

# ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2019



ΜΑΡΤΙΟΣ 2020

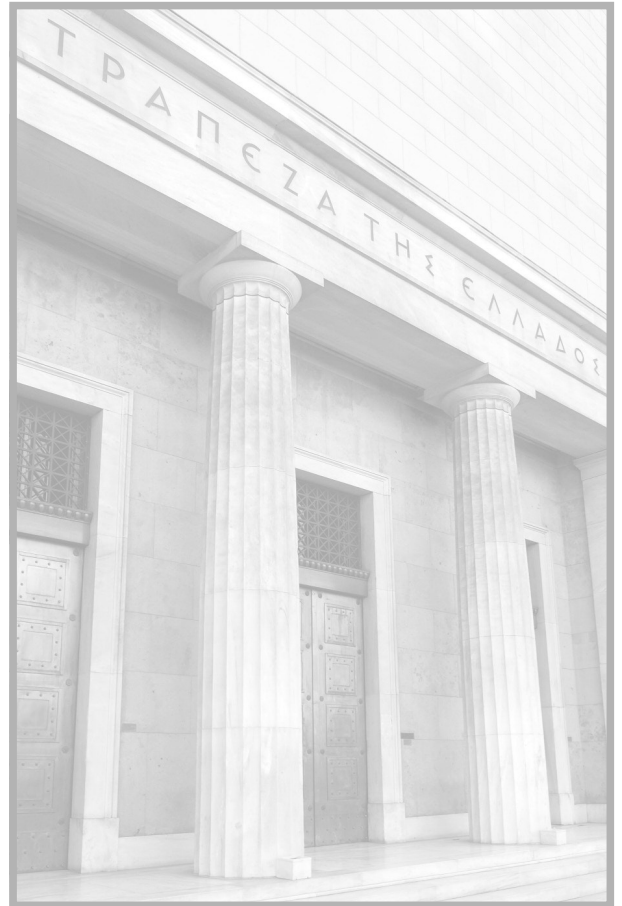


ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



# ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2019

ΠΡΟΣ ΤΗΝ 87<sup>η</sup> ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ  
ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΤΗΝ 20<sup>ή</sup> ΜΑΡΤΙΟΥ 2020



ΜΑΡΤΙΟΣ 2020



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Διεύθυνση  
Ελ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

**Δικτυακός τόπος**

<http://www.bankofgreece.gr>

**Τηλέφωνο**

+30 210 320.2393

**Fax**

+30 210 323.3025

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN: 1108-0497 (print)**

**ISSN: 2654-1955 (online)**



# ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ

Το 2019 ήταν έτος θετικών εξελίξεων για την ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα. Η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή δυναμική της και κατέγραψε ρυθμό ανάπτυξης 1,9%, παρά την αναιμική μεγέθυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας. Η αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων, η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των τραπεζών και η ανάκτηση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα οδήγησαν στην πλήρη κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων από την 1η Σεπτεμβρίου, συμβάλλοντας στην περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων αποκλιμακώθηκαν σημαντικά. Η αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδας και η έκδοση ομολόγων με χαμηλό επιτόκιο πιστοποιεί την πρόοδο που έχει συντελεστεί.



Η ελληνική οικονομία βίωσε κατά την τελευταία δεκαετία τη χειρότερη κρίση στη μεταπολεμική ιστορία της και κατόρθωσε, παρά τις οπισθοδρομήσεις, να διορθώσει τις μείζονες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες. Ο δρόμος όμως που οδηγεί στην επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης είναι δύσκολος. Η πανδημία του κορωνοϊού και η όξυνση του προσφυγικού-μεταναστευτικού προβλήματος αποτελούν σήμερα τους δύο μεγαλύτερους εξωτερικούς κινδύνους, που δοκιμάζουν τις αντοχές της ελληνικής οικονομίας και της κοινωνίας. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα βρίσκεται αντιμέτωπο με την πρόκληση του υψηλού αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), παρά την υποχώρηση που καταγράφεται το τελευταίο έτος και την ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου για τη διαχείριση του ιδιωτικού χρέους. Όλα αυτά βεβαίως δοκιμάζονται σήμερα από τις έκτακτες συνθήκες που αντιμετωπίζει και το τραπεζικό σύστημα μαζί με την ελληνική οικονομία και την αβεβαιότητα που επικρατεί. Είναι πολύ πιθανόν τα πράγματα να χειροτερεύσουν πριν αρχίσουν να βελτιώνονται και πάλι. Δοκιμάζονται οι ικανότητές μας συνολικά να αντιμετωπίσουμε αυτή την μείζονα κρίση, σε συνεργασία με τους εταίρους μας.

Στο ξεκίνημα της δεκαετίας που διανύουμε παρουσιάζονται μεγάλες ευκαιρίες, οι οποίες μπορούν και πρέπει να αξιοποιηθούν με σκοπό την επέκταση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας. Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και στρατηγικές που περιλαμβάνουν την πλήρη αξιοποίηση του δυναμικού των ψηφιακών τεχνολογιών και την υποστήριξη της μετάβασης στην πράσινη οικονομία, σε συνδυασμό με το κατάλληλο μίγμα δημοσιονομικής πολιτικής, αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για την επίτευξη ισχυρής, βιώσιμης και ισόρροπης ανάπτυξης σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και αφού η κρίση του κορωνοϊού παρέλθει.

Το 2019 η Τράπεζα της Ελλάδος, ως κεντρική τράπεζα της χώρας, συνέχισε να εκπληρώνει το ρόλο της ως θεματοφύλακας της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας εντός του Ευρωσυστήματος. Καθώς η ελληνική οικονομία εισέρχεται μεν σε μια μεσοπρόθεσμη αναπτυξιακή τροχιά, αντιμετωπίζει όμως έκτακτα τρέχοντα προβλήματα όπως και όλος ο πλανήτης, καλούμαστε να διασφαλίσουμε τη σταθερότητα των τιμών αλλά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, όπως άλλωστε προβλέπεται από το Καταστατικό μας, μέσω της αποτελεσματικής, υπεύθυνης και αμερόληπτης εκτέλεσης των καθηκόντων μας. Καλούμαστε επίσης να προωθήσουμε καινοτόμες και ασφαλείς υπηρεσίες πληρωμών και να ενισχύσουμε την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Οι προκλήσεις για το τραπεζικό σύστημα στη νέα εποχή της ψηφιακής τεχνολογίας είναι πολλές και σημαντικές. Στόχος μας πρέπει να είναι όχι μόνο να παρακολουθούμε τις εξελίξεις, αλλά και να αναπτύσσουμε μηχανισμούς που θα μας επιτρέπουν να ανταποκρινόμαστε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στο ολοένα πιο σύνθετο και συνεχώς μεταβαλλόμενο διεθνές περιβάλλον και να αποτελούμε ενεργό μέλος του νέου οικοσυστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, το 2019 η Τράπεζα της Ελλάδος συνέχισε να εντείνει την ψηφιακή της αναβάθμιση. Ολοκληρώσαμε το έργο της ανανέωσης του ιστοχώρου της Τράπεζας και αποτελέσαμε την πρώτη κεντρική τράπεζα διεθνώς και τον πρώτο οργανισμό στην Ελλάδα που έλαβε πιστοποίηση για τα στοιχεία που δημοσιεύει στην πύλη ανοικτών δεδομένων της. Η Τράπεζα της Ελλάδος στηρίζει τις προσπάθειες τεχνολογικής καινοτομίας στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Προς την κατεύθυνση αυτή, ο Κόμβος Καινοτομίας FinTech τέθηκε σε πλήρη λειτουργία, ενώ με τη χρηματοδότηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), θα ξεκινήσει εντός του 2020 η δημιουργία ενός προστατευμένου κανονιστικού περιβάλλοντος (Regulatory Sandbox).

Το 2019 οι δημοσιεύσεις των ερευνητών της Τράπεζας της Ελλάδος κατέλαβαν υψηλή θέση σε εσωτερική αξιολόγηση ποιότητας εντός του Ευρωσυστήματος. Η εκπαίδευση και ο πολιτισμός αποτελούν βασικό πυλώνα της κοινωνικής ευθύνης της Τράπεζας της Ελλάδος. Σχετικές δράσεις υλοποιούνται, μεταξύ άλλων, από το Μουσείο της Τράπεζας, με περιοδικές εκθέσεις και εκπαιδευτικές εκδηλώσεις. Παράλληλα, η Τράπεζα συμβάλλει στην κατάρτιση και υλοποίηση του ετήσιου Νομισματικού Προγράμματος της χώρας, το οποίο λειτουργεί ως μέσο για την προβολή της ελληνικής ιστορίας και του ελληνικού πολιτισμού. Η Τράπεζα της Ελλάδος, με απόφαση του Γενικού Συμβουλίου της, είναι, μέσω της έκδοσης αναμνηστικών νομισμάτων, βασικός χορηγός της Επιτροπής “Ελλάδα 2021”, η οποία ιδρύθηκε με απόφαση του Πρωθυπουργού για τη διαμόρφωση του συνολικού πλαισίου των δράσεων και των εκδηλώσεων που θα πραγματοποιηθούν στην Ελλάδα και στο εξωτερικό με την ευκαιρία της συμπλήρωσης 200 ετών από την Επανάσταση του 1821.

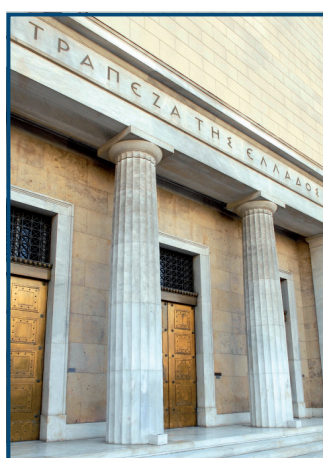
Συνεχίζοντας να είναι πρωτοπόρος στην προσπάθεια για την ανάδειξη των κινδύνων και των ευκαιριών που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή, η Τράπεζα της Ελλάδος έγινε μέλος του Δικτύου Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα και ήταν η πρώτη κεντρική τράπεζα που δήλωσε ότι στηρίζει τις Αρχές Υπεύθυνης Τραπεζικής. Παράλληλα, η Τράπεζα σχεδιάζει και εφαρμόζει στην επιχειρησιακή της λειτουργία δράσεις με στόχο τη μείωση του περιβαλλοντικού της αποτυπώματος και την ενσωμάτωση αρχών κυκλικής οικονομίας.

Βασικό μέλημα της Τράπεζας είναι επίσης η ποιότητα και η κατάρτιση του προσωπικού της. Με γνώμονα την αξιοκρατία και τη διαφάνεια και με σκοπό τη λελογισμένη και επαρκή στελέχωση των υπηρεσιών, προχωρήσαμε το 2019 σε ανανέωση του προσωπικού με την πρόσληψη νέων υπαλλήλων, ενώ περαιτέρω ενίσχυση του ανθρώπινου δυναμικού προγραμματίζεται για το επόμενο χρονικό διάστημα. Η συμβολή του προσωπικού της Τράπεζας στην κοινή προσπάθεια πραγμάτωσης των στόχων της υπήρξε, και το 2019, ανεκτίμητη, με τον υψηλό επαγγελματισμό που το διακρίνει. Θέλω λοιπόν να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου σε όλους τους υπαλλήλους για τη συνεισφορά τους αυτή και να τους καλέσω να συνεχίσουν με την ίδια πίστη, ευσυνειδησία και προσήλωση στο καθήκον τους. Ευχαριστίες εκφράζω επίσης στα μέλη του Γενικού Συμβουλίου για τη στήριξη και τη συνεργασία τους.

Γιάννης Στουρνάρας

**Α' ΜΕΡΟΣ:**

**ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ 2019**





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

1.	2020: έτος προκλήσεων για την ελληνική οικονομία	15
2.	Εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας το 2019 και προοπτικές για το 2020	17
3.	Δημοσιονομική πολιτική	18
4.	Παγκόσμια και ευρωπαϊκή οικονομία	19
5.	Ενιαία νομισματική πολιτική	21
6.	Τραπεζικό σύστημα	23
7.	Επιχειρήσεις ιδιωτικής ασφάλισης	26
8.	Κίνδυνοι και πηγές αβεβαιότητας	27
9.	Προκλήσεις και προϋποθέσεις για διατηρήσιμη ανάπτυξη	28

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ	33
	και παρεμβάσεις πολιτικής	
1.1	Παγκόσμια οικονομία	33
1.2	Ζώνη του ευρώ	39
	<b>Πλαίσιο II.1</b> Οι επενδύσεις ως μοχλός ανάπτυξης στην ΕΕ	42
	<b>Πλαίσιο II.2</b> Παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ	47
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στις οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	48
	<b>Πλαίσιο II.3</b> Δυτικά Βαλκάνια και Τουρκία: διαδικασία σύνδεσης, σταθεροποίησης και ένταξης στην Ευρωπαϊκή Ένωση	52
	<b>Ειδικό θέμα</b> Ευρωπαϊκοί δημοσιονομικοί κανόνες: επιτυχίες, αδυναμίες και προτάσεις για τη βελτίωσή τους	57

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	67
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	68
	<b>Πλαίσιο III.1</b> Η μη συμβατική νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος	75
3.	Η ενιαία αγορά χρήματος	81
	<b>Πλαίσιο III.2</b> Κρυπτοστοιχεία (cryptoassets): πρόσφατες εξελίξεις και ενδεχόμενες επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα	84

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	90
	<b>Πλαίσιο IV.1</b> Οι επιπτώσεις του κορωνοϊού στην ελληνική οικονομία	94
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	97
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	104
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	108
5.	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, της αμοιβής εργασίας και των επιχειρηματικών κερδών – Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια	112
5.1	Πληθωρισμός	112
5.2	Κόστος εργασίας	115
5.3	Επιχειρηματικά κέρδη	116

5.4	Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια	117
	<b>Πλαίσιο IV.2</b> Ανθρώπινο κεφάλαιο και οικονομική ανάπτυξη στην Ελλάδα	120
6.	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	125
7.	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών	127
7.1	Ισοζύγιο αγαθών	131
7.2	Ισοζύγιο υπηρεσιών	131
7.3	Ισοζύγιο πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων – Ισοζύγιο κεφαλαίων	133
7.4	Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	134
	<b>Πλαίσιο IV.3</b> Προσαρμογή του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά τη διάρκεια της κρίσης: κυκλική ή διαρθρωτική;	135
	<b>Πλαίσιο IV.4</b> Εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από την πλευρά της αποταμίευσης και των επενδύσεων	139
8.	Διεθνής επενδυτική θέση και εξωτερικό χρέος	142
	<b>Ειδικό θέμα</b> Ισχυροί θεσμοί, διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και οικονομική ανάπτυξη: η Ελλάδα σε νέα αναπτυξιακή τροχιά	147

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	153
1.1	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	154
1.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2019	159
1.3	Προτάσεις πολιτικής	162
	<b>Πλαίσιο V.1</b> Μείωση πρωτογενών πλεονασμάτων και οικονομική ανάπτυξη	164
2.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών του 2019	167
2.1	Γενική κυβέρνηση	167
2.2	Κρατικός Προϋπολογισμός	168
2.3	Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	173
2.4	Χρέος γενικής κυβέρνησης	175
3.	Προϋπολογισμός 2020	177
	<b>Πλαίσιο V.2</b> Συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα	178

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V

ΜΕΤΡΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	185
-----------------------------	-----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	191
2.	Τραπεζικά επιτόκια	193
3.	Τραπεζική πίστη	197
	<b>Πλαίσιο VI.1</b> Οι συνθήκες χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα μέσα από την έρευνα SAFE	202
	<b>Πλαίσιο VI.2</b> Η έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στην Ελλάδα το 2019	208
4.	Τραπεζικές καταθέσεις	210
5.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	213
	<b>Πλαίσιο VI.3</b> Η 2η Οδηγία για τις Υπηρεσίες Πληρωμών (PSD2) και οι δυνητικές επιδράσεις της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα	217

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

### ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

1.	Βασικά μεγέθη και εξελίξεις της αγοράς	223
	<b>Πλαίσιο VII.1</b> Insurtech: η νέα τάση στην παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών	226
	<b>Πλαίσιο VII.2</b> Κλιματική αλλαγή και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	227

2.	Εξελίξεις στο εποπτικό πλαίσιο	231
2.1	Κανονισμός (ΕΕ) 2019/2088 σχετικά με τις γνωστοποιήσεις αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών	231
2.2	Οδηγία (ΕΕ) 2019/2177 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ (Φερεγγυότητα II) σχετικά με την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης	232

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VIII

### ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

1.	Καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας	233
2.	Προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα (Ο-SII) και καθορισμός του αποθέματος ασφαλείας Ο-SII	235

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΧ

### ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	239
2.	Διεθνείς κεφαλαιαγορές	240
	<b>Πλαίσιο IX.1</b> Η επίδραση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στα κρατικά ομόλογα	241
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	246
	<b>Πλαίσιο IX.2</b> Ο μηχανισμός ενδοημερήσιων επιδράσεων των εγχώριων και διεθνών χρηματοπιστωτικών εξελίξεων στα ελληνικά κρατικά ομόλογα	248
4.	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	251
5.	Αγορά μετοχών	253
5.1	Τιμές μετοχών	253
5.2	Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	253

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Χ

### ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ

1.	Πραγματικές εξελίξεις και πολιτικές για την κλιματική αλλαγή και την ενέργεια διεθνώς, κύρια επιστημονικά ευρήματα και εκθέσεις	255
2.	Οι εκπομπές αερίων θερμοκηπίου των χωρών της ΕΕ και της Ελλάδος	258
3.	Μέτρα πολιτικής για το περιβάλλον, την ενέργεια και την κλιματική αλλαγή το τελευταίο 12μηνο στην Ελλάδα	261
4.	Δράσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τη βιωσιμότητα και το κλίμα κατά το 2019	262
4.1	Συμβολή στο Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ)	262
	<b>Πλαίσιο X.1</b> Η μετάβαση στη μεταλιγνιτική εποχή και το νέο Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα	262
4.2	Πρόγραμμα LIFE-IP AdaptIn GR (2019-2026)	265
4.3	Ένταξη στο Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (NGFS)	266
4.4	United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)	266
4.5	The European Money and Finance Forum (SUERF)	266
4.6	Εκπαιδευτικό πρόγραμμα σε συνεργασία με το Μουσείο Γουλανδρή Φυσικής Ιστορίας	266
	<b>Πλαίσιο X.2</b> Πρωτοβουλίες κεντρικών τραπεζών και εποπτικών αρχών για την κλιματική αλλαγή και ένα πράσινο χρηματοοικονομικό σύστημα	267
	<b>Πλαίσιο X.3</b> Οι αρχές υπεύθυνης τραπεζικής	269



**ΠΙΝΑΚΕΣ**

II.1	Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας	35
II.2	Βασικοί μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης	49
III.1	Προβολές ΕΚΤ/Ευρωσυστήματος για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ	69
III.2	Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος	70
IV.1	Ζήτηση και ΑΕΠ	90
IV.2	Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης και επενδυτικής ζήτησης	98
IV.3	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	101
IV.4	Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών	103
IV.5	Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	113
IV.6	Δείκτες τιμών	114
IV.7	Αμοιβές και κόστος εργασίας	115
IV.8	Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος	126
IV.9	Ισοζύγιο πληρωμών	128
IV.10	Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή	143
IV.11	Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος	145
V.1	Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης	154
V.2	Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	169
V.3	Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού	170
V.4	Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού	172
V.5	Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση	174
V.6	Πηγές κάλυψης ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού	174
V.7	Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης	175
V.8	Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	176
VI.1	Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών	214
VIII.1	Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση	236
X.1	Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου	259
X.2	Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου ανά κατηγορία σε ΕΕ-28 και Ελλάδα	261

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ**

II.1	Εξέλιξη όγκου διεθνούς εμπορίου	33
II.2	Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων	38
II.3	Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	39
II.4	Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ	41
III.1	Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ	67
III.2	Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα	81
III.3	Καταθέσεις εμπορικών τραπεζών στο Ευρωσύστημα	82
III.4	Επιτόκια στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ	83
IV.1	Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης	89
IV.2	ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος – ESI	91
IV.3	Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος	97
IV.4	Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης	98
IV.5	Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών	99
IV.6	Πραγματικές επενδύσεις και χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα	100
IV.7	Βιομηχανική παραγωγή	102
IV.8	Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ)	102
IV.9	Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό	104
IV.10	Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών	104



IV.11 Δείκτης τιμών κατοικιών	105
IV.12 Δείκτες γραφείων	106
IV.13 Δείκτες καταστημάτων	106
IV.14 Απασχόληση	108
IV.15 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα	108
IV.16 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας	110
IV.17 Ποσοστά ανεργίας	111
IV.18 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας του πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	112
IV.19 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	114
IV.20 Κίνδυνος φτώχειας (EU-SILC)	117
IV.21 Δείκτες εισοδηματικής ανισότητας (EU-SILC)	118
IV.22 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)	127
IV.23 Εξαγωγές αγαθών κατά κλάδο	129
IV.24 Εξαγωγές αγαθών κατά γεωγραφική περιοχή	130
IV.25 Εισαγωγές αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους	131
IV.26 Διάρθρωση και μεταβολή των ταξιδιωτικών υπηρεσιών	132
IV.27 Εξέλιξη εμπορικού στόλου υπό διαχείριση στην Ελλάδα	133
IV.28 Διάρθρωση των ξένων αμέσων επενδύσεων (εισροών) στην Ελλάδα κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας	134
IV.29 Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση ανά τομέα οικονομίας	144
IV.30 Καθαρό εξωτερικό χρέος ανά τομέα	145
V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης	153
V.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	168
V.3 Ληξιπρόθεσμες οφειλές γενικής κυβέρνησης προς προμηθευτές	168
V.4 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	173
VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά	191
VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ)	194
VI.3 Ονομαστικό επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	194
VI.4 Διαφορά επιτοκίου τραπεζικού δανεισμού μεταξύ μεγάλων και μικρών επιχειρήσεων	195
VI.5 Απόκλιση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	196
VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα	197
VI.7 Τραπεζικά δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) με καθορισμένη διάρκεια	198
VI.8 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια	201
VI.9 Ετήσια ροή καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες	211
VI.10 Καταθέσεις νοικοκυριών, πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων και απόδοση 10ετούς ομολόγου	211
VI.11 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες	212
VI.12 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων μίας ημέρας	213
VIII.1 Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ	235
IX.1 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς στην Ελλάδα και διεθνώς	235
IX.2 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων	246

ΙΧ.3	Διαφορά απόδοσης (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων Ελλάδος, Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιταλίας έναντι της Γερμανίας .....	247
ΙΧ.4	Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων .....	252
ΙΧ.5	Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών .....	253

# ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

## 1 2020: ΕΤΟΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Στο ξεκίνημα της νέας δεκαετίας, η ελληνική οικονομία έχει διορθώσει τις μείζονες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες που προκάλεσαν την οικονομική κρίση, και προσπαθεί να επιταχύνει το βηματισμό της προς μια διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά. Στο δρόμο της έχει να αντιμετωπίσει μια σειρά από σημαντικές προκλήσεις, σε μεγάλο βαθμό ως απόρροια της οικονομικής κρίσης, καθώς και εξωτερικούς κινδύνους. Η εξάπλωση του κορωνοϊού που προκαλεί τη νόσο Covid-19 και η όξυνση του προσφυγικού-μεταναστευτικού προβλήματος επηρεάζουν καταλυτικά τις βραχυπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές και θέτουν, προσωρινά, μεγάλα εμπόδια στην πορεία προς την κανονικότητα. Η πανδημία του κορωνοϊού δοκιμάζει τις κοινωνικές και οικονομικές αντοχές όλου του πλανήτη και απαιτεί άλλο επίπεδο διεθνούς επισημονικής, κοινωνικής και οικονομικής συνεργασίας από αυτό που ίσχυε μέχρι σήμερα. Οι αγορές ομολόγων και κεφαλαίων έχουν ήδη υποστεί μεγάλες απώλειες, με τις πιο αδύναμες οικονομίες να πλήττονται περισσότερο.

Παρά την αναιμική μεγέθυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας, η ελληνική οικονομία συνέχισε να ανακάμπτει μέχρι πρόσφατα, όπως μαρτυρούν οι θετικές επιδόσεις που καταγράφηκαν σε βασικούς μακροοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες. Η ισχυρή ανοδική τάση του δείκτη οικονομικού κλίματος και η ενίσχυση του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών υποδήλωναν, μέχρι πρότινος, συνέχιση και επιτάχυνση της αναπτυξιακής δυναμικής. Παράλληλα, καταγράφηκαν θετικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, με αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων και βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των τραπεζών, που συνέβαλαν στην ενίσχυση της ρευστότητάς τους και επέτρεψαν την αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Εξάλλου, η ανάκτηση της εμπιστοσύνης στον τραπεζικό τομέα επέφερε την πλήρη άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων από την 1η Σεπτεμβρίου 2019. Επιπρόσθετα, η πρόσφατη κατάργηση από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) της απόφασης του Μαρτίου 2015, με την οποία είχαν επιβληθεί ανώτατα όρια στην αγορά ελληνικών κρατικών ομολόγων από τις ελληνικές τράπεζες, πιστοποίησε την ανάκτηση της εμπιστοσύνης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Η συνετή δημοσιονομική πολιτική, ο προσανατολισμός του δημοσιονομικού μίγματος προς μια πολιτική περισσότερο φιλική προς την ανάπτυξη, με κύριο χαρακτηριστικό την εκλογίκευση του φορολογικού βάρους και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), οι ιδιωτικοποιήσεις και η εφαρμογή του εθνικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων είναι οι σημαντικότεροι άξονες της προσπάθειας για την ενίσχυση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Πολλά από τα μεσοπρόθεσμα αυτά στοιχεία της οικονομικής πολιτικής πρέπει να διατηρηθούν και στις σημερινές έκτακτες οικονομικές συνθήκες, άλλα όμως πρέπει να προσαρμοστούν αναλόγως.

Επιβράβευση της προόδου που σημείωσε η Ελλάδα είναι η αναβάθμιση του αξιόχρεου της χώρας κατά μία βαθμίδα τον Οκτώβριο του 2019 από τον οίκο αξιολόγησης Standard & Poor's και πιο πρόσφατα, τον Ιανουάριο του 2020, από τον οίκο Fitch, αλλά και η βελτίωση της θέσης της χώρας κατά επτά βαθμίδες όσον αφορά το δείκτη αντίληψης της διαφθοράς που καταρτίζει η Διεθνής Διαφάνεια. Σε ένα διεθνές περιβάλλον αρνητικών αποδόσεων, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων κατέγραψαν συνεχή και ταχεία αποκλιμάκωση, η οποία μόλις προσφάτως ανατράπηκε λόγω της εξάπλωσης του κορωνοϊού, με τα περιθώρια (spreads) να αυξάνονται σημαντικά τις τελευταίες ημέρες. Αυτές οι πρόσφατες εξελίξεις κατα-

δεικνύουν, μεταξύ άλλων, τη σημασία που έχει η συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Στο πλαίσιο αυτό, είναι εξαιρετικά σημαντική η απόφαση που έλαβε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στις 18 Μαρτίου να εφαρμόσει εξαίρεση (waiver) από το γενικό κανόνα επιλεξιμότητας ομολόγων για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα με το νέο πρόγραμμα αγοράς ομολόγων που συνδέεται με την πανδημία (PEPP) ύψους 750 δισεκ. ευρώ και θα διαρκέσει τουλάχιστον έως το τέλος του 2020.

Η επιτυχής έκδοση στα τέλη Ιανουαρίου, για πρώτη φορά από την έναρξη της κρίσης, 15ετούς κρατικού ομολόγου, μέσω του οποίου αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ με πολύ χαμηλό επιτόκιο (1,875%), πιστοποιεί την πρόοδο που επιτεύχθηκε, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι η λήξη του τίτλου έχει ημερομηνία μεταγενέστερη του 2032, δηλαδή του έτους κατά το οποίο προβλέπεται να λήξει η αναβολή πληρωμών τόκων προς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕFSF), όπως συμφωνήθηκε στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του χρέους.

Η πέμπτη έκθεση ενισχυμένης εποπτείας για την ελληνική οικονομία που δημοσιεύθηκε πρόσφατα αξιολογεί ως ικανοποιητική την πρόοδο που έχει συντελεστεί μέχρι σήμερα όσον αφορά την εφαρμογή των συμφωνημένων μεταρρυθμίσεων με ορίζοντα το τέλος του 2019, οι οποίες αποσκοπούν στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και της κοινωνικής πολιτικής, στην προώθηση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων, στην περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και στην ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Σε έναν κόσμο που αλλάζει ραγδαία, η γνώση και η τεχνολογία είναι οι σημαντικότεροι παράγοντες οικονομικής ευημερίας. Οι οικονομίες που ειδικεύονται στην παραγωγή διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών υψηλής προστιθέμενης αξίας, συνδυάζοντας επαρκές υλικό κεφάλαιο, εξειδικευμένη εργασία και σύγχρονη τεχνολογία, είναι αυτές που θα γνωρίσουν υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Αναμφισβήτητα, τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα έχει επιτύχει σημαντική πρόοδο. Στη δεκαετία όμως που μόλις ξεκίνησε, το ζητούμενο είναι η τοποθέτηση της ελληνικής οικονομίας στο νέο παγκόσμιο οικονομικό χάρτη με αξιοποίηση των συγκριτικών της πλεονεκτημάτων. Για να μπορέσει επομένως να γίνει ανταγωνιστική στο νέο διεθνή καταμερισμό εργασίας και πλούτου και να καλύψει το χαμένο έδαφος, απαιτούνται υψηλοί ρυθμοί συσσώρευσης υλικού και ανθρώπινου κεφαλαίου και ταχεία ενσωμάτωση των νέων τεχνολογιών στα συστήματα παραγωγής και οργάνωσης.

