληθωρισμού που καταγράφεται τον ίδιο μήνα.

⁶ Για τους σκοπούς της στατιστικής των επιτοκίων, στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις κατατάσσονται οι αυτόνομες επιχειρήσεις που έχουν ετήσιο κύκλο εργασιών έως 50 εκατ. ευρώ ή σύνολο ενεργητικού έως 43 εκατ. ευρώ. Οι εν λόγω επιχειρήσεις πρέπει να πληρούν το κριτήριο ανεξαρτησίας και να μην ανήκουν κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο σε επιχείρηση που δεν είναι μικρομεσαία.

1 εκατ. ευρώ. Με βάση την πιο πρόσφατη επανάλυση της έρευνας SAFE⁷ για το διάστημα Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019, το 11% των επιχειρήσεων που έλαβαν ή διαπραγματεύτηκαν τη χορήγηση τραπεζικού δανείου (με προκαθορισμένη ημερομηνία εξόφλησης) ζήτησαν δάνειο ύψους μέχρι 25.000 ευρώ, 32% των επιχειρήσεων δάνειο ύψους μεταξύ 25.000-100.000 ευρώ, 17% των επιχειρήσεων δάνειο ύψους μεταξύ 100.000-250.000 ευρώ, 21% των επιχειρήσεων δάνειο ύψους μεταξύ 250.000-1.000.000 ευρώ και 16% δάνειο άνω του 1 εκατ. ευρώ.

Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, οι οποίες περιλαμβάνουν τους αλληλόχρεους λογαριασμούς και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, διατήρησε την πτωτική τάση που ακολούθη από τα τέλη του 2011 και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 4,97% το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους (μ.ο. 2018: 5,20%, μ.ο. 2011-2017: 6,72%).

Τα κοινοπρακτικά δάνεια και τα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ χορηγούνται κατά κανόνα σε επιχειρήσεις συγκριτικά μεγαλύτερου μεγέθους. Η απόκλιση του μεσοσταθμικού κόστους τραπεζικού δανεισμού, το οποίο τεκμαίρεται για τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται ως μεγάλες (δηλ. του επιτοκίου κοινοπρακτικών δανείων ή του επιτοκίου δανείων ύψους άνω του 1 εκατ. ευρώ) από το αντίστοιχο κόστος που τεκμαίρεται για τις επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως ΜΜΕ (δηλ. του επιτοκίου δανεισμού των ΜΜΕ για δάνεια με καθορισμένη λήξη ή του επιτοκίου για δάνεια ύψους όχι μεγαλύτερου των 250 χιλιάδων ευρώ), διευρύνθηκε κατά την υπό εξέταση περίοδο σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα VI.5). Η διαφορά επιτοκίου μεταξύ κοινοπρακτικών δανείων και δανείων προς ΜΜΕ διπλασιάστηκε το 2018 (117 μ.β.) έναντι της μέσης απόκλισης της περιόδου από τα μέσα του 2014 μέχρι το τέλος του 2017 (49 μ.β.), για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Η εν λόγω απόκλιση — η οποία φαίνεται να περιορίζεται ωστόσο στις αρχές του 2019 — αντανακλά διαφορές ως προς τον

πιστωτικό κίνδυνο. Η διεύρυνση της απόκλισης συμβαδίζει με την αύξηση της ζήτησης τραπεζικής πίστης. Με δεδομένη τη συνολική τους πιστοδοτική ικανότητα, οι τράπεζες χρειάστηκε να αποθαρρύνουν μεγαλύτερο αριθμό υποψηφίων δανειοληπτών από ό,τι στο παρελθόν. Αυτό πραγματώθηκε μειώνοντας δυσανάλογα λιγότερο το κόστος δανεισμού για τον οριακό (marginal) δανειολήπτη από ό,τι για τους μεγαλύτερους πελάτες τους.

Πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη και το γεγονός ότι το κόστος δανεισμού μέσω εταιρικών ομολόγων μειώθηκε. Η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι ανταγωνιστική της αγοράς δανείων μεγάλου ύψους προς μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ αντίθετα οι συγκριτικά μικρότερες επιχειρήσεις δεν έχουν ουσιαστική ικανότητα να εκδώσουν ομολογιακούς τίτλους. Κατά συνέπεια, οι εξελίξεις στην αγορά εταιρικών ομολόγων ανάγκασαν τις τράπεζες να μειώσουν τα επιτόκια δανεισμού μεγάλων επιχειρήσεων, χωρίς να επηρεαστούν εξίσου και τα δανειακά επιτόκια για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους.

Πάντως δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι τα επιτόκια δανεισμού είναι μειωμένα έναντι προηγούμενων ετών, π.χ. έναντι του 2015 και του 2016 σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους, όχι μόνον για τις μεγάλες επιχειρήσεις αλλά και για τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται ως μικρού και μεσαίου μεγέθους.

Υπάρχουν βεβαίως ενδείξεις ότι το επιτόκιο πιστώσεων χωρίς καθορισμένη λήξη είναι

⁷ Στην τελευταία επανάλυση της έρευνας (Οκτώβριος 2018-Μάρτιος 2019), το ελληνικό δείγμα περιλάμβανε 774 ΜΜΕ. Με βάση το πλήθος των απασχολούμενων, το 64% ήταν πολύ μικρές (1-9 απασχολούμενοι), το 22% μικρές (10-49 απασχολούμενοι) και το 14% μεσαίες επιχειρήσεις (50-249 απασχολούμενοι). Με βάση τον ετήσιο κύκλο εργασιών, το 45% είχε κύκλο εργασιών έως 500.000 ευρώ, 16% μεταξύ 500.000-1 εκατ. ευρώ, 12% μεταξύ 1-2 εκατ. ευρώ, 18% μεταξύ 2-10 εκατ. ευρώ, 8% μεταξύ 10-50 εκατ. ευρώ και 1% άνω των 50 εκατ. ευρώ. Με βάση τον κλάδο δραστηριότητας, το 50% των ΜΜΕ του δείγματος δραστηριοποιείται στον κλάδο των υπηρεσιών, το 30% στον κλάδο του εμπορίου, το 14% στον κλάδο της βιομηχανίας και το 6% στον κλάδο των κατασκευών. Με βάση το καθεστώς ιδιοκτησίας, 63% είναι οικογενειακές επιχειρήσεις, 28% έχουν μόνο έναν ιδιοκτήτη, 7% ανήκουν σε άλλες επιχειρήσεις ή επιχειρηματικούς συνεργάτες, 1% είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και άλλο 1% είναι ιδιοκτησίες επιχειρηματικών κεφαλαίων συμμετοχών ή επιχειρηματικών αγγέλων.

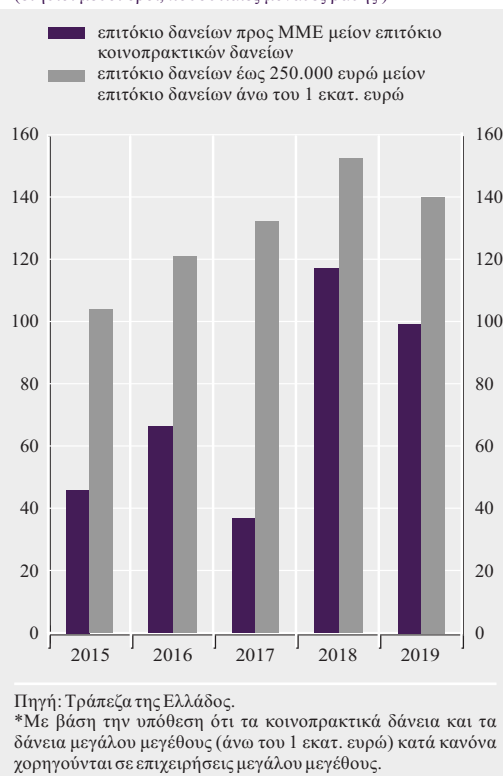
ακόμη υψηλότερο για πολλές μικρότερες επιχειρήσεις από ό,τι εκτιμά η αντίστοιχη χρονολογική σειρά. Με βάση τις απαντήσεις των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην έρευνα SAFE, το επιτόκιο που έλαβαν για τις τραπεζικές υπεραναλήψεις ή πιστωτικές γραμμές για τις οποίες υπέβαλαν αίτημα διαμορφώθηκε την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019 κατά μέσο όρο σε 5,4%, παρουσιάζοντας υποχώρηση έναντι των δύο προηγούμενων ερευνών (μέσος όρος επιτοκίου Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2018 και Οκτωβρίου 2017-Μαρτίου 2018: 5,9%). Το επίπεδο αυτού του επιτοκίου είναι υψηλότερο σε σχέση με το επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς ΜΜΕ, με βάση τα στοιχεία της στατιστικής των τραπεζικών επιτοκίων για την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019 (5,0%), που επίσης κατέγραψε ελαφρά υποχώρηση σε σχέση με την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2018 και Οκτωβρίου 2017-Μαρτίου 2018, οπότε είχε διαμορφωθεί στο 5,2% και 5,3% αντίστοιχα.

Εν αντιθέσει με τις επιχειρήσεις, οι όροι άντλησης τραπεζικής χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά επιδεινώθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο. Το επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας, που συνιστά τη σημαντικότερη κατηγορία τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά σε όρους ακαθάριστων ροών (57% της ετήσιας ακαθάριστης ροής νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά για το 2018), ανήλθε σε 9,11% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους (μ.ο. 2018: 9,13%, μ.ο. 2015-2017: 8,47%). Το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων αυξήθηκε σε 3,19% κατά μέσο όρο τη διαθεσίμη περίοδο του 2019 (μ.ο. 2018: 3,01%, μ.ο. 2015-2017: 2,71%).

Σε πραγματικούς όρους, το μέσο επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιορίστηκε σε 3,3% το 2018 και το α' τετράμηνο 2019, έναντι μέσης τιμής 5,3% κατά τα προηγούμενα έτη 2011-2017. Το αντίστοιχο επιτόκιο για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 4,3%, από 4,8% την περίοδο 2011-2017. Μολονότι το πραγματικό

Διάγραμμα VI.5 Απόκλιση στο κόστος δανεισμού μεταξύ επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους και μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ)* (2015 - α' τριμ. 2019)

(ετήσιοι μέσοι όροι, ποσοστιαίες μονάδες βάσης)

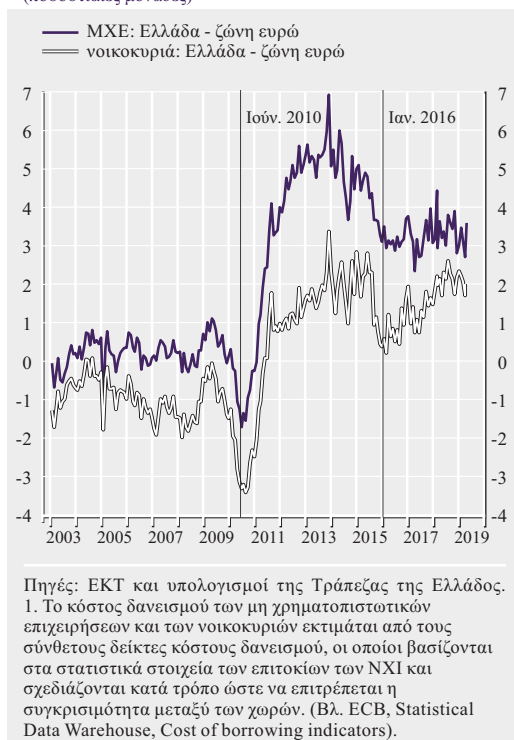


κόστος δανεισμού υποχώρησε και στους δύο τομείς (επιχειρήσεις και νοικοκυριά), παραμένει σημαντικά υψηλότερο έναντι του αντίστοιχου στη ζώνη του ευρώ. Μεταξύ Ιανουαρίου 2018-Απριλίου 2019 η εν λόγω απόκλιση κυμάνθηκε πλησίον των 340 μονάδων βάσης όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VI.6), ενώ διευρύνθηκε σημαντικά όσον αφορά τα νοικοκυριά (Ιανουάριος 2018-Απρίλιος 2019: 212 μ.β., 2017: 131 μ.β., 2016: 94 μ.β.).