Για να καταστεί αυτό εφικτό, η ελληνική οικονομία θα πρέπει να εντείνει τις προσπάθειές της για την αντιμετώπιση μιας σειράς από περιορισμούς και προκλήσεις που εξακολουθούν να υφίστανται, με έμφαση στη μείωση του μεγάλου επενδυτικού κενού, στη δημιουργία πολλών και καλά αμειβόμενων θέσεων εργασίας πλήρους απασχόλησης και υψηλής εξειδίκευσης, στην αποκλιμάκωση του υψηλού αποθέματος των ΜΕΔ και στη μείωση του δημόσιου χρέους. Παράλληλα, η εφαρμογή του εθνικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων και αποκρατικοποιήσεων, με τις προσαρμογές που επιβάλλουν οι έκτακτες συνθήκες, συμβάλλει στη βελτίωση των οικονομικών προοπτικών. Τον ίδιο σκοπό εξυπηρετεί και ο εξορθολογισμός των δημοσιονομικών στόχων. Η προσαρμογή του στόχου για το πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα που ισχύουν σήμερα συνεπάγεται οφέλη, αρκεί να μην είναι τέτοια η μείωση του πλεονάσματος που να ανατρέπει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Υπό αυτό το πρίσμα πρέπει να ιδωθεί και η πρόσφατη θετική απόφαση του Eurogroup της 16ης Μαρτίου, το οποίο, αξιοποιώντας τις διατάξεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης περί ευελιξίας στην εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων σε περίπτωση δυσμενών οικονομικών εξελίξεων λόγω έκτακτων γεγονότων, εξαιρεί, για όλα τα κράτη-μέλη, τις δημοσιονομικές επιπτώσεις που σχετίζονται με τα προσωρινά μέτρα για την αντιμετώπιση της πανδημίας του κορωνοϊού. Επιπλέον, η λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών στην οικονομία δεν θα

επηρεάσει τη συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς κανόνες. Τέλος, στην περίπτωση της Ελλάδος, οι δαπάνες που σχετίζονται με τη διαχείριση της προσφυγικής-μεταναστευτικής κρίσης θα εξαιρεθούν από τον υπολογισμό του στόχου του δημοσιονομικού αποτελέσματος.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2019 ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ 2020

Το 2019 η αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας διατηρήθηκε, παρά την επιβράδυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ σε σταθερές τιμές διαμορφώθηκε σε 1,9%, όπως και το 2018, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός της οικονομίας της ζώνης του ευρώ επιβραδύνθηκε σε 1,2% από 1,9% το 2018. Το 2020 η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας θα καθοριστεί σε μεγάλο βαθμό από τις επιπτώσεις της εξάπλωσης του κορωνοϊού στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία. Ο οικονομικός αντίκτυπος εκδηλώνεται μέσω τριών διαύλων. Από την πλευρά της ζήτησης, με επιβράδυνση των ελληνικών εξαγωγών, τόσο αγαθών όσο και υπηρεσιών (μεταφορές, ναυτιλία και τουρισμός), και της εγχώριας κατανάλωσης και των επενδύσεων. Από την πλευρά της προσφοράς, με διατάραξη στις διεθνείς και περιφερειακές αλυσίδες εφοδιασμού ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών, καθώς και με το κλείσιμο επιχειρήσεων για να περιοριστεί η πανδημία. Από την πλευρά του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης λόγω της επανατιμολόγησης των κινδύνων διεθνώς οδηγεί στην επιδείνωση των όρων και του κόστους άντλησης νέας χρηματοδότησης για τις τράπεζες, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, καθώς και για το Ελληνικό Δημόσιο. Ήδη παρατηρείται, όπως προαναφέρθηκε, πολύ σημαντική αύξηση των περιθωρίων (spreads) τις τελευταίες ημέρες, ιδιαίτερος στην περίπτωση της Ελλάδος, στις αγορές ομολόγων, οι οποίες, ούτως ή άλλως, παρουσιάζουν πολύ έντονη μεταβλητότητα.

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σημαντικά το 2020, δεδομένων των επιπτώσεων της εξάπλωσης του κορωνοϊού. Οι επιπτώσεις αυτές προς το παρόν δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν με ακρίβεια, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν ακόμη διαθέσιμα στοιχεία και η πανδημία είναι σε εξέλιξη. Ειδικότερα, σύμφωνα με το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι μηδενικός το 2020, αντί 2,4% που ήταν η πιο πρόσφατη πρόβλεψη μετά την ενσωμάτωση των στοιχείων των Εθνικών Λογαριασμών για το 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2019 (6 Μαρτίου 2020). Η προς τα κάτω αναθεώρηση της πρόβλεψης του ρυθμού ανάπτυξης κατά επιπλέον 2,4 ποσοστιαίες μονάδες οφείλεται στην ενσωμάτωση των επιπτώσεων από την εξάπλωση του κορωνοϊού. Με βάση τα τελευταία στοιχεία για την εξέλιξη της πανδημίας, η πιθανότερη εκδοχή είναι ότι θα υπάρξει σημαντική αρνητική επίπτωση στην οικονομία τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2020, η οποία θα αντισταθμιστεί μερικώς τα δύο τελευταία τρίμηνα. Η επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης θα προέλθει κυρίως από διαταραχές στην πλευρά της ζήτησης, με μείωση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών και της εγχώριας ζήτησης, αφού πλήττονται ιδιαίτερος τομείς όπως οι μεταφορές, ο τουρισμός, το εμπόριο, η εστίαση και η ψυχαγωγία. Ουδείς σήμερα μπορεί να προβλέψει με ακρίβεια την εξέλιξη της πανδημίας, ενώ οι επιπτώσεις της στις εθνικές οικονομίες θα εξαρτηθούν και από τα εθνικά και διεθνή δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα που λαμβάνονται. Το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος ενσωματώνει υποθέσεις για τα αντισταθμιστικά μέτρα που έχουν ήδη ληφθεί.

Η αναπτυξιακή διάσταση της δημοσιονομικής πολιτικής, η ενίσχυση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής όσον αφορά την εφαρμογή ενός ολιστικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας δημιούργησαν, από το δεύτερο εξάμηνο του 2019, υψηλές προσδοκίες για επαναφορά της εγχώριας οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά.

Στη συνέχιση της ανάκαμψης το 2019 συνέβαλαν όλες οι συνιστώσες της ζήτησης, καταγράφοντας αύξηση: οι καθαρές εξαγωγές, κυρίως υπηρεσιών (τουριστικών και ναυτιλιακών), αλλά και αγαθών, οι επενδύσεις, κυρίως σε μεταφορικό εξοπλισμό και σε κατοικίες, η ιδιωτική κατανάλωση, λόγω της σημαντικής ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, και η δημόσια κατανάλωση. Παρά την επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου, η εξαγωγική επίδοση της χώρας, κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών αλλά και των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών, παρέμεινε ισχυρή, όπως φαίνεται από την αύξηση των μεριδίων των εξαγωγών στο ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας σε όρους σχετικών τιμών και σε όρους σχετικού κόστους εργασίας που έχει επιτευχθεί. Σε όρους όμως διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να υστερεί, καθώς προβλήματα όπως το μη μισθολογικό κόστος, το φορολογικό βάρος των επιχειρήσεων, οι συνθήκες τραπεζικής χρηματοδότησης και το θεσμικό πλαίσιο δυσχεραίνουν το επιχειρηματικό περιβάλλον και την ανάπτυξη εξαγωγικών δραστηριοτήτων. Από την πλευρά της προσφοράς, ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής κατέγραψε οριακή μείωση, λόγω κυρίως της πτώσης της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας, ενώ η μεταποίηση αυξήθηκε, με επιβραδυνόμενο όμως ρυθμό.

Στην αγορά εργασίας, οι θετικές εξελίξεις που καταγράφονται σταθερά από τα μέσα του 2014 συνεχίστηκαν και το 2019, με αύξηση της απασχόλησης κατά 2,2% σε σύγκριση με 2018 και με περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας σε 17,3%. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα παραμένει το υψηλότερο στην ΕΕ-28.

Στη διάρκεια του 2019 ενισχύθηκε το επενδυτικό ενδιαφέρον στην αγορά ακινήτων, τόσο για οικιστικές όσο και για επαγγελματικές χρήσεις. Τα πρόσφατα μέτρα που νομοθετήθηκαν για την τόνωση της αγοράς ακινήτων, όπως η τριετής αναστολή της εφαρμογής ΦΠΑ στις οικοδομικές άδειες από 1.1.2006, και η σταδιακή αποκατάσταση της στεγαστικής πίστης αναμένεται να ενισχύσουν σταδιακά τη ζήτηση κατοικιών. Η αύξηση της καθαρής εισροής κεφαλαίων για αγορές ακινήτων από ξένους επενδυτές οδήγησε σε αύξηση των τιμών των ακινήτων. Αυτό όμως συνέβη μόνο σε τοπικό επίπεδο, με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον ειδικά στον τομέα των βραχυχρόνιων μισθώσεων, ενώ δεν παρατηρήθηκε ανάλογη αύξηση σε όλη την αγορά, αφού η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε χαμηλή. Ωστόσο, η κλιμάκωση της εξάπλωσης του κορωνοϊού αναμένεται να ανακόψει προσωρινά τη θετική εξέλιξη στη ζήτηση κατοικιών από ξένους επενδυτές.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός υποχώρησε σε 0,5% το 2019 από 0,8% το 2018, εξαιτίας των μειώσεων στην έμμεση φορολογία και της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Τον ίδιο ρυθμό κατέγραψε και ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος παρέμεινε αμετάβλητος στα επίπεδα του 2018 (0,5%). Το 2020 αναμένεται ότι ο γενικός πληθωρισμός θα κινηθεί σε ρυθμό κοντά σε εκείνο του 2019, υπό την προϋπόθεση ότι οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου δεν θα παρουσιάσουν αξιόλογη μεταβολή από τα σημερινά επίπεδα.

### 3 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το 2019, η εφαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής χαρακτηρίστηκε από την τήρηση των συμφωνηθέντων στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, την προσήλωση στην υλοποίηση των δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων και, μετά τις εκλογές του Ιουλίου, στην ανασύνθεση του δημοσιονομικού μίγματος με κύρια αλλαγή την ελάφρυνση του φορολογικού βάρους. Η μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής προς αναπτυξιακή κατεύθυνση και, κυρίως, η έμφαση στις μεταρρυθμίσεις είχαν ως αποτέλεσμα την ταχεία αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων σε νέα ιστορικά χαμηλά, η οποία επέτρεψε την άνετη πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές για άντληση φθηνών κεφαλαίων, καθώς και την πρόωρη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ.

Το 2018, σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία, υπήρξε εκ νέου υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης σε σχέση με το στόχο του προγράμματος. Συγκεκριμένα, το



πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, ανήλθε σε 4,16% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το δημοσιονομικό στόχο 3,5% του ΑΕΠ. Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσαν η συγκράτηση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και η συνεχιζόμενη υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Η περικοπή των δημόσιων επενδύσεων αναδείχθηκε σε μόνιμο παράγοντα υπέρβασης του δημοσιονομικού στόχου, με αρνητικές όμως επιπτώσεις στην ποιότητα της δημόσιας υποδομής και κατ' επέκταση στην πορεία των ιδιωτικών επενδύσεων και του δυναμικού προϊόντος.

Για το 2019, σύμφωνα με τα διαθέσιμα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το σύνολο του έτους, αναμένεται και πάλι, για πέμπτο συνεχές έτος, υπέρβαση του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος, το οποίο εκτιμάται, σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία, ότι έκλεισε κοντά στο 4% του ΑΕΠ. Η υιοθέτηση δέσμης μέτρων δημοσιονομικών παρεμβάσεων επεκτατικού χαρακτήρα το Μάιο του 2019 κατέστησε αναγκαία την προσαρμογή των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβέρνησης με εκ νέου περικοπή των δημόσιων επενδύσεων. Η εκτιμώμενη υπέρβαση του στόχου συνδέεται και με την καλύτερη του αναμενομένου πορεία των εσόδων από τον ΦΠΑ το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Για το 2020 μέχρι προσφάτως η πρόβλεψη ήταν ότι θα επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος, ως αποτέλεσμα της εφαρμογής ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής με κύρια χαρακτηριστικά την ελάφρυνση του φορολογικού βάρους και την ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Όμως, η εξάπλωση της πανδημίας του κορωνοϊού αφενός δημιούργει νέες υψηλές δαπάνες για την αντιμετώπιση της νόσου, τη στήριξη των επιχειρήσεων και τη διαφύλαξη της απασχόλησης και αφετέρου έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και, κατά συνέπεια, στα κρατικά έσοδα. Με αυτά τα δεδομένα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διαμορφωθεί αρκετές ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ κάτω από τον αρχικό στόχο 3,5% του ΑΕΠ, αν και αυτή τη στιγμή είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθεί με ακρίβεια. Λόγω όμως της ευελιξίας που ενσωματώνεται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης για έκτακτες συνθήκες, η διαμόρφωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος σε χαμηλότερα επίπεδα δεν μπορεί να θεωρηθεί σε καμία περίπτωση ως παραβίαση του στόχου.

Η νέα ασφαλιστική μεταρρύθμιση (ν. 4670/2020) περιλαμβάνει ρυθμίσεις με τις οποίες επιχειρείται η συμμόρφωση της Πολιτείας με τις αποφάσεις του Συμβουλίου της Επικρατείας που δημοσιεύθηκαν τον Οκτώβριο του 2019. Αντιμετωπίζει την αντισυνταγματικότητα, σύμφωνα με το Συμβούλιο της Επικρατείας, ορισμένων διατάξεων της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης του 2016 και υπό αυτό το πρίσμα αποτελεί ένα σύνολο στοχευμένων βελτιωτικών αλλαγών και κινείται προς τη σωστή κατεύθυνση. Σύμφωνα δε με την αναλογιστική μελέτη, διασφαλίζει τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος, αλλά και την επάρκεια των συντάξεων. Οι σχετικές παρεμβάσεις χρηματοδοτούνται από ήδη εγγεγραμμένες πιστώσεις στον Προϋπολογισμό του 2020. Ιδιαίτερα θετική εξέλιξη είναι ότι επιχειρείται ο ψηφιακός μετασχηματισμός όλων των λειτουργιών του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, με σημαντικά διοικητικά και οργανωτικά οφέλη.

Η μεγαλύτερη πρόκληση για τη δημοσιονομική πολιτική σήμερα, που μεταβάλλει ριζικά όλα τα μέχρι τώρα δεδομένα, είναι να αξιοποιήσει όλες τις δυνατότητες που προσφέρονται ώστε να εξασφαλίσει τη χρηματοδότηση των δαπανών για την αντιμετώπιση της νόσου του κορωνοϊού και να ελαχιστοποιήσει τις αρνητικές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία, με τέτοιο τρόπο ώστε να υπάρξει η μικρότερη δυνατή επίπτωση στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

## 4 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το 2019 καταγράφηκε σημαντική υποχώρηση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου σε 1%, από 3,7% το 2018, ως αποτέλεσμα του εντεινόμενου εμπορικού προστατευτισμού και

της αυξημένης αβεβαιότητας. Η επιβράδυνση του διεθνούς εμπορίου έπληξε την εξωτερική ζήτηση και τη βιομηχανική παραγωγή και οδήγησε σε συγκρατημένη μεγέθυνση του παγκόσμιου ΑΕΠ κατά 2,9%, που ήταν ο χαμηλότερος ρυθμός της δεκαετίας, έναντι 3,6% το 2018.

Ειδικότερα στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υποχώρησε σε 1,2% από 1,9% το 2018, κατά κύριο λόγο εξαιτίας της εξασθένησης της εξωτερικής ζήτησης. Ωστόσο, η επιβράδυνση της ανάπτυξης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ συγκρατήθηκε από την εγχώρια ζήτηση, που παρέμεινε ισχυρή λόγω αύξησης της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος, αλλά και από τη συνεχιζόμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών λόγω της διατήρησης της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Εντούτοις, αβεβαιότητα εξακολουθεί να χαρακτηρίζει τις διεθνείς εμπορικές συμφωνίες παρά τη Φάση 1 της εμπορικής συμφωνίας μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας. Η εξάπλωση του κορωνοϊού συνιστά σήμερα τη μεγαλύτερη πηγή κινδύνου για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία, αφού άμεσες είναι οι συνέπειες στη βιομηχανία μέσω διαταράξεων της εφοδιαστικής αλυσίδας, στο εμπόριο, στις μεταφορές, στον τουρισμό, αλλά και στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι οικονομικές επιπτώσεις δεν μπορούν ακόμη να ποσοτικοποιηθούν με ακρίβεια, παρά μόνο να εκτιμηθούν με βάση διάφορα υποθετικά σενάρια. Σύμφωνα με το μετριοπαθές σενάριο του ΟΟΣΑ, υπό την προϋπόθεση δηλαδή μιας περιορισμένης και ήπιας εξάπλωσης του κορωνοϊού, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας για το 2020 εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 2,4%, θα είναι δηλαδή κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας χαμηλότερος έναντι της πρόβλεψής του Νοεμβρίου του 2019. Σύμφωνα με το δυσμενές σενάριο, στο ενδεχόμενο δηλαδή μιας ευρύτερης εξάπλωσης της νόσου και γενικευμένης διάχυσης των επιπτώσεων, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα περιοριστεί στο 1,5%. Μετά τις τελευταίες εξελίξεις φαίνεται ότι το μετριοπαθές σενάριο του ΟΟΣΑ έχει ελάχιστες πιθανότητες να υλοποιηθεί.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2020), για την οικονομία της ζώνης του ευρώ προβλέπεται ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης το 2020 θα περιοριστεί στο 0,8%, από 1,1% που ήταν η προηγούμενη πρόβλεψη (Δεκέμβριος 2019), υπό την προϋπόθεση μιας περιορισμένης εξάπλωσης του κορωνοϊού. Ειδικότερα, εκτιμάται πολύ αδύναμη μεγέθυνση το πρώτο εξάμηνο του έτους και βελτίωση το δεύτερο εξάμηνο, καθώς η εξωτερική ζήτηση σταδιακά θα ανακάμπτει, οι κυβερνήσεις συντονισμένα θα έχουν ήδη λάβει αντισταθμιστικά δημοσιονομικά μέτρα, ενώ η επεκτατική νομισματική πολιτική θα συμβάλλει και αυτή στην οικονομική ανάκαμψη. Οι αρνητικές επιπτώσεις οφείλονται τόσο στις διαταράξεις στις αλυσίδες εφοδιασμού και παραγωγής, λόγω των προληπτικών αλλά και των περιοριστικών μέτρων για την αποφυγή ευρύτερης διασποράς της πανδημίας, όσο και στη χειροτέρευση της εμπιστοσύνης. Στην περίπτωση δε που η εξάπλωση του κορωνοϊού ενταθεί χρονικά και γεωγραφικά, οι επιπτώσεις θα είναι ακόμη δυσμενέστερες. Συγκεκριμένα, βάσει δύο εναλλακτικών δυσμενών σεναρίων, σε πιθανή ένταση της πανδημίας με μεγαλύτερη διασπορά στη ζώνη του ευρώ ή και με επιπλέον διαταραχές στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, εκτιμάται ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης το 2020 θα επιβραδυνθεί περαιτέρω κατά 0,6 έως 1,4 ποσοστιαίες μονάδες, δηλαδή η οικονομία της ζώνης του ευρώ είναι πολύ πιθανόν να εισέλθει σε αρνητικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

Μεσομακροπρόθεσμα, αυξημένη αβεβαιότητα δημιουργείται από τη γήρανση του πληθυσμού, το χαμηλό ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, την κλιματική αλλαγή και τη μετάβαση της ευρωπαϊκής οικονομίας σε μια πράσινη οικονομία, καθώς και την ανάγκη εντατικοποίησης του ψηφιακού μετασχηματισμού της ευρωπαϊκής οικονομίας και της εφαρμογής της τεχνητής νοημοσύνης.

Για την αντιμετώπιση των μεσομακροπρόθεσμων προκλήσεων, εκτός από τη λήψη μέτρων τόνωσης των παραγωγικών επενδύσεων και ενίσχυσης του παραγωγικού δυναμικού, καθίσταται αναγκαία η βελτίωση και ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση στη ζώνη του ευρώ και γενικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Προς την κατεύθυνση αυτή κινούνται



πρόσφατες πρωτοβουλίες και αποφάσεις των θεσμικών οργάνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία, η οποία προβλέπει τη διάθεση πόρων για επενδυτικούς σκοπούς με στόχο τη μετάβαση της ευρωπαϊκής οικονομίας σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία, και η επιδίωξη συμφωνίας για το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2021-2027.

Συγκεκριμένα, αξιοποιώντας την εμπειρία από τις δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ κατά τη διάρκεια της κρίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εγκαινίασε ευρεία δημόσια διαβούλευση για τους τρόπους βελτίωσης της οικονομικής διακυβέρνησης. Οι προτάσεις της Επιτροπής, οι οποίες θα παρουσιαστούν εντός του 2020, αφορούν μεταξύ άλλων την εποπτεία και το συντονισμό των δημοσιονομικών και οικονομικών πολιτικών για τη βελτίωση της ποιότητας των δημόσιων οικονομικών, με κύριο στόχο τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, και τη διασαφήνιση του ρόλου του ευρωπαϊκού πλαισίου εποπτείας στην παροχή κινήτρων για την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την επιτυχή αντιμετώπιση οικονομικών, κοινωνικών και περιβαλλοντικών προκλήσεων.

Η μεγαλύτερη όμως πρόκληση για τη ζώνη του ευρώ σήμερα, που θέτει σε δεύτερη μοίρα όλα τα προηγούμενα, είναι η προστασία της ανθρώπινης ζωής και η διαφύλαξη της κοινωνικής συνοχής καθώς και η έγκαιρη και αποτελεσματική αντιμετώπιση των αρνητικών επιπτώσεων στην οικονομία και κοινωνία από την εξάπλωση του κορωνοϊού. Αν και η μέχρι τώρα αντίδραση, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), της Ευρωομάδας (Eurogroup) και ιδιαιτέρως των ίδιων των κρατών-μελών μπορεί να χαρακτηριστεί θετική, είναι σαφές ότι απαιτείται ακόμη μεγαλύτερη συνεργασία και συντονισμός σε επιστημονικό αλλά και σε δημοσιονομικό/νομισματικό επίπεδο, όπου η ευελιξία και ο ρεαλισμός πρέπει να υπερισχύσουν. Επειδή οι δυνατότητες των κρατών-μελών δεν είναι οι ίδιες, η επίδειξη συνοχής, αλληλεγγύης και ευελιξίας στην αντιμετώπιση της πανδημίας και η παροχή διευκολύνσεων στα κράτη-μέλη που έχουν τη μεγαλύτερη ανάγκη ή έχουν δημοσιονομικές δυσκολίες είναι καταλυτικής σημασίας για την καταξίωση της διακυβέρνησης της ζώνης του ευρώ στη συνείδηση των πολιτών αυτή την κρίσιμη περίοδο.

## 5 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το 2019 η ενιαία νομισματική πολιτική εξακολούθησε να διατηρεί σαφώς διευκολυντική κατεύθυνση προκειμένου να αντισταθμιστούν οι συνέπειες της παρατηρούμενης επιβράδυνσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ στην εξέλιξη του γενικού επιπέδου των τιμών. Το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε εκ νέου διεξαγωγή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) με τριμηνιαία συχνότητα μεταξύ Σεπτεμβρίου 2019 και Μαρτίου 2021. Η τρίτη αυτή σειρά στοχευμένων πράξεων έχει ως αποτέλεσμα τη χορήγηση χρηματοδότησης προς τα πιστωτικά ιδρύματα στη ζώνη του ευρώ ύψους ισοδύναμου με το 30% του υπολοίπου των πιστώσεων τους προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά πλην στεγαστικών δανείων. Το Διοικητικό Συμβούλιο παρέτεινε τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του β' τριμήνου 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.

Το Σεπτέμβριο του 2019, δεδομένης της υποχώρησης των δεικτών των πληθωριστικών προσδοκιών σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και της σημαντικής αναθεώρησης επί τα χείρω των μακροοικονομικών προβλέψεων για τον πληθωρισμό στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε σειρά μέτρων πολιτικής με στόχο τη σταθεροποίηση των τιμών μεσοπρόθεσμα. Συγκεκριμένα, αποφάσισε να πραγματοποιηθούν εκ νέου, από 1ης Νοεμβρίου 2019, αγορές χρεογράφων σε καθαρή βάση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος μηνιαίου ύψους 20 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP). Βελτιώθηκαν οι όροι διεξαγωγής της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων

πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με προσφορά (υπό προϋποθέσεις) στα πιστωτικά ιδρύματα ελκυστικότερου επιτοκίου χρηματοδότησης και επιμήκυνση της διάρκειας των πράξεων, ενώ επιπλέον προβλέφθηκε δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης. Η διάρκεια των εν λόγω πράξεων, που αρχικά είχε τεθεί στα δύο έτη, επανακαθορίστηκε στα τρία έτη, που αντιπροσωπεύει τη συνήθη διάρκεια των τραπεζικών δανείων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων σε πάγια κεφάλαια. Η βελτίωση των όρων διενέργειας των στοχευμένων πράξεων ενισχύει την αποτελεσματικότητά τους και εκτιμάται ότι θα καταστήσει ευνοϊκότερη την εξέλιξη των συνθηκών χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων και κατ' επέκταση των συνθηκών πιστοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Παράλληλα, μειώθηκε το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,50%. Επιτράπηκαν οι αγορές από το Ευρωσυστήμα ενός ευρέος φάσματος τίτλων με απόδοση περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να διακρίνονται οι καταθέσεις (εκτός των υποχρεωτικών καταθέσεων) τις οποίες τα πιστωτικά ιδρύματα τηρούν στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, σε δύο τμήματα (tiers), εκ των οποίων μόνο το ένα τμήμα βαρύνεται πλέον με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

Ήδη από το τέλος του 2018, παρατηρείται στην οικονομία της ζώνης του ευρώ εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων. Το 2019 ο γενικός πληθωρισμός υποχώρησε σε 1,2% και ο πυρήνας του πληθωρισμού σε 1,0%, ενώ για το 2020 προβλέπεται εκ νέου μικρή υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού σε 1,1% και ελαφρά ενίσχυση του πυρήνα του πληθωρισμού σε 1,2%. Η επίδραση της εξάπλωσης του κορωνοϊού στην εξέλιξη του πληθωρισμού εμπεριέχει μεγάλη αβεβαιότητα, δεδομένου ότι η καθοδική επίδραση στις τιμές από μια αδύναμη συνολική ζήτηση μπορεί να αντισταθμιστεί από την ανοδική επίδραση της αύξησης των τιμών εξαιτίας των διαταραχών στις διεθνείς και περιφερειακές αλυσίδες εφοδιασμού και παραγωγής. Πάντως, η πρόσφατη ραγδαία μείωση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου ασκεί καθοδική επίδραση στην εξέλιξη της πορείας του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα.

Στο πλαίσιο της πολιτικής παροχής καθοδηγητικών ενδείξεων (forward guidance), το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση θα συνεχιστούν μέχρι λίγο πριν αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια ενώ οι επανατοποθετήσεις του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων θα εξακολουθήσουν πολύ μετά το χρονικό σημείο αυτό, σηματοδοτώντας ότι η ενιαία νομισματική πολιτική θα εξακολουθήσει να διατηρεί έντονα διευκολυντική κατεύθυνση. Ανακοίνωσε επίσης ότι τα βασικά επιτόκια θα παραμείνουν αμετάβλητα στα νέα επίπεδα που έχουν διαμορφωθεί, χωρίς όμως να αποκλείσει περαιτέρω μειώσεις εάν στο μέλλον ο γενικός πληθωρισμός δεν εισέλθει σε πορεία διαρκούς σύγκλισης προς επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Τον Ιανουάριο του 2020 ανακοινώθηκε ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει εντός του τρέχοντος έτους σε διεξοδική επανεξέταση της στρατηγικής που ακολουθείται για τη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Μεταξύ των πιθανών θεμάτων προς εξέταση περιλαμβάνονται ενδεικτικά τα ακόλουθα: (α) η ακριβέστερη ποσοτική διατύπωση του στόχου για τη σταθερότητα των τιμών, (β) η ένταξη μη συμβατικών εργαλείων στην τακτική εργαλειοθήκη της νομισματικής πολιτικής, (γ) η οικονομική και η νομισματική ανάλυση, μέσω των οποίων αξιολογούνται οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών και, τέλος, (δ) οι επικοινωνιακές πρακτικές. Ειδικότερα, θα αξιολογηθεί σε ποια έκταση και με ποιο τρόπο η ισχύουσα στρατηγική εξυπηρέτησε την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος, θα κριθεί κατά πόσον ορισμένα στοιχεία της ακολουθούμενης στρατηγικής είναι απαραίτητα να προσαρμοστούν στην εκδήλωση νέων τάσεων στην παγκόσμια οικονομία και θα επανεξεταστούν οι πρακτικές που ακολουθεί το Ευρωσυστήμα προκειμένου να ανακοινώνει πληροφορίες ή γενικότερα να επικοινωνεί με τους φορείς του οικονομικού συστήματος. Επιπλέον, θα αξιολογηθεί κατά πόσον η θεώρηση παραμέτρων όπως η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η απασχόληση και η περιβαλλοντική βιωσιμότητα είναι αναγκαίο να ενταχθούν στο πλαίσιο της επιδίωξης των σκοπών και της εκτέλεσης των καθηκόντων της ΕΚΤ.

Η ΕΚΤ παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις σχετικά με τη διασπορά του κορωνοϊού και τους κινδύνους που δημιουργεί για την οικονομία της ζώνης του ευρώ, τις αγορές και το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και είναι σε εγρήγορση προκειμένου να λάβει τα κατάλληλα μέτρα για την ελαχιστοποίηση αυτών των κινδύνων. Ως πρώτη αντίδραση, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη συνεδρίαση της 12ης Μαρτίου αποφάσισε τη λήψη ολοκληρωμένης δέσμης μέτρων νομισματικής πολιτικής, ενώ και το Εποπτικό Συμβούλιο (Supervisory Board) της ΕΚΤ έλαβε παραλλήλως μέτρα εποπτικά που διευκολύνουν τις τράπεζες, ώστε αυτές να μπορούν με τη σειρά τους να συνεχίσουν να δανειοδοτούν επιχειρήσεις και νοικοκυριά υπό τις έκτακτες συνθήκες που δημιουργούνται από την πανδημία. Συγκεκριμένα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε: α) Διενέργεια, προσωρινά, πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO) με σκοπό την άμεση παροχή στήριξης σε ρευστότητα προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ. Οι πράξεις αυτές παρέχουν έναν αποτελεσματικό μηχανισμό στήριξης. Θα διενεργούνται μέσω δημοπρασίας σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατονομή και επιτόκιο ίσο με το μέσο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και θα παρέχουν ρευστότητα με ευνοϊκούς όρους με σκοπό την κάλυψη της περιόδου μέχρι την πράξη TLTRO-III που είναι προγραμματισμένη για τον Ιούνιο 2020. β) Εφαρμογή σημαντικά ευνοϊκότερων όρων κατά την περίοδο Ιουνίου 2020-Ιουνίου 2021 σε όλες τις πράξεις TLTRO-III που εκκρεμούν στη διάρκεια της ίδιας περιόδου με σκοπό τη στήριξη των τραπεζικών χορηγήσεων προς όσους έχουν πληγεί περισσότερο από την εξάπλωση του κορωνοϊού, ιδίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Σε όλη τη διάρκεια της περιόδου αυτής, το επιτόκιο θα είναι κατά 25 μονάδες βάσης χαμηλότερο από το μέσο επιτόκιο που εφαρμόζεται στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Για τους αντισυμβαλλομένους που διατηρούν τα επίπεδα χορήγησης πιστώσεών τους, το επιτόκιο θα είναι χαμηλότερο και, στη διάρκεια της περιόδου που θα λήξει τον Ιούνιο του 2021, μπορεί να διαμορφωθεί έως και κατά 25 μονάδες βάσης χαμηλότερο από το μέσο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Το μέγιστο συνολικό ποσό που μπορούν οι τράπεζες να δανειστούν μέσω των πράξεων TLTRO-III αυξάνεται στο 50% του υπολοίπου των αποδεκτών δανείων τους όπως είχε διαμορφωθεί στις 28 Φεβρουαρίου 2020. γ) Προσωρινή διάθεση συνολικού ποσού ύψους 120 δισεκ. ευρώ για πρόσθετες καθαρές αγορές στοιχείων ενεργητικού μέχρι το τέλος του 2020, διασφαλίζοντας την ισχυρή συμβολή των προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα. Σε συνδυασμό με τα υφιστάμενα προγράμματα αγοράς τίτλων (APP), το πρόγραμμα αυτό θα στηρίξει τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας σε περιστάσεις αυξημένης αβεβαιότητας.

Στις 18 Μαρτίου η ΕΚΤ, στη δεύτερη και πιο καθοριστική για τις αγορές παρέμβασή της, αποφάσισε να διαθέσει συνολικά 750 δισεκ. ευρώ, στο πλαίσιο έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων που συνδέεται με την πανδημία (Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP), στο οποίο θα γίνονται δεκτά και ελληνικά κρατικά ομόλογα, μέσω της επαναφοράς της εξαίρεσης (waiver) από τους γενικούς κανόνες επιλεξιμότητας ομολόγων.

Οι σημαντικές αυτές δράσεις της ΕΚΤ συμπληρώνουν τις δημοσιονομικές δράσεις, τόσο σε επίπεδο ευρωζώνης όσο και σε εθνικό επίπεδο, για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της εξάπλωσης του κορωνοϊού στις οικονομίες των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ.

## 6 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Οι εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα το 2019 προσδιορίστηκαν από τη βελτιωμένη λειτουργική κερδοφορία, τη διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο, τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, την άνοδο των τραπεζικών καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα και την περαιτέρω μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) στους ισολογισμούς των τραπεζών, το οποίο όμως παραμένει πολύ υψηλό. Η βελτίωση της λειτουργικής κερδοφορίας οφείλεται κυρίως σε μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις και στη συγκράτηση των εξόδων. Αντίθετα, μείωση εμφάνισε η οργανική κερδοφορία, κυρίως εξαιτίας της συρρίκνωσης του

δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών ως αποτέλεσμα αφενός της πώλησης θυγατρικών τους στο εξωτερικό και αφετέρου της υπέρβασης των αποπληρωμών δανείων σε σχέση με τις νέες εκταμιεύσεις, καθώς και της διενέργειας πρόσθετων προβλέψεων.

Ο περιορισμός του υψηλού αποθέματος των ΜΕΔ αποτελεί τη βασικότερη πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα. Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής” αναμένεται να συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του αποθέματος αυτού. Η παρατηρούμενη μέχρι στιγμής μείωση των ΜΕΔ σε συνδυασμό με τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας συνέβαλαν στη βελτίωση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις, κυρίως προς τις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Αντίθετα, ο ρυθμός μεταβολής της στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης παρέμεινε αρνητικός.

Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα κατέγραψε το 2019 μικρή υποχώρηση, με μέσο ρυθμό μεταβολής -0,4%, έναντι -1,3% το 2018. Η συγκράτηση του ρυθμού υποχώρησης οφείλεται στην άνοδο των πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,2%, έναντι μείωσης κατά 0,6% το 2018. Μεγαλύτερη ήταν η άνοδος των πιστώσεων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις (6,4%, έναντι 3,1% το 2018), ενώ το υπόλοιπο των πιστώσεων προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις εξακολούθησε να περιορίζεται, αν και ο ρυθμός μεταβολής του ήταν λιγότερο αρνητικός. Η τραπεζική χρηματοδότηση κατευθύνθηκε κυρίως σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα των μεταφορών (πλην ναυτιλίας), της ενέργειας και του τουρισμού. Αντίθετα, η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά συνέχισε να μειώνεται, μάλιστα με ελαφρώς επιταχυνόμενο ρυθμό (-2,6%, έναντι -2,2% το 2018). Η ζήτηση τραπεζικών δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών επηρεάστηκε θετικά από την άνοδο του δείκτη τιμών των κατοικιών και την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Από την πλευρά όμως της προσφοράς δανείων, το υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων των νοικοκυριών συνέχισε να αποτελεί τον σημαντικότερο περιοριστικό παράγοντα, παρά τη γενικότερη βελτίωση της ρευστότητας των τραπεζών.

Το 2019 συνεχίστηκε η καθοδική τάση, αν και με μειούμενο ρυθμό, των επιτοκίων τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, με τη μεγαλύτερη μείωση να αφορά τις μικρές επιχειρήσεις λόγω κυρίως της ευεργετικής επίδρασης των χρηματοδοτικών εργαλείων κυρίως της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Σε πραγματικούς όρους όμως, το κόστος δανεισμού αυξήθηκε. Αύξηση επίσης σε ονομαστικούς και σε πραγματικούς όρους σημείωσαν τα επιτόκια των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων.

Θετική ήταν η εξέλιξη των τραπεζικών καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα, ως αποτέλεσμα της επανατοποθέτησης τραπεζογραμματίων και του επαναπατρισμού κεφαλαίων επενδεδυμένων σε χρηματοοικονομικά στοιχεία στο εξωτερικό. Η εξέλιξη αυτή ήταν ευνοϊκότερη στην περίπτωση των νοικοκυριών ως συνέπεια της αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματός τους, ενώ η δυναμική της αύξησης των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων εξασθένησε. Η βαθμιαία αποκατάσταση της καταθετικής βάσης των ελληνικών τραπεζών επέτρεψε αφενός τον τερματισμό της προσφυγής στο μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) της Τράπεζας της Ελλάδος και τον περιορισμό της άντλησης ρευστότητας μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και αφετέρου τη συγκράτηση της υποχώρησης της πιστωτικής επέκτασης προς την οικονομία.

Η βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα συνέβαλε ώστε να μην παρατηρηθεί εκροή καταθέσεων μετά την πλήρη άρση, το Σεπτέμβριο του 2019, και των τελευταίων περιορισμών στις διεθνείς πληρωμές και στη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό.

Όσον αφορά τα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων, το 2019 υποχώρησαν κυρίως εκείνα των καταθέσεων προθεσμίας. Η διαμόρφωση επιτοκίων καταθέσεων σε χαμηλά επίπεδα είναι συμβατή με τη διατήρηση των βασικών επιτοκίων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα.

Στις 12 Μαρτίου 2020 το Εποπτικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε, όπως ήδη αναφέρθηκε, σειρά εποπτικών μέτρων ώστε να διασφαλίσει ότι οι τράπεζες που βρίσκονται υπό την άμεση εποπτεία της είναι σε θέση να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν την πραγματική οικονομία εν όψει των αρνητικών επιπτώσεων αλλά και των προκλήσεων στις επιχειρησιακές λειτουργίες τους από την εξάπλωση του κορωνοϊού. Η ανακοίνωση της ΕΚΤ έγινε σε συντονισμό με συναφή ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EAT/EBA), που αναφερόταν ειδικότερα στην αναβολή της διεξαγωγής της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τον τραπεζικό τομέα της ζώνης του ευρώ κατά ένα έτος και σε σειρά άλλων παρεμβάσεων. Η ανακοίνωση της ΕΚΤ αναφέρεται σε μέτρα κεφαλαιακής ελάφρυνσης όπως η δυνατότητα χρησιμοποίησης αποθεμάτων κεφαλαίου και ρευστότητας, συμπεριλαμβανομένης της Σύστασης για κεφάλαια, του Πυλώνα 2 (Pillar 2 Guidance), σε ελάφρυνση της σύνθεσης κεφαλαίων που αφορούν τις πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα 2, καθώς και σε πολιτικές ευελιξίας στην εφαρμογή εποπτικών μέτρων για κάθε επιμέρους τράπεζα. Η ΕΚΤ και η EAT τονίζουν τη δυνατότητα χρήσης της ήδη προβλεπόμενης ευελιξίας στο υφιστάμενο πλαίσιο κανόνων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) χωρίς όμως να επηρεάζεται η εφαρμογή από τις τράπεζες αξιόπιστων πιστοληπτικών κριτηρίων και κατάλληλων πολιτικών για την αναγνώριση και κάλυψη των ΜΕΔ, καθώς και για τον αξιόπιστο σχεδιασμό των κεφαλαίων και της ρευστότητάς τους μέσω ενισχυμένων λειτουργιών διαχείρισης κινδύνων.

Οι ελληνικές τράπεζες, κάνοντας χρήση των προαναφερθόμενων νομισματικών και εποπτικών διευκολύνσεων της ΕΚΤ, προχώρησαν ήδη σε ανακοίνωση δράσεων για τη διευκόλυνση επιχειρήσεων σε κλάδους που θίγονται από την κρίση του κορωνοϊού.

### **Μη εξυπηρετούμενα δάνεια**

Κατά τη διάρκεια του 2019, οι τράπεζες συνέχισαν τις προσπάθειές τους στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του υψηλού αποθέματος των ΜΕΔ. Αν και το πρόβλημα των ΜΕΔ θεωρείται κυρίως απόρροια της ύφεσης, νομοθετικές παρεμβάσεις όπως η αναστολή των πλειστηριασμών πρώτης κατοικίας, η κατάχρηση του πλαισίου προστασίας από κατασχέσεις, καθώς και διάφορα άλλα νομικά και δικαστικά εμπόδια δεν επέτρεψαν την αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος.

Στο τέλος Δεκεμβρίου του 2019 τα ΜΕΔ παρέμειναν σε υψηλό επίπεδο και ανήλθαν σε 68,0 δισεκ. ευρώ (ή 40,3% του συνόλου των δανείων, έναντι 3,4% του ευρωπαϊκού μέσου όρου στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2019), μειωμένα κατά 13,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου του 2018 και κατά 39,2 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2019 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις δανείων ύψους 8,1 δισεκ. ευρώ και σε διαγραφές ύψους 4,3 δισεκ. ευρώ. Ανησυχητική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης παραμένουν περιορισμένες, αν και τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα. Υψηλό πάντως παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Ωστόσο, το τελευταίο τρίμηνο του έτους παρατηρήθηκε σημαντική μείωση της εισροής νέων ΜΕΔ, με αποτέλεσμα την καθαρή εκροή ΜΕΔ σε επίπεδο συστήματος.

Όσον αφορά τους επιχειρησιακούς στόχους για τη μείωση των ΜΕΔ, η στόχευση των τραπεζών είναι ο δείκτης ΜΕΔ να έχει διαμορφωθεί σε επίπεδα κάτω του 20% στο τέλος του 2021. Ο ρυθμός μείωσης των ΜΕΔ μπορεί να επιταχυνθεί περαιτέρω με την εφαρμογή λύσεων όπως του σχεδίου “Ηρακλής” (ν. 4649/2019). Σύμφωνα με τη λύση αυτή, προβλέπεται ότι το Δημόσιο θα παράσχει συνολικά εγγυήσεις ύψους έως 12 δισεκ. ευρώ, που θα υποστηρίξουν την τιτλοποίηση μη εξυπηρετούμενων δανείων ύψους άνω των 30 δισεκ. ευρώ. Η διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα τιτλοποιηθούν θα ανατεθεί έναντι αμοιβής σε αδειοδοτημένες εταιρίες διαχείρισης απαιτήσεων. Σε επόμενο στάδιο και αφού αξιολογηθούν τα αποτελέσματά του, το σχέδιο “Ηρακλής” αναμένεται να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής



προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να αντιμετωπιστεί ταυτόχρονα και το ζήτημα που προκύπτει από τη σημερινή κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών με την αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (DTC) να αποτελεί δυσανάλογα μεγάλο μέρος των συνολικών κεφαλαίων. Σε κάθε περίπτωση, με την υλοποίηση του σχεδίου “Ηρακλής” θα είναι σημαντικό να υπάρξει αξιολόγηση των θεμελιωδών μεγεθών του ελληνικού τραπεζικού τομέα, κυρίως της οργανικής κερδοφορίας, του δείκτη κάλυψης επισφαλών απαιτήσεων και της ποιότητας των εποπτικών κεφαλαίων, ιδιαίτερα μετά την παρέλευση της πανδημίας του κορωνοϊού.

Η ύπαρξη ενός ιδιαίτερα υψηλού αποθέματος ΜΕΔ επηρεάζει αρνητικά το καθαρό περιθώριο κέρδους των τραπεζών, καθώς διατηρεί υψηλά το κόστος του πιστωτικού κινδύνου. Η ριζική και ολιστική αντιμετώπιση του προβλήματος των ΜΕΔ κρίνεται ζωτικής σημασίας για να μπορέσουν οι τράπεζες να επικεντρωθούν στην αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων τους με εφαρμογή σύγχρονων επιχειρηματικών μοντέλων, στην αναζήτηση νέων επικερδών αναπτυξιακών ευκαιριών και δραστηριοτήτων, στην ολοκλήρωση του ψηφιακού μετασχηματισμού τους, και κυρίως να επιτελέσουν εκ νέου το διαμεσολαβητικό τους ρόλο.

Όλα αυτά όμως τελούν υπό αναθεώρηση εν όψει των έκτακτων περιστάσεων και των συνθηκών μεγάλης αβεβαιότητας υπό τις οποίες καλείται να λειτουργήσει σήμερα το τραπεζικό σύστημα, όπως και η πραγματική οικονομία. Αναμένεται δηλαδή να επηρεαστεί αρνητικά η πορεία προς την επίτευξη του στόχου της σημαντικής μείωσης του ποσοστού των ΜΕΔ το αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα, όχι όμως και ο τελικός στόχος.

## 7 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Τα χρηματοοικονομικά μεγέθη στη χρήση 2019 των ασφαλιστικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια αγορά και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Οδηγία “Φερεγγυότητα II” επηρεάστηκαν από το περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων. Η καμπύλη επιτοκίων μηδενικού κινδύνου της οποίας ένα μεγάλο μέρος παρέμεινε σε αρνητικά επίπεδα οδήγησε σε σημαντικές αυξήσεις των τεχνικών προβλέψεων, ιδίως αυτών που σχετίζονται με μακροχρόνιες υποχρεώσεις. Αντίθετα, θετικά επέδρασε ο περιορισμός των πιστωτικών περιθωρίων καθώς επέφερε αύξηση της αξίας των ομολογιών που διακρατούν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις στα χαρτοφυλάκιά τους. Αναφορικά με τις ασφαλίσσεις κατά ζημιών, παρατηρήθηκε, για πρώτη φορά μετά από αρκετά έτη, αύξηση της συχνότητας ζημιών στον κλάδο αστικής ευθύνης οχημάτων, η οποία οδήγησε σε αντίστοιχη αύξηση του ύψους των επισυμβασών ζημιών.

Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις υπερκαλύπτουν την κεφαλαιακή απαίτηση φερεγγυότητας (SCR), η οποία, σύμφωνα με το πλαίσιο, σχηματίζεται με στόχο την κάλυψη ακραίων γεγονότων και κινδύνων. Τα επιλέξιμα κεφάλαια της εγχώριας ασφαλιστικής αγοράς σε ποσοστό 96% ταξινομούνται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1).

Με στόχο τη μείωση των συνολικών τους κεφαλαιακών απαιτήσεων και την προσαρμογή στο περιβάλλον αρνητικών επιτοκίων, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ενέτειναν περαιτέρω την προσπάθεια περιορισμού των εγγυήσεων που παρέχουν στα ασφαλιστικά προϊόντα ζωής, ενίσχυσαν τις πρακτικές συντονισμού των επενδύσεών τους με τις υποχρεώσεις τους, ενώ παράλληλα συνέχισαν τις προσπάθειες διαμόρφωσης νέων ευέλικτων νοσοκομειακών προϊόντων ασφάλισης με δυνατότητα ετήσιου επαναπροσδιορισμού των ασφαλίσεων. Τέλος, με σκοπό τον περιορισμό του κόστους, την επίστευση των αποφάσεων ασφάλισης και την καλύτερη αξιολόγηση των κινδύνων που αναλαμβάνουν, προχώρησαν σε αυτοματοποίηση της επικοινωνίας με τους πελάτες τους.

Σημαντικές εξελίξεις πραγματοποιήθηκαν όσον αφορά το εποπτικό πλαίσιο. Συγκεκριμένα, το Νοέμβριο του 2019 δημοσιεύθηκε ο νέος κανονισμός ΕΕ 2019/2088 σχετικά με τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Στο πεδίο εφαρμο-

γής του περιλαμβάνονται οι ιδιωτικές ασφαλιστικές επιχειρήσεις που διαθέτουν επενδυτικά προϊόντα βασισμένα στην ασφάλιση ή πανευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά προϊόντα, καθώς και οι διαμεσολαβητές που παρέχουν συμβουλές για επενδυτικά προϊόντα βασισμένα στην ασφάλιση. Τα κριτήρια καθορισμού μιας επένδυσης ως αειφόρου προσδιορίζονται με βάση την αρχή της μη σοβαρής βλάβης στην επίτευξη ενός περιβαλλοντικού ή κοινωνικού στόχου.

Με τις διατάξεις της νέας Οδηγίας (ΕΕ) 2019/2177 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ (Φερεγγυότητα II) σχετικά με την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης, εισάγεται ο θεσμός της “πλατφόρμας συνεργασίας” για την ενίσχυση των εργαλείων τα οποία διαθέτουν οι εποπτικές αρχές για την αποτελεσματικότερη εποπτεία των διασυννοριακών εργασιών.

Η ελληνική ασφαλιστική αγορά χαρακτηρίζεται από σημαντική συγκέντρωση, ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και στις επιχειρήσεις που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών. Αντιμετωπίζει δε σημαντικές προκλήσεις ως αποτέλεσμα της χρήσης της ψηφιακής τεχνολογίας αλλά και των νέων συνθηκών όπως διαμορφώνονται από την κλιματική αλλαγή. Ειδικότερα, η ψηφιακή τεχνολογία σε συνδυασμό με τις αυξανόμενες απαιτήσεις των πελατών για εξατομικευμένη εξυπηρέτηση, δημιουργούν πρόσφορες συνθήκες για την αξιοποίηση των νέων τεχνολογιών στην ανάπτυξη καινοτόμων λύσεων στην παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών.

Στο πλαίσιο του μετριασμού των οικονομικών επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις αναμένεται να συμβάλουν τόσο ως θεσμικοί επενδυτές όσο και ως πάροχοι ασφαλιστικών καλύψεων έναντι καταστροφών από φυσικά γεγονότα που επηρεάζονται από την κλιματική αλλαγή. Ταυτόχρονα όμως υφίστανται και οι ίδιες τις επιπτώσεις από αυτήν, αφού τόσο οι κίνδυνοι από τις φυσικές καταστροφές όσο και οι κίνδυνοι από τη μετάβαση της οικονομίας σε οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα επηρεάζουν όλα τα στοιχεία του επιχειρηματικού τους μοντέλου, όπως τα ασφάλιστρα που λαμβάνουν, τις τεχνικές προβλέψεις για μελλοντικές πληρωμές αποζημιώσεων, τις επενδύσεις τους, την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων και τα αναγκαία κεφάλαιά τους.

## 8 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας περιλαμβάνουν σημαντικούς κινδύνους από ένα ασταθές διεθνές οικονομικό περιβάλλον, από γεωπολιτικές εντάσεις στην περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, από ακραία καιρικά φαινόμενα λόγω κλιματικής αλλαγής, από την πρόσφατη έξαρση της προσφυγικής-μεταναστευτικής κρίσης, κυρίως όμως από την εξάπλωση του κορωνοϊού, η οποία επηρεάζει σημαντικά την ελληνική οικονομία τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς, με αρνητικές επιπτώσεις στον τουρισμό, στη ναυτιλία, στις μεταφορές και στις εφοδιαστικές αλυσίδες, αλλά και στην εγχώρια ζήτηση λόγω της μείωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης και των ιδιωτικών επενδύσεων. Στη φάση αυτή, όπως ήδη αναφέρθηκε, η Τράπεζα της Ελλάδος αναθεωρεί την πρόβλεψή της για το ΑΕΠ το 2020, και εκτιμά μηδενικό ρυθμό μεταβολής, από 2,4% που ήταν η προηγούμενη πρόβλεψη.

Σε ό,τι αφορά το **εξωτερικό περιβάλλον**, κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν από μια αβέβαιη και αδύναμη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας. Παρά τις πρόσφατες ενδείξεις σταθεροποίησης μετά την υπογραφή της Φάσης 1 της διμερούς εμπορικής συμφωνίας μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας και τη διατήρηση διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, η παγκόσμια οικονομία προβλέπεται να παρουσιάσει συγκρατημένη μεγέθυνση. Ωστόσο, στο ενδεχόμενο μιας μεγαλύτερης σε διάρκεια και ένταση εξάπλωσης του κορωνοϊού, ενισχύονται οι προσδοκίες προσωρινής ύφεσης, όπως αυτό γίνεται ήδη φανερό από τη νευρική κατάσταση των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, και ως εκ τούτου ο κίνδυνος επιβράδυνσης της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής οικονομίας αυξάνεται σημαντικά. Επιπρόσθετα, άλλοι κίνδυνοι,

όπως γεωπολιτικοί και ενδεχόμενη έξαρση των εντάσεων στις διεθνείς εμπορικές σχέσεις, είναι δυνατόν να επηρεάσουν δυσμενώς την πορεία του παγκόσμιου εμπορίου και να αυξήσουν τη μεταβλητότητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Όσον αφορά την οικονομία της ζώνης του ευρώ, η ανάπτυξη, όπως ήδη αναφέρθηκε, προβλέπεται ότι θα παραμείνει εξαιρετικά αδύναμη, με πολύ σημαντική πιθανότητα να καταγραφεί αρνητικός ρυθμός σε ετήσια βάση, αντανakλώντας την ήδη αρνητική επίδραση που ασκούν στις επιχειρηματικές επενδύσεις, στη μεταποίηση και στις εξαγωγές η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου και η μείωση της εξωτερικής ζήτησης, κυρίως όμως η συγκράτηση της εγχώριας ζήτησης από τη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης, λόγω της εξάπλωσης του κορωνοϊού. Αντανακλά επίσης και την αβεβαιότητα σχετικά με το περιεχόμενο της οικονομικής σχέσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Ηνωμένου Βασιλείου στη μετά το Brexit εποχή.

Σε ό,τι αφορά το **εγχώριο περιβάλλον**, η εξάπλωση του κορωνοϊού και η πρόσφατη έξαρση της προσφυγικής-μεταναστευτικής κρίσης αποτελούν τους σημαντικότερους κινδύνους.

## 9 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η ήπια άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας τα τελευταία χρόνια στηρίχθηκε κυρίως στην ενίσχυση της συνολικής ενεργού ζήτησης, με τη συμβολή της κατανάλωσης και των εξαγωγών. Η συντελούμενη στροφή της οικονομικής πολιτικής προς αναπτυξιακή κατεύθυνση και οι δρομολογούμενες αλλαγές στη δομή και λειτουργία του κράτους και της οικονομίας δημιουργούν προσδοκίες σταδιακής επανόδου του κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε τροχιά σύγκλισης προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο μεσοπρόθεσμα, και όταν βεβαίως παρέλθει η κρίση του κορωνοϊού.

Για την καταγραφή ισχυρών ρυθμών ανάπτυξης μεσομακροπρόθεσμα αφού ξεπεραστεί η τρέχουσα κρίση, η ελληνική οικονομία καλείται να αντιμετωπίσει, εκτός των δύο πολύ σοβαρών εξωγενών κλυδωνισμών, που προφανώς αποτελούν εθνικές προτεραιότητες, και μια σειρά από μεσοπρόθεσμες προκλήσεις. Αυτές είναι: το μεγάλο επενδυτικό κενό, η υψηλή ανεργία, το μεγάλο απόθεμα των ΜΕΔ, το υψηλό δημόσιο χρέος και ο αργός ψηφιακός μετασχηματισμός. Η αντιμετώπιση των προκλήσεων αυτών αποτελεί την ικανή και αναγκαία συνθήκη για την επανένταξη της Ελλάδας στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας στον τομέα της βιομηχανίας και στον τομέα των υπηρεσιών, επιτρέποντας τη βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας και την προώθηση της καινοτομίας.

Επομένως, κρίνονται αναγκαίες παρεμβάσεις οικονομικής πολιτικής που στοχεύουν στην ενίσχυση κυρίως της πλευράς της προσφοράς για την επέκταση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας και την άνοδο του πραγματικού και του δυνητικού προϊόντος.