Η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η βελτίωση της ρευστότητας των τραπεζών και η συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομίας συνετέλεσαν ώστε οι όροι τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις να μεταβληθούν επί το ευνοϊκότερο κατά την επισκοπούμενη περίοδο. Αντιθέτως,

Διάγραμμα VI.6 Απόκλιση στο πραγματικό κόστος δανεισμού¹ μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003 - Απρίλιος 2019)

(ποσοστιαίες μονάδες)



οι ανωτέρω παράγοντες δεν ήταν επαρκείς ώστε να σημειωθεί αποκλιμάκωση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού για τα νοικοκυριά, πιθανώς διότι η προσφορά στεγαστικών δανείων παραμένει περιορισμένη, δεδομένης της προστασίας που έχαιραν ήδη πολλοί πιστούχοι που δεν εξυπηρετούσαν τακτικά τα στεγαστικά τους δάνεια, και της οποίας δεν θεωρείτο απίθανο να τύγχαναν και νέοι δανειολήπτες πριν τεθεί σε ισχύ ο νόμος 4605/2019. Οι αυξήσεις που παρατηρήθηκαν στα επιτόκια καταναλωτικής πίστης δικαιολογούνται από την εκτίμηση ότι ο πιστωτικός κίνδυνος παραμένει υψηλός.

Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις στα τραπεζικά επιτόκια, οι προσδοκίες για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, ενίσχυση της απασχόλησης και των εισοδημάτων συνηγορούν υπέρ της άμβλυνσης του πιστωτικού κινδύνου και ακολούθως της συμπίεσης του περι-

θωρίου επιτοκίου. Προς την ίδια κατεύθυνση επενεργεί η παρατηρούμενη άνοδος των τιμών των κατοικιών, η οποία ισοδυναμεί με ενίσχυση της αξίας των προσφερόμενων εξασφαλίσεων για τη λήψη δανείων, αν και παράλληλα συμβάλλει στην τόνωση της ζήτησης για στεγαστική πίστη και έτσι δημιουργεί ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια. Στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ, τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής αναμένεται να διατηρηθούν στα παρόντα χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον έως το 2020. Ακόμη και αν οι προσαρμογές της ενιαίας νομισματικής πολιτικής που αναμένονται τα επόμενα έτη αυξήσουν το κόστος επιμέρους πηγών άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα επιτόκια καταθέσεων τείνουν να προσαρμόζονται βραδύτερα και μερικώς μόνο στις μεταβολές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Κατά συνέπεια, όσο ενισχύεται το μερίδιο των καταθέσεων λιανικής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών τόσο θα μειώνεται ο συντελεστής ευαισθησίας των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού σε μεταβολές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Προς τα τέλη του 2018, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της τραπεζικής πίστης συνολικά προς τον ιδιωτικό τομέα άρχισε να καθίσταται προοδευτικά λιγότερο αρνητικός (μέσος όρος Ιανουαρίου-Απριλίου 2019: -0,6%, 2018: -1,3%), λόγω της συμβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αφού παρέμεινε αρνητικός σχεδόν καθ' όλη τη διάρκεια του προηγούμενου έτους, το Δεκέμβριο του 2018 και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2019 μεταστράφηκε σε αυξανόμενες θετικές τιμές (Απρίλιος 2019: 2,6%). Το α' τετράμηνο του 2019 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές

επιχειρήσεις ήταν θετική — δηλ. τα νέα δάνεια κατά μέσο όρο υπερέβαιναν τις πραγματοποιούμενες αποπληρωμές υφιστάμενων δανείων — και μάλιστα σημείωσε σημαντική άνοδο σε 170 εκατ. ευρώ, έναντι 17 εκατ. ευρώ το 2018 (2017: 26 εκατ. ευρώ). Αντίθετα, η ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων (δηλ. το ύψος των εκταμιεύσεων νέων δανείων τακτής λήξης) προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 διαμορφώθηκε, σε μέση μηνιαία βάση, σε 492 εκατ. ευρώ, δηλαδή σχεδόν στο ήμισυ της αντίστοιχης ροής το 2018 (952 εκατ. ευρώ, 2017: 605 εκατ. ευρώ). Όσον αφορά τις τραπεζικές πιστώσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις χωρίς προκαθορισμένη ημερομηνία εξόφλησης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων αυξήθηκε κατά 208 εκατ. ευρώ (αναλογικά κατά 2,7%) το εν λόγω διάστημα του 2019 έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ το 2018 είχε καταγράψει ετήσια μείωση έναντι του 2017 (-5,0%).

Η πρόσφατη ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις την επισκοπούμενη περίοδο — με επιταχυνόμενο ρυθμό σύμφωνα με τις καθαρές ροές, ενώ οι ακαθάριστες ροές υποδηλώνουν εξασθένιση εσχάτως — συνδέεται με βελτίωση των συνθηκών τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς τραπεζικής πίστης. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας και η διαμόρφωση των ονομαστικών επιτοκίων στα νέα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε χαμηλότερα επίπεδα κατά μέσο όρο το 2018 συνεχίζουν να ασκούν ευνοϊκή επίδραση στη ζήτηση. Από την πλευρά της προσφοράς, η συνολική ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος (δηλ. οι καταθέσεις πελατών συν το διασυννοριακό διατραπεζικό δανεισμό, τις εκδόσεις τραπεζικών ομολόγων και τη χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα) συνέχισε να περιορίζεται, αλλά με προοδευτικά λιγότερο αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής. Η εισροή καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα και η αύξηση των πόρων που αντλούν τα πιστωτικά ιδρύματα από τη διεθνή διατραπεζική αγορά (κατά 6 δισεκ. ευρώ) την περίοδο

Ιανουαρίου 2018-Απριλίου 2019 σχεδόν αντισταθμίζουν τον περιορισμό της προσφυγής σε έκτακτη χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα (ELA), καθώς και τη μείωση της χρηματοδότησης που αντλείται από το Ευρωσύστημα (συνολικά, δηλ. περιλαμβανομένου και του ELA) κατά 25 δισεκ. ευρώ ή κατά 75% του υπολοίπου του Δεκεμβρίου 2017. Επιπρόσθετα, το 2018 συντελέστηκε περαιτέρω ελάφρυνση του βάρους για τους τραπεζικούς ισολογισμούς των μη εξυπηρετούμενων δανείων σύμφωνα με τους στόχους, απελευθερώνοντας άμεσα πόρους προς διοχέτευση από τις τράπεζες προς την οικονομία και συμβάλλοντας σε εν γένει διεύρυνση των δυνατοτήτων των τραπεζών να αντλήσουν κεφάλαια από τις αγορές χονδρικής.

Η πρόσφατη αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατευθύνθηκε κυρίως στις μεγάλες επιχειρήσεις, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι η διαθεσιμότητα της τραπεζικής πίστης προς τις σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις χειροτέρευσε σε σύγκριση με το παρελθόν (βλ. Διάγραμμα VI.7). Οι τράπεζες διοχετεύουν σημαντικό μέρος των νέων δανείων προς τις ΜΜΕ⁸ μέσω των προγραμματών συγχρηματοδότησης που διοργανώνουν το ETEAN και κοινοτικοί φορείς (EIB, EBRD). Τα προγράμματα αυτά συμβάλλουν σε άμβλυνση του πιστωτικού κινδύνου που παρουσιάζουν οι μικρότερες επιχειρήσεις. Καθώς η ζήτηση για τραπεζικά δάνεια συνεχίζει να ανακάμπτει και η ευχέρεια των τραπεζών να αντλήσουν ρευστά διαθέσιμα από πηγές εκτός της κεντρικής τράπεζας αυξάνεται, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση των δυνατοτήτων των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν χρηματοδότηση, ικανοποιείται πρώτα η ζήτηση των καλύτερων πελατών-δανειοληπτών, δηλ. των μεγαλύτερων επιχειρήσεων οι οποίες, εφόσον οι λοιποί παράγοντες παραμείνουν αμετάβλητοι, παρουσιάζουν, όπως προαναφέρθηκε, κατ' αρχήν χαμηλότερο πιστωτικό

8 Το 53% από το συνολικό δείγμα των ΜΜΕ που συμμετείχαν στην έρευνα SAFE δήλωσαν ότι την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019 χρησιμοποίησαν τραπεζικές πιστώσεις οι οποίες συγχρηματοδοτούνται ή καλύπτονται από εγγυήσεις από δημόσιους φορείς.

κίνδυνο σε σύγκριση με τις μικρότερες επιχειρήσεις και επιτρέπουν την εκμετάλλευση εκ μέρους της δανειστρίας τράπεζας οικονομικών κλίμακας και οικονομιών φάσματος. Ανεξάρτητα από τα παραπάνω, διοχέτευση των δανειακών κεφαλαίων εκ μέρους των τραπεζών αποκλειστικά στους δυνητικά καλύτερους πελάτες παρατηρείται και υπό συνθήκες ποσοτικού περιορισμού επί των πιστώσεων (credit rationing).

Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής πίστης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις ήταν θετική⁹ κατά 217 εκατ. ευρώ έναντι 96 εκατ. ευρώ το 2018 (2017: 195 εκατ. ευρώ), ενισχυμένη από μεμονωμένα δάνεια μεγάλου ύψους (βλ. Διάγραμμα VI.8). Η αντίστοιχη ροή πιστώσεων προς τις μικρότερες επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως MME το ίδιο τετράμηνο ήταν αρνητική (-47 εκατ. ευρώ). Ωστόσο, η εν λόγω καθαρή ροή καθίσταται προοδευτικά λιγότερο αρνητική μετά το 2017 (2018: -79 εκατ. ευρώ, 2017: -169 εκατ. ευρώ), εξέλιξη που υποδεικνύει ότι η πιστωτική συστολή αμβλύνεται όσον αφορά τις MME και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς αυτές τις επιχειρήσεις βελτιώνεται. Βεβαίως, αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις είναι πολύ υψηλό (για τις εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο βλ. Ενότητα 6), ο κατά τα ανωτέρω μετριασμός της αρνητικής καθαρής ροής ενδέχεται να προκύπτει τουλάχιστον εν μέρει από τον περιορισμό των αποπληρωμών δανείων προς τις τράπεζες. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VI.7) μεταστράφηκε σε θετικές τιμές μετά τον Αύγουστο του 2017 και διατηρήθηκε πάνω από το μηδέν μέχρι και τον Απρίλιο του 2019 (μέσος όρος 2017: 1,0%, 2018: 3,1%, α' τετράμηνο 2019: 5,7%). Ο αντίστοιχος ρυθμός των τραπεζικών πιστώσεων προς τις σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως MME παρέμεινε αρνητικός, ωστόσο λιγότερο αρνητικός το 2019 από ό,τι το 2018 (μέσος όρος 2017: -0,9%, 2018: -3,6%, α' τετράμηνο 2019: -1,9%).