Είναι προφανές ότι ορισμένες από τις παρεμβάσεις που απαιτούνται δεν μπορούν να υλοποιηθούν υπό τις σημερινές έντονες διόρθωσης των διεθνών αγορών. Η αντιμετώπιση της πανδημίας του κορωνοϊού και γενικότερα η προστασία της δημόσιας υγείας, μαζί με την αντιμετώπιση της προσφυγικής-μεταναστευτικής κρίσης, είναι σήμερα προτεραιότητες οι οποίες κινητοποιούν τις δυνάμεις του έθνους. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι παρεμβάσεις που παράγουν μεσοπρόθεσμα αποτελέσματα πρέπει τώρα να αγνοηθούν. Άλλωστε, οδηγούν σε υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα και στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, που είναι προϋποθέσεις για τη διάθεση περισσότερων πόρων στη δημόσια υγεία, καθώς και στη διαφύλαξη των εθνικών συνόρων, τα οποία είναι ταυτόχρονα και ευρωπαϊκά σύνορα. Οι παρεμβάσεις αυτές αφορούν τις ακόλουθες προτεραιότητες:

- **Αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ).** Αν και μειούμενο, το απόθεμα των ΜΕΔ παραμένει υψηλό (40,3%), με στόχευση να μειωθεί κάτω του 20% μέχρι το τέλος του 2021. Η υποχώρησή του θα επιτρέψει την αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού προς την ιδιωτική οικονομία. Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής” εκτιμάται ότι θα συμβάλει στη



μείωση του αποθέματος των ΜΕΔ. Το εν λόγω σχέδιο αναμένεται, σε επόμενο στάδιο και αφού αξιολογηθούν τα αποτελέσματά του, να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος. Η εξυγίανση των ισολογισμών τους θα επιτρέψει στις τράπεζες να στρέψουν την προσοχή τους σε σύγχρονα επιχειρηματικά μοντέλα, στην αναζήτηση νέων επικερδών αναπτυξιακών ευκαιριών και δραστηριοτήτων και στην ολοκλήρωση του ψηφιακού μετασχηματισμού τους, με τελικό στόχο τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας με ευνοϊκούς όρους. Στο ίδιο πλαίσιο, το νέο πτωχευτικό καθεστώς για τις επιχειρήσεις, με πρόνοια για πρώτη φορά και για τα φυσικά πρόσωπα, εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίδραση στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

- **Άσκηση συνετής δημοσιονομικής πολιτικής**, που αφενός διασφαλίζει τη δημοσιονομική ισορροπία, ως αναγκαία προϋπόθεση για τη μείωση του δημόσιου χρέους, και αφετέρου υποστηρίζει την ανάπτυξη.
- **Αύξηση των ιδιωτικών παραγωγικών επενδύσεων** και άνοδος του ρυθμού συσσώρευσης υλικού κεφαλαίου. Η παρατεταμένη περίοδος αποεπένδυσης επηρέασε αρνητικά την ποιότητα και την ποσότητα του αποθέματος του υλικού κεφαλαίου της χώρας, καθυστέρησε την ενσωμάτωση των νέων τεχνολογιών στην παραγωγική διαδικασία και επέφερε πτώση του δυναμικού προϊόντος.
- **Μείωση της ανεργίας**. Αν και σε καθοδική τροχιά, το ποσοστό ανεργίας, κυρίως των μακροχρόνια ανέργων, των γυναικών και των νέων, εξακολουθεί να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα. Η διατήρηση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, η εφαρμογή στοχευμένων πολιτικών για την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας και τη σύζευξη δεξιοτήτων και αναγκών, αλλά κυρίως η επιτάχυνση της ανάπτυξης, είναι οι καταλύτες για την ταχεία αποκλιμάκωση της ανεργίας και τη δημιουργία πολλών και καλά αμειβόμενων θέσεων πλήρους απασχόλησης. Η δημιουργία ευνοϊκών εξελίξεων στην αγορά εργασίας δρα αποφασιστικά στην αναστροφή του φαινομένου “brain drain” που παρατηρήθηκε στην Ελλάδα κατά τα χρόνια της κρίσης, με σημαντικά οφέλη για την ενίσχυση του εγχώριου εργατικού δυναμικού όχι μόνο αριθμητικά, αλλά πρωτίστως ποιοτικά.
- **Εφαρμογή του εθνικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων** που διαπερνά όλους τους τομείς της οικονομίας, κοινωνίας και δημόσιας διοίκησης, λαμβάνοντας υπόψη τις αναγκαίες προσαρμογές που πρέπει προσωρινά να γίνουν λόγω των έκτακτων συνθηκών από την πανδημία του κορωνοϊού. Η βελτίωση της ποιότητας των υφισταμένων θεσμών σε συνδυασμό με μεγάλες μεταρρυθμίσεις περιορίζουν τις δυσκαμψίες στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών και στην αγορά εργασίας και προσδίδουν στη διάρθρωση της οικονομίας ευελιξία που επιτρέπει την ομαλή προσαρμογή της στις νέες συνθήκες λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας. Παρά την πρόοδο που έχει συντελεστεί στο πεδίο των μεταρρυθμίσεων κυρίως στην αγορά εργασίας, η Ελλάδα εξακολουθεί να αντιμετωπίζει μείζονες προκλήσεις σχετικά με το επιχειρηματικό περιβάλλον, το δικαστικό σύστημα και τη δημόσια διοίκηση. Η χώρα θα πρέπει να προωθήσει μεταρρυθμίσεις όπως η επιτάχυνση της απονομής της δικαιοσύνης, των διαδικασιών απόκτησης και εγγραφής εμπράγματων δικαιωμάτων επί των ακινήτων και της έκδοσης οικοδομικής άδειας, ο εξορθολογισμός του πλαισίου για τον καθορισμό των χρήσεων γης σε προστατευόμενες περιοχές, η ενίσχυση του κράτους δικαίου, η βελτίωση της ποιότητας του ρυθμιστικού-κανονιστικού πλαισίου, η αύξηση της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης και ο έλεγχος της διαφθοράς.
- **Ιδιωτικοποιήσεις, αποτελεσματικότερη διαχείριση της δημόσιας περιουσίας και επέκταση του θεσμού των συνεργασιών και συμπράξεων ιδιωτικού και δημόσιου τομέα (ΣΔΙΤ)** σε τομείς με υψηλή οικονομική, κοινωνική και περιβαλλοντική αξία, αλλά και με σύνδεσή τους με μεγάλα επενδυτικά σχέδια. Ειδικότερα, οι συνεργασίες και οι συμπράξεις, όπου ο καθένας συνεισφέρει με βάση το συγκριτικό πλεονέκτημα που διαθέτει, θα πρέπει να αποτελέσουν βασικό πυλώνα της νέας αναπτυξιακής στρατηγικής. Η προώθηση των έργων αυτών δύναται να αποτελέσει μοχλό αύξησης της απασχόλησης και ως εκ τούτου να συμβάλει στον επανα-

πατρισμό και στη δημιουργική απασχόληση των ταλαντούχων νέων επιστημόνων και εργαζομένων υψηλής εξειδίκευσης, οι οποίοι, λόγω της κρίσης, έφυγαν από τη χώρα.

– **Εφαρμογή στοχευμένων παρεμβάσεων πολιτικής για την αναστροφή της προβλεπόμενης πτωτικής τάσης του οικονομικά ενεργού πληθυσμού** εξαιτίας των δυσμενών δημογραφικών εξελίξεων. Σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσίευσε η ΕΛΣΤΑΤ, ο πληθυσμός της Ελλάδος την 1.1.2019 ήταν μειωμένος κατά 0,15% σε σύγκριση με ένα έτος πριν, ενώ οι ροές εξερχόμενης μετανάστευσης συνεχίστηκαν με αμείωτη ένταση. Οι προβλέψεις άλλωστε, σύμφωνα με την έρευνα EUROPOP 2018 αναφορικά με την εξέλιξη του πληθυσμού της χώρας τη δεκαετία που μόλις ξεκίνησε, είναι ότι θα συρρικνωθεί περαιτέρω, από 10,7 εκατομμύρια το 2020 σε 10,4 εκατομμύρια το 2030. Η ταχεία συρρίκνωση του πληθυσμού και η διαχρονική αλλαγή των ποιοτικών χαρακτηριστικών του με μείωση του οικονομικά ενεργού πληθυσμού επηρεάζουν δυσμενώς μεσομακροπρόθεσμα το δυνητικό προϊόν, αλλά και το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Επομένως, απαραίτητη κρίνεται η εφαρμογή μέτρων για την ενθάρρυνση της απόφασης για δημιουργία οικογένειας και η άσκηση ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης με σκοπό την ενθάρρυνση της εισόδου των νέων στην αγορά εργασίας και την παροχή κινήτρων για την παραμονή των μεγαλύτερων. Σε συνδυασμό μάλιστα με μέτρα για τη βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας και αύξηση της παραγωγικότητας, είναι δυνατόν να αντισταθμιστούν οι αρνητικές επιπτώσεις από τις δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις.

– **Ενδυνάμωση του “τριγώνου της γνώσης” και ανάπτυξη του αποθέματος του ανθρώπινου κεφαλαίου** μέσω της βελτίωσης της εκπαιδευτικής διαδικασίας και της ενθάρρυνσης της έρευνας και της καινοτομίας. Η Ελλάδα, αξιοποιώντας κατάλληλα το ανθρώπινο κεφάλαιο που διαθέτει, έχει τη δυνατότητα να αναδειχθεί σε κόμβο εκπαίδευσης, τεχνολογίας, έρευνας και επιχειρηματικής καινοτομίας. Σύμφωνα μάλιστα με πρόσφατη έκθεση του ΟΟΣΑ για τους δείκτες καινοτομίας που αφορούν την παραγωγή καινοτόμων προϊόντων και την εφαρμογή καινοτόμων μεθόδων επιχειρηματικής οργάνωσης και διοίκησης, η Ελλάδα κατέχει σχετικά υψηλή θέση (13η) μεταξύ των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ. Το εργασιακό περιβάλλον στην εποχή της “οικονομίας της γνώσης” απαιτεί σε μεγαλύτερο βαθμό επιτελικές και γνωστικές δεξιότητες και σε μικρότερο βαθμό διαχειριστικές. Δημιουργείται επομένως η ανάγκη για καλλιέργεια προσωπικών δεξιοτήτων (soft skills) σε συνδυασμό με τις βασικές δεξιότητες (hard skills), τη στενή σύνδεση της εκπαίδευσης με την αγορά εργασίας και τον ψηφιακό μετασχηματισμό όλων των βαθμίδων της εκπαίδευσης. Με αυτό τον τρόπο μετριάζονται οι αναντιστοιχίες μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων και βελτιώνεται η ποιότητα του ανθρώπινου κεφαλαίου, με οφέλη για τη συνολική παραγωγικότητα και την απασχόληση.

– **Αξιοποίηση των ευκαιριών από τη μετάβαση στην πράσινη οικονομία.** Η επιστημονική έρευνα μέχρι σήμερα δείχνει ότι η κλιματική αλλαγή συνεπάγεται κινδύνους για τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη τόσο από ακραία καιρικά φαινόμενα και φυσικές καταστροφές, όσο και από το κόστος των πολιτικών αντιμετώπισής της, της προσαρμογής και της μετάβασης σε οικονομία ουδέτερων εκπομπών άνθρακα, επιδρώντας εν τέλει και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πέρα από τους κινδύνους, με τη μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία προκύπτουν ευκαιρίες που συνδέονται με τη δημιουργία καινοτόμων προϊόντων, με επενδύσεις στην ενεργειακή αποδοτικότητα και στην εξοικονόμηση ενέργειας, με νέες υποδομές, με νέες θέσεις εργασίας και με αλλαγή προσανατολισμού στην παροχή χρηματοδοτήσεων προς “πράσινες” δραστηριότητες, με τελικό στόχο την αειφόρο ανάπτυξη. Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί ώστε η μετάβαση αυτή, όπως περιγράφεται και από την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία, να είναι δίκαιη, κοινωνικά εξισορροπημένη και σε αρμονία με τους στόχους της Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών.

\* \* \*

Η ελληνική οικονομία συνέχισε μέχρι πρόσφατα να ανακάμπτει και έχει αποκατασταθεί σε σημαντικό βαθμό η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής. Η προσήλωση στη δημοσιονομική στα-

θερότητα, η εξισορρόπηση του μίγματος της δημοσιονομικής πολιτικής και η έγκαιρη υλοποίηση του φιλόδοξου μεταρρυθμιστικού προγράμματος της κυβέρνησης, είναι οι βασικοί κινητήριοι μοχλοί για την επάνοδο της οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Εντούτοις, για την επίτευξη ισχυρής ανάκαμψης, μετά την παρέλευση της κρίσης του κορωνοϊού, και ταχύρρυθμης ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα, κρίνεται αναγκαία η έγκαιρη αντιμετώπιση των σημαντικών προβλημάτων που εξακολουθούν να χαρακτηρίζουν τη λειτουργία της οικονομίας ως απόρροια της οικονομικής κρίσης, αλλά και των διαχρονικών διαρθρωτικών της αδυναμιών. Τα σημαντικότερα από όλα αυτά τα ζητήματα είναι η μείωση των ΜΕΔ και η ολοκλήρωση του μεταρρυθμιστικού προγράμματος με κατεύθυνση τη δημιουργία ευνοϊκού περιβάλλοντος για το επιχειρείν.

Η ομαλή πορεία της οικονομίας ανακόπτεται προσωρινά από την εξάπλωση του κορωνοϊού, ο οποίος, από οικονομική άποψη, μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι ένας πολύ σοβαρός εξωτερικός κλυδωνισμός που επιδρά από την πλευρά της ζήτησης, από την πλευρά της προσφοράς, αλλά και από την πλευρά του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και του οποίου η αντιμετώπιση συναρτάται και με τα απαραίτητα μέτρα που λαμβάνουν οι κυβερνήσεις για την προστασία της δημόσιας υγείας. Παρότι οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία από την εξάπλωση του κορωνοϊού είναι πολύ δύσκολο στη φάση αυτή να ποσοτικοποιηθούν με ακρίβεια, είναι σαφές ότι θα μειώσουν σημαντικά τον μέχρι τώρα προβλεπόμενο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Οι αρνητικές επιπτώσεις αναμένεται να εκδηλωθούν στα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους, κυρίως το δεύτερο, και η μερική αντιστάθμισή τους να γίνει στα δύο τελευταία τρίμηνα, εν μέρει και ως αποτέλεσμα του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών που ήδη υλοποιείται παγκοσμίως.

Η πανδημία του κορωνοϊού θέτει στις κοινωνίες, στους πολίτες, στους θεσμούς και στις πολιτικές ηγεσίες σημαντικές προκλήσεις και διλήμματα. Αξίες και αρετές όπως ευθύνη, αλληλεγγύη, συνεργασία, ορθολογισμός, συλλογικότητα, συντονισμός, αξιοποίηση και εφαρμογή της επιστημονικής γνώσης, καθώς και υπεύθυνη και ικανή ηγεσία, αποκτούν καίρια σημασία για την επιτυχή διαχείριση της πανδημίας. Αυτές αποτελούν αναγκαίες αλλά όχι και ικανές συνθήκες για την επιτυχή αντιμετώπιση της πανδημίας που επελαύνει σε όλο τον πλανήτη. Αυτή ακριβώς η διεθνής διάσταση θέτει επί τάπητος και την απόλυτη ανάγκη διεθνούς συνεργασίας και συντονισμού στον επιστημονικό-επιδημιολογικό τομέα κατά κύριο λόγο, αλλά και στο δημοσιονομικό-νομισματικό. Τώρα είναι η στιγμή να αντιμετωπιστεί συλλογικά, σε διεθνές επίπεδο, με όλα τα διαθέσιμα οικονομικά μέσα, το υγειονομικό κόστος της πανδημίας, αλλά και να ελαχιστοποιηθούν οι επιπτώσεις της, με τη χρήση της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής ταυτοχρόνως. Επιπροσθέτως, η πανδημία θα πλήξει περισσότερο τις πιο αδύναμες οικονομίες με τα λιγότερο οργανωμένα συστήματα υγείας. Αυτές θα πρέπει να υποστηριχθούν με όλα τα μέσα. Ευελιξία, διεθνής συνεργασία και άντληση χρήσιμων συμπερασμάτων πολιτικής από προηγούμενες επιδημιολογικές και οικονομικές/χρηματοπιστωτικές κρίσεις θα ελαχιστοποιήσουν τις ανθρώπινες απώλειες, θα επιτύχουν την ελαχιστοποίηση του κόστους στις οικονομίες και θα συμβάλουν στην ταχεία ανάκαμψή τους.



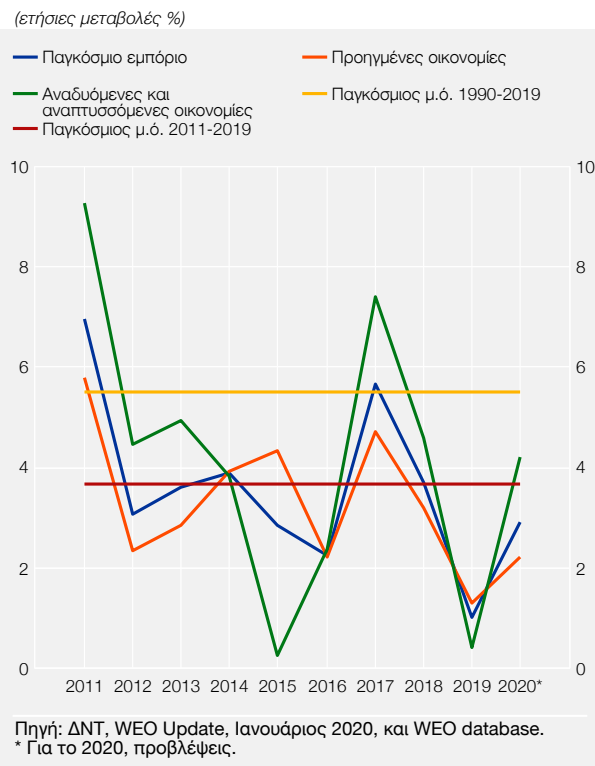
# ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Κύριο χαρακτηριστικό της παγκόσμιας οικονομίας το 2019 υπήρξε η υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης στο χαμηλότερο σημείο από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2009, υπό την επίδραση περιοριστικών μέτρων και αβέβαιων εξελίξεων στο διεθνές εμπόριο και αυξημένων γεωπολιτικών κινδύνων, μεταξύ των οποίων ο χρόνος και ο τρόπος του Brexit, παράγοντες σημαντικοί ιδιαίτερα για την ευρωπαϊκή οικονομία.

Θετικότερες εμφανίζονταν οι προοπτικές για το 2020 στις αρχές του έτους, κυρίως στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, παράλληλα με την προβλεπόμενη ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου (βλ. Διάγραμμα II.1). Ωστόσο, η εξάπλωση του κορωνοϊού (Covid-19) αυξάνει εκ νέου την αβεβαιότητα για την παγκόσμια ανάπτυξη και ανατρέπει άρδην τις προβλέψεις για οικονομική ανάκαμψη το 2020. Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, η επίπτωση της εξάπλωσής του αναμένεται να αφαιρέσει από το ρυθμό ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ περί τη μισή ποσοστιαία μονάδα το 2020.

Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά το 2019, σε 1,2% από 1,9% το 2018, σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του παγκόσμιου εμπορίου, ενώ η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε σχετικά ισχυρή υπό την επίδραση της αύξησης της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς και των ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών λόγω της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Το 2020 ο ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται από τον ΟΟΣΑ να υποχωρήσει περαιτέρω στο 0,8%, λόγω των επιπτώσεων της εξάπλωσης του ιού στη συνολική προσφορά αλλά και στη συνολική ζήτηση. Στις οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης οι αρκετά υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης το 2019 προβλέπεται να διατηρηθούν και το 2020, ενώ αξιοσημείωτη είναι η αναμενόμενη επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης στην Τουρκία το τρέχον έτος, μετά από σχεδόν στασιμότητα το 2019.

Διάγραμμα II.1 Εξέλιξη όγκου διεθνούς εμπορίου



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

### 1.1 Παγκόσμια οικονομία

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον το 2019 χαρακτηρίστηκε από αυξημένη αστάθεια και αβεβαιότητα. Η απρόβλεπτη συμπεριφορά κυβερνήσεων, κυρίως στο διεθνές εμπόριο αγαθών και τεχνολογίας, υπεισέλθε ως νέος παράγοντας των εξελίξεων, επιβαρύνοντας τον ήδη ώριμο οι-

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 11.3.2020.

οικονομικό κύκλο πολλών μεγάλων οικονομιών. Επιπλέον, γεωπολιτικές εξελίξεις, κοινωνικές εντάσεις, επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής και ακραία καιρικά φαινόμενα επέδρασαν επίσης ανασχετικά στην οικονομική δραστηριότητα ορισμένων οικονομιών. Η παρατεταμένη αβεβαιότητα ως προς τους όρους και τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου ενσωματώθηκε σταδιακά στις προσδοκίες, πλήττοντας την εμπιστοσύνη, την επενδυτική δραστηριότητα και τις εξαγωγές. Μάλιστα, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου παρουσίασε αρνητική μεταβολή το β' τρίμηνο του 2019, ενώ στο έτος συνολικά υπήρξε σχεδόν στάσιμος, κυρίως στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Οι διεθνείς εξελίξεις το δεύτερο εξάμηνο του 2019 και στις αρχές του 2020 συνέβαλαν στην οριακή βελτίωση του κλίματος, ωστόσο δεν φαίνονται ικανές να αλλάξουν δραστικά τη γενική εικόνα της παγκόσμιας οικονομίας. Η νομισματική πολιτική γενικά έλαβε και πάλι ιδιαίτερα διευκολυντικό χαρακτήρα, ενώ η βιομηχανική παραγωγή και το διεθνές εμπόριο φαινόταν ότι σταμάτησαν να υποχωρούν. Στη Γερμανία, ο σύνθετος δείκτης υπευθύνων προμηθειών (PMI) τον Ιανουάριο του 2020 βρέθηκε στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων πέντε μηνών. Ο ίδιος σύνθετος δείκτης σε επίπεδο ζώνης του ευρώ συνολικά έφθασε το Φεβρουάριο στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων έξι μηνών. Επιπλέον, οι φόβοι άτακτης εξόδου του Ην. Βασιλείου από την ΕΕ σταδιακά υποχώρησαν και το εμπορικό καθεστώς μεταξύ τους μετά την αποχώρηση του πρώτου, η οποία τελικά πραγματοποιήθηκε στις 31 Ιανουαρίου 2020, παραμένει ως έχει έως το τέλος του 2020, ενώ τον Ιανουάριο του 2020 υπογράφηκε προκαταρκτική εμπορική συμφωνία μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας, η οποία συνέβαλε στη μείωση της αβεβαιότητας. Οι τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ (20 Ιανουαρίου 2020) γενικά εκτιμούν βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας και του διεθνούς εμπορίου το 2020, ωστόσο χαμηλότερης έκτασης σε σχέση με τις προβλέψεις του περασμένου Οκτωβρίου. Οι νεότερες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (13 Φεβρουαρίου 2020) χαρακτηρίζουν την προβλεπόμενη για το 2020 παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη ως εύθραυστη και εκτιμούν ότι το ισοζύγιο των κινδύνων που περιβάλλουν τις τρέχουσες προβλέψεις παραμένει αρνητικό. Οι προβλέψεις αυτές ωστόσο δεν εμπεριέχουν την οικονομική επίπτωση της εξάπλωσης του κορωνοϊού.

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι επιβραδύνθηκε σημαντικά στο 2,9% το 2019, το χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας, έναντι 3,6% το 2018. Η έκταση της επιβράδυνσης το 2019 υπήρξε κοινή μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών, ωστόσο οι δεύτερες συνεχίζουν να καταγράφουν σημαντικά υψηλότερο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα ΙΙ.1). Η υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης το 2019 οφείλεται στη σημαντική επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης, η οποία έπληξε τη βιομηχανική παραγωγή, κυρίως κεφαλαιακών αγαθών, σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες, ως αποτέλεσμα των εντάσεων στο διεθνές εμπόριο και της σημαντικής υποχώρησης του όγκου του, ιδίως για τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.1). Η περαιτέρω προς τα κάτω αναθεώρηση του παγκόσμιου ΑΕΠ για το 2019 αντανάκλα επίσης τις απρόβλεπτες εξελίξεις σε αναδυόμενες οικονομίες, με σημαντικότερη τη μεγάλη επιβράδυνση στην Ινδία. Εντούτοις, η διατήρηση αρκετά ισχυρής δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών, ιδιαίτερα στις προηγμένες οικονομίες, σε ένα περιβάλλον ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, αντιστάθμισε μερικώς την αρνητική επίδραση από την υποχώρηση της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών και συνέβαλε στην ενίσχυση της απασχόλησης.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι επιβραδύνθηκε στο 1,7% το 2019 από 2,2% το 2018. Η σημαντικότερη επιβράδυνση παρατηρήθηκε σε χώρες της ζώνης του ευρώ και κυρίως στη Γερμανία (0,6% από 1,5% το 2018) και την Ιταλία (0,2% από 0,8% το 2018), οικονομίες στις οποίες η μεταποίηση έχει σημαντικό μερίδιο στη συνολική προστιθέμενη αξία. Στις ΗΠΑ η μείωση των φορολογικών συντελεστών από τις αρχές του 2018 και η ισχυρή ιδιωτική κατανάλωση αντιστάθμισαν την επιβράδυνση των εξαγωγών και την υποχώρηση των επενδύσεων. Το ιστορικά χαμηλό ποσοστό ανεργίας και η αύξηση των αποδοχών διατήρησαν την κατανάλωση ισχυρή, αντισταθμίζοντας εν μέρει την ουδέτερη πλέον δημοσιονομική πολιτική. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώθηκε το γ' και το δ' τρί-



Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Παγκόσμιο σύνολο	194	100,0	3,6	2,9	3,3	3,6	3,4	3,6									
1. Προηγμένες οικονομίες	39	40,8	2,2	1,7	1,6	2,0	1,4	1,7	-2,6	-2,9	-2,8	102,0	103,1	103,8	0,7	0,6	0,5
ΗΠΑ		15,2	2,9	2,3	2,0	2,4	1,8	2,3	-5,7	-5,6	-5,5	104,3	106,2	108,0	-2,4	-2,5	-2,5
Ιαπωνία		4,1	0,3	1,0	0,7	1,0	1,0	1,3	-3,2	-3,0	-2,2	237,1	237,7	237,6	3,5	3,3	3,3
Ην. Βασίλειο		2,2	1,3	1,4	0,8	2,5	1,8	2,0	-2,3	-2,2	-2,4	85,9	85,2	84,7	-4,3	-4,3	-4,2
Ζώνη του ευρώ	19	11,4	1,9	1,2	0,8	1,8	1,2	1,1	-0,5	-0,7	-0,9	85,8	84,5	83,4	3,1	2,6	2,4
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	59,2	4,5	3,7	4,4	4,8	5,1	4,6	-3,8	-4,8	-4,9	50,6	53,3	55,7	0,0	0,0	-0,4
Κίνα		18,7	6,6	6,1	6,0	2,1	2,3	2,4	-4,8	-6,1	-6,3	50,6	55,6	60,9	0,4	1,1	0,9
Ρωσία		3,1	2,3	1,1	1,9	2,9	4,7	3,5	2,9	1,0	0,1	14,6	16,5	17,7	6,9	5,7	3,9

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2019, και *WEO Update*, Ιανουάριος 2020, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2019*, Νοέμβριος 2019, και ΟΟΣΑ, *Interim Economic Assessment*, 2.3.2020.

Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2019, και ΟΟΣΑ.

Σημείωση: Για το 2019 εκτιμήσεις και για το 2020 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2018, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

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

3 Της γενικής κυβέρνησης.

μηνό του 2019, σε ετησιοποιημένη βάση, στο 2,1%, από 2,0% το β' τρίμηνο και 3,1% το α' τρίμηνο, ωστόσο η ετήσια επιβράδυνση σε 2,3% το 2019 από 2,9% το 2018 ήταν μικρότερη των προβλέψεων. Στην Ιαπωνία αντιθέτως, η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε το 2019 σε 1,0% από 0,3% το προηγούμενο έτος, κυρίως λόγω της επιτάχυνσης της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης, αλλά και ως αποτέλεσμα βάσης, καθώς αναθεωρήθηκε προς τα κάτω ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2018.

Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επίσης επιβραδύνθηκε κατά 0,8 της ποσοστιαίας μονάδας στο 3,7% το 2019. Η συνεχιζόμενη ταχεία μεγέθυνση των μεγαλύτερων από τις οικονομίες αυτές έχει οδηγήσει σε σημαντική αύξηση του σχετικού μεριδίου τους στο παγκόσμιο ΑΕΠ, από 43% το 2000 σε 59,2% το 2018. Το 2019 μεγαλύτερη επιβράδυνση σημειώθηκε στην Ινδία, την Κίνα, τη Ρωσία και την Τουρκία, αλλά και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής ως σύνολο, ενώ στην Αργεντινή και τη Βενεζουέλα εντάθηκε η ύφεση. Η επιβράδυνση των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών οφείλεται κυρίως στη μειωμένη εξωτερική ζήτηση διεθνώς, στις μειωμένες εισπράξεις λόγω της υποχώρησης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αλλά και σε ιδιαίτερες εξελίξεις σε κάθε χώρα.

Οι προβλέψεις για το 2020, πριν την εξάπλωση του ιού, περιέγραφαν επιτάχυνση του παγκόσμιου ΑΕΠ, αλλά απόκλιση των εξελίξεων μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Στις πρώτες προβλεπτόταν περαιτέρω οριακή επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ στις δεύτερες σημαντική επιτάχυνση.

Ωστόσο, η εμφάνιση του νέου κορωνοϊού στην Κίνα τον Ιανουάριο του 2020 και η ταχεία εξάπλωσή του εκτός αυτής αύξησαν εκ νέου την αβεβαιότητα και ανατρέπουν άρδην τις προβλέψεις για ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας το 2020. Στις αρχές Μαρτίου είχε εξαπλωθεί σε 109 χώρες και αριθμούσε 113.700 επιβεβαιωμένα κρούσματα (εκ των οποίων το 29% εκτός Κίνας) και πάνω από 4.000 θύματα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Παγκόσμιου Οργανισμού Υγείας (10 Μαρτίου). Οι οικονομικές επιπτώσεις έχουν ήδη γίνει αισθητές στην Κίνα μέσω της

πρόσκαιρης αναστολής της λειτουργίας βιομηχανικών μονάδων, αλλά και διεθνώς μέσω της διατάραξης της εφοδιαστικής αλυσίδας στη μεταποίηση και του περιορισμού των μεταφορών και των τουριστικών ροών.

Ο σύνθετος δείκτης υπευθύνων προμηθειών (PMI) για την παγκόσμια οικονομία ενώ αυξανόταν, το Φεβρουάριο του 2020 υπέστη τη μεγαλύτερη μηνιαία πτώση από τον Οκτώβριο του 2001, δηλ. μετά τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου, από το 52,2 στο 46,1. Παράλληλα, η παρατηρούμενη μείωση της ζήτησης καυσίμων και άλλων πρώτων υλών από την Κίνα ασκεί ήδη πτωτική πίεση στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων (και συνεπώς στον πληθωρισμό), καθώς και στις τιμές των ναύλων. Η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent έχει υποχωρήσει κατά 48% από την αρχή του χρόνου (έως και τις 9 Μαρτίου), ενώ παρατηρούνται κλυδωνισμοί στην εμπιστοσύνη με στροφή των επενδυτών στις διεθνείς αγορές προς τις περισσότερο ασφαλείς τοποθετήσεις, συμπεριλαμβανομένου του χρυσού.

Σύμφωνα με τις πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (2 Μαρτίου), η συνεχιζόμενη εξάπλωση του κορωνοϊού θα επιβαρύνει το 2020 την ήδη αναιμική παγκόσμια ανάπτυξη του προηγούμενου έτους. Αντί επιτάχυνσης, προβλέπεται τώρα επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, η έκταση της οποίας σύμφωνα με το βασικό σενάριο θα είναι μισή ποσοστιαία μονάδα το 2020 (αύξηση ΑΕΠ 2,4%, από 2,9% το 2019). Το μέγεθος της διεθνούς επίπτωσης της επιβράδυνσης της Κίνας σχετίζεται κυρίως με την ολοένα μεγαλύτερη σημασία της οικονομίας της στο διεθνές εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών, στις διεθνείς αλυσίδες αξίας και στις αγορές βασικών εμπορευμάτων, γεγονός το οποίο συνεπάγεται εντονότερη διάχυση των αρνητικών ή θετικών επιδράσεων (spillovers) παγκοσμίως.

Οι οικονομικές επιπτώσεις ενδέχεται να είναι ακόμη μεγαλύτερες εάν δεν εκπληρωθεί η υπόθεση/προσδοκία ελεγχόμενης εξάπλωσης και εξασθένησης του ιού το β' τρίμηνο του 2020 και σταδιακής οικονομικής ανάκαμψης από το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Στην ακραία υπόθεση σοβαρότερης μετάδοσης, ο ΟΟΣΑ εκτιμά ότι η παγκόσμια ανάπτυξη θα μπορούσε να περιοριστεί κατά 1,4 ποσοστιαία μονάδα, σε 1,5% το 2020, δηλ. στο ήμισυ από αυτό που προβλεπόταν πριν το ξέσπασμα του ιού.

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Κίνας εκτιμάται από τον ΟΟΣΑ ότι θα σημειώσει μεγάλη υποχώρηση (0,8 της ποσοστιαίας μονάδας) σε 4,9% το 2020, ενώ έντονες θα είναι οι επιπτώσεις σε οικονομίες στενά συνδεδεμένες με την Κίνα, όπως η Ιαπωνία, η Ν. Κορέα και η Αυστραλία. Για το Ην. Βασίλειο, το οποίο αποχώρησε από την ΕΕ στο τέλος του Ιανουαρίου του 2020, ο ΟΟΣΑ προβλέπει σημαντική επιβράδυνση στο 0,8% το 2020 και το 2021, παρά την υπόθεση μιας σχετικά ομαλής μετάβασης στο νέο καθεστώς εμπορικών σχέσεων με τους εμπορικούς της εταίρους.

Η μερική εμπορική συμφωνία μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας που επιτεύχθηκε τον Ιανουάριο του 2020 και η συνέχιση των διαπραγματεύσεων για τη φορολογία των ψηφιακών υπηρεσιών στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ συμβάλλουν στην ανάκαμψη, αλλά δεν φαίνεται να είναι επαρκείς για να αντισταθμίσουν την παρατεταμένη αβεβαιότητα η οποία εξακολουθεί να περιβάλλει το σύστημα των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, καθώς μεγάλο μέρος των δασμών που έχουν επιβληθεί από το 2018 και μετά παραμένει σε ισχύ και η έκβαση άλλων εμπορικών διαφορών παραμένει αβέβαιη. Επίσης, το υψηλό και αυξανόμενο δημόσιο και ιδιωτικό χρέος πολλών προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών, καθώς και η παρατεταμένη άνοδος χρηματιστηριακών δεικτών και των τιμών άλλων περιουσιακών στοιχείων ενέχουν κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την οικονομική ανάπτυξη σε περίπτωση δυσμενών εξελίξεων και προσδοκιών.

Ένα ισχυρότερο πολυμερές πλαίσιο διεθνούς οικονομικής συνεργασίας και ένα πιο ισόρροπο μίγμα οικονομικής πολιτικής σε εθνικό επίπεδο, στις περιπτώσεις όπου υπάρχει περιθώριο άσκησης νομισματικής πολιτικής ή/και δημοσιονομικός χώρος, αποτελούν αναγκαίες προϋποθέσεις για την εξουδετέρωση καθοδικών κινδύνων και την ουσιαστική οικονομική ανάκαμψη σε



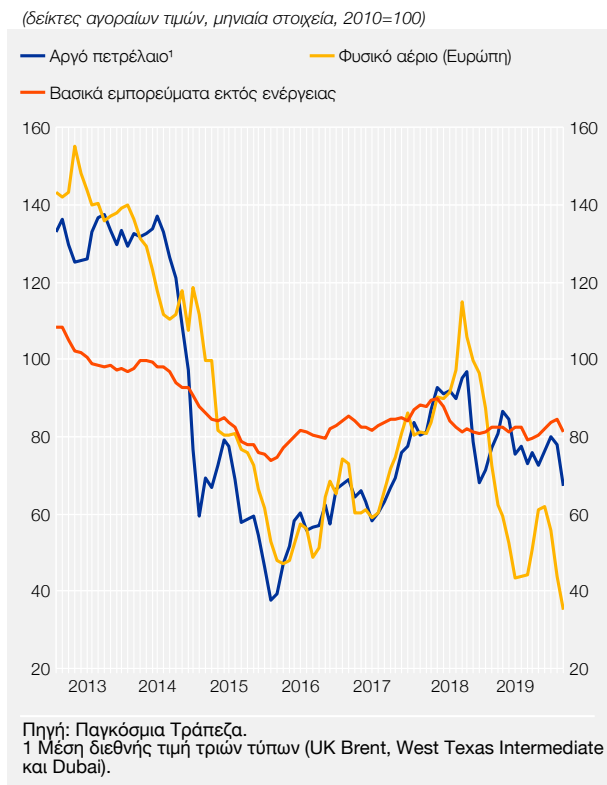
παγκόσμιο επίπεδο. Ο σπουδαιότερος καθοδικός κίνδυνος που περιβάλλει τις τρέχουσες προβλέψεις είναι η εξάπλωση του κορωνοϊού, η οποία αναμένεται ότι θα έχει επίπτωση στην ανάπτυξη κυρίως το πρώτο εξάμηνο του 2020. Άλλοι κίνδυνοι παραμένουν οι αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις, κυρίως με αφορμή τις εξελίξεις στο Ιράν και τη Λιβύη, αλλά και η πιθανή εκ νέου επιδείνωση των εμπορικών σχέσεων των ΗΠΑ με την ΕΕ και την Κίνα, καθώς και το καθεστώς των διμερών εμπορικών σχέσεων του Ην. Βασιλείου. Η επιδίωξη δημιουργίας ενός πιο ανθεκτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, η ενίσχυση της αύξησης του δυνητικού προϊόντος και η μείωση του αποκλεισμού στην κατανομή των καρπών της ανάπτυξης πρέπει να αποτελέσουν προτεραιότητες.

Ο ρυθμός αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2019, σε 1,0% από 3,7% το 2018. Η επιβράδυνση συνδέεται με την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας βιομηχανικής παραγωγής, καθώς και των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου. Οι βασικότεροι λόγοι υπήρξαν η αβεβαιότητα που προκλήθηκε από τις κλιμακούμενες κινήσεις εμπορικού προστατευτισμού, η απότομη επιβράδυνση ορισμένων μεγάλων αναδυόμενων οικονομιών (π.χ. Κίνα, Βραζιλία, Μεξικό και Ινδία), καθώς επίσης και η κάμψη του κλάδου της αυτοκινητοβιομηχανίας λόγω μεταβολών στις αγοραστικές προτιμήσεις, αλλά και ανάγκης συμμόρφωσης με νέους κανονισμούς. Ωστόσο, το διεθνές εμπόριο έχει αρχίσει να ανακάμπτει από τα τέλη του 2019 και τον Ιανουάριο του 2020 προβλεπόταν από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί με ρυθμό 2,9% το 2020, κυρίως λόγω αύξησης της εγχώριας ζήτησης και των επενδύσεων καθώς και ανάκαμψης της αυτοκινητοβιομηχανίας, καθώς οι αιτίες που την έπληξαν το προηγούμενο διάστημα προοδευτικά εξασθενούν. Επιπλέον, η “Πρώτη Φάση” της εμπορικής συμφωνίας μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας που υπογράφηκε στις 15 Ιανουαρίου 2020 αναμένεται να επηρεάσει θετικά τις προσδοκίες για τη διεθνή οικονομική δραστηριότητα και κατ’ επέκταση τις επιχειρηματικές δαπάνες και το εμπόριο. Ωστόσο, είναι αμφίβολο αν η συμφωνία αυτή θα αποδειχθεί επαρκής για την οριστική επίλυση των εντάσεων γύρω από το εμπόριο και την κατοχή της τεχνολογίας και για το διαχρονικό μετριασμό της αβεβαιότητας γύρω από την εμπορική πολιτική. Θετική θα είναι και η επίδραση της συμφωνίας ΗΠΑ, Μεξικού και Καναδά (USMCA) η οποία υπογράφηκε στις 29 Ιανουαρίου 2020, αντικαθιστώντας την 25ετή βορειοαμερικανική συμφωνία ελεύθερου εμπορίου (NAFTA).

Η μέση διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου, σύμφωνα με το ΔΝΤ, μειώθηκε κατά 11,3% το 2019 σε μέσα επίπεδα έτους, σε σχέση με το 2018. Εντός του 2019, η επιβράδυνση της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας και οι δυσμενέστερες παγκόσμιες προοπτικές ανάπτυξης επηρέασαν αρνητικά τη ζήτηση πετρελαίου. Οι παράγοντες αυτοί υπερίσχυαν των παραγόντων που περιορίσαν την προσφορά πετρελαίου, και συγκεκριμένα της επίθεσης σε υποδομές πετρελαίου της Σαουδικής Αραβίας και της απόφασης του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας τον Ιούλιο του 2019 να παρατείνουν τον περιορισμό της ημερήσιας παραγωγής κατά 1,2 εκατ. βαρέλια. Για το 2020 προβλεπόταν ήδη πριν την εξάπλωση του ιού περαιτέρω μείωση της μέσης διεθνούς τιμής του αργού κατά 4,3%, ως αποτέλεσμα της προβλεπόμενης μέτριας ανάκαμψης της ζήτησης πετρελαίου και μιας ταυτόχρονης αύξησης της προσφοράς από τις χώρες του ΟΠΕΚ, τη Βραζιλία και τη Νορβηγία. Ωστόσο, η κλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων, κυρίως μεταξύ ΗΠΑ και Ιράν, αποτελεί σημαντικό παράγοντα κινδύνου για την προσφορά πετρελαίου, ο οποίος, εάν εκπληρωθεί, θα επηρεάσει αυξητικά την τιμή του. Οι νεότερες διεθνείς εξελίξεις ωστόσο υποδεικνύουν το ενδεχόμενο εντονότερης πτώσης της τιμής του το 2020, κυρίως λόγω της πτώσης της διεθνούς ζήτησης. Η τιμή του φυσικού αερίου, επηρεασμένη από την κάμψη της βιομηχανικής παραγωγής παγκοσμίως, μειώθηκε σημαντικά καθ’ όλο το 2019, αλλά προβλέπεται να σταθεροποιηθεί το 2020. Τέλος, σύμφωνα με το ΔΝΤ, η τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων αυξήθηκε κατά 0,9% το 2019 σε όρους δολαρίου ΗΠΑ, ενώ προβλέπεται ότι θα αυξηθεί περαιτέρω κατά 1,7% το 2020, κυρίως λόγω αυξητικών πιέσεων στις τιμές των τροφίμων οι οποίες θα προέρχονται από την πλευρά της προσφοράς (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.2).

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), υποχώρησε το 2019 στις προηγμένες οικονομίες στο 1,4% από 2,0% το 2018. Η υποχώρηση των διεθνών τιμών

**Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων**  
(Ιανουάριος 2013 - Φεβρουάριος 2020)



των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, σε συνδυασμό με την ήπια εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού και την επιβράδυνση της ζήτησης, εξουδετέρωσαν την πληθωριστική επίδραση της επιτάχυνσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος η οποία παρατηρήθηκε σε πολλές προηγμένες οικονομίες. Το ποσοστό ανεργίας των προηγμένων χωρών ως συνόλου μειώθηκε περαιτέρω και εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 4,9% το 2019, το χαμηλότερο επίπεδο εδώ και τουλάχιστον τέσσερις δεκαετίες. Τα εξαιρετικώς χαμηλά ποσοστά ανεργίας που επικρατούν σε πολλές μεγάλες οικονομίες και η παρατηρούμενη έλλειψη επαρκούς εργατικού δυναμικού οδηγούν σε ταχύτερες αυξήσεις μισθών στις οικονομίες αυτές, ενώ ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας γενικά υστερεί, με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Εντούτοις, και παρά το νέο κύκλο χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής που ακολουθείται στις προηγμένες οικονομίες και τα ήδη σχεδόν μηδενικά ή και αρνητικά επιτόκια που επικρατούν σε πολλές από αυτές, οι πληθωριστικές πιέσεις και προσδοκίες παραμένουν γενικά χαμηλές. Η πρόσφατη ασυνήθιστα μεγάλη υποχώρηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, εάν δεν αντιστραφεί, αναμένεται

ότι θα ασκήσει ισχυρότερη πτωτική πίεση στο γενικό επίπεδο πληθωρισμού των προηγμένων οικονομιών το 2020 από όσο προβλεπόταν τον Ιανουάριο από το ΔΝΤ.

Η νομισματική πολιτική στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες απέκτησε ακόμη πιο διευκολυντικό χαρακτήρα το δεύτερο εξάμηνο του 2019. Η επιβράδυνση των οικονομιών σε περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού και υψηλής αβεβαιότητας οδήγησε σε περισσότερο επεκτατική νομισματική πολιτική από το καλοκαίρι και μετά στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ. Το ΔΝΤ υπολογίζει ότι η νέα αυτή επεκτατική κατεύθυνσή της προσθέτει από μισή ποσοστιαία μονάδα στο ρυθμό ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2019 και το 2020, αν και η έκταση της θετικής επίδρασης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα φαίνεται πιο περιορισμένη σε σχέση με το παρελθόν. Στις αρχές Μαρτίου ωστόσο, για την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών του ιού, οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, της Αυστραλίας και του Καναδά προέβησαν εκτάκτως σε μειώσεις των βασικών τους επιτοκίων, παρά το γεγονός ότι σε τέτοιες συνθήκες ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής δεν είναι τόσο αποτελεσματικός.

Συγκεκριμένα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ μείωσε τρεις φορές εντός του 2019 το βασικό της επιτόκιο, καθορίζοντας το εύρος-στόχο γι' αυτό σε 1,50-1,75% στις 31 Οκτωβρίου 2019. Οι τρεις μειώσεις επιτοκίου αποφασίστηκαν σε ασυνήθιστα σύντομο χρονικό διάστημα, αφού οι δύο προηγούμενες ανάλογες μειώσεις είχαν πραγματοποιηθεί την 1η Αυγούστου και στις 19 Σεπτεμβρίου 2019. Στις 3 Μαρτίου 2020 αποφασίστηκε νέα, μεγαλύτερη των προηγούμενων, μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 50 μ.β. καθορίζοντας το εύρος-στόχο γι' αυτό σε 1,00-1,25%. Η ΕΚΤ ανακοίνωσε στις 12 Σεπτεμβρίου τη μείωση του ήδη αρνητικού επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 10 μ.β. στο -0,50%, διαπιστώνοντας επιδείνωση των βραχυπρόθεσμων προοπτικών ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ και σημαντική επιβράδυνση του γενικού εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) από 1,8% το 2018 σε 1,2% το 2019.

Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε την επανένταξη, από 1ης Νοεμβρίου 2019, του προγράμματος αγοράς τίτλων, το οποίο είχε περατωθεί στα τέλη του 2018, με ύψος 20 δισεκ. ευρώ μηνιαίως. Η Τράπεζα της Αγγλίας αποφάσισε το Σεπτέμβριο να διατηρήσει το βασικό της επιτόκιο στο 0,75%, ύψος το οποίο είχε διαμορφωθεί στις 2 Αυγούστου 2018. Στις 11 Μαρτίου 2020 ωστόσο, υπό το βάρος των εξελίξεων που συνδέονται με την εξάπλωση του ιού, αποφασίστηκε η μείωση του βασικού επιτοκίου στο 0,25%. Στις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, όπου τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, στο -0,75% (βλ. Διάγραμμα II.3).

Η δημοσιονομική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι προσέφερε ήπια στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα για δεύτερο συνεχόμενο έτος το 2019, μετά από τη συσταλτική κατεύθυνση που είχε ακολουθηθεί κυρίως την περίοδο 2011-2014. Η δημοσιονομική επίδραση, όπως αυτή υπολογίζεται από τη μεταβολή του λόγου του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης προς το δυνητικό προϊόν, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι ήταν επεκτατική το 2019 στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, κυρίως όμως στις ΗΠΑ, τη Γερμανία, τη Γαλλία και τον Καναδά.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 2,9% του ΑΕΠ το 2019 από 2,6% το 2018. Στις ΗΠΑ το ήδη υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι υποχώρησε ελάχιστα στο 5,6% του ΑΕΠ, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες περίπου, στο 106,2% του ΑΕΠ. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι περιορίστηκε στο 3,0% του ΑΕΠ από 3,2% το 2018, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε περαιτέρω στο 237,7% του ΑΕΠ. Στο Ην. Βασίλειο η αλλαγή μεθοδολογίας επιβάρυνε το δημοσιονομικό έλλειμμα για όλα τα έτη από το 2000 και μετά. Και με τα νέα στοιχεία ωστόσο, η εκτίμηση για το 2019 είναι ότι το έλλειμμα εμφάνισε μικρή βελτίωση σε 2,2% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος σημείωσε περαιτέρω μικρή υποχώρηση στο 85,2% του ΑΕΠ.

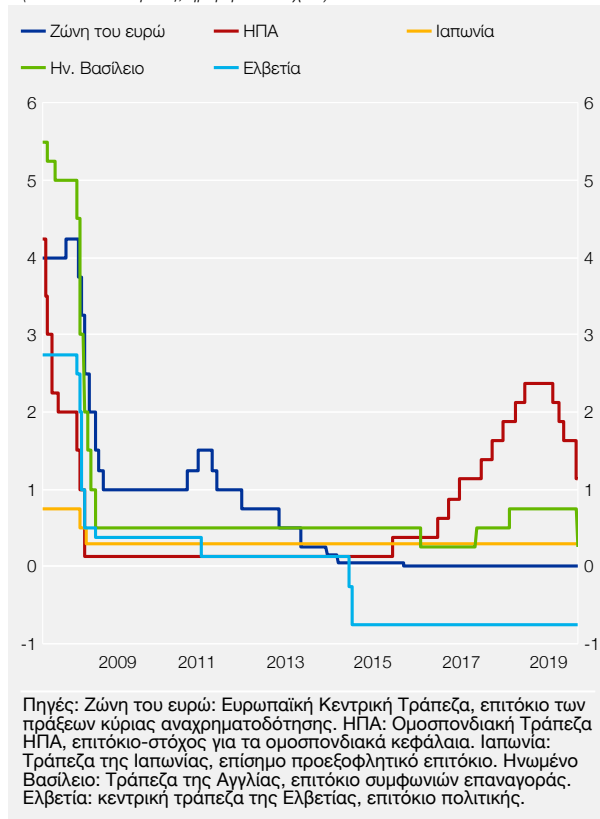
## 1.2 Ζώνη του ευρώ

Ο ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ υποχώρησε σημαντικά το 2019, σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του παγκόσμιου εμπορίου, και προβλέπεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω το 2020, καθώς η θετική επίδραση από την υποχώρηση των κινδύνων των διεθνών εμπορικών διενέξεων υπεραντισταθμίζεται από την αρνητική επίδραση της εξάπλωσης του κορωνοϊού, ιδίως στην Ιταλία, την τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υποχώρησε σε 0,1% το δ' τρίμηνο του 2019 από 0,3% το γ' τρίμηνο, ενώ εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 1,2% στο σύνολο του έτους, έναντι 1,9% το 2018. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται από τον ΟΟΣΑ ότι θα επιβραδυνθεί σε 0,8% το 2020, καθώς αναμένεται ότι θα πληγεί τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική ζήτηση.

**Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2008 - 11 Μαρτίου 2020)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Η ανθεκτικότητα της εγχώριας ζήτησης, η οποία στηρίχθηκε στις σχετικά ισχυρές επιδόσεις της αγοράς εργασίας, συνέβαλε στην ανάσχεση της αρνητικής επίδρασης της εξωτερικής ζήτησης το 2019, ενώ η εξωτερική ζήτηση μετά και τις τελευταίες διεθνείς εξελίξεις προβλέπεται να σημειώσει επιδείνωση. Η ιδιωτική κατανάλωση υπήρξε η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2019, στηριζόμενη στην αύξηση της απασχόλησης, μολοντί σε μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με την τελευταία διετία, στην αρκετά εύρωστη αύξηση των μισθών, καθώς και στους ευνοϊκούς όρους χορήγησης τραπεζικών δανείων υπό την επίδραση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επιπλέον, η βελτίωση στην περιουσιακή θέση των νοικοκυριών και η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση εκτιμάται ότι θα στηρίξουν την κατανάλωση. Οι επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 3,1% το 2019, έναντι αύξησης κατά 2,3% το 2018, όμως αναμένεται να επιβραδυνθούν εκ νέου το 2020. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις επιβραδύνθηκαν το 2019, μεσοπρόθεσμα ωστόσο προβλέπεται ότι θα ενισχυθούν από την επίδραση σειράς παραγόντων, όπως η αναμενόμενη βελτίωση της κερδοφορίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ο υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες.

Η βελτίωση της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε το 2019, αλλά με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το προηγούμενο έτος, εξέλιξη συμβατή με την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 7,4% του εργατικού δυναμικού το Δεκέμβριο του 2019, το χαμηλότερο επίπεδο από το Μάιο του 2008, και διαμορφώθηκε σε 7,7% κατά μέσο όρο στο σύνολο του έτους (έναντι 8,2% το 2018). Η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση του ποσοστού ανεργίας αναμενόταν από την ΕΚΤ το Δεκέμβριο να συνεχιστούν και το 2020, αν και με αισθητά χαμηλότερους ρυθμούς, αντανakλώντας την εμφάνιση ελλείψεων σε εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό σε ορισμένες χώρες, την άνοδο του μισθολογικού κόστους, αλλά και γενικότερα την επίδραση της υποχώρησης των ρυθμών ανάπτυξης και της αυξημένης αβεβαιότητας. Έτσι, η απασχόληση προβλεπόταν να αυξηθεί κατά 0,5% και το ποσοστό ανεργίας να υποχωρήσει στο 7,5%, σε μέσα επίπεδα, το 2020. Όσον αφορά τις εξελίξεις σε επιμέρους χώρες-μέλη, η μεγαλύτερη πτώση του ποσοστού ανεργίας το 2019 σημειώθηκε στην Ελλάδα, την Ισπανία, την Κύπρο και την Ιρλανδία (που είχαν τα υψηλότερα ποσοστά), ενώ οι διαφορές στις επιδόσεις της αγοράς εργασίας παραμένουν σημαντικές στη ζώνη του ευρώ, καθώς, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία, τα ποσοστά ανεργίας κυμαίνονταν μεταξύ 3,0% στην Ολλανδία (Ιανουάριος 2020) και 16,3% στην Ελλάδα (Δεκέμβριος 2019).

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, κινήθηκε από τον Ιούλιο μέχρι και τον Οκτώβριο του 2019 σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του έτους, υπό την επίδραση κυρίως της υποχώρησης των διεθνών τιμών των καυσίμων. Ο πληθωρισμός ανέκαμψε στη συνέχεια σε 1% το Νοέμβριο και 1,3% το Δεκέμβριο. Σε μέσα επίπεδα, ο ΕνΔΤΚ υποχώρησε στο 1,2% το 2019, έναντι 1,8% το 2018. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Δεκεμβρίου 2019, ο πληθωρισμός θα μειωθεί περαιτέρω, σε 1,1%, το 2020, καθώς η υποχώρηση των τιμών της ενέργειας αναμένεται να υπεραντισταθμίσει την άνοδο των υπόλοιπων συνιστωσών του πληθωρισμού, όπως το μισθολογικό κόστος. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά από 1,0% το 2019 σε 1,3% το 2020 και σε 1,4% το 2021, αντανakλώντας τη βελτίωση της κυκλικής θέσης της οικονομίας, τη συνακόλουθη ανάκαμψη των περιθωρίων κέρδους και την άνοδο των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων. Άγνωστη ακόμη παραμένει η πτωτική επίδραση που θα ασκήσει στο γενικό επίπεδο τιμών το 2020 η πρόσφατη εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, λόγω των επιπτώσεων της εξάπλωσης του κορωνοϊού.

Η σταδιακή ανάκαμψη των τραπεζικών χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε μέχρι και τον Αύγουστο και προς τα νοικοκυριά μέχρι και το Δεκέμβριο του 2019, καθώς η ιδιαίτερα διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ εξακολούθησε να μεταδίδεται στην οικονομία, διατηρώντας χαμηλά τα επιτόκια και ενθαρρύνοντας τη ζήτηση δανείων. Ωστόσο, τα βραχυπρόθεσμα δάνεια, τα οποία είναι πιο ευαίσθητα στον οικονομικό κύκλο, εμφάνισαν ενδείξεις εξασθένησης. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχώρησε σε 3,2% το Δεκέμβριο του 2019, από 4,0% τον αντίστοιχο μήνα του 2018,

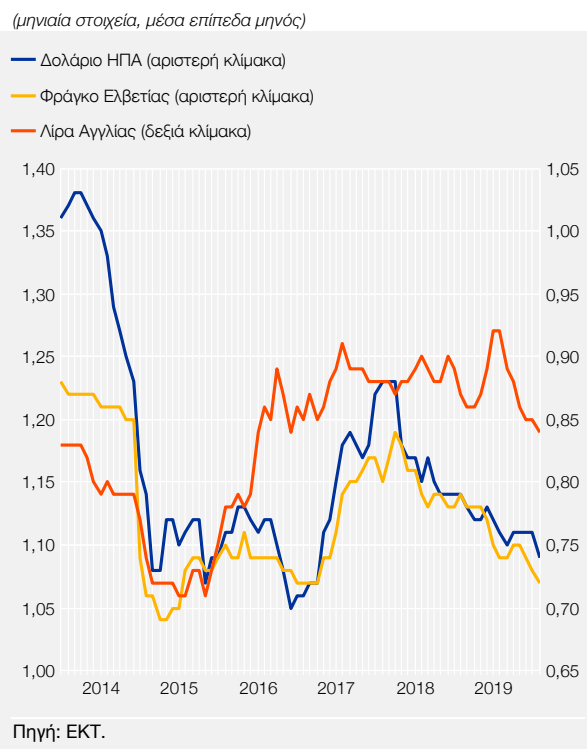
και προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 3,7% το Δεκέμβριο, έναντι 3,2% το Δεκέμβριο του 2018. Τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ευρωσυστήματος του Ιανουαρίου 2020 δείχνουν μείωση της ζήτησης επιχειρηματικών δανείων κατά το δ' τρίμηνο του 2019 και αύξηση της ζήτησης στεγαστικών, καταναλωτικών και λοιπών δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών. Η ίδια έρευνα δείχνει επίσης ότι παρέμειναν αμετάβλητα το δ' τρίμηνο του έτους τα κριτήρια χορήγησης στεγαστικών δανείων και δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ αντίθετα συνεχίστηκε η τάση αυστηροποίησης των κριτηρίων χορήγησης καταναλωτικών και λοιπών δανείων προς τα νοικοκυριά. Οι συνθήκες χρηματοδότησης τόσο μέσω του τραπεζικού δανεισμού όσο και μέσω της αγοράς κεφαλαίων αναμένεται να παραμείνουν ευνοϊκές, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Το 2019, οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο χαρακτηρίστηκαν από τη συνέχιση της αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, ενώ αντίθετα ανακόπηκε η πτωτική πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος, η οποία υπήρξε το βασικό χαρακτηριστικό των δημοσιονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ την τελευταία δεκαετία. Συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος, το οποίο είναι σε πτωτική τάση από το υψηλότερο επίπεδο που είχε καταγράψει το 2014, εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 84,5% του ΑΕΠ το 2019. Το δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο υποχώρησε το 2018 σε 0,5% του ΑΕΠ –το χαμηλότερο επίπεδο από το 2000– αυξήθηκε σε 0,7% του ΑΕΠ το 2019, κυρίως λόγω της επίδρασης του χαμηλότερου ρυθμού ανάπτυξης και των φορολογικών ελαφρύνσεων σε ορισμένες χώρες-μέλη. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι υπήρξε ελαφρώς επεκτατική το 2019, έναντι ουδέτερης το 2018, καθώς το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης σημείωσε μικρή πτώση. Το 2020, το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλεπόταν ήδη από το Δεκέμβριο ότι θα αυξηθεί, ενώ το δημόσιο χρέος ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω σε 83,4% του ΑΕΠ. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, καμία χώρα της ζώνης του ευρώ δεν είχε δημοσιονομικό έλλειμμα άνω του 3% του ΑΕΠ το 2019 και, κατά συνέπεια, καμία χώρα-μέλος δεν βρίσκεται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος.

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ υποχώρησε το 2019 κατά 1,0%, μετά από την αύξησή της τα προηγούμενα τρία έτη (μέσα επίπεδα έτους). Η μικρή υποχώρηση του ευρώ το 2019 αντανάκλα κυρίως την υποτίμηση, σε σχέση με το 2018, της διμερούς ισοτιμίας του έναντι του ιαπωνικού γιεν, του δολαρίου ΗΠΑ και του ελβετικού φράγκου, η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από την ανατίμησή του έναντι νομισμάτων αναδυόμενων οικονομιών (βλ. Διάγραμμα II.4).