Σημειώνεται ότι την τριετία 2014-2016 ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των τραπεζικών δανείων ήταν κατά μέσο όρο το ίδιο αρνητικός τόσο για τις μεγάλες επιχειρήσεις όσο και για τις συγκριτικά μικρότερες (MME) (-2,0% και -2,1%). Το μερίδιο του υπολοίπου των πιστώσεων προς τις MME στο συνολικό υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VI.9) τη διετία 2014-2015 ήταν κατά μέσο όρο 50%, όμως από το 2016 το μερίδιο υπερβαίνει εκείνο των μεγάλων επιχειρήσεων.

Οι μηνιαίες ακαθάριστες ροές των νέων δανείων τακτής λήξης προς τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις άρχισαν να ενισχύονται από το δεύτερο εξάμηνο του 2016 και αυξήθηκαν κατά μέσο όρο ετησίως κατά 41% το 2017 και 95% το 2018. Η απότομη άνοδος που παρατηρήθηκε στις ακαθάριστες ροές δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις το 2018 αντανακλά τις ιδιαίτερα υψηλές ροές που καταγράφηκαν το δ' τρίμηνο του έτους και επηρεάστηκαν από μεμονωμένα μεγάλα δάνεια, ενώ το α' τετράμηνο του 2019 η μέση ροή επανήλθε σε χαμηλότερο επίπεδο.

Οι αντίστοιχες ακαθάριστες ροές δανείων προς τις MME επίσης εμφάνισαν (συγκριτικά μικρότερη) ετήσια άνοδο κατά 9,5% το 2017 και 6,9% το 2018. Επομένως, το μερίδιο της ακαθάριστης ροής δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις αυξήθηκε το 2018 κατά μέσο όρο σε 65% της ροής του συνόλου των πιστώσεων προς επιχειρήσεις έναντι 55% το 2017, ενώ το α' τετράμηνο του 2019 διαμορφώθηκε χαμηλότερα, σε 57% (βλ. Διάγραμμα VI.10).

Όπως προαναφέρθηκε (βλ. Ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου), τα δάνεια με ύψος άνω του 1 εκατ. ευρώ αφορούν μεγαλύτερες επιχειρήσεις, ενώ τα δάνεια ύψους κάτω των 250

⁹ Το υπόλοιπο και οι ροές των πιστώσεων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ της χρονολογικής σειράς της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το σύνολο των επιχειρήσεων και της χρονολογικής σειράς της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις MME. Βλ. https://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Δανεια_1980.xls. Ο ορισμός των MME είναι αυτός που δίνεται στην υποσημείωση 6.

χιλιάδων ευρώ διοχετεύονται κατά κύριο λόγο σε επιχειρήσεις μικρότερου μεγέθους. Οι μηνιαίες ακαθάριστες ροές των νέων δανείων τακτής λήξης και ύψους άνω του 1 εκατ. ευρώ αυξήθηκαν κατά μέσο όρο ετησίως κατά 30,3% το 2017 και 67,3% το 2018. Οι μηνιαίες ακαθάριστες ροές των νέων δανείων τακτής λήξης και ύψους κάτω των 250 χιλιάδων ευρώ επίσης κατέγραψαν κατά μέσο όρο ετήσια άνοδο, αλλά συγκριτικά μικρότερη (2017: 8,0%, 2018: 15,3%).

Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις καταδεικνύουν ότι δεν υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ της αντιμετώπισης που έτυχαν από τις τράπεζες κατά το 2018 και το α' τρίμηνο του 2019 αφενός οι μεγάλες επιχειρήσεις και αφετέρου οι ΜΜΕ. Το εν λόγω διάστημα, παρατηρήθηκε επίδραση υπέρ χαλάρωσης των πιστοδοτικών κριτηρίων, εξαιτίας της έντασης του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών. Η επίδραση του ανταγωνισμού ήταν μάλιστα ελαφρώς εντονότερη όσον αφορά τις ΜΜΕ σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Αντίθετα, σε ό,τι αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις της τραπεζικής πίστης, η έρευνα δείχνει ότι οι τράπεζες περιόρισαν το περιθώριο το οποίο ενσωματώνουν τα δανειακά επιτόκια (έναντι του κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών) για τις μεγάλες επιχειρήσεις σε πιστώσεις με κίνδυνο, ο οποίος εκτιμάται κοντά στο μέσο όρο, καθώς και σε εκείνες με αυξημένο κίνδυνο, περισσότερο από ό,τι το περιθώριο που ενσωματώνουν τα δανειακά επιτόκια για τις ΜΜΕ. Επιπρόσθετα, το α' τρίμηνο του 2019 οι τράπεζες επιμήκυναν τη διάρκεια των προσφερόμενων πιστώσεων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, μεταβολή η οποία δεν παρατηρήθηκε σε σχέση με τα δάνεια προς τις ΜΜΕ. Όσον αφορά τη ζήτηση για τραπεζική χρηματοδότηση, η εκτίμηση των τραπεζών είναι ότι κατέγραψε αυξήσεις σχεδόν αδιαλείπτως κατά την περίοδο γ' τρίμηνο 2017-α' τρίμηνο 2019, οι οποίες όμως ήταν εντονότερες για τις ΜΜΕ σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

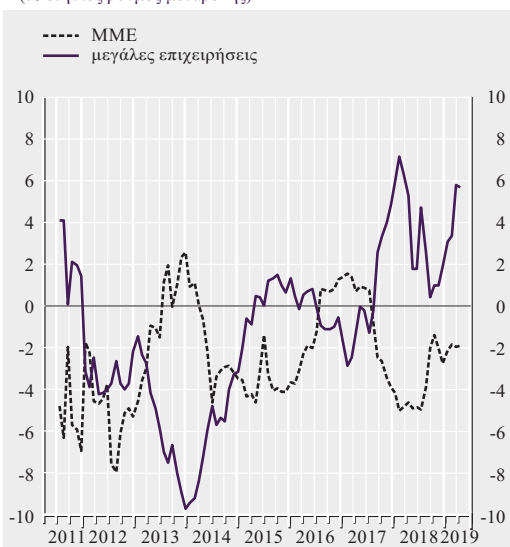
Επίσης, σύμφωνα με την έρευνα SAFE, η τελευταία επανάληψη της οποίας καλύπτει

την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019, η προσφορά δανείων βελτιώθηκε συνολικά τα τελευταία τρία εξάμηνα. Η μεγαλύτερη βελτίωση καταγράφηκε το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο (Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2018). Τότε για πρώτη φορά από την έναρξη της έρευνας το 2009 στην περίπτωση των δανείων τακτής λήξης, και για δεύτερη συνεχόμενη φορά στην περίπτωση των πιστωτικών ορίων ή υπεραναλήψεων, περισσότερες επιχειρήσεις δήλωσαν ότι η παροχή δανείων εκ μέρους των τραπεζών αυξήθηκε από εκείνες που δήλωσαν ότι μειώθηκε. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη δεν επαναλήφθηκε το εξάμηνο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019 οπότε οριακά περισσότερες ήταν οι επιχειρήσεις που αποκρίθηκαν ότι η προσφορά τόσο δανείων με προκαθορισμένη διάρκεια όσο και πιστωτικών ορίων συρρικνώθηκε (έναντι του προηγούμενου εξαμήνου) σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που απάντησαν ότι η προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης αυξήθηκε. Παρομοίως, οι δείκτες που καταγράφουν τη διαθεσιμότητα της συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΜΕ¹⁰ δείχνουν βελτίωση της προθυμίας των τραπεζών να χρηματοδοτήσουν τις ΜΜΕ για τέσσερις επαναλήψεις στη σειρά μέχρι και την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019, κατά την οποία, ωστόσο, η έκταση αυτής της βελτίωσης μετριάστηκε. Επίσης, ολόένα χαμηλότερα ποσοστά επί του συνόλου των ΜΜΕ που συμμετέχουν στην έρευνα δήλωναν για τρία διαδοχικά εξάμηνα μέχρι και την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2018 ότι αντιμετώπισαν εμπόδια εκ μέρους των τραπεζών στη λήψη δανείων (όπως πχ. απόρριψη της αίτησης, υψηλό κόστος, μερική μόνο έγκριση του αιτούμενου δανειακού ποσού). Η ευνοϊκή αυτή τάση αντιστράφηκε μερικώς κατά την τελευταία επανάληψη της έρευνας, την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019. Τέλος, μεταξύ άλλων δεικτών τραπεζικής προσφοράς που καταγράφει η έρευνα, για τρία συναπτά εξάμηνα μέχρι και την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019, οι δείκτες

¹⁰ Ο ορισμός των ΜΜΕ για τους σκοπούς της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις και της έρευνας SAFE (βλ. υποσημείωση 7) διαφέρει από αυτόν της στατιστικής των πιστωτικών μεγεθών και των επιτοκίων (βλ. υποσημείωση 6).

Διάγραμμα VI.7 Τραπεζική χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιούλιος 2011 - Απρίλιος 2019)

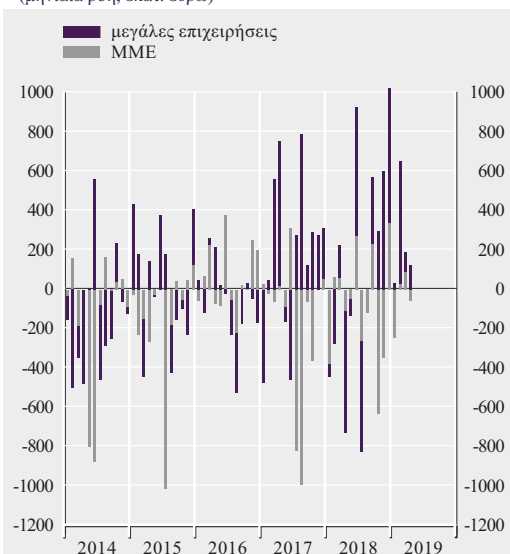
(% ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VI.8 Καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιανουάριος 2014-Απρίλιος 2019)

(μηνιαία ροή, εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

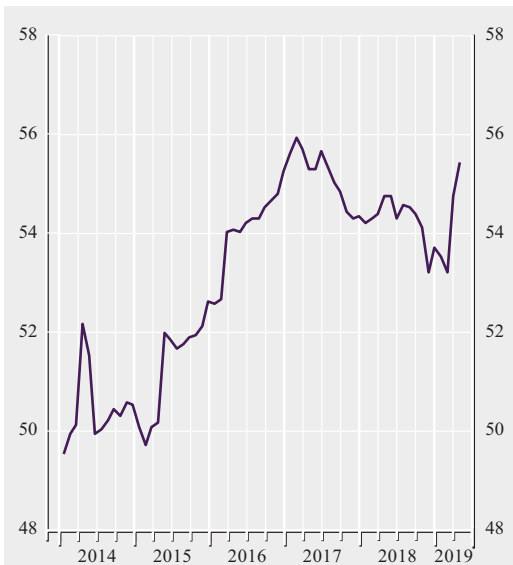
που αφορούν το ύψος του τραπεζικού δανείου που έλαβαν οι MME και (για τέσσερα δια-

δοχικά εξάμηνα) τη διάρκεια της πίστωσης που χορηγήθηκε, καταγράφουν αύξηση. Το ποσοστό των επιχειρήσεων που δήλωσαν ότι υπέβαλαν αίτηση για τραπεζικό δάνειο παρέμεινε χαμηλό στην τελευταία επανάληψη της έρευνας (23%). Όμως, το ποσοστό επί του συνόλου των MME που δεν υπέβαλαν αίτηση φοβούμενες ότι θα απορριφθεί μειώθηκε στις διαδοχικές επαναλήψεις της έρευνας κατά το 2017-2018, ενώ το ποσοστό των MME που δήλωσαν ότι δεν υπέβαλαν αίτηση λόγω έλλειψης εσωτερικών πόρων αυξήθηκε. Η ευνοϊκή αυτή τάση των δύο εν λόγω δεικτών αντιστράφηκε μερικώς το εξάμηνο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019. Συνοψίζοντας, οι έρευνες πεδίου δείχνουν αύξηση της διαθεσιμότητας των τραπεζικών πιστώσεων προς τις MME κατά την περίοδο υπό επισκόπηση.

Όσον αφορά τις τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2019 ο ετήσιος ρυθμός συρρίκνωσης του υπολοίπου της καταναλωτικής πίστης ήταν κατά μέσο όρο -0,8% (2018: -0,6%), ενώ ο αντίστοιχος των στεγαστικών δανείων διατηρήθηκε στο -2,9% (2018: -3,0%). Η ακαθάριστη ροή τόσο των καταναλωτικών όσο και των στεγαστικών δανείων με καθορισμένη λήξη καταγράφηκε ουσιαστικά αμετάβλητη κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2019 σε σύγκριση με το 2018 και το 2017 (69 και 49 εκατ. ευρώ αντίστοιχα). Αλλά το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά (δηλ. των ανοιγμάτων σε πιστωτικές κάρτες, των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς και των ανοικτών δανείων) μειώθηκε κατά 196 εκατ. ευρώ (ή κατά 6,8%) το α' τετράμηνο του 2019 έναντι του 2018, ενώ το 2018 είχε μειωθεί κατά 8,1% έναντι του 2017. Ο περιορισμός των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά την επισκοπούμενη περίοδο συνεχίστηκε, παρά την αύξηση της απασχόλησης, την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Οι παράγοντες αυτοί επέδρασαν θετικά στη ζήτηση για τραπεζικά δάνεια. Όμως η ετήσια άνοδος των επιτοκίων στα δάνεια προς τα νοικοκυριά το 2018 και το

Διάγραμμα VI.9 Τραπεζική χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους (Ιανουάριος 2014-Απρίλιος 2019)

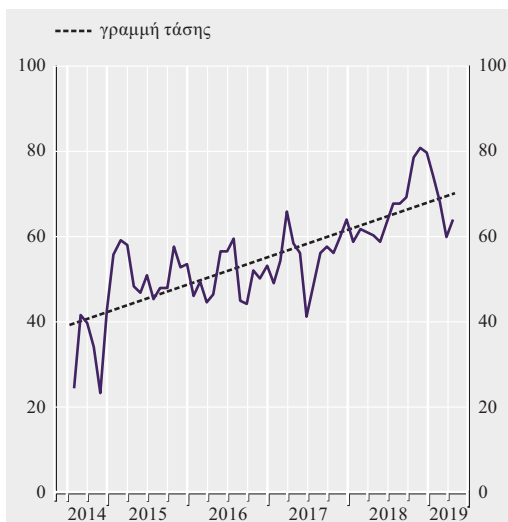
(% ποσοστό του συνολικού υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VI.10 Τραπεζικά δάνεια προς μεγάλες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με καθορισμένη διάρκεια (Ιούλιος 2014 - Απρίλιος 2019)

(ακαθάριστη ροή, άθροισμα σε κυλιόμενη τριμηνιαία βάση, % ποσοστό επί του συνόλου)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Υπολογίζεται το μερίδιο της ροής δανείων προς μεγάλες ΜΧΕ ως προς τη συνολική ροή δανείων προς τις ΜΧΕ.

α' τετράμηνο του 2019, ιδιαίτερα στα στεγαστικά δάνεια, είχε αρνητική επίδραση.

Στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων, η άνοδος των τιμών των κατοικιών ενδεχομένως επηρέασε αυξητικά — αλλά εν μέρει μόνο — τη ζήτηση για τραπεζικά δάνεια, καθώς αυτά υποκαταστάθηκαν από ίδια κεφάλαια των αγοραστών, συμπεριλαμβανομένων και κεφαλαίων που εισέρρευσαν από το εξωτερικό προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αγορά κατοικιών ή κτηρίων.

Συνολικά, οι τάσεις που παρατηρήθηκαν την επισκοπούμενη περίοδο αναμένεται να συνεχιστούν, με περαιτέρω αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις. Η εξέλιξη της τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά θα είναι ασθενέστερη συγκριτικά με τις επιχειρήσεις, αλλά μάλλον βελτιωμένη έναντι του πρόσφατου παρελθόντος. Οι παραπάνω εκτιμήσεις βασίζονται στην υπόθεση ότι η ρευστότητα των τραπεζών θα συνεχίσει να ενισχύεται λόγω της διευρύνσης της πρόσβασης

στις αγορές χρήματος και ομολόγων και της ανόδου των τραπεζικών καταθέσεων, ενώ το βάρος των μη εξυπηρετούμενων δανείων που επηρεάζει αρνητικά την πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών θα συνεχίσει να μειώνεται.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

5.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Το 2018 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν, καθώς η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας σταδιακά βάρυνε όλο και περισσότερο στη διαμόρφωση του επενδυτικού κλίματος. Συγκεκριμένα, η μεταβλητότητα των τιμών μετοχών και ομολόγων ήταν αυξημένη και συνοδευόταν κατά περιόδους από στροφή των επενδυτών προς πιο ασφαλείς τοποθετήσεις. Οι αποδόσεις των ομολόγων χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης αυξήθηκαν σχετικά περισσότερο από εκείνες των ομολόγων υψηλής διαβάθμισης, ενώ οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν στην

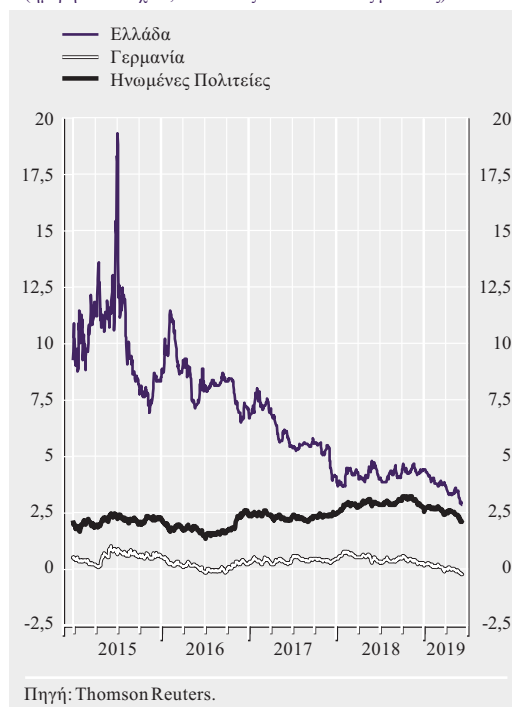
πλειονότητα των αγορών. Επίσης, η Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FOMC) συνέχισε κατά το 2018 την πολιτική αύξησης των επιτοκίων.¹¹

Στις ΗΠΑ, οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων, και συγκεκριμένα εκείνες των τίτλων βραχύτερης διάρκειας, αυξήθηκαν κατά περίπου 60 μ.β., έναντι περίπου 25 μ.β. των 10ετών ομολόγων αναφοράς (βλ. Διάγραμμα VI.11), με αποτέλεσμα την άμβλυνση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων σε χαμηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων μειώθηκε στο τέλος του έτους σε περίπου 20 μ.β.. Επίσης, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων με διαβάθμιση BBB και εταιρικών ομολόγων με αντίστοιχη διάρκεια αλλά διαβάθμιση AAA αυξήθηκε κατά περίπου 45 μ.β. κατά τη διάρκεια του έτους και διαμορφώθηκε σε 115 μ.β. στο τέλος του 2018, ενώ και η μεταβλητότητα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ήταν σημαντικά αυξημένη.¹² Αντίστοιχα αυξημένη ήταν και η μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ, ενώ το δεύτερο εξάμηνο του 2018 παρατηρήθηκε στροφή των επενδυτών προς πιο ασφαλείς επενδυτικές θέσεις.

Συνεκτιμώντας τις ανησυχίες για την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και τη συνεπαγόμενη επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, στα τέλη του 2018 ορισμένα από τα μέλη της FOMC μείωσαν τις προβλέψεις για το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ανακοίνωσε την υιοθέτηση “υπομονετικής στάσης”, συνδέοντας ταυτόχρονα τις μελλοντικές αποφάσεις για τα επιτόκια και για το πρόγραμμα αγοράς τίτλων (Large Scale Asset Purchase – LSAP) με τις εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων. Στη συνέχεια, στη διάρκεια του 2019, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ σηματοδότησε την παύση της αύξησης των επιτοκίων, ή και πιθανή μελλοντική μείωσή τους, και την επανεκτίμηση των παραμέτρων της κανονικοποίησης του χαρτοφυλακίου τίτλων, μην αποκλείοντας ενδεχόμενη αύξηση του χαρτοφυλακίου αυτού. Αντίστοιχα, το Μάρτιο η

Διάγραμμα VI.11 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς, ΗΠΑ, Γερμανίας και Ελλάδος (1.1.2015 - 10.6.2019)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Thomson Reuters.

ΕΚΤ ανακοίνωσε τη διεξαγωγή νέων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (αναλυτικότερα περί TLTRO-III, βλ. Κεφάλαιο III), ενώ τον Ιούνιο του 2019 ο Πρόεδρος της ΕΚΤ δεν απέκλεισε περαιτέρω μείωση των επιτοκίων πολιτικής ή και επανενεργοποίηση του προγράμματος αγοράς τίτλων.