Η ευρωπαϊκή οικονομία βρίσκεται εν όψει σημαντικών οικονομικών και γεωπολιτικών προκλήσεων. Οι επιπτώσεις από την εξάπλωση του ιού εκτιμάται ότι θα είναι σημαντικές τόσο στη συνολική προσφορά όσο και στη συνολική ζήτηση. Η βιομηχανία, ο τουρισμός και οι μεταφορές θα πληγούν εντός του 2020 σε μια ήδη εύθραυστη οικονομική συγκυρία. Πλην του κορωνοϊού, ο μεγαλύτερος κίνδυνος εκτιμάται ότι είναι μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών ρυθμών ανά-

**Διάγραμμα II.4** Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2014 - Φεβρουάριος 2020)





πτυξης υπό το βάρος της αβεβαιότητας όσον αφορά τις διεθνείς εμπορικές συμφωνίες και συναλλαγές και των επιπτώσεων του Brexit (αν και η αβεβαιότητα που συνδέεται με αυτό μάλλον υποχωρεί), αλλά και πιο μακροχρόνιων τάσεων όπως οι επιπτώσεις της γήρανσης του πληθυσμού και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας. Σε αυτούς τους παράγοντες έχουν προστεθεί οι προκλήσεις της κλιματικής αλλαγής και της ψηφιακής εποχής. Καθίσταται συνεπώς ακόμη περισσότερο αναγκαίο να αυξηθούν οι επενδύσεις, δημόσιες και ιδιωτικές, σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο ώστε να ενισχυθεί το παραγωγικό δυναμικό των οικονομιών και η ικανότητά τους να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις νέες προκλήσεις (βλ. Πλαίσιο II.1). Είναι επίσης αναγκαία η βελτίωση και ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση στην ΟΝΕ και, ευρύτερα, στην ΕΕ. Ορισμένες πρόσφατες πρωτοβουλίες και αποφάσεις των θεσμικών οργάνων της ΕΕ, όπως η δημιουργία του δημοσιονομικού μέσου για τη σύγκλιση και την ανταγωνιστικότητα στη ζώνη του ευρώ και η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία, κινούνται προς την κατεύθυνση αυτή (βλ. Πλαίσιο II.2 και Ειδικό θέμα του παρόντος κεφαλαίου).

## Πλαίσιο II.1

### ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΩΣ ΜΟΧΛΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ

Η συνολική επενδυτική δραστηριότητα στην ΕΕ έχει ανακάμψει τα τελευταία χρόνια, υποστηριζόμενη από τα χαμηλά επιτόκια και τις εν γένει ευνοϊκές χρηματοοικονομικές συνθήκες. Συγκεκριμένα, το 2019 ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου διαμορφώθηκε σε 20,6% του πραγματικού ΑΕΠ της ΕΕ, πολύ κοντά στο μέσο όρο εικοσαετίας. Παρ' όλα αυτά, τόσο οι ιδιωτικές όσο και οι δημόσιες επενδύσεις στην ΕΕ ως ποσοστό του ΑΕΠ υστερούν σε όρους καθαρού σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (εξαιρουμένης της απόσβεσης) έναντι του αντίστοιχου μακροχρόνιου μέσου όρου, ενώ παραμένουν υποτονικές στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, οι οποίες επλήγησαν περισσότερο από την κρίση. Επίσης, η ΕΕ υπολείπεται σημαντικά έναντι άλλων προηγμένων οικονομιών, και συγκεκριμένα των ΗΠΑ, όσον αφορά τις πιο παραγωγικές επενδύσεις, δηλαδή αυτές σε μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό και σε άυλα αγαθά (βλ. Διάγραμμα Α).

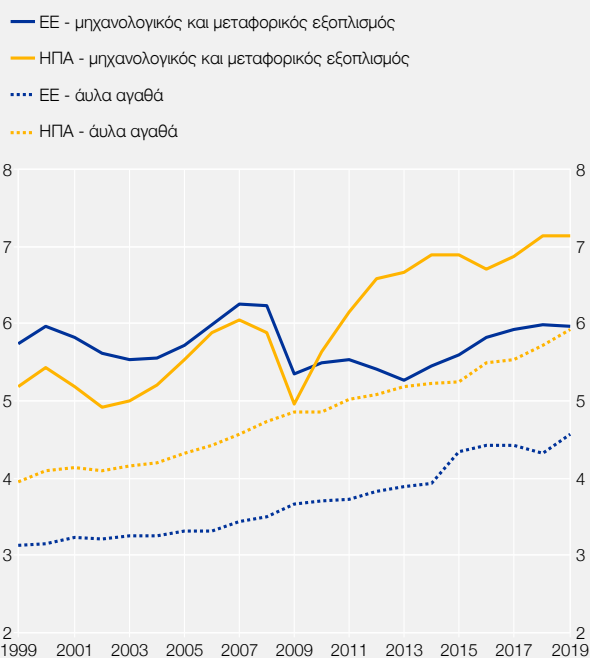
Το επίπεδο των συνολικών παραγωγικών επενδύσεων παρουσιάζει έντονη θετική συσχέτιση με το ρυθμό μεγέθυνσης των οικονομιών της ΕΕ (βλ. Διάγραμμα Β), γεγονός που καταδεικνύει την ιδιαίτερη βαρύτητα των επενδύσεων τόσο για τις βραχυχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της ΕΕ όσο και μακροπρόθεσμα για τη βελτίωση της χαμηλής παραγωγικότητας σε ένα περιβάλλον τεχνολογικών αλλαγών και νέων προκλήσεων. Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να αναδείξει τη σημασία των επενδύσεων για την τόνωση της ανάπτυξης στην ΕΕ υπό το πρίσμα των κυριότερων προκλήσεων της νέας εποχής, να επισημάνει τα εμπόδια στην ανάληψη και υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων και να προτείνει μέτρα πολιτικής.

#### Ο ρόλος των επενδύσεων για την ενίσχυση της ανάπτυξης

Η αύξηση των επενδύσεων (ως ποσοστού του ΑΕΠ) αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ενίσχυση της έως τώρα αναιμικής οικονομικής ανάκαμψης στην ΕΕ και τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης, ενώ συμβάλλει

**Διάγραμμα Α Ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου στην ΕΕ και στις ΗΠΑ**

(% του ΑΕΠ σε σταθερές τιμές)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων AMECO.  
Σημείωση: Η ΕΕ περιλαμβάνει 15 κράτη-μέλη, λόγω έλλειψης διαθέσιμων στοιχείων.



καθοριστικά στην αύξηση του κεφαλαιακού αποθέματος και του δυνητικού προϊόντος μεσοπρόθεσμα. Ταυτόχρονα, η αύξηση των επενδύσεων έχει καίρια σημασία για την αντιμετώπιση μιας σειράς διαρθρωτικών προκλήσεων που αναμένεται να καθορίσουν τη δυναμική της ανάπτυξης και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ΕΕ.

Πιο συγκεκριμένα, η νέα εποχή της καινοτομίας και της ψηφιοποίησης απαιτεί αυξημένες επενδύσεις στους τομείς των νέων τεχνολογιών για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη (Ε&Α) στην ΕΕ παραμένουν διαχρονικά χαμηλές, ενώ υπολείπονται σημαντικά των αντίστοιχων δαπανών σε μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ, με συνέπεια την αύξηση του χάσματος καινοτομίας και παραγωγικότητας μεταξύ των χωρών.<sup>1</sup> Σύμφωνα με το δείκτη IMD World Digital Competitiveness, το 2019 μόνο τέσσερις ευρωπαϊκές χώρες (Σουηδία, Δανία, Ολλανδία, Φινλανδία) βρίσκονταν στις δέκα ψηφιακά πιο ανταγωνιστικές χώρες παγκοσμίως. Παράλληλα, ο αριθμός νεοφυών (start-up) και επεκτεινόμενων (scale-up) επιχειρήσεων είναι μικρός συγκριτικά με τις ΗΠΑ, κυρίως ως αποτέλεσμα της έλλειψης κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital). Παρά τη στήριξη από τους ευρωπαϊκούς διαρθρωτικούς πόρους, οι επενδύσεις σε έργα υποδομής στην ΕΕ βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, μόλις στο 1,6% του ΑΕΠ. Η έλλειψη “έξυπνων” έργων υποδομής που χρησιμοποιούν τις ψηφιακές τεχνολογίες (smart infrastructure) αποτελεί τροχοπέδη για τη βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών και την αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων.

Η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και η επίτευξη του στόχου της μετάβασης σε μια ευρωπαϊκή οικονομία χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα έως το 2050 αποτελεί σημαντική διαρθρωτική αλλαγή και απαιτεί τη μόχλευση μεγάλου ύψους επενδυτικών κεφαλαίων. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, η εν λόγω ενεργειακή μετάβαση καθίσταται πιο επιτακτική σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης με υψηλά ποσοστά βιομηχανιών με υψηλούς ρύπους, καθώς και στον τομέα των μεταφορών, και απαιτεί αύξηση των συνολικών επενδύσεων σε ενεργειακά συστήματα και υποδομές πάνω από το 3% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο στην ΕΕ.<sup>2</sup>

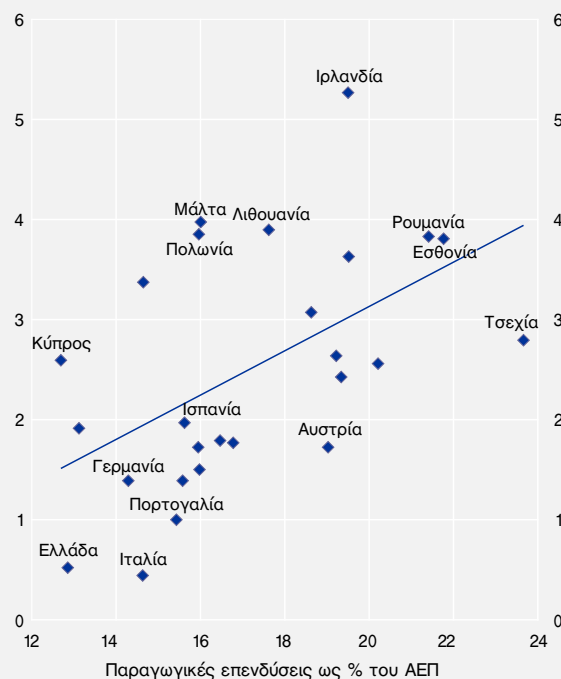
Ο περιορισμός του κοινωνικού αποκλεισμού, η μείωση της εισοδηματικής ανισότητας και η ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής στις ευρωπαϊκές χώρες προϋποθέτουν την επένδυση σε υποδομές, νέες τεχνολογίες και αυξημένες δεξιότητες του ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ευρωπαϊκού κοινωνικού μοντέλου.

Στο πλαίσιο αυτό, η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), και κυρίως άμεσων παραγωγικών επενδύσεων (greenfield investment), είναι καθοριστικής σημασίας για την αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων για επενδύσεις στην οικονομία και τη μεταφορά και τη διάχυση άυλων πόρων, όπως είναι η καινοτομία, η τεχνογνωσία

### Διάγραμμα Β Παραγωγικές επενδύσεις και ανάπτυξη στα κράτη-μέλη της ΕΕ (1999-2019)

(μέσος όρος περιόδου, σε σταθερές τιμές)

Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ (%)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων AMECO.

Σημειώσεις: Παρουσιάζονται τα 28 κράτη-μέλη της ΕΕ εκτός της Κροατίας. Οι παραγωγικές επενδύσεις ορίζονται ως ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου πλην των επενδύσεων σε κατοικίες.

1 Το 2018 το μερίδιο της ΕΕ στις παγκόσμιες δαπάνες για Ε&Α στον κλάδο της αυτοκινητοβιομηχανίας ήταν 45%, ενώ στον κλάδο των ψηφιακών τεχνολογιών ήταν μόλις 16%, έναντι 45% των ΗΠΑ. Βλ. European Investment Bank, *Investment Report 2019/2020: Accelerating Europe's transformation*.

2 European Investment Bank, *Investment Report 2019/2020: Accelerating Europe's transformation*.

και οι νέες μέθοδοι οργάνωσης και παραγωγής. Πριν από την οικονομική κρίση, η ΕΕ ως σύνολο προσέλκυε περίπου το 42% των συνολικών εισροών ΞΑΕ παγκοσμίως, ενώ το 2018 μόλις το 24%.<sup>3</sup> Οι ΞΑΕ ενισχύουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, μέσω επίσης της καθετοποίησης της παραγωγής και της συμμετοχής σε διεθνείς αλυσίδες αξίας,<sup>4</sup> οδηγώντας σε υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης.<sup>5</sup> Οι ΞΑΕ φαίνεται επίσης ότι λειτουργούν συμπληρωματικά, προσελκύοντας υψηλότερες εγχώριες ιδιωτικές επενδύσεις (crowding-in effect) και ενισχύοντας τη δυναμική της ανάπτυξης.<sup>6</sup> Σύμφωνα με εμπειρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, μια αύξηση της καθαρής εισροής ΞΑΕ (ως ποσοστού του ΑΕΠ) κατά 1% στις χώρες της ΕΕ οδηγεί κατά μέσο όρο σε αύξηση του κατά κεφαλήν ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης κατά περίπου 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας.<sup>7</sup>

### Βασικοί ανασταλτικοί παράγοντες των επενδύσεων

Η ισχυρή και βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη της ΕΕ προϋποθέτει ανάκαμψη των συνολικών επενδύσεων, οι οποίες ωστόσο παραμένουν υποτονικές σε σχέση με τα προ της κρίσεως επίπεδα ως αποτέλεσμα μιας σειράς μακροοικονομικών και διαρθρωτικών παραγόντων.<sup>8</sup> Πιο συγκεκριμένα, η οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο αποτελεί σημαντικό ανασταλτικό παράγοντα για την πραγματοποίηση επενδύσεων, καθώς μειώνει τις προσδοκίες των επενδυτών για την αναμενόμενη ζήτηση και για την απόδοση της επένδυσης. Δεδομένης της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, των ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της αυξημένης ρευστότητας στις αγορές κεφαλαίων, οι υποτονικές επενδύσεις στην ΕΕ ενδέχεται να είναι περισσότερο αποτέλεσμα της αβεβαιότητας για την κερδοφορία των επενδυτικών σχεδίων και λιγότερο της έλλειψης χρηματοδοτικών πόρων για την πραγματοποίησή τους.<sup>9</sup>

Ωστόσο, ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα παραμένει σημαντικός για την επενδυτική και αναπτυξιακή δυναμική της ευρωπαϊκής οικονομίας. Βάσει έρευνας της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων του 2019, το 36% των επιχειρήσεων στην ΕΕ χρηματοδοτεί τις επενδύσεις κυρίως μέσω των τραπεζικών πιστώσεων.<sup>10</sup> Ωστόσο, η πρόσβαση στην τραπεζική χρηματοδότηση, ιδίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) σε ορισμένες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, παραμένει σχετικά δυσχερής.<sup>11</sup> Παρότι μια αύξηση των συνολικών επενδύσεων και του

3 Περιλαμβάνονται οι διμερείς εισροές ΞΑΕ μεταξύ των κρατών-μελών. Βλ. ECB (2018), "Foreign direct investment and its drivers: a global and EU perspective", *Economic Bulletin*, 4/2018, και OECD, *FDI in Figures*, January 2020.

4 Newman, C., J. Rand, T. Talbot and F. Tarp (2015), "Technology transfers, foreign investment and productivity spillovers", *European Economic Review*, 76, 168-187.

5 Τράπεζα της Ελλάδος (2017), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Πλαίσιο V.4 "Η σημασία των ξένων άμεσων επενδύσεων και η προοπτική εξόδου από την κρίση", σελ. 134.

6 Mileva, E. (2008), "The impact of capital flows on domestic investment in transition economies", ECB Working Paper No. 871.

7 Οι εκτιμήσεις βασίζονται σε δείγμα των 28 κρατών-μελών της ΕΕ χρησιμοποιώντας ετήσια δεδομένα για την περίοδο 2007-2018. Το δυναμικό υπόδειγμα είναι της μορφής  $y_{it} = \beta_1 y_{it-1} + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 X_{it} + \varepsilon_{it}$ , όπου  $y_t$  η μεταβολή του λογαρίθμου του πραγματικού ΑΕΠ (κατά κεφαλήν),  $FDI$  οι καθαρές εισροές ΞΑΕ (ως ποσοστό του ΑΕΠ σε λογαριθμική μορφή) και  $X_{it}$  η μήτρα που περιλαμβάνει μεταβλητές όπως η μέση διάρκεια της εκπαίδευσης, μακροοικονομικές μεταβλητές (δημόσια κατανάλωση προς ΑΕΠ, πληθωρισμός, άνοιγμα του εμπορίου, πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία), χρηματοοικονομικές μεταβλητές (πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ, βαθμός ανοίγματος του ισοζυγίου κεφαλαίων) και θεσμικές μεταβλητές (πολιτική σταθερότητα, ποιότητα του κανονιστικού συστήματος). Στις εκτιμήσεις περιλαμβάνονται ψευδομεταβλητές (dummy variables) για την περίοδο της κρίσης (2007-2010). Το υπόδειγμα λαμβάνει υπόψη την πιθανή ενδογένεια μεταξύ των ΞΑΕ και της οικονομικής ανάπτυξης και εκτιμήθηκε με τη χρήση του δυναμικού εκτιμητή διαχρονικών-διαστρωματικών στοιχείων System GMM των Blundell-Bond (1998). Βλ. Blundell, R. and S. Bond (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.

8 Βάσει θεωρητικών υποδειγμάτων, οι επενδύσεις ερμηνεύονται από το υπόδειγμα επιτάχυνσης (accelerator model), όπου αποτελούν συνάρτηση της οικονομικής μεγέθυνσης. Εναλλακτικά, στο νεοκλασικό υπόδειγμα, το επίπεδο των επενδύσεων εξαρτάται επίσης από το κόστος κεφαλαίου. Πιο πρόσφατες θεωρητικές μελέτες ενσωματώνουν το ρόλο της αβεβαιότητας, του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος και των θεσμών στο αναθεωρημένο υπόδειγμα επιτάχυνσης (extended accelerator model). Βλ. Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti and F. Schiantarelli (2005), "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, 3(4), 791-825.

9 Banerjee, R., J. Kearns and M. Lombardi (2015), "(Why) Is investment weak?", *BIS Quarterly Review*, March.

10 European Investment Bank, "Tracking investment needs and constraints across Europe", *Investment Survey 2019*.

11 ECB, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area*, April-September 2019.

ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στην ΕΕ θα μπορούσε να είναι εφικτή χωρίς την αύξηση των τραπεζικών χορηγήσεων (creditless recovery), στην πράξη μια τέτοια ανάκαμψη συνδέεται με χαμηλότερα επίπεδα επενδύσεων και ανάπτυξης.<sup>12</sup>

Ο κατακερματισμός της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην ΕΕ παραμένει υψηλός και οι αποταμιεύσεις δεν κατευθύνονται απαραίτητα στις πιο παραγωγικές χρήσεις μεταξύ των χωρών της ΕΕ, σημειώνοντας υψηλό βαθμό συγκέντρωσης της χρηματοδότησης σε εγχώριες, συχνά λιγότερο δυναμικές, επιχειρήσεις. Ο εν λόγω κατακερματισμός αυξάνει τα επιτόκια δανεισμού και το κόστος κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, ιδίως για τις ΜΜΕ. Παράλληλα, η ανάπτυξη των αγορών εταιρικών ομολόγων και των χρηματαγορών τα τελευταία χρόνια ωφελεί κυρίως τις πιο μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν εύκολη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων. Επιπλέον, η χορήγηση δανείων προς τομείς και επιχειρήσεις χαμηλότερης έντασης σε καινοτομία και τεχνολογία, ο χαμηλός βαθμός ανάληψης κινδύνου από τα πιστωτικά ιδρύματα για τη χρηματοδότηση επενδύσεων υψηλότερου κινδύνου και η έλλειψη επαρκούς χρηματοδότησης μέσω εναλλακτικών εργαλείων (όπως αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών) αναστέλλουν τη δυναμική αύξηση των επενδύσεων.

Παράλληλα, τα υψηλά επίπεδα εταιρικού χρέους ως απόρροια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης αποτελούν τροχοπέδη για την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων. Η σταδιακή απομείωση του συσσωρευμένου χρέους των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με τα υψηλά επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων, μειώνει τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά τραπεζικών πιστώσεων. Ταυτόχρονα, το υψηλό εταιρικό χρέος αυξάνει τον πιστωτικό κίνδυνο. Εμπειρικές μελέτες τεκμηριώνουν την αρνητική αυτή σχέση μεταξύ του εταιρικού χρέους και των επενδύσεων, καθώς και μεταξύ της διαδικασίας απομείωσης του χρέους και της οικονομικής ανάπτυξης στην ΕΕ.<sup>13</sup> Η διαδικασία απομόχλευσης εκτιμάται ότι συνδέεται κατά μέσο όρο με χαμηλότερη ανάπτυξη στην ΕΕ, καθώς οι διαθέσιμοι πόροι χρησιμοποιούνται κυρίως για την αποπληρωμή χρέους και λιγότερο για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Ωστόσο, η μείωση του επιπέδου του εταιρικού χρέους στηρίζει την οικονομική μεγέθυνση μεσοπρόθεσμα.

Το φορολογικό καθεστώς για τις επιχειρήσεις, όπως ορίζεται από το μέσο πραγματικό φορολογικό συντελεστή (effective tax rate), συμβάλλει επίσης στις επενδυτικές αποφάσεις. Η υψηλή εταιρική φορολόγηση, η έλλειψη φορολογικών κινήτρων για την ανάληψη επενδύσεων (όπως αποζημιώσεις απόσβεσης περιουσιακών στοιχείων, φορολογικές πιστώσεις για επενδύσεις και απαλλαγή φόρου για τόκους), καθώς και η μεταβλητότητα του φορολογικού καθεστώτος επιδρούν αρνητικά στην απόδοση της επένδυσης, στρεβλώνοντας τα επενδυτικά κίνητρα.

Επιπλέον, ο ρυθμός υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι καθοριστικός για την ενίσχυση των συνολικών επενδύσεων στην ΕΕ. Οι αυστηρά ρυθμισμένες αγορές προϊόντων και εργασίας εκτιμάται ότι συνδέονται αρνητικά (και συχνά μη γραμμικά) με το επίπεδο των επενδύσεων.<sup>14</sup> Ταυτόχρονα, τα χαμηλά επίπεδα ανταγωνισμού στον τομέα των υπηρεσιών δρουν ανασταλτικά για τις επενδύσεις στον τομέα της μεταποίησης, μέσω της μείωσης της παραγωγικότητας και της απόδοσης της επένδυσης.<sup>15</sup> Στο πλαίσιο αυτό, οι συνθήκες που καθορίζουν το ευρύτερο επιχειρηματικό περιβάλλον, όπως είναι ο βαθμός της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας της δημόσιας διοίκησης, το διοικητικό βάρος, η αποδοτικότητα του συστήματος δικαιοσύνης, καθώς και η πολιτική σταθερότητα φαίνεται ότι επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την ανάληψη επενδυτικών αποφάσεων στην ΕΕ.<sup>16</sup> Η έλλειψη των κατάλληλων δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού, ιδίως σε πιο καινοτόμους κλάδους, αποτελεί διαχρονικά πρόσθετο ανασταλτικό παράγοντα για τις επενδύσεις.

12 Σύμφωνα με μελέτες, μόλις το 10% των οικονομικών ανακάμψεων στις ανεπτυγμένες οικονομίες πραγματοποιούνται χωρίς τη στήριξη της τραπεζικής χρηματοδότησης. Βλ. Abiad, A.G., G. Dell'Ariccia and B. Li (2011), "Creditless recoveries", IMF Working Paper No. 11/58.

13 Barku, B., S.P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs and H. Schoelermann (2015), "Investment in the euro area: Why has it been weak?", IMF Working Paper No. 15/32, και Priftis, R. and A. Theofilakou (2019), "Growth effects of corporate balance sheet adjustments in the EU", *Empirical Economics*, <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01769-3>.

14 Égert, B. (2018), "The quantification of structural reforms", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1482.

15 European Commission (2017), "Investment in the EU Member States: An analysis of drivers and barriers", Institutional Paper No. 062.

16 European Investment Bank (2019), *EIB Investment Survey - Tracking investment needs and constraints across Europe*.

Τέλος, ο χαμηλός βαθμός προσέλκυσης ΞΑΕ στην ΕΕ, ιδίως μετά την οικονομική κρίση του 2009, φαίνεται ότι συμβάλλει στα παρατηρούμενα υποτονικά επίπεδα συνολικών επενδύσεων και ανάπτυξης. Οι εισροές ΞΑΕ στην ΕΕ μειώθηκαν κατά 46% το 2009 και παραμένουν χαμηλές σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες.<sup>17</sup> Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η απρόσκοπτη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση και, εν γένει, το επίπεδο ανάπτυξης των εγχώριων αγορών χρήματος και κεφαλαίων αποτελούν βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες προσέλκυσης των ΞΑΕ και διάχυσης της παραγωγικότητας στην οικονομία.<sup>18</sup> Παράλληλα, πρόσθετα χαρακτηριστικά της χώρας υποδοχής, όπως οι μακροοικονομικές συνθήκες, η γεωγραφική εγγύτητα και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας, φαίνεται ότι επηρεάζουν το βαθμό προσέλκυσης ΞΑΕ.

Σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων του 2019, το επιχειρηματικό περιβάλλον, η αβεβαιότητα, το κόστος ενέργειας, η εργασιακή νομοθεσία και, σε μικρότερο βαθμό, η ζήτηση και η πιστωτική επέκταση αποτελούν τους πιο σημαντικούς ανασταλτικούς παράγοντες για την πραγματοποίηση επενδύσεων από τις ελληνικές επιχειρήσεις.<sup>19</sup>

### Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η αύξηση των επενδύσεων στην ΕΕ προϋποθέτει ευρωπαϊκή και εθνική δράση με προτεραιότητα σε πολιτικές που έχουν τη μεγαλύτερη επίδραση στο δυνητικό προϊόν, την παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα των οικονομιών, λαμβάνοντας υπόψη τη συμπληρωματικότητα επενδύσεων σε υλικούς και άυλους πόρους. Παράλληλα, η τόνωση των δημόσιων επενδύσεων, ιδίως σε κράτη-μέλη της ΕΕ με επαρκή δημοσιονομικό χώρο, μπορεί να λειτουργήσει θετικά και πολλαπλασιαστικά στην προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων.

Η έγκαιρη υιοθέτηση ψηφιακών τεχνολογιών, ιδιαίτερα στις υπηρεσίες και σε καινοτόμους τομείς, όπως το Διαδίκτυο των πραγμάτων (Internet of things), τα μεγάλα δεδομένα (big data), η εξάπλωση των δικτύων 5G που θα επιτρέψει τις υψηλές ταχύτητες μεταφοράς δεδομένων και η ανάπτυξη λογισμικού, θα αυξήσει τις επενδύσεις και την ανταγωνιστικότητα της ΕΕ. Προς αυτή την κατεύθυνση, σημαντική είναι η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς υπηρεσιών και η δημιουργία ψηφιακής ενιαίας αγοράς με επαρκή προστασία των πνευματικών δικαιωμάτων και ενισχυμένη κυβερνοασφάλεια.

Η προώθηση της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης της ΕΕ, μέσω της τραπεζικής ένωσης και ιδιαίτερα της ένωσης κεφαλαιαγορών, θα συνδράμει καταλυτικά στη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων τόσο σε εθνικό όσο και σε διευρωπαϊκό επίπεδο. Κατ' αρχάς, θα βοηθήσει να μειωθεί η εθνική μεροληψία (home bias) στις επενδύσεις και να διοχετευθούν οι πλεονάζοντες αποταμιευτικοί πόροι στις πιο παραγωγικές χρήσεις. Δεύτερον, η ένωση κεφαλαιαγορών δύναται να περιορίσει τη μεροληψία χρέους (debt bias) έναντι άλλων μορφών χρηματοδότησης από την αγορά, όπως η άντληση μετοχικού κεφαλαίου, αναπτύσσοντας ταυτόχρονα εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης πιο κατάλληλες για τις επενδύσεις σε καινοτομία και σε μια οικονομία χαμηλών ρύπων. Τρίτον, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα συνδράμει στην ανάπτυξη εργαλείων επιμερισμού κινδύνων, όπως οι επιχειρηματικές συμμετοχές και οι εγγυήσεις, τα οποία θα διευκολύνουν επενδύσεις με υψηλή προστιθέμενη αξία στην οικονομία από δυναμικές, νέες και πρωτοπόρες επιχειρήσεις.

Η ανάπτυξη των δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού και η ενίσχυση του ανθρώπινου κεφαλαίου μέσω της εκπαίδευσης και της κατάρτισης θα αυξήσουν την παραγωγικότητα της εργασίας και του υλικού κεφαλαίου και θα περιορίσουν τον κοινωνικό αποκλεισμό. Επίσης, η στενότερη σύνδεση της εκπαίδευσης με την αγορά εργασίας θα επιτρέψει την καλύτερη αντιστοίχιση των αποκτώμενων δεξιοτήτων με αυτές που αυξάνουν τις ευκαιρίες απασχόλησης. Τέλος, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για τη βελτίωση της θεσμικής διακυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένης της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης, καθώς και για τη δημιουργία ενός ρυθμιστικού και επιχειρηματικού πλαισίου σε επίπεδο ΕΕ και εθνικό που θα διευκολύνει τις παραγωγικές επενδύσεις και τις

17 Κατά το πρώτο εννέαμηνο του 2019 οι εισροές ΞΑΕ μειώθηκαν κατά 1,2% στην ΕΕ σε ετήσια βάση. Βλ. OECD, Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts, τελευταία διαθέσιμα στοιχεία: 25.2.2020, <http://www.oecd.org/daf/inv/mne/statistics.htm>.

18 Dellis, K. (2018), "Financial development and FDI flows", Bank of Greece Working Paper No. 254, και Dellis, K. (2018), "Structural determinants of FDI inflows and the case of Greece", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 48.