Η σηματοδότηση υπομονετικής στάσης από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, σε συνδυασμό με την πολιτική του Ευρωσυστήματος οδηγησαν σε βελτίωση του επενδυτικού κλίματος διεθνώς, καθώς διαμορφώθηκαν προσδοκίες για διατήρηση των επιτοκίων στα παρόντα επίπεδα, ή ακόμα και χαμηλότερα. Η δια-

¹¹ Πραγματοποιήθηκαν τέσσερις αυξήσεις, κατά 25 μ.β. έκαστη, στις συνεδριάσεις της FOMC το Μάρτιο, τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2018, διαμορφώνοντας το εύρος-στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal funds rate) σε 2,25%-2,5%, δηλ. 100 μονάδες βάσης υψηλότερα στο τέλος του 2018 σε σύγκριση με το τέλος του 2017.

¹² Η μέση τιμή του δείκτη τεχμαρτής μεταβλητότητας VIX το 2018 ήταν 16,7 μονάδες, δηλ. αυξημένη κατά 50% σε σχέση με τη μέση τιμή του 2017 (11,1 μονάδες).

μόρφωση προσδοκιών για μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε μείωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων υψηλής διαβάθμισης. Ταυτόχρονα, η μείωση της ροπής για αποφυγή κινδύνων, η οποία οδήγησε κατά περιόδους σε συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων (hunt for yield), ωφέλησε ιδιαίτερα τα κρατικά ομόλογα χαμηλής διαβάθμισης, τα εταιρικά ομόλογα και τις μετοχές. Έτσι, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2019 παρατηρήθηκε μείωση των αποδόσεων των ομολόγων (βλ. Διάγραμμα VI.11),¹³ και αύξηση των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ,¹⁴ υπό συνθήκες χαμηλότερης μεταβλητότητας.¹⁵ Ανοδικά κινήθηκαν επίσης και οι τιμές των μετοχών των αναδυόμενων οικονομιών καθώς και οι τιμές των εμπορευμάτων.¹⁶

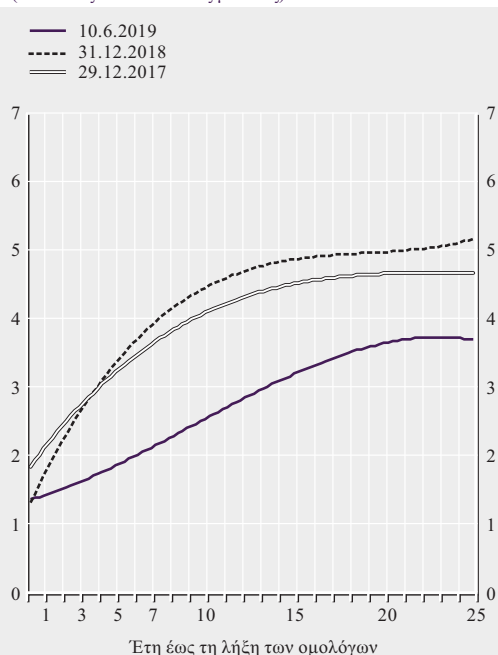
5.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διαμορφώθηκαν σε υψηλότερα επίπεδα στο τέλος του 2018 σε σύγκριση με τις αρχές του έτους, κυρίως λόγω της επιδείνωσης των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, παρά τη βελτίωση στις οικονομικές συνθήκες και τη θετική δημοσιονομική επίδοση της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει ότι οι υποκείμενες συνθήκες ροπής προς αποφυγή κινδύνων που επικρατούν διεθνώς αποτελούν το βασικό παράγοντα αποτίμησης των ΟΕΔ, καθώς αυτά δεν έχουν ακόμη αποκτήσει καθεστώς επενδυτικής βαθμίδας. Επιπλέον, οι εγχώριοι παράγοντες, όπως το μεγάλο απόθεμα επισφαλών δανείων και η μεταρρυθμιστική κατεύθυνση στην οικονομική πολιτική, μπορεί να επηρεάσουν τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και κατ'επέκταση το κόστος δανεισμού για το Δημόσιο.

Από τις αρχές του 2019 έως τα μέσα Ιουνίου, η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς είχε θετικές συνέπειες για το επενδυτικό κλίμα και ως προς τα ελληνικά χρεόγραφα.¹⁷ Έτσι, παρατηρήθηκε πτωτική τάση στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία εντάθηκε μετά τις ευρωπαϊκές εκλογές και την προκήρυξη εθνικών εκλογών.¹⁸ Συγκεκριμένα, στις 10.6.2019 η

Διάγραμμα VI.12 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων

(αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Η καμπύλη αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υπολογίστηκε με βάση την εκτίμηση των παραμέτρων μιας πολυωνυμικής συνάρτησης τρίτου βαθμού.

απόδοση του 10ετούς ΟΕΔ διαμορφώθηκε σε 2,85%, δηλαδή 154 μ.β. χαμηλότερα σε σύγκριση με το τέλος του 2018. Αντίστοιχα, η

¹³ Συγκεκριμένα, την περίοδο από 31.12.2018 έως 10.6.2019, οι αποδόσεις των 10ετών ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ μειώθηκαν κατά περίπου 55 μ.β., ενώ στη ζώνη του ευρώ οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων χαμηλότερης διαβάθμισης μειώθηκαν περισσότερο (Γερμανία -47 μ.β., Γαλλία -58 μ.β., Ιταλία -42 μ.β., Ισπανία -82 μ.β., Πορτογαλία -104 μ.β.). Επίσης, μεταβολή των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων σε ευρώ από 31.12.2018 έως 10.6.2019: iBoxx euro non-fin corp AAA: -57 μ.β., iBoxx euro non-fin corp BBB: -71 μ.β., iBoxx EUR liquid high-yield index: -96 μ.β.

¹⁴ S&P 500: +15,2%, Stoxx Europe 600: +12%, MSCI EM-χρηματιστηριακός δείκτης αναδυόμενων αγορών: 5,8%.

¹⁵ Μέγιστη τιμή 2018: VIX 37,3, VSTOXX: 34,7, μέγιστη τιμή περιόδου 1.1.2019-10.6.2019: VIX 25,5, VSTOXX: 28,6.

¹⁶ S&P GSCI 16,9%.

¹⁷ Επιπλέον, βοήθησαν και οι περαιτέρω αναβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης, με πιο πρόσφατη την αξιολόγηση της DBRS στις 3 Μαΐου 2019, η οποία αναβάθμισε το αξιόχρεο της Ελλάδας σε BB(low) από B(high).

¹⁸ Μικρής διάρκειας άνοδος παρατηρήθηκε στις αρχές Μαΐου, η οποία συνέπεσε με την ανακοίνωση νέων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων για το 2019 και το 2020, αλλά και με αναταραχή στο διεθνές επενδυτικό περιβάλλον. Έτσι, παρατηρήθηκε αντιστροφή της καθοδικής πορείας των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, η οποία μετράισε τη θετική δυναμική που είχε δημιουργηθεί το πρώτο τετράμηνο του έτους, οπότε η απόδοση του 10ετούς τίτλου είχε υποχωρήσει σε 3,2% στις 30 Απριλίου 2019.

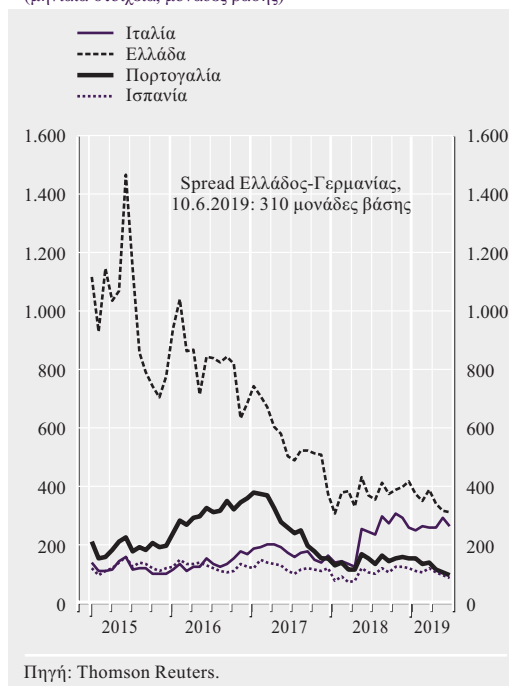
καμπύλη αποδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου στις 10.6.2019 βρισκόταν σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το τέλος του 2018, έχοντας θετική κλίση, με τις αποδόσεις στα μακροχρόνια ΟΕΔ, δηλαδή εκείνα με διάρκεια άνω των 15 ετών, να έχουν μειωθεί σημαντικά αντανakλώντας υποχώρηση του κινδύνου στο μακροπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης (βλ. Διάγραμμα VI.12). Αντίστοιχα, η διαφορά της απόδοσης του 10ετούς ΟΕΔ με εκείνη του γερμανικού 10ετούς κρατικού ομολόγου ήταν χαμηλότερη στις 10.6.2019 σε σύγκριση με το τέλος του 2018, μειωμένη περισσότερο από τις αντίστοιχες διαφορές ομολόγων άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ με χαμηλή διαβάθμιση (spread: Ελλάδα 310 μ.β. (-104 μ.β.), Ιταλία 261 μ.β. (+8 μ.β.), Ισπανία 86 μ.β. (-31 μ.β.) και Πορτογαλία 94 μ.β. (-54 μ.β.), βλ. Διάγραμμα VI.13).

Στη θετική συγκυρία που είχε αρχίσει να διαμορφώνεται από τις αρχές του 2019 κατέστη εφικτή η έκδοση νέων ομολόγων αναφοράς από το Ελληνικό Δημόσιο. Συγκεκριμένα, το Φεβρουάριο και το Μάρτιο του 2019 εκδόθηκαν ένα 5ετές και ένα 10ετές ΟΕΔ, μέσω των οποίων αντλήθηκαν 5 δισεκ. ευρώ, ενώ τα ετήσια τοκομερίδιά τους είναι 3,45% και 3,875% αντίστοιχα. Και στις δύο εκδόσεις η συμμετοχή επενδυτών από το εξωτερικό ήταν ιδιαίτερα μεγάλη. Επίσης, κατά τη διάρκεια της υπό επισκόπηση περιόδου το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση εντόκων γραμματίων 3, 6 και 12 μηνών, αντλώντας 13,9 δισεκ. ευρώ (ποσό έκδοσης για το αντίστοιχο διάστημα του 2018: 18,1 δισεκ. ευρώ). Αξιοσημείωτη είναι η πτώση του μέσου σταθμικού κόστους δανεισμού σε 0,61%, από 1,1% για το αντίστοιχο διάστημα του 2018.

Την περίοδο 1.1.2019-10.6.2019 η συναλλακτική δραστηριότητα στην εγχώρια αγορά αυξήθηκε σημαντικά, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να ανέρχεται σε περίπου 44 εκατ. ευρώ, σε σύγκριση με 21 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2018, υποδηλώνοντας τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας των τίτλων στην εγχώρια αγορά. Βέβαια, η συναλλακτική δραστηριότητα στην

Διάγραμμα VI.13 Διαφορά απόδοσης (spread) δεκαετών ομολόγων του ελληνικού, ιταλικού, ισπανικού και πορτογαλικού Δημοσίου έναντι του γερμανικού (Ιανουάριος 2015 - Ιούνιος 2019)

(μηνιαία στοιχεία, μονάδες βάσης)



ΗΔΑΤ εξακολουθεί να αποτελεί μικρό μέρος της συνολικής δραστηριότητας σε ελληνικούς τίτλους, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2019 στο Σύστημα Αυλών Τίτλων, που συναθροίζει εγχώριες και διεθνείς συναλλαγές σε ΟΕΔ, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών αυξήθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2018 (μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο ΣΑΤ: 540 εκατ. ευρώ από 1.1.2019 έως 10.6.2019, έναντι 326 εκατ. ευρώ από 1.1.2018 έως 10.6.2018).

5.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν διευκολυντικές συνολικά κατά το 2018, παρά τις κατά καιρούς διακυμάνσεις, κυρίως λόγω της βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος διεθνώς. Το κόστος δανεισμού των μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, καθώς η

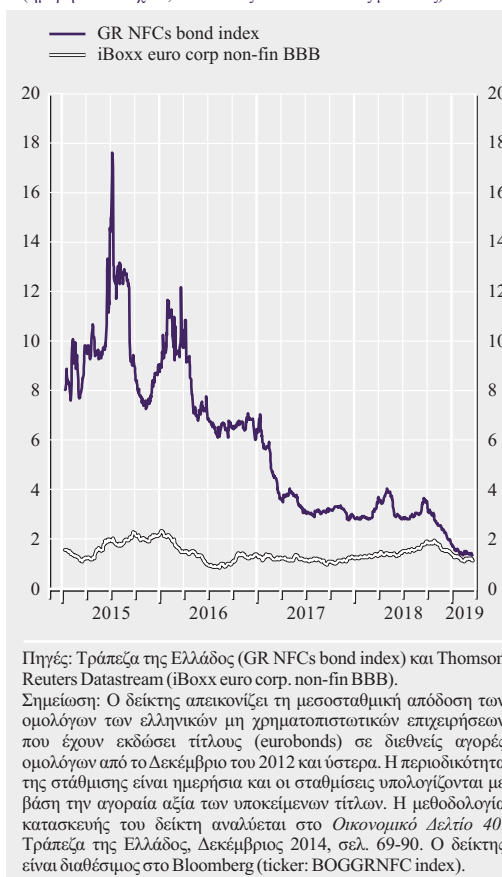
αναζήτηση αποδόσεων ωφέλησε ιδιαίτερα τα ομόλογα επιχειρήσεων με καλά θεμελιώδη μεγέθη αλλά χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση (βλ. Διάγραμμα VI.14).

Συγκεκριμένα, στις 10.6.2019 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 στο 1,33% (169 μ.β. χαμηλότερα από το επίπεδο της 31.12.2018). Η μεγάλη μείωση των αποδόσεων οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι ομόλογα που είχαν εκδοθεί με υψηλότερα τοκομερίδια αναπληρώθηκαν από πιο πρόσφατες εκδόσεις, οι οποίες έχουν χαμηλότερα τοκομερίδια, ως συνέπεια κυρίως του ευνοϊκότερου επενδυτικού κλίματος διεθνώς. Έτσι, η μέση σταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδοθεί σε διεθνείς αγορές συνέκλινε σημαντικά με τις αποδόσεις αντίστοιχων ομολόγων, με διαβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία, από άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (ενδεικτικά, στις 10.6.2019: iBoxx euro non-fin BBB 1,17% & iBoxx euro non-fin AAA 0,56%).

Η εκδοτική δραστηριότητα των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά το 2018 ήταν περιορισμένη, κυρίως διότι δεν υπήρχαν ανάγκες αναχρηματοδότησης, και δευτερευόντως λόγω των εξελίξεων στις διεθνείς αγορές. Η μικτή αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, κυρίως μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα ανέρχεται σε 8,8 δισεκ. ευρώ, ενώ η καθαρή ονομαστική αξία, εφόσον συνυπολογιστούν οι νέες εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές πριν τη λήξη (calls & tenders), είναι περίπου 4 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων την περίοδο 2013-2017 χρησιμοποιήθηκε για την αποπληρωμή προγενέστερου χρέους. Τον Ιούλιο του 2018 πραγματοποιήθηκε νέα έκδοση ομολόγου αξίας 400 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 2,38%. Στην εγχώρια αγορά, το Μάρτιο του 2019 εκδό-

Διάγραμμα VI.14 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (1.1.2015 - 10.6.2019)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



θηκε ένα ακόμη ομόλογο, αξίας 200 εκατ. ευρώ, με τοκομερίδιο 3,6%, αυξάνοντας τα αντληθέντα κεφάλαια μέσω της εν λόγω αγοράς σε 980 εκατ. ευρώ από την έναρξη λειτουργίας της το 2017.

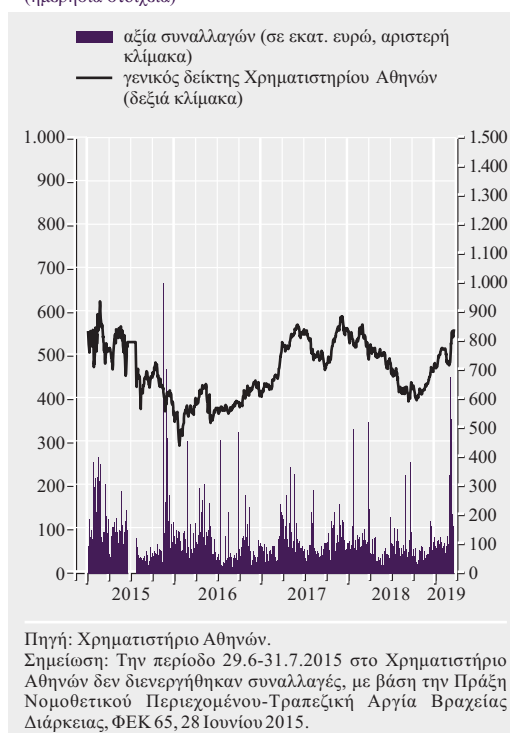
5.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) το 2018 ακολούθησαν έντονα πρωτική τάση (βλ. Διάγραμμα VI.15), παρά τις θετικές επιδόσεις στην κερδοφορία των εταιριών, εξέλιξη που συνδέεται με ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης και με την αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών διεθνώς.

Διάγραμμα VI.15 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (1.1.2015-10.6.2019)

(ημερήσια στοιχεία)



Αντίθετα, το διάστημα 1.1.2019-10.6.2019, λόγω της βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος και της μείωσης της μεταβλητότητας διεθνώς, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ανέκαμψαν, με τις αποδόσεις των τιμών των τραπεζικών μετοχών να υπερβαίνουν εκείνες των υπόλοιπων κλάδων.

Ειδικότερα, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε πτώση 25% σε ετήσια βάση το 2018, ενώ το διάστημα από 31.12.2018 έως 10.6.2019 ο γενικός δείκτης αυξήθηκε κατά 37,4%, με την ανοδική τάση που είχε παρατηρηθεί από τις αρχές του έτους να ενισχύεται μετά τις ευρωπαϊκές εκλογές. Αντίστοιχα, την ίδια περίοδο, ο τραπεζικός κλάδος, ο οποίος είχε καταγράψει υποχώρηση κατά 52% σε ετήσια βάση το 2018, ανέκαμψε, παρουσιάζοντας άνοδο της τάξης του 78%, ενώ και ο δείκτης των βιομηχανικών και συναφών εταιριών αυξήθηκε κατά περίπου 39%, το ίδιο διάστημα.

Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών για το διάστημα από 1.1.2019 έως 10.6.2019) ανήλθε σε 60,7 εκατ. ευρώ, ελαφρώς χαμηλότερα από τα επίπεδα της αντίστοιχης περιόδου του 2018.

5.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η αποδοτικότητα των εισηγμένων επιχειρήσεων που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα εμφανίζει μικτή εικόνα κατά το οικονομικό έτος 2018 σε σύγκριση με το 2017. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 137 εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών ομίλων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ο κύκλος εργασιών εμφάνισε σημαντική αύξηση (12,8%), επηρεαζόμενος κυρίως από τους κλάδους της ενέργειας (24%), των πρώτων υλών (25%), του εμπορίου (10%) και των βιομηχανικών επιχειρήσεων (4%). Επίσης, μειώθηκαν τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα (κατά 10,4%), με τους περισσότερους κλάδους να εμφανίζουν μειωμένο το εν λόγω κονδύλι εξόδων το 2018 σε σύγκριση με το 2017.

Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) και τα κέρδη προ φόρων μειώθηκαν όμως αισθητά, 12,1% και 24,6% αντίστοιχα, κυρίως λόγω μικρότερης κερδοφορίας στους κλάδους της ενέργειας και εμφάνισης ζημιολογών αποτελεσμάτων στον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Σημειώνεται ότι, αν εξαιρεθούν οι δύο αυτοί κλάδοι, οι υπόλοιπες εταιρείες εμφανίζουν βελτίωση αποτελεσμάτων (αύξηση EBITDA και κερδών προ φόρων κατά 4,6% και 18,5% αντίστοιχα).

Αύξηση του κύκλου εργασιών εμφανίζουν περίπου τα 2/3 των επιχειρήσεων, ενώ ο αριθμός των επιχειρήσεων που εμφανίζουν προ φόρων είτε μείωση κερδοφορίας είτε διεύρυνση ζημιών αυξήθηκε το 2018 σε 43% (2017: 37%). Επίσης, στο τέλος του 2018 ο αριθμός των επιχειρήσεων με αρνητικά ίδια κεφάλαια αυξήθηκε σε περίπου 18% από περίπου 14% στο τέλος του 2017.

6 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Τα κύρια χαρακτηριστικά των εξελίξεων στις συστημικές τράπεζες κατά το α' τρίμηνο του 2019¹⁹ ήταν η αδύναμη κερδοφορία, η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο, η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών και η σταδιακή υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ).²⁰ Ωστόσο, το εν λόγω απόθεμα παραμένει ιδιαίτερα υψηλό.

Το α' τρίμηνο του 2019, με βάση τα αποτελέσματα των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν μικρή μόνο άνοδο και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν (βλ. Πίνακα VI.2), εξελίξεις που οφείλονται ωστόσο κυρίως στο γεγονός ότι μία τράπεζα εμφάνισε μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις το α' τρίμηνο του 2019, ενώ μία άλλη που είχε καταγράψει σημαντικό ύψος του κόστους εθελουσίας εξόδου το α' τρίμηνο του 2018 εμφάνισε βελτιωμένα μεγέθη την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Τα έσοδα από τοκοφόρες εργασίες, τα οποία αποτελούν τα 3/4 περίπου των λειτουργικών εσόδων, συνέχισαν να μειώνονται, κυρίως εξαιτίας της συρρίκνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών²¹ 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. Όσον αφορά τα έξοδα, συνεχίζεται η προσπάθεια για περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω εξορθολογισμού του δικτύου των καταστημάτων και περιστολής των γενικών διοικητικών εξόδων. 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 συσσωρευμένων προβλέψεων στην αρχή του 2018 μετά την υιοθέτηση του ΔΠΧΠ 9.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των συστημικών τραπεζών, τόσο ο Δείκτης Κεφα-

λαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) σε ενοποιημένη βάση όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας παρέμειναν στο τέλος Μαρτίου του 2019 σε ικανοποιητικό επίπεδο (14,9% και 15,5% αντίστοιχα).