19 European Investment Bank, *Investment Report 2019/2020: Accelerating Europe's transformation*.

ΞΑΕ θεωρούνται κομβικής σημασίας. Η στενότερη διακρατική συνεργασία στην ανάπτυξη ποιοτικών και “έξυπνων” υποδομών που συνδέονται με την ψηφιακή τεχνολογία, μέσω της χρήσης ταμείων όπως το InvestEU, θα αξιοποιήσει οικονομίες κλίμακας στην ΕΕ και τυχόν διασυννοριακές συνέργειες, αυξάνοντας τη μόχλευση και την αποτελεσματικότητα των διαθέσιμων χρηματοδοτικών πόρων.

## Πλαίσιο II.2

### ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

#### Βάθυνση της ONE

Το 2019 το Eurogroup ασχολήθηκε ενεργά με τις μεταρρυθμίσεις για τη βάθυνση της ONE μετά από τις σχετικές κατευθύνσεις που είχε λάβει από τους αρχηγούς κρατών και κυβερνήσεων της ευρωζώνης στο τέλος του 2018. Έτσι, τον Ιούνιο του 2019 το Eurogroup (σε ευρεία σύνθεση) κατέληξε σε μια πρώτη συμφωνία για την αναθεώρηση της συνθήκης για τη θέσπιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (Συνθήκη ΕΜΣ), για ένα νέο δημοσιονομικό μέσο σύγκλισης και ανταγωνιστικότητας και για τη συνέχιση των εργασιών για την καθιέρωση ενός ευρωπαϊκού συστήματος ασφάλισης καταθέσεων.

Τα κυριότερα βήματα αυτής της δέσμης μέτρων σημειώθηκαν αναφορικά με τη μεταρρύθμιση του ΕΜΣ. Στις 4 Δεκεμβρίου το Eurogroup κατέληξε σε συμφωνία επί της αρχής για το σύνολο των μέτρων για τον ΕΜΣ. Η συμφωνία περιλαμβάνει το νομικό πλαίσιο για την καθιέρωση του κοινού μηχανισμού ασφαλείας (backstop) για την εξυγίανση των τραπεζών, καθώς επίσης και τον καθορισμό ενός ανώτατου ορίου συνολικού δανεισμού στο πλαίσιο του μηχανισμού ασφαλείας, το οποίο συμφωνήθηκε σε 68 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, περιλαμβάνει την αναθεώρηση των προληπτικών μέσων του ΕΜΣ και την οριστικοποίηση, πρώτον, κοινής μεθοδολογίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΕΜΣ για την ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους και, δεύτερον, μνημονίου συνεργασίας μεταξύ των δύο αυτών ευρωπαϊκών θεσμών. Τέλος, το Eurogroup συμφώνησε επί της αρχής σε γενικούς όρους που θα διέπουν τις ρήτρες συλλογικής δράσης ενιαίου σκέλους (single limb Collective Action Clauses), οι οποίες αναμένεται να ενσωματωθούν στα ομόλογα των κρατών-μελών από τον Ιανουάριο του 2022. Η οριστικοποίηση της συμφωνίας αυτής της δέσμης μέτρων και κατ' επέκταση της αναθεωρημένης Συνθήκης ΕΜΣ αναμένεται εντός του α' τριμήνου του 2020.

Εντός του 2019 προχώρησε επίσης η υλοποίηση του νέου μέσου σύγκλισης και ανταγωνιστικότητας, η οποία συμφωνήθηκε στο Eurogroup στις 7 Οκτωβρίου.<sup>1</sup> Η μετουσίωση της συμφωνίας σε συγκεκριμένες νομοθετικές προτάσεις βρίσκεται σε εξέλιξη, ενώ το μέγεθος του μέσου θα καθοριστεί εντός του 2020 στο πλαίσιο της υιοθέτησης του πολυετούς δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ 2021-2027.

#### Εξελίξεις στις διαπραγματεύσεις για την αποχώρηση του Ην. Βασιλείου από την ΕΕ (Brexit)

Στα τέλη Ιανουαρίου του 2020 επικυρώθηκε από το Ην. Βασίλειο και την Ευρωπαϊκή Ένωση η Συμφωνία Αποχώρησης του Ην. Βασιλείου από την ΕΕ. Κατά συνέπεια, το Ην. Βασίλειο έπαψε να είναι μέλος της ΕΕ από τα μεσάνυχτα της 31ης Ιανουαρίου 2020. Έως τις 31 Δεκεμβρίου 2020 θα ισχύσουν οι ρυθμίσεις της μεταβατικής περιόδου, με βάση τις οποίες εξακολουθεί να επιτρέπεται η ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων μεταξύ Ην. Βασιλείου και ΕΕ.

Οι δύο πλευρές, ξεκίνησαν τις διαπραγματεύσεις για τη μελλοντική τους συνεργασία, με βάση την ήδη συμφωνημένη πολιτική διακήρυξη για τη μελλοντική τους σχέση, σύμφωνα με την οποία τα δύο μέρη δεσμεύονται να διαπραγματευθούν τους όρους για τη θέσπιση ζώνης ελεύθερου εμπορίου χωρίς δασμούς και ποσοτικούς περιορισμούς. Η οριστικοποίηση και η επικύρωση των όρων της συμφωνίας θα πρέπει να ολοκληρωθούν μέχρι το πέρας της μεταβατικής περιόδου. Σε αντίθετη περίπτωση, την 1η Ιανουαρίου 2021 το Ην. Βασίλειο θα θεωρηθεί αυτόματα τρίτη χώρα και θα ισχύσουν οι αντίστοιχοι περιορισμοί.

1 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Κεφάλαιο II.3.



### Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 12 Δεκεμβρίου 2019 τάχθηκε υπέρ των επιδιώξεων της Συμφωνίας των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή και του στόχου για τη μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη ΕΕ έως το 2050.<sup>2</sup> Σε αυτό το πλαίσιο, κάλεσε το Συμβούλιο να ξεκινήσει εργασίες για την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία με βάση τις προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.<sup>3</sup> Έτσι, στη συνέχεια, το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) ξεκίνησε στις 21 Ιανουαρίου 2020 τη συζήτηση για το Επενδυτικό Σχέδιο για μια Βιώσιμη Ευρώπη (Sustainable Europe Investment Plan),<sup>4</sup> το οποίο αποτελεί τον επενδυτικό πυλώνα της πρότασης για την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία και προβλέπει τη διάθεση πόρων για επενδύσεις που στηρίζουν τις ευρωπαϊκές επιδιώξεις σχετικά με την κλιματική αλλαγή και το περιβάλλον μέσω: α) της ενεργοποίησης πόρων από τον προϋπολογισμό της ΕΕ, β) της μόχλευσης ιδιωτικών και δημόσιων κεφαλαίων με την έκδοση εγγυήσεων από τον προϋπολογισμό της ΕΕ και του InvestEU<sup>5</sup> και γ) της χρηματοδότησης επενδύσεων που στοχεύουν στην περιβαλλοντική βιωσιμότητα μέσω της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (EIB). Επιπλέον, προβλέπει την ίδρυση ενός ταμείου, του Ταμείου Δίκαιης Μετάβασης, για την αντιμετώπιση του κοινωνικού και οικονομικού κόστους της μετάβασης σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία. Μέσω του Επενδυτικού Σχεδίου για μια Βιώσιμη Ευρώπη, συνολικά αναμένεται να ενεργοποιηθούν τουλάχιστον 1 τρισεκ. ευρώ κατά τη διάρκεια της επόμενης δεκαετίας για τους στόχους της Πράσινης Συμφωνίας.

### Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο

Οι πολύμηνες διαπραγματεύσεις για το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ), δηλαδή τον προϋπολογισμό της ΕΕ για την περίοδο 2021-2027, αναμένεται να ενταθούν το επόμενο διάστημα. Σημαντική πρόκληση για την επίτευξη συμφωνίας αποτελεί το κενό ύψους 60-75 δισεκ. ευρώ που δημιουργείται στα έσοδα λόγω της αποχώρησης του Ην. Βασιλείου από την ΕΕ. Στις 21 Φεβρουαρίου η έκτακτη σύνοδος κορυφής για αυτό το θέμα έληξε χωρίς συμφωνία, με αποτέλεσμα να στενεύουν τα περιθώρια για την έγκαιρη επικύρωση του ΠΔΠ που θα επιτρέπει την απρόσκοπτη λειτουργία των ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών προγραμμάτων εντός του 2021.

- 2 Η Πολωνία δεν δεσμεύθηκε σε αυτή τη φάση για την υλοποίηση των στόχων και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο θα συζητήσει ξανά το θέμα τον Ιούνιο του 2020.
- 3 Βλ. Ανακοίνωση της Επιτροπής για την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία COM (2019) 640 final, 11.12.2019.
- 4 Βλ. Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Επενδυτικό Σχέδιο για μια Βιώσιμη Ευρώπη COM (2020) 21 final, 14.1.2020.
- 5 [https://europa.eu/investeu/home\\_el](https://europa.eu/investeu/home_el).

## 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ<sup>2</sup>

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των οικονομιών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης<sup>3</sup> εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε το 2019 σε 2,9% από 3,8% το προηγούμενο έτος, ενώ προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί στο 3,3% το 2020. Η επιβράδυνση των οικονομιών της περιοχής το 2019 οφείλεται τόσο στη στασιμότητα της τουρκικής οικονομίας όσο και στην υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης στις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων. Οι οικονομίες των χωρών της περιοχής που είναι κράτη-μέλη της ΕΕ, δηλ. της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας, παρέμειναν ισχυρές, καθώς εκτιμάται ότι η Βουλγαρία κατέγραψε το 2019 ετήσιο ρυθμό μεγέθυνσης 3,7% και η Ρουμανία 3,9%. Ωστόσο, προβλέπεται ότι θα υποχωρήσουν και οι δύο το 2020.

Η Βουλγαρία και η Ρουμανία συνέχισαν να καταγράφουν υψηλούς μέσους ρυθμούς ανάπτυξης το εννέαμηνο του 2019 (3,8% και 4,1% αντίστοιχα), από τους υψηλότερους μεταξύ των χωρών της ΕΕ (μέσος όρος ΕΕ-28: 1,5%). Η θετική αναπτυξιακή πορεία των δύο χωρών οφείλεται κυρίως

- 2 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.
- 3 Οι προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*European Economic Forecast, Winter 2020 (Interim)*), Φεβρουάριος 2020, και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economy Quarterly – CCEQ*, Ιανουάριος 2020 ) εκτός από τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, για την οποία προέρχονται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.



στην εγχώρια ζήτηση. Αναλυτικότερα, η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει ισχυρή, καθώς εξακολουθεί να υποστηρίζεται από τις ευνοϊκές συνθήκες εργασίας σύμφωνα με τις οποίες καταγράφεται περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας και υψηλός ρυθμός αύξησης των αποδοχών και των συντάξεων. Παράλληλα, οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, καθώς ευνοούνται από τη μεγαλύτερη απορρόφηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων.

Στη Βουλγαρία, αρνητική επίπτωση στο ΑΕΠ προκύπτει μόνο από τις καθαρές εξαγωγές, λόγω της επιβράδυνσης της ζήτησης από τους κύριους εμπορικούς εταίρους, ιδίως από την Κίνα που αποτελεί το δεύτερο μεγαλύτερο εμπορικό εταίρο της χώρας. Ο κίνδυνος περαιτέρω επιβράδυνσης της οικονομίας της Κίνας φαίνεται ότι αυξάνεται σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις του ΟΟΣΑ (Μάρτιος 2020). Τέλος, η αυξανόμενη πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα συνεχίζει να εγείρει ανησυχίες αναφορικά με το ενδεχόμενο μετατροπής δανείων σε μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Για το 2020 η οικονομία της Βουλγαρίας προβλέπεται ότι θα παραμείνει ισχυρή.

Στη Ρουμανία, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές ανάπτυξης εξακολουθούν να προέρχονται από: α) την πολιτική αβεβαιότητα που ενδέχεται να προκύψει από τις εκλογές του 2020, β) την ασθενέστερη ζήτηση εκ μέρους των μεγάλων εξαγωγικών αγορών της και γ) τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, λόγω της συνεχιζόμενης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία πιθανόν να επηρεάσει αρνητικά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και να οδηγήσει σε υψηλότερο κόστος δανεισμού. Λόγω των παραπάνω παραγόντων και αβεβαιοτήτων, προβλέπεται επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της Ρουμανίας. Τέλος, οι μέσες αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκαν για το σύνολο του 2019 κατά 13,0%, έναντι 16,3% το 2018, συνεχίζοντας να ασκούν σημαντική αυξητική επίδραση στα επίπεδα του πληθωρισμού (2019: 3,9%).

Στα Δυτικά Βαλκάνια, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σε 3,2% το 2019 από 4,1% το 2018. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην επιβράδυνση όλων των υπό εξέταση οικονομιών, πλην της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας (βλ. Πίνακα II.2). Το 2020 ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα κυμανθεί στα ίδια περίπου επίπεδα με το 2019, ελαφρώς βελτιωμένος, λόγω κυρίως της Σερβίας και της Αλβανίας που αναμένεται να καταγράψουν σημαντική άνοδο.

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

	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές)			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Δάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2017	2018	2019 <sup>3</sup>	2017	2018	2019 <sup>3</sup>	2017	2018	2019 <sup>3</sup>
Αλβανία	4,1	3,1	3,7	2,0	1,6	2,1	-6,7	-6,5	-5,6	-1,6	-1,7	-1,3	-0,1	-1,7	6,2	16,6	18,2	18,3	13,2	11,1	8,4
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	3,6	2,8	2,6	1,4	1,1	1,4	-3,6	-4,8	-4,9	2,2	2,0	1,5	4,9	6,7	5,0	15,7	-	-	10,9	9,3	7,7
Βουλγαρία <sup>2</sup>	3,1	3,7	2,9	2,6	2,5	2,3	4,6	5,5	5,5	1,8	1,1	0,9	4,5	8,9	6,0	21,6	19,7	21,1	11,6	11,6	9,8
Μαυροβούνιο	5,1	3,1	3,0	2,9	0,5	1,3	-17,0	-16,6	-15,8	-3,9	-2,9	1,0	11,8	8,5	3,5	-	-	-	7,3	6,9	4,7
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	2,7	3,2	3,2	1,5	0,8	1,9	-0,3	-1,4	-2,0	-1,8	-2,5	-2,4	2,5	6,7	6,4	15,7	16,5	16,9	6,1	5,0	4,7
Ρουμανία <sup>2</sup>	4,4	3,9	3,8	4,1	3,9	3,4	-4,4	-5,1	-5,3	-3,0	-3,6	-4,4	5,7	8,0	8,0	18,9	20,7	19,7	5,0	5,0	4,3
Σερβία	4,3	3,2	3,8	2,0	1,8	2,1	-5,2	-6,0	-5,5	0,6	-0,1	-0,5	2,2	7,7	7,2	22,6	22,3	23,6	9,8	5,7	4,7
Τουρκία	2,8	0,3	3,1	16,3	15,2	10,3	-3,5	-0,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,5	21,2	13,1	10,8	14,1	14,0	14,0	3,1	3,9	3,4

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ)*, 4th Quarter 2019, Ιανουάριος 2020, *European Economic Forecast, Winter 2020 (Interim)*, Φεβρουάριος 2020, ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2019, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2019 εκτιμήσεις και για το 2020 προβλέψεις.

1 Οι προβλέψεις για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη προέρχονται από το ΔΝΤ.

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

3 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

Η επιβράδυνση των οικονομιών της Αλβανίας, της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, του Μαυροβουνίου και της Σερβίας το 2019 οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων (χαρακτηριστικότερη η επιβράδυνση των επενδύσεων στο Μαυροβούνιο σε 3,2%, από 14,7% το 2018) και της βιομηχανικής παραγωγής για όλες τις χώρες. Η πτώση της βιομηχανικής παραγωγής στις παραπάνω χώρες πλην της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης (-0,7% στην Αλβανία, -2,0% στο Μαυροβούνιο και -4,0% στη Σερβία το εννεάμηνο του 2019) σημειώθηκε στους τομείς της ενέργειας, λόγω δυσμενών καιρικών συνθηκών, και των μετάλλων και υφασμάτων, λόγω μειωμένης ζήτησης από τις ευρωπαϊκές αγορές.

Οι οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων αντιμετωπίζουν σε αρκετά μεγάλο βαθμό κοινές προκλήσεις και κοινούς κινδύνους και αβεβαιότητες. Υπάρχουν ωστόσο σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιμέρους χωρών. Στη Σερβία οι αβεβαιότητες σχετίζονται περισσότερο με τις επικείμενες εκλογές το 2020, με το ρυθμό των μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα του δημόσιου τομέα, και με την πρόοδο της χώρας στη διαδικασία ένταξής της στην ΕΕ (βλ. Πλαίσιο II.3). Στο Μαυροβούνιο, οι παράγοντες αβεβαιότητας αφορούν την ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων, τη δημοσιονομική εξυγίανση και τη βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης. Γενικότερα ωστόσο, η πρόσφατη θετική σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2 Μαρτίου) να αρχίσουν οι ενταξιακές διαπραγματεύσεις με την Αλβανία και τη Βόρεια Μακεδονία, μετά την έγκριση της αναθεωρημένης μεθοδολογίας για τη διαδικασία προσχώρησης και πριν από τη σύνοδο κορυφής ΕΕ-Δυτικών Βαλκανίων στο Ζάγκρεμπ το Μάιο του 2020,<sup>4</sup> ενδέχεται να περιορίσει τις αβεβαιότητες και να συμβάλει θετικά στην οικονομική δραστηριότητα των χωρών το 2020 και τα επόμενα χρόνια.

Η οικονομία της Τουρκίας εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2019, καταγράφοντας όμως τελικά θετικό ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης της χώρας το γ' τρίμηνο του 2019 ήταν 0,9%. Η επιβράδυνση για το 2019 εκτιμάται ότι προέρχεται κυρίως από τη ραγδαία συρρίκνωση των επενδύσεων (-15,8% το εννεάμηνο, έναντι -0,6% το 2018), ενώ ο δείκτης κύκλου εργασιών στον κατασκευαστικό κλάδο το β' τρίμηνο του 2019 κατέγραψε μείωση 70% σε ετήσια βάση. Η κάμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέβαλε στη βελτίωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ και η συνεχής διολίσθηση της τουρκικής λίρας συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό στην ανάκαμψη του εξωτερικού τομέα. Η οικονομία της Τουρκίας εκτιμάται ότι κατέγραψε θετικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και το δ' τρίμηνο του 2019, άρα για όλο το έτος, και προβλέπεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται και το 2020. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που ενυπάρχουν και δύνανται να πλήξουν την αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας της Τουρκίας εστιάζονται στις εμπορικές σχέσεις με τις ΗΠΑ και κυρίως στις γεωπολιτικές εξελίξεις στην περιοχή, όπου εμπλέκεται άμεσα η Τουρκία.

Ο πληθωρισμός παραμένει γενικά χαμηλός στις περισσότερες χώρες της περιοχής, πλην της Τουρκίας, όπου αποκλιμακωνόταν έως τον Οκτώβριο, αλλά έκτοτε ενισχύεται και πάλι. Στη Σερβία ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε στο 1,8% το 2019, εξέλιξη η οποία επέτρεψε στην κεντρική τράπεζα να αποφασίσει τρεις περικοπές του επιτοκίου πολιτικής τον Ιούλιο, τον Αύγουστο και το Νοέμβριο, κατά 25 μ.β. κάθε φορά, καθορίζοντας το βασικό επιτόκιο πλέον στο 2,25%. Στην Αλβανία ο πληθωρισμός παρέμεινε κάτω από το στόχο του 3% (2019: 1,6%), με συνεχή ανατίμηση του αλβανικού λεκ έναντι του ευρώ κατά το εννεάμηνο του 2019. Η κεντρική τράπεζα της Αλβανίας διατήρησε την ίδια νομισματική πολιτική, με το βασικό επιτόκιο να παραμένει στο 1%.

Ο πληθωρισμός στην Τουρκία, μετά την κορύφωσή του το τελευταίο τρίμηνο του 2018 (22,4%), ως απόρροια της διολίσθησης του νομίσματος η οποία έφθασε το 25,6% έναντι του ευρώ το 2018, υποχώρησε σταδιακά και διαμορφώθηκε σε 10,3% το δ' τρίμηνο του 2019. Το γεγονός αυτό αντανάκλα τη μικρότερη διολίσθηση της τουρκικής λίρας εντός του 2019 (υποτίμηση κατά 8,5% έναντι του ευρώ και κατά 11,1% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ έως το τέλος του 2019). Οι συ-

4 "Σύνοδος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου (17 και 18 Οκτωβρίου 2019 – Συμπεράσματα)", Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, 18.10.2019, <https://www.consilium.europa.eu/media/41128/17-18-euco-final-conclusions-el.pdf>.

ναλλαγματικές εξελίξεις οδήγησαν την κεντρική τράπεζα της Τουρκίας στη μείωση του βασικού επιτοκίου πολιτικής έξι φορές μέχρι στιγμής, από 24,0%, όπου βρισκόταν έως τον Ιούλιο του 2019, σε 10,75% στις 19 Φεβρουαρίου 2020. Επιπλέον, για την περαιτέρω αποκλιμάκωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, η κεντρική τράπεζα ξεκίνησε πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης τον Ιανουάριο του 2020 με αγορά κρατικών τίτλων.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) στις περισσότερες χώρες της περιοχής (πλην της Βουλγαρίας, της Τουρκίας και της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας) συνέχισε να καταγράφει υψηλά ελλείμματα το 2019 (βλ. Πίνακα II.2), ενώ το 2020 η εικόνα προβλέπεται να είναι ανάμικτη. Η επιδείνωση των ΙΤΣ οφείλεται κυρίως στη χειροτέρευση του ισοζυγίου αγαθών, η οποία προέρχεται από την επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης από σημαντικούς εμπορικούς εταίρους στην ΕΕ και η οποία δεν είναι δυνατόν να αντισταθμιστεί από το βελτιωμένο ισοζύγιο των υπηρεσιών. Το Μαυροβούνιο παραμένει η χώρα της περιοχής με το πιο υψηλό έλλειμμα του ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η Βουλγαρία, η μοναδική οικονομία που καταγράφει συνεχώς πλεονάσματα στο ΙΤΣ, ακολούθησε την ίδια πορεία το 2019, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το 2020, λόγω του περιορισμού του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου.

Στην Τουρκία το έλλειμμα του ΙΤΣ εκτιμάται ότι περιορίστηκε δραστικά το 2019, ενώ αναμένεται να παραμείνει στα ίδια περίπου επίπεδα και το 2020. Η βελτίωση αυτή οφείλεται στη συνεχιζόμενη κάμψη των εισαγωγών (-18,2% το εννεάμηνο), λόγω της εξασθένησης της εγχώριας ζήτησης, και στην ευνοϊκή επίδοση του τουρισμού που επηρέασε θετικά το ισοζύγιο υπηρεσιών.

Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ επιδεινώθηκε το 2019 στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης, πλην του Μαυροβουνίου (βλ. Πίνακα II.2), ενώ το υψηλό εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει πηγή κινδύνου για τις χώρες αυτές. Στη Βουλγαρία το δημοσιονομικό πλεόνασμα για το 2019 εκτιμάται ότι θα περιοριστεί, λόγω των αυξημένων στρατιωτικών δαπανών. Το 2020 προβλέπεται ότι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ στο Μαυροβούνιο θα μετατραπεί από έλλειμμα σε πλεόνασμα, λόγω της απότομης μείωσης των δημόσιων επενδύσεων.

Ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης επιβραδύνθηκε το 2019 στις περισσότερες χώρες της περιοχής, πλην της Αλβανίας, στην οποία έγινε θετικός. Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων εκτιμάται ότι συνέχισε να μειώνεται το 2019 σε σύγκριση με το 2018 σχεδόν σε όλες τις χώρες, πλην της Τουρκίας όπου αναμένεται μικρή αύξηση εξαιτίας της μεταφοράς ενός ποσοστού των δανειακών απαιτήσεων των τραπεζών στα δάνεια σε καθυστέρηση μέχρι το τέλος του έτους μετά από απαίτηση της ρυθμιστικής αρχής της χώρας. Η Αλβανία και η Βουλγαρία διατηρούν το υψηλότερο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στην περιοχή (9,5% και 11,2% αντιστοίχως). Τα τραπεζικά συστήματα των εν λόγω χωρών εξακολουθούν να εμφανίζουν ικανοποιητικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι, για όσες χώρες υπάρχουν στοιχεία, κυμαίνονται από 14% στην Τουρκία έως 23,6% στη Σερβία. Στην Τουρκία οι τράπεζες παρέμειναν ανθεκτικές παρά την υποτίμηση της τουρκικής λίρας, που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2018, αφού είχαν επαρκή κεφάλαια σε ξένο νόμισμα για να καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους. Οι κίνδυνοι και η αβεβαιότητα ωστόσο παραμένουν, αφού το τραπεζικό σύστημα εξακολουθεί να είναι εκτεθειμένο σε τυχόν περαιτέρω επιδείνωση της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού και σε πιθανές συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Τέλος, στη Βουλγαρία η κυβέρνηση προσβλέπει στη συμμετοχή της χώρας στην ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση πριν από το τέλος του 2020. Η πρόσφατη όμως αξιολόγηση έξι βουλγαρικών τραπεζών από την ΕΚΤ με ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress testing) δημιούργησε ανησυχίες για πιθανή μη επίτευξη αυτού του στόχου, καθώς δύο τράπεζες της χώρας δεν πληρούσαν τα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας.<sup>5</sup>

5 World Bank Group, *Migration and Brain Drain, Europe and Central Asia Economic Update*, Οκτώβριος 2019, σελ. 86.

## Πλαίσιο II.3

**ΔΥΤΙΚΑ ΒΑΛΚΑΝΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΚΙΑ: ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΥΝΔΕΣΗΣ, ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΝΤΑΞΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ**

Το 2020 αποτελεί έτος-ορόσημο για τις σχέσεις Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και Δυτικών Βαλκανίων (ΔΒ). Στις 5 Φεβρουαρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε τις προτάσεις της για τροποποίηση της μεθοδολογίας της ενταξιακής διαδικασίας με στόχο αφενός να την καταστήσει περισσότερο αξιόπιστη και προβλέψιμη και αφετέρου να της προσδώσει νέα δυναμική, ενισχύοντας τα πολιτικά εργαλεία καθοδήγησής της. Η ταχύτητα της ενταξιακής διαδικασίας κάθε χώρας θα εξαρτάται περισσότερο από την πολιτική βούληση κάθε χώρας για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, η οποία θα διευκολύνεται από ένα σαφέστερο πλαίσιο θετικής αλλά και αρνητικής αιρεσιμότητας (conditionality). Στις 2 Μαρτίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνέστησε την έναρξη ενταξιακών διαπραγματεύσεων με την Αλβανία και τη Βόρεια Μακεδονία, παρουσιάζοντας τις επικαιροποιημένες εκθέσεις προόδου των χωρών αυτών. Στις εκθέσεις αυτές φαίνεται ότι και οι δύο χώρες έχουν παρουσιάσει απτά και βιώσιμα αποτελέσματα σε κρίσιμους τομείς. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ευελπιστεί ότι τα κράτη-μέλη θα εγκρίνουν την πρόταση για τη νέα μεθοδολογία προώθησης της διαδικασίας προσχώρησης στην ΕΕ, παράλληλα με την έναρξη των ενταξιακών διαπραγματεύσεων με τη Βόρεια Μακεδονία και την Αλβανία, πριν από τη Σύνοδο Κορυφής ΕΕ-ΔΒ στο Ζάγκρεμπ στις 6-7 Μαΐου 2020.<sup>1</sup> Το Συμβούλιο Γενικών Υποθέσεων (ΣΓΥ)<sup>2</sup> αναμένεται ότι εντός του Μαρτίου θα συζητήσει και θα αποφασίσει σχετικά με τις προτάσεις αυτές της Επιτροπής.

Βασική επιδίωξη των χωρών των ΔΒ και της Τουρκίας είναι η οριστική ένταξή τους στην ΕΕ. Μέχρι στιγμής, η Κροατία υπήρξε η πρώτη χώρα από τα ΔΒ που έγινε μέλος της ΕΕ (1.7.2013), ενώ καθεστώς “υποψήφιας προς ένταξη στην ΕΕ χώρας” έχουν 5 χώρες: η Αλβανία, η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, το Μαυροβούνιο, η Σερβία και η Τουρκία. Η Βοσνία-Ερζεγοβίνη και το Κοσσυφοπέδιο (Κόσοβο) παραμένουν “εν δυνάμει υποψήφιας χώρες προς ένταξη στην ΕΕ”, καθώς έχουν υποβάλει αίτηση προσχώρησης, χωρίς όμως να τους έχει αποδοθεί ακόμη καθεστώς “υποψήφιας προς ένταξη χώρας” (βλ. τον πίνακα).