Επισημαίνεται ότι από την 1η Ιανουαρίου 2019 αυξήθηκε η συνολική απαίτηση αποθεμάτων ασφαλείας (combined capital buffer requirement) για τις ελληνικές τράπεζες. Πρώτον, το απόθεμα ασφαλείας διατήρησης κεφαλαίου (capital conservation buffer) αυξήθηκε σε 2,5% των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού (από 1,875%), καθώς ολοκληρώθηκε η μεταβατική περίοδος πλήρους εφαρμογής του. Δεύτερον, το ποσοστό του αποθέματος ασφαλείας για τα “λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα” (Other Systemically Important Institutions – O-SII) για το έτος 2019 καθορίστηκε σε 0,25% των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού. Ως λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα έχουν προσδιοριστεί η Άλφα Τράπεζα Α.Ε., η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., η Τράπεζα Eurobank Ergasias Α.Ε. και η Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. Η συνολική απαίτηση αποθεμάτων ασφαλείας αποτελείται από κεφάλαιο κοινών μετοχών της κατηγορίας 1 (CET1).

¹⁹ Για τα αποτελέσματα του συνόλου των τραπεζών για το 2018 βλ. Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούνιος 2019. Συνοπτικά, το 2018 τα καθαρά έσοδα των τραπεζών υποχώρησαν σε σύγκριση με το 2017 ενώ, αν λάβουμε υπόψη και τα αποτελέσματα από διακοπτόμενες δραστηριότητες, οι τράπεζες κατέγραψαν ζημιές.

²⁰ Στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) περιλαμβάνονται δάνεια με καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών και δάνεια αβέβαιης είσπραξης χωρίς τη ρευστοποίηση εξασφάλισης, ανεξαρτήτως ημερών καθυστέρησης (Εκτελεστικός Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 680/2014 της Επιτροπής, Παράρτημα V, όπως αντικαταστάθηκε από τον Εκτελεστικό Κανονισμό (ΕΕ) 2018/1627 της Επιτροπής, Παράρτημα III, Μέρος 2, 213-239). Δεν περιλαμβάνονται “ανοίγματα” σε χρεωστικά μέσα εκτός δανείων ούτε στοιχεία εκτός ισολογισμού (π.χ. εγγυητικές επιστολές). Πάντως ο ορισμός των “ανοιγμάτων” είναι ευρύτερος εκείνου των “δανείων” διότι, εκτός από όλα τα χρεωστικά μέσα (δάνεια και προκαταβολές, χρεωστικοί τίτλοι, ανοίγματα σε κεντρικές τράπεζες κ.λπ.), περιλαμβάνει και τα ανοίγματα εκτός ισολογισμού. Καθώς τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα όσον αφορά χρεωστικά μέσα εκτός δανείων είναι αμελητέα, σε συνδυασμό με το ότι οι ορισμοί της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΑΤ) καλύπτουν μόνο τα εντός ισολογισμού στοιχεία, η ανάλυση στην παρούσα ενότητα αναφέρεται σε ΜΕΔ και όχι σε μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ), για λόγους ομοιομορφίας με τους ορισμούς της ΕΑΤ.

²¹ Προκύπτει αφενός από μείωση των δανείων (οι αποπληρωμές υπερβαίνουν τις νέες εκταμιεύσεις) και αφετέρου από την πώληση θυγατρικών στο εξωτερικό.

Αναφορικά με την ποιότητα του εγχώριου χαρτοφυλακίου δανείων,²² τα ΜΕΔ ανήλθαν στο τέλος Μαρτίου 2019 σε 80 δισεκ. ευρώ,²³ μειωμένα κατά περίπου 1,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2018 και κατά περίπου 27,2 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ το α' τρίμηνο του 2019 οφείλεται κυρίως σε διαγραφές ύψους 0,9 δισεκ. ευρώ και πωλήσεις ύψους 0,8 δισεκ. ευρώ.²⁴ Γενικά, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, αναδιαρθρώσεων δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν περιορισμένες.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε το Μάρτιο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (45,2%). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 44,7% για το στεγαστικό, 54,1% για το καταναλωτικό και 44% 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 (65,9% και 58,9% αντίστοιχα). Καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (24,5%) και στο χαρτοφυλάκιο ναυτιλιακών δανείων (24%).

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΔ, το 49% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, το 30,9% δάνεια αβέβαιης είσπραξης ("unlikely to pay") και το 20,1% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί. Επίσης, πολλοί δανειολήπτες έχουν αιτηθεί νομική προστασία (14,6% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων). Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης ανήλθε σε 47,1%.

Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συννομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα ΜΕΔ, 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 σπανιότερα της μείωσης του επιτοκίου και του διαχωρισμού του υπολοίπου οφειλής (split balance).²⁵ Στο τέλος Μαρτίου 2019 το υπόλοιπο των ΜΕΔ που συνδέονταν με ρυθμίσεις ανερχόταν σε 29,4 δισεκ. ευρώ (δηλ. το 36,7% του συνόλου των ΜΕΔ).²⁶

Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συννομολόγηση της ρύθμισης. Μάλιστα, σε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης.

Όσον αφορά τους επιχειρησιακούς στόχους για τη μείωση των ΜΕΔ, η στόχευση είναι ο δείκτης ΜΕΔ να έχει διαμορφωθεί σε επίπεδα κάτω του 20% στο τέλος του 2021.

Συνολικά, έχει συντελεστεί σημαντική πρόοδος ως προς τη μείωση του ποσοστού των ΜΕΔ, ωστόσο οι ρυθμοί μείωσης των ΜΕΔ δεν αρκούν ώστε να επιτευχθεί σύντομα σύγκλιση του δείκτη ΜΕΔ προς τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό μέσο όρο, ο οποίος στο τέλος του 2018 διαμορφώθηκε σε 3,2%. Γι' αυτό, πρέπει σύντομα να εφαρμοστεί μία συστημική λύση για την αντιμετώπιση του προβλήματος των

²² Τα στοιχεία για την ποιότητα χαρτοφυλακίου αφορούν το σύνολο των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών.

²³ Αφορά τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώνεται σε 81,5 δισεκ. ευρώ.

²⁴ Σημειώνεται ότι οι τράπεζες έχουν δρομολογήσει πωλήσεις χαρτοφυλακίων σημαντικού ύψους, οι οποίες ωστόσο δεν είχαν ολοκληρωθεί στο τέλος του α' τριμήνου του 2019.

²⁵ Με τη λύση αυτή, η οφειλή διαχωρίζεται σε δύο τμήματα (tranches): (α) στο τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι έχει την οικονομική δυνατότητα να αποπληρώσει και (β) στο υπόλοιπο τμήμα του δανείου, το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα με ρευστοποίηση περιουσίας ή άλλων ειδών διευθέτηση, η οποία συμφωνείται εξ αρχής από τα δύο μέρη.

²⁶ Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων τα οποία εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 46,2 δισεκ. ευρώ.

Πίνακας VI.2 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών συστημικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	α' τρίμηνο 2018	α' τρίμηνο 2019	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	1.982	1.861	-6,1
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.442	1.381	-4,2
- Έσοδα από τόκους	1.958	1.862	-4,9
- Έξοδα τόκων	517	480	-7,0
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	541	479	-11,3
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	273	264	-3,3
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	254	213	-16,1
- Λοιπά έσοδα	13	2	-86,3
Λειτουργικά έξοδα	1.086	915	-15,7
Δαπάνες προσωπικού	637	486	-23,7
Διοικητικά έξοδα	363	312	-14,0
Αποσβέσεις	86	117	36,6
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	897	946	5,5
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	822	697	-15,3
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-20	-14	-30,1
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-32	-127	>100
Κέρδη προ φόρων	63	137	>100
Φόροι	20	43	>100
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες ²	19	23	21,1
Κέρδη μετά από φόρους	61	117	91,4

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων συστημικών τραπεζικών ομίλων.

¹ Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.² Οι ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

ΜΕΔ, που θα λειτουργεί συμπληρωματικά προς τις προσπάθειες των ιδίων των τραπεζών. Υπενθυμίζεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος έχει από καιρό προτείνει μια αποτελεσματική λύση²⁷ η οποία προβλέπει τη μεταβίβαση σημαντικού μέρους των ΜΕΔ μαζί με μέρος της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTCs) που είναι εγγεγραμμένη στους ισολογισμούς των τραπεζών, σε Εταιρίες Ειδικού Σκοπού (NPL & DTC carve-out). Η λύση αυτή αντιμετωπίζει με συστηματικό τρόπο δύο πολύ σημαντικά προβλήματα ταυτόχρονα: τα ΜΕΔ και τις αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις, και επιτρέπει, υπό προϋποθέσεις, τη διαμόρφωση στόχων επίτευξης μονοψήφων ποσοστών εντός τριετίας.

Επιπρόσθετα, το Υπουργείο οικονομικών επεξεργάζεται μία ακόμα εναλλακτική πρόταση.

Σε κάθε περίπτωση, η εφαρμογή των όποιων προτάσεων απαιτεί προσεκτικό σχεδιασμό, στον οποίο θα λαμβάνονται υπόψη ενδεχόμενες επιπτώσεις τόσο στα δημοσιονομικά μεγέθη όσο και στην κεφαλαιακή βάση των εγχώριων τραπεζών, ενώ η όποια στρατηγική επιλεγεί θα πρέπει να είναι συμβατή με τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων και τις εποπτικές κατευθυντήριες γραμμές.

²⁷ Βλ. Ειδικό θέμα Ι: “Πρόταση συστημικής διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Νοέμβριος 2018.

Μια αποφασιστική και συστηματική λύση στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων κρίνεται ως υψίστης σημασίας. Έτσι, οι τράπεζες θα μπορέσουν να επικεντρωθούν σε καίρια ζητήματα που αφορούν το μέλλον: σύγ-

χρονα επιχειρηματικά μοντέλα, αναζήτηση νέων επικερδών αναπτυξιακών ευκαιριών και δραστηριοτήτων, νέες ψηφιακές και άλλες τεχνολογίες και, πάνω απ' όλα, χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΕΣ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	150
2	Ισοζύγιο πληρωμών	151
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	152
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	153
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	154
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	155
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	156

Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωρο- κηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατρο- φής και καύσιμα	
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους
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
2018	106,5	0,6	108,5	0,7	104,2	0,5	102,1	0,1	101,1	0,1
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
IV	107,4	1,1	109,9	1,3	104,3	0,9	102,7	0,2	102,0	0,3
2019 I	105,8	0,7	107,2	0,4	104,2	1,0	101,2	0,2	100,0	0,3
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
Δεκ.	106,9	0,6	109,1	0,1	104,3	1,2	102,8	0,2	102,2	0,5
2019 Ιαν.	105,0	0,4	106,5	0,2	103,4	0,8	100,6	0,1	99,3	0,3
Φεβρ.	105,2	0,6	106,2	0,5	104,2	0,9	100,5	0,2	99,2	0,3
Μάρτ.	107,1	0,9	108,8	0,7	105,1	1,4	102,4	0,2	101,6	0,4
Απρ.	108,1	1,0	110,4	0,7	105,5	1,5	103,3	0,3	102,8	0,5
Μάιος	106,9	0,2	108,4	-0,1	105,4	0,7	102,1	-0,2	101,4	-0,1

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος		
	2016	2017	2016	2017	2018	2019
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-3.050,0	-3.159,3	-5.330,1	-3.721,1	-4.730,5	-5.534,8
I.Α ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A+I.B)	-1.662,7	-1.790,2	-3.184,7	-4.721,2	-5.462,4	-5.534,8
Εξαγωγές	54.408,3	61.701,7	69.532,2	16.056,8	17.441,0	18.621,4
Εισαγωγές	56.070,9	63.491,9	72.716,9	20.778,1	22.903,4	24.156,2
I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1-I.A.2)	-17.960,3	-19.833,9	-22.489,1	-6.783,7	-7.115,9	-7.720,3
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	24.613,2	28.040,5	32.372,8	8.997,4	10.165,5	10.535,9
Καύσιμα	6.162,5	7.887,8	10.016,9	2.717,0	3.111,2	3.054,3
Πλοία (πωλήσεις)	119,8	102,0	130,9	38,7	26,8	33,1
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	18.330,9	20.050,7	22.225,0	6.241,7	7.027,5	7.448,5
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	42.573,5	47.874,4	54.861,9	15.781,1	17.281,3	18.256,2
Καύσιμα	9.148,0	11.605,4	15.197,5	4.019,6	4.652,9	4.777,4
Πλοία (αγορές)	88,4	141,9	187,7	50,7	66,6	117,0
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	33.337,1	36.127,0	39.476,7	11.710,8	12.561,8	13.361,8
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)	16.297,6	18.043,7	19.304,4	2.062,5	1.653,4	2.185,5
I.B.1 Εισπράξεις	29.795,0	33.661,3	37.159,3	7.059,4	7.275,5	8.085,5
Ταξιδιωτικό	13.206,7	14.630,1	16.085,8	974,5	1.056,5	1.297,0
Μεταφορές	12.574,4	14.473,8	16.629,9	4.664,6	4.833,2	5.304,8
Λοιπές υπηρεσίες	4.013,9	4.557,3	4.443,6	1.420,3	1.385,9	1.483,7
I.B.2 Πληρωμές	13.497,5	15.617,6	17.854,9	4.996,9	5.622,1	5.900,0
Ταξιδιωτικό	2.005,3	1.904,7	2.191,0	620,8	720,5	884,8
Μεταφορές	7.988,9	9.520,6	11.044,3	3.033,1	3.411,7	3.445,3
Λοιπές υπηρεσίες	3.503,2	4.192,3	4.619,6	1.343,0	1.489,9	1.570,0
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)	-798,9	-810,4	-1.681,7	783,8	582,2	597,1
I.Γ.1 Εισπράξεις	6.217,5	6.550,1	6.344,8	3.009,5	2.985,1	2.781,1
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	211,4	216,6	223,0	70,0	61,1	87,2
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	2.828,0	3.514,0	3.017,7	1.155,2	923,1	991,0
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.178,2	2.819,5	3.104,1	1.784,3	2.000,8	1.703,0
I.Γ.2 Πληρωμές	7.016,5	7.360,5	8.026,6	2.225,7	2.402,9	2.184,0
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.211,6	1.343,7	1.363,7	461,9	430,1	462,4
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.380,4	5.611,5	6.260,8	1.671,6	1.872,9	1.581,0
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	424,5	405,4	402,1	92,2	99,9	140,6
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)	-588,4	-558,7	-463,7	216,3	149,8	-127,6
I.Δ.1 Εισπράξεις	1.838,0	1.949,9	2.035,1	962,6	940,5	1.042,2
Γενική κυβέρνηση	1.059,4	939,8	1.034,7	594,8	666,9	567,7
Λοιποί τομείς	778,6	1.010,1	1.000,3	367,8	273,5	474,5
I.Δ.2 Πληρωμές	2.426,4	2.508,6	2.498,8	746,3	790,7	1.169,8
Γενική κυβέρνηση	1.850,7	1.792,7	1.702,8	522,6	566,4	796,7
Λοιποί τομείς	575,7	715,9	796,0	223,8	224,3	373,0
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)	1.035,7	914,5	353,2	233,0	185,3	215,7
II.1 Εισπράξεις	1.278,4	1.133,8	1.007,4	286,1	263,2	399,9
Γενική κυβέρνηση	1.198,2	1.040,2	627,5	268,2	185,8	337,8
Λοιποί τομείς	80,2	93,6	379,8	117,9	77,4	62,2
II.2 Πληρωμές	242,7	219,3	654,2	53,1	77,9	184,2
Γενική κυβέρνηση	28,5	3,0	4,1	1,1	0,9	1,4
Λοιποί τομείς	214,2	216,3	650,1	52,0	77,0	182,9
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)	-2.014,3	-2.244,8	-4.977,0	-3.488,2	-4.545,1	-4.849,6
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	-873,6	-1.702,3	-3.850,5	-3.745,9	-3.650,9	-3.745,4
III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-4.004,1	-2.688,9	-2.887,5	-710,7	-1.089,1	-998,4
Απατήσεις	-1.551,3	509,0	752,7	625,4	223,8	154,1
Υποχρεώσεις	2.452,8	3.197,9	3.640,2	1.336,1	1.312,8	1.152,5
III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	9.622,6	-20.117,7	73,8	1.573,5	-6.480,6	-5.214,1
Απατήσεις	7.059,0	-19.392,1	1.377,7	297,2	-2.226,2	-1.079,3
Υποχρεώσεις	-2.563,6	725,7	1.303,9	-1.276,3	4.254,3	4.134,8
III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-7.073,6	20.986,4	-966,8	-4.329,6	3.822,7	2.792,0
Απατήσεις	-15.512,5	-11.744,7	-5.801,8	-3.722,8	-4.124,0	-2.666,5
Υποχρεώσεις	-8.438,9	-32.731,0	-4.835,0	606,9	-7.946,7	-5.458,6
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	6.492,9	5.693,7	19.555,0	-2.462,6	5.062,2	-634,4
III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	581,5	118,0	-70,0	-279,0	96,0	-325,0
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I+II-III+IV = 0)	1.140,7	542,5	1.126,5	-257,7	894,2	1.104,1
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	6.539	6.509	6.625	6.447	6.629	6.423

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,^{1,3} 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	Ώψεως ²	Ταμειντηρίου	Προθεσμίας
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
2018		134.311	127.687	6.624	32.264	52.535	49.512
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
	Ιουλ.	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
	Ιουλ.	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
	Ιουλ.	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
	Ιουλ.	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
	Νοέμ.	131.177	124.795	6.382	30.234	51.085	49.859
	Δεκ.	134.311	127.687	6.624	32.264	52.535	49.512
2019	Ιαν.	132.751	126.234	6.517	30.858	52.107	49.786
	Φεβρ.	132.004	125.610	6.393	29.902	52.329	49.772
	Μάρτ.	133.108	126.836	6.272	30.467	52.606	50.035
	Απρ.	134.512	128.182	6.330	31.294	53.404	49.813

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

3 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από τον χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

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
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
2018	1,53	3,30	3,90	4,19	4,70	4,93	5,02
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
Ιούλ. 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
Ιούλ.	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
Ιούλ.	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
Ιούλ.		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
Νοέμ.		3,40	4,10	4,42	4,95	5,23	5,30
Δεκ.		3,28	3,98	4,28	4,76	5,07	5,15
2019 Ιαν.	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	4,96	5,05
Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,68	4,80
Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,53	4,66
Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,17	4,35

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα καθώς η ΗΑΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI^{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 ³							
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	
2018	170.291	82.707	76.379	17.210	16.340	7.924	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030	
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
	Νοέμ.	173.469	83.241	76.898	17.136	16.758	7.854	6.343	11.883	78.346	57.017	20.273	1.056
	Δεκ.	170.291	82.707	76.379	17.210	16.340	7.924	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030
2019	Ιαν.	169.418	82.259	76.123	17.150	16.322	7.913	6.136	11.223	75.935	56.488	18.448	999
	Φεβρ.	169.850	82.885	76.642	17.102	16.364	7.981	6.242	11.213	75.752	56.336	18.406	1.009
	Μάρτ.	162.264	75.602	69.242	16.948	16.363	827	6.360	11.198	75.464	56.154	18.317	993
	Απρ.	161.476	75.261	69.184	16.870	16.223	825	6.077	11.140	75.074	55.792	18.261	1.021

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των NXI 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 τον χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 Από το Μάρτιο του 2019 τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρίες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναταξινόμηθηκαν στις λοιπές χώρες.

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

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

		Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων
		Μίας ημέρας ^{1,2}		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ^{1,2}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
Περίοδος							
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
2018		0,09	0,05	0,59	0,15	0,90	0,29
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
	Ιούλ.	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
	Ιούλ.	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
	Ιούλ.	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
	Ιούλ.	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
	Νοέμ.	0,09	0,05	0,57	0,16	0,83	0,28
	Δεκ.	0,09	0,05	0,58	0,14	0,87	0,28
2019	Ιαν.	0,09	0,05	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,05	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,05	0,60	0,17	0,79	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 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'ών 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	
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
2018		14,47	9,21	9,13	2,92	3,01	6,95	5,39	5,20	4,66	3,81	4,65
2015	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91
	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
	Δεκ.	14,61	7,89	8,82	2,69	2,72	7,48	6,56	6,05	5,34	5,19	5,09
2016	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
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	7,63	8,38	2,69	2,73	6,99	5,64	5,33	4,64	3,84	4,52
	Απρ.	14,52	7,90	8,52	2,85	2,87	6,97	4,96	5,29	4,68	3,90	4,57
	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
	2019	Νοέμ.	14,45	11,33	10,28	2,92	3,33	6,90	5,37	5,05	4,35	3,27
Δεκ.		14,59	9,89	9,26	3,13	3,44	6,94	5,64	5,03	4,44	3,46	4,63
Ιαν.		14,60	10,71	9,92	3,02	3,33	6,89	5,60	5,00	4,68	3,95	4,89
Φεβρ.		14,58	8,66	8,69	3,05	3,14	6,88	5,53	4,98	4,45	3,72	4,57
Μάρτ.		14,61	8,82	8,69	3,05	3,13	6,83	6,15	4,96	4,58	3,65	4,56
Απρ.		14,58	9,88	9,22	3,08	3,15	6,81	6,06	4,95	4,58	4,50	4,93

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 υπερε-
ναλήψεων από τρεχομένους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

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