Η ΕΕ, έχοντας ως στόχο την προώθηση της ειρήνης, της σταθερότητας και της οικονομικής ανάπτυξης στα ΔΒ, έχει αναπτύξει μια πολιτική για τη στήριξη της βαθμιαίας ενσωμάτωσης των χωρών αυτών στην Ένωση. Εκτός της ΕΕ, κυρίως οι ΗΠΑ, η Ρωσία και η Τουρκία εκδηλώνουν το γεωστρατηγικό τους ενδιαφέρον για την περιοχή. Ωστόσο, η ΕΕ είναι ο φυσικός γεωγραφικός, οικονομικός και πολιτικός χώρος στον οποίο ανήκουν τα Δυτικά Βαλκάνια. Η ΕΕ είναι ήδη με διαφορά ο σημαντικότερος εμπορικός εταίρος και επενδυτής των ΔΒ, τα οποία καταγράφουν ρυθμούς ανάπτυξης υψηλότερους από της ΕΕ και αριθμούν περίπου 18 εκατ. καταναλωτές. Το συνολικό ύψος των διμερών εμπορικών συναλλαγών μεταξύ ΔΒ και ΕΕ ανήλθε σε 54 δισεκ. ευρώ το 2018. Οι επιχειρήσεις της ΕΕ έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ) στα ΔΒ, με επενδεδυμένο κεφάλαιο περί τα 13 δισεκ. ευρώ την πενταετία 2014-2018. Τέλος, κεφάλαια της ΕΕ αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης των έργων υποδομής στην περιοχή, συμβάλλοντας αποφασιστικά στην αναβάθμιση των βασικών υποδομών των οικονομιών αυτών. Την περίοδο 2015-2019 χορηγήθηκε από την ΕΕ συνολική βοήθεια 900 εκατ. ευρώ στις χώρες αυτές για την προώθηση της διασυνδεσιμότητας, η οποία μόχλευσε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου συνολικού ύψους 4 δισεκ. ευρώ, κυρίως στους τομείς της ενέργειας και των μεταφορών. Η χρηματοδοτική στήριξη από την ΕΕ στις οικονομίες αυτές για να πραγματοποιήσουν τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις διοχετεύεται μέσω του Μηχανισμού Προενταξιακής Βοήθειας (Instrument for Pre-accession Assistance – IPA), ο οποίος στο διάστημα 2014-2020 παρείχε 11,7 δισεκ. ευρώ.

Στις 17-18 Οκτωβρίου 2019 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο δεν έλαβε αποφάσεις για τη διεύρυνση και δεσμεύθηκε ότι θα επανέλθει στο ζήτημα πριν από τη Σύνοδο Κορυφής ΕΕ-ΔΒ στο Ζάγκρεμπ το Μάιο του 2020.<sup>3</sup> Είχαν προηγηθεί

1 Δελτίο τύπου “A more credible, dynamic, predictable and political EU accession process – Commission lays out its proposals”, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 5 Φεβρουαρίου 2020 ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_20\\_181](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_181)).

2 Στο Συμβούλιο Γενικών Υποθέσεων συμμετέχουν οι Υπουργοί Ευρωπαϊκών Υποθέσεων όλων των κρατών-μελών της ΕΕ και ο Επίτροπος Διοργανικών Σχέσεων της ΕΕ, ανάλογα με τα προς συζήτηση θέματα.

3 “Σύνοδος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου (17 και 18 Οκτωβρίου 2019 – Συμπεράσματα)”, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 18.10.2019 <https://www.consilium.europa.eu/media/41128/17-18-euco-final-conclusions-el.pdf>.

## Υποψήφιος και εν δυνάμει υποψήφιος προς ένταξη στην ΕΕ χώρες: βασικά στοιχεία

	Αίτηση ένταξης	Πληθυσμός (εκατ.)	Καθεστώς	ΑΕΠ σε τρέ- χουσες τιμές (δισεκ. ευρώ)	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (δείκτης: ΕΕ-15=100)	Έναρξη ενταξιακών διαπραγμα- τεύσεων	Ανοιγμένα κεφάλαια	Κλεισμένα προσωρινώς κεφάλαια
Τουρκία	14 Απρ. 1987	82,5	Υποψήφια	666,3	22,3	Οκτ. 2005	16	1
Δημ. Βόρειας Μακεδονίας	22 Μαρ. 2004	2,1	Υποψήφια	11,3	15,0			
Μαυροβούνιο	15 Δεκ. 2008	0,6	Υποψήφια	4,8	21,5	Ιούν. 2012	32	3
Αλβανία	24 Απρ. 2009	2,9	Υποψήφια	13,9	13,4			
Σερβία	19 Δεκ. 2009	6,9	Υποψήφια	45,4	18,0	Ιαν. 2014	18	2
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	15 Φεβ. 2016	3,5	Εν δυνάμει υποψήφια	17,9	14,2			
Κοσσυφοπέδιο	Φεβ. 2016	1,8	Εν δυνάμει υποψήφια	7,1	10,8			

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ΔΝΤ.

1 ΕΕ-15 είναι τα κράτη-μέλη της ΕΕ έως και την 4η διεύρυνσή της το 1995 με την Αυστρία, τη Φινλανδία και τη Σουηδία.

η υπογραφή της Περιφερειακής Συμφωνίας Περιοχής στην Ψηφιακή Σύνοδο Κορυφής στο Βελιγράδι τον Απρίλιο του 2019, οι σχετικές εκθέσεις προόδου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για κάθε υποψήφια χώρα στις 29 Μαΐου 2019, καθώς και τα αποτελέσματα της Συνόδου Κορυφής ΕΕ-ΔΒ στο Πόζναν τον Ιούλιο του 2019. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ήδη από το 2003 έως και σήμερα δηλώνει αποφασισμένο να στηρίξει πλήρως την ευρωπαϊκή προοπτική των χωρών των ΔΒ, καθώς το θέμα θεωρείται μεγάλης σημασίας και απαιτεί περισσότερο χρόνο.

Το ΣΓΥ προετοιμάζει και παρακολουθεί τις συνεδριάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου. Ως εκ τούτου, καθορίζει και επιβλέπει τη διαδικασία διεύρυνσης της ΕΕ και τις ενταξιακές διαπραγματεύσεις. Όταν μια χώρα υποβάλλει αίτηση για να ενταχθεί στην ΕΕ, το ΣΓΥ καλεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να γνωμοδοτήσει σχετικά. Για όλες τις αποφάσεις του ΣΓΥ που αφορούν την αξιολόγηση της προόδου των υποψηφίων για ένταξη χωρών απαιτείται η ομοφωνία των 28 κρατών-μελών της ΕΕ. Τον Ιούνιο του 2019 το ΣΓΥ επιβεβαίωσε ότι η διεύρυνση της ΕΕ αποτελεί κεντρική πολιτική της, αναγνωρίζοντας τη διεύρυνση ως στρατηγική επένδυση για την ευημερία, την ειρήνη, τη δημοκρατία και τη σταθερότητα στην Ευρώπη. Υπογράμμισε την ανάγκη για σημαντικές μεταρρυθμίσεις στις υπό ένταξη χώρες σε τομείς που αφορούν τη δημόσια διοίκηση, την οικονομική ανάπτυξη και την ανταγωνιστικότητα, το κράτος δικαίου, τα θεμελιώδη δικαιώματα, τη λειτουργία των δημοκρατικών θεσμών και την καταπολέμηση της διαφθοράς και του οργανωμένου εγκλήματος. Το Συμβούλιο σημειώνει ότι τα Δυτικά Βαλκάνια θα γίνουν αναπόσπαστο μέρος της ΕΕ μόλις υιοθετήσουν τις βασικές ευρωπαϊκές αξίες και ικανοποιήσουν στο ακέραιο τις προϋποθέσεις που ορίζονται από τη Διαδικασία Σταθεροποίησης και Σύνδεσης (ΔΣΣ) και τα κριτήρια προσχώρησης,<sup>4</sup> όπως έχουν οριστεί από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Κοπεγχάγης το 1993. Το Νοέμβριο του 2019, η Προεδρία του ΣΓΥ σημείωσε την ανάγκη να επανεξεταστεί η αποτελεσματικότητα της διαδικασίας ενταξιακών διαπραγματεύσεων, λαμβανομένου υπόψη των κριτηρίων της Κοπεγχάγης.<sup>5</sup>

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία της ΕΕ, τα κριτήρια της Κοπεγχάγης αποτελούν ενιαίο σύνολο οικονομικών και πολιτικών προϋποθέσεων και είναι τα εξής:

- σταθεροί θεσμοί που εγγυώνται τη δημοκρατία, το κράτος δικαίου, τα ανθρώπινα δικαιώματα και το σεβασμό και την προστασία των μειονοτήτων,
- λειτουργούσα οικονομία της αγοράς και ικανότητα αντιμετώπισης των ανταγωνιστικών πιέσεων και των δυνάμεων της αγοράς στην ΕΕ και
- ικανότητα αποτελεσματικής εφαρμογής των υποχρεώσεων του κράτους-μέλους, μεταξύ άλλων με προσήλωση στους στόχους της πολιτικής, οικονομικής και νομισματικής ένωσης.

4 [https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/accession\\_criteria\\_copenhagen.html?locale=el](https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/accession_criteria_copenhagen.html?locale=el).

5 Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, "Τα Δυτικά Βαλκάνια" ([http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU\\_5.5.2.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU_5.5.2.pdf)).



### Βήματα των ενδιαφερόμενων χωρών για τη σύνδεση/ένταξή τους στην ΕΕ<sup>6</sup>

Οι ενταξιακές διαπραγματεύσεις διεξάγονται με κάθε χώρα χωριστά ώστε να διαπιστωθεί η ικανότητα της χώρας να υιοθετήσει το νομικό κεκτημένο (acquis) της ΕΕ. Για τη διεξαγωγή και οργάνωση των διαπραγματεύσεων αυτών, το σύνολο της ευρωπαϊκής νομοθεσίας έχει επιμεριστεί σε 35 κεφάλαια<sup>7</sup>, για καθένα από τα οποία διεξάγονται χωριστές διαπραγματεύσεις. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στη δημοσίευση της νέας στρατηγικής της το Φεβρουάριο του 2018 είχε αναφέρει ειδικότερα για τη Σερβία και το Μαυροβούνιο ότι ενδεχομένως θα είναι σε θέση να προσχωρήσουν στην ΕΕ νωρίτερα από άλλες χώρες, μέχρι το 2025, αναγνωρίζοντας ωστόσο ότι η προοπτική αυτή είναι “εξαιρετικά φιλόδοξη”.

Η Σερβία υπέβαλε αίτηση προσχώρησης στις 19 Δεκεμβρίου 2009 και την 1η Μαρτίου 2012 απέκτησε καθεστώς υποψήφιας χώρας, αφού το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αναγνώρισε την πρόοδο όσον αφορά το κεκτημένο και αφού επιτεύχθηκε συμφωνία μεταξύ Βελιγραδίου και Πρίστινας σχετικά με την περιφερειακή εκπροσώπηση του Κοσσυφοπεδίου. Μετά την έγκριση του διαπραγματευτικού πλαισίου από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στις 21 Ιανουαρίου 2014 ξεκίνησαν οι ενταξιακές διαπραγματεύσεις με τη χώρα σε επίπεδο υπουργών, κατά την πρώτη σύνοδο της διάσκεψης προσχώρησης. Από το 2015 έως το τέλος του 2019 έχουν ανοίξει συνολικά 18 από τα 35 κεφάλαια των διαπραγματεύσεων, δύο εκ των οποίων έχουν ήδη κλείσει προσωρινά, και τον Ιούνιο του 2019 το ΣΓΥ πρόετρεψε τη χώρα να επιταχύνει της μεταρρυθμιστικές προσπάθειες σε συγκεκριμένους τομείς.<sup>8</sup>

Το Μαυροβούνιο, το οποίο ανεξαρτητοποιήθηκε το 2006, υπέβαλε αίτηση προσχώρησης στην ΕΕ στις 15 Δεκεμβρίου 2008 και απέκτησε καθεστώς υποψήφιας χώρας στις 16-17 Δεκεμβρίου 2010, μετά τη σύμφωνη γνώμη του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου. Κατά την πρώτη συνεδρίαση σε επίπεδο υπουργών (σύνοδος της 29ης Ιουνίου 2012) το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενέκρινε την έναρξη των διαπραγματεύσεων. Μέχρι στιγμής έχουν ανοίξει για διαπραγμάτευση 32 από τα 35 κεφάλαια, τρία εκ των οποίων έχουν ήδη κλείσει προσωρινά. Το ΣΓΥ αναγνωρίζει τη συνολική πρόοδο του Μαυροβουνίου και παροτρύνει τη χώρα να εντείνει τις προσπάθειες σε επιπρόσθετους τομείς.

Η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας υπέβαλε αίτηση προσχώρησης στις 22 Μαρτίου 2004 και απέκτησε καθεστώς υποψήφιας προς ένταξη χώρας το Δεκέμβριο του 2005. Τον Οκτώβριο του 2009 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισηγήθηκε για πρώτη φορά την έναρξη ενταξιακών διαπραγματεύσεων με τη χώρα. Η εκκίνηση των διαπραγματεύσεων ωστόσο δεν κατέστη εφικτή, κυρίως λόγω της διαφοράς με την Ελλάδα σχετικά με τη χρήση από τη χώρα του ονόματος “Μακεδονία”. Τον Ιούνιο του 2018, μετά τη Συμφωνία των Πρεσπών και τη Συνθήκη για σχέσεις καλής γειτονίας με τη Βουλγαρία, το ΣΓΥ έλαβε υπόψη του τη σύσταση της Επιτροπής για την έναρξη διαπραγματεύσεων προσχώρησης της χώρας, μετά τη θετική αξιολόγηση αναφορικά με την πρόοδο που σημείωσε σε ορισμένους βασικούς τομείς, ωστόσο δεν υπήρξε ομοφωνία μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ για το θέμα στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Οκτώβριο του 2019.

Η Αλβανία υπέβαλε αίτηση προσχώρησης στην ΕΕ στις 24 Απριλίου 2009 και τον Ιούνιο του 2014 έλαβε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο καθεστώς υποψήφιας προς ένταξη χώρας, με την επιφύλαξη της ολοκλήρωσης ορισμένων μέτρων σε συγκεκριμένους τομείς. Τον Ιούνιο του 2018 το ΣΓΥ, κατόπιν σύστασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Απρίλιο του 2018, αναγνώρισε την πρόοδο που είχε επιτύχει η χώρα και όρισε ως χρόνο έναρξης των ενταξιακών διαπραγματεύσεων τον Ιούνιο του 2019, ωστόσο δεν υπήρξε ομόφωνη απόφαση σχετικώς στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Οκτώβριο του 2019.

Η Βοσνία-Ερζεγοβίνη<sup>9</sup> στις 15 Φεβρουαρίου 2016 υπέβαλε αίτηση προσχώρησης στην ΕΕ και έκτοτε βρίσκεται υπό καθεστώς εν δυνάμει υποψήφιας χώρας. Στις 20 Σεπτεμβρίου 2016 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αναγνώρισε

6 Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, “Διεύρυνση της ΕΕ” (<https://www.consilium.europa.eu/el/policies/enlargement/>).

7 European Neighbourhood Policy and Enlargement Negotiations, Chapters of the acquis, Ιανουάριος 2020 ([https://ec.europa.eu/neighbourhood-enlargement/policy/conditions-membership/chapters-of-the-acquis\\_en](https://ec.europa.eu/neighbourhood-enlargement/policy/conditions-membership/chapters-of-the-acquis_en)).

8 Δελτίο τύπου 479/19 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου “Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με τη διεύρυνση και τη διαδικασία σταθεροποίησης και σύνδεσης”, 18.06.2019. Στο εν λόγω δελτίο τύπου περιγράφονται αναλυτικά οι συστάσεις για τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις σε συγκεκριμένους τομείς για τη Σερβία, αλλά και για τις άλλες ενδιαφερόμενες για προσχώρηση χώρες.

9 Δελτίο τύπου “Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με την αίτηση της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης για ένταξη στην ΕΕ”, Συμβούλιο της ΕΕ, 20.9.2016 (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/09/20/conclusions-bosnia/>).



την πρόοδο όσον αφορά την εφαρμογή των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων και τον Ιούνιο του 2019 το ΣΓΥ προέτρεψε τη χώρα να συνεχίσει τις προσπάθειές της. Το Κοσσυφοπέδιο επίσης είναι εν δυνάμει υποψήφια προς ένταξη χώρα. Τον Απρίλιο του 2016 τέθηκε σε ισχύ η Συμφωνία Σταθεροποίησης και Σύνδεσης με την ΕΕ, ωστόσο εκκρεμεί ακόμη το εδαφικό ζήτημα. Το Κοσσυφοπέδιο κήρυξε μονομερώς την ανεξαρτησία του το 2008, την οποία όμως δεν αναγνωρίζουν πέντε κράτη-μέλη της ΕΕ (Ελλάδα, Κύπρος, Ισπανία, Ρουμανία και Σλοβακία) αλλά και δύο χώρες των ΔΒ (Σερβία και Βοσνία-Ερζεγοβίνη).

Η Τουρκία απέκτησε καθεστώς υποψήφιας προς ένταξη χώρας το Δεκέμβριο του 1999 μετά τη σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στο Ελσίνκι. Κατά τη σύνοδο της 16ης και 17ης Δεκεμβρίου 2004 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αναγνώρισε ότι η Τουρκία πληροί τα κριτήρια για την έναρξη διαπραγματεύσεων προσχώρησης και το 2005 το Συμβούλιο ενέκρινε το διαπραγματευτικό πλαίσιο. Κατά τα έτη 2015-2016 οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ΕΕ και της Τουρκίας συμφώνησαν να ενισχύσουν την ενταξιακή διαδικασία μέσω συχνότερων και καλύτερα διαρθρωμένων συναντήσεων. Μέχρι σήμερα έχουν ανοίξει 16 από τα 35 κεφάλαια, εκ των οποίων ένα έχει κλείσει προσωρινά. Το Μάρτιο του 2019<sup>10</sup> επανεξετάστηκε η διμερής σχέση ΕΕ-Τουρκίας στο πλαίσιο της 54ης συνόδου του Συμβουλίου Σύνδεσης ΕΕ-Τουρκίας. Το ΣΓΥ τον Ιούνιο του 2019 κάλεσε εκ νέου την Τουρκία να ευθυγραμμιστεί προοδευτικά με την κοινή εξωτερική πολιτική και πολιτική ασφαλείας της ΕΕ, εκφράζοντας έντονο προβληματισμό για τη συνεχιζόμενη και άκρως ανησυχητική οπισθοδρόμηση σε τομείς όπως το κράτος δικαίου και τα θεμελιώδη ανθρώπινα δικαιώματα. Τέλος, κάλεσε την Τουρκία να προχωρήσει σε οικονομικές μεταρρυθμίσεις σε αρκετούς τομείς<sup>11</sup> και να εξαλείψει τους εμπορικούς φραγμούς ή άλλα ισοδύναμα μέτρα που δεν είναι συμβατά με την τελωνειακή ένωση ΕΕ-Τουρκίας.

10 Δελτίο τύπου “Δήλωση για τον Τύπο μετά την 54η σύνοδο του Συμβουλίου Σύνδεσης μεταξύ της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Τουρκίας”, Συμβούλιο της ΕΕ, Βρυξέλλες, 15.3.2019 (<https://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2019/03/15/press-statement-following-the-54th-meeting-of-the-association-council-between-the-european-union-and-turkey-brussels-15-march-2019/>).

11 Δελτίο τύπου 479/19 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου “Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με τη διεύρυνση και τη διαδικασία σταθεροποίησης και σύνδεσης”, 18.6.2019.



## ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ II

# ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ: ΕΠΙΤΥΧΙΕΣ, ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΟΥΣ

Με βάση τα διδάγματα από την παγκόσμια οικονομική κρίση και την κρίση χρέους στη ζώνη του ευρώ, η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) υιοθέτησε σημαντικές θεσμικές μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης στο σύνολό της, αλλά και ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ. Ως προς την εποπτεία των δημοσιονομικών πολιτικών, οι νέοι κανόνες αφορούν κυρίως τη μεγαλύτερη έμφαση στο κριτήριο του δημόσιου χρέους, την ενίσχυση του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) μέσω του καλύτερου ελέγχου των δημόσιων δαπανών, τον καθορισμό ελάχιστων απαιτήσεων για το δημοσιονομικό πλαίσιο των κρατών-μελών, καθώς και μέτρα και κυρώσεις για την αποτελεσματική επιβολή της δημοσιονομικής εποπτείας.<sup>1</sup>

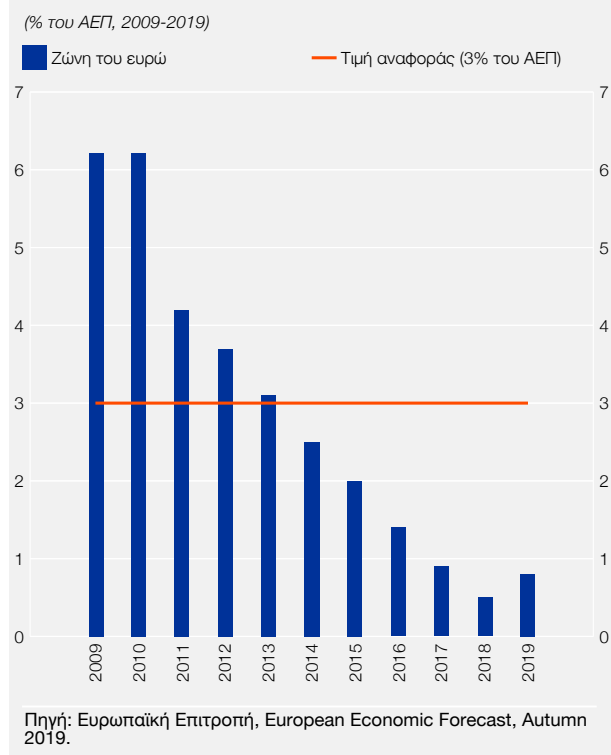
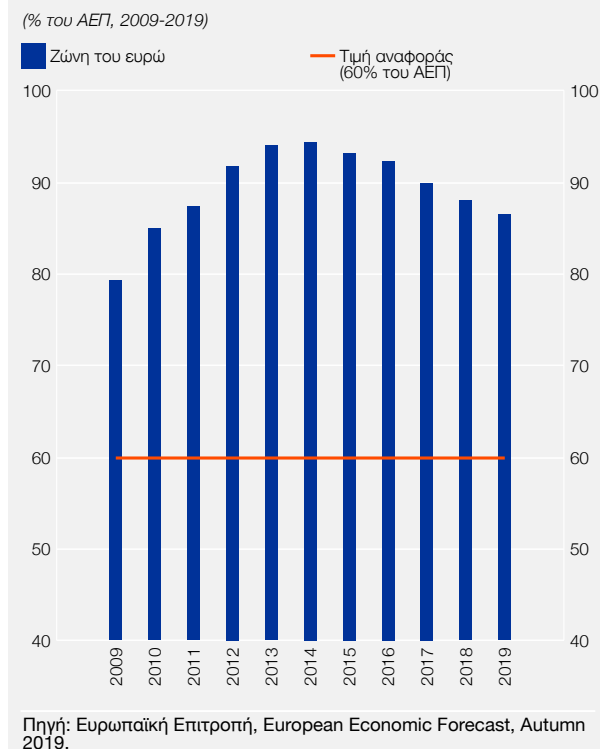
Στο παρόν ειδικό θέμα γίνεται μια σύντομη αναφορά στα κύρια χαρακτηριστικά των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων, όπως διαμορφώθηκαν μετά την κρίση, και εξετάζονται τα αποτελέσματα της εφαρμογής τους έως τώρα στη ζώνη του ευρώ –την οποία και αφορούν ιδιαίτερα οι νέοι κανόνες– με βάση τους κυριότερους δείκτες δημοσιονομικής προσαρμογής. Ακολουθώντας γίνεται αναφορά στην αξιολόγηση των κανόνων αυτών και σε προτάσεις για τη βελτίωσή τους από το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Συμβούλιο, καθώς και στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η οποία, με βάση τα συμπεράσματα από την εφαρμογή του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου, δρομολογεί τη διαδικασία διαβούλευσης για ενδεχόμενη αναμόρφωση των κανόνων.

### 1 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΕΤΙΑ

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ την τελευταία δεκαετία δείχνουν σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή, αλλά και αδυναμίες, ιδιαίτερα όσον αφορά το δημόσιο χρέος:

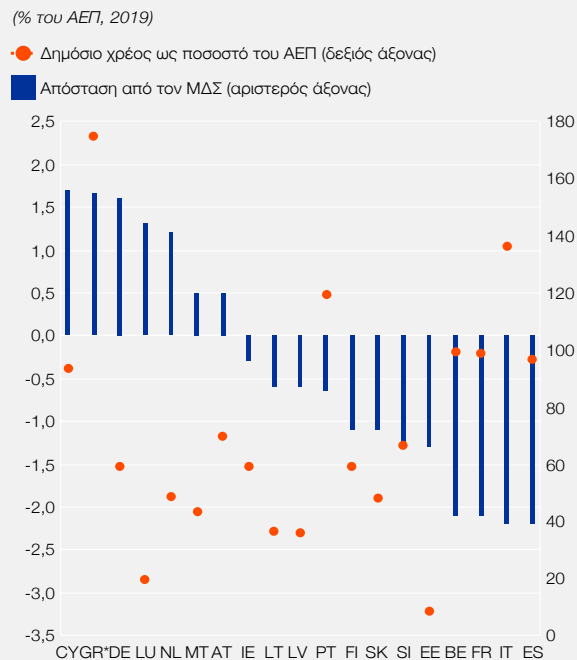
- Το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκε δραστικά, από 6,2% του ΑΕΠ το 2009 σε 0,5% του ΑΕΠ το 2018, ενώ εκτιμάται ότι θα παραμείνει κάτω από 1% του ΑΕΠ το 2019 (βλ. Διάγραμμα Α).
- Καμία χώρα-μέλος της ζώνης του ευρώ δεν βρίσκεται πλέον σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), ενώ όλες οι χώρες-μέλη, με εξαίρεση το Λουξεμβούργο και τη Φινλανδία, βρίσκονταν σε ΔΥΕ το 2009, στην κορύφωση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης.
- Η μείωση του δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο ήταν βραδύτερη, εξαιτίας τόσο του δημοσιονομικού παράγοντα όσο και των αρνητικών επιπτώσεων της ασθενούς αναπτυξιακής δυναμικής, παρά το γεγονός ότι η νομισματική πολιτική ήταν διευκολυντική. Το δημόσιο χρέος, αφού κινήθηκε ανοδικά μέχρι το 2014, οπότε και ανήλθε σε 94,2% του ΑΕΠ, άρχισε να αποκλιμακώνεται στη συνέχεια και διαμορφώθηκε σε 84,5% το 2019 (βλ. Διάγραμμα Β). Η εξέλιξη αυτή ήταν ωστόσο το αποτέλεσμα της διαφορετικής πορείας του δημόσιου χρέους σε επιμέρους χώρες-μέλη.
- Λιγότερο εντυπωσιακές σε σχέση με τις εξελίξεις στο ονομαστικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα, αλλά γενικά θετικές υπήρξαν οι επιδόσεις όσον αφορά την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου (ΜΔΣ), στο πλαίσιο του προληπτικού σκέλους του ΣΣΑ –ο οποίος εκ-

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

**Διάγραμμα Α Δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ****Διάγραμμα Β Δημόσιο χρέος στη ζώνη του ευρώ**

φράζεται σε όρους διαρθρωτικού δημοσιονομικού αποτελέσματος— καθώς 7 χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ είχαν επιτύχει το στόχο αυτό το 2019, ενώ 4 ήταν πλησίον του ΜΔΣ (βλ. Διάγραμμα Γ). Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή,<sup>2</sup> το 2020 προβλέπεται να αυξηθεί σε 9 ο αριθμός των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ οι οποίες αναμένεται να επιτύχουν τον ΜΔΣ.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, χώρες-μέλη που καταγράφουν τη μεγαλύτερη αρνητική απόσταση από τον ΜΔΣ τους είναι αυτές που έχουν επίσης το υψηλότερο δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ (εξαιρέση αποτελεί η Ελλάδα, η οποία έχει θετική απόσταση από τον ΜΔΣ και υψηλό δημόσιο χρέος). Αυτό είναι εύλογο, καθώς η προσέγγιση του ΜΔΣ με ικανοποιητικό ρυθμό—μέσω της υποχρέωσης για ελάχιστη ετήσια μείωση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος— συμβάλλει επίσης στη μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Κατά συνέπεια, μεγάλη αρνητική απόσταση από τον ΜΔΣ σημαίνει ανεπαρκή δημοσιονομική προσαρμογή και βραδεία μείωση του δημόσιου χρέους. Η περίπτωση της Ελλάδος είναι ιδιό-

**Διάγραμμα Γ Χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ: απόσταση από το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο (ΜΔΣ) και δημόσιο χρέος**

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Vade Mecum on the Stability & Growth Pact, April 2019, και ΕΚΤ, Priorities for fiscal policies under the 2019 European Semester, Economic Bulletin 5/2019.  
\* Ο ΜΔΣ για την Ελλάδα αναφέρεται στο 2020.

2 European Commission, Communication on the 2020 draft budgetary plans: overall assessment, 20.11.2019.

ζουσα, καθώς η χώρα εφάρμοσε, επί σειρά ετών, αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή στο πλαίσιο οικονομικών προγραμμάτων, με αποτέλεσμα να εκπληρώνει τον ΜΔΣ (καταγράφοντας μάλιστα και υπέρβαση του στόχου αυτού), ενώ οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης μέχρι και το 2016 είχαν αυξητική επίδραση στο λόγο του δημόσιου χρέους μεγαλύτερη από τη μειωτική επίδραση των πρωτογενών πλεονασμάτων (βλ. και την επόμενη ενότητα).

## 2 ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΒΡΑΔΕΙΑΣ ΑΠΟΚΛΙΜΑΚΩΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η βραδεία αποκλιμάκωση, ή ακόμη και ελαφρά αύξηση, του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ σε ορισμένες χώρες-μέλη αποτελεί σημαντική αδυναμία της εφαρμογής των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων και είναι ένα από τα σημεία στα οποία αναμένεται να επικεντρωθεί η επανεξέταση του σχετικού θεσμικού πλαισίου.

Τα αίτια αυτής της βραδείας αποκλιμάκωσης του λόγου του δημόσιου χρέους, ιδιαίτερα σε αντιδιαστολή με τη σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και στις περισσότερες χώρες-μέλη, αλλά και με την άρση της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος σε όσες χώρες-μέλη ήταν σε ισχύ μέχρι πρόσφατα, εντοπίζονται σε διάφορους παράγοντες.

Το γεγονός ότι σε καμία χώρα-μέλος της ζώνης του ευρώ το δημοσιονομικό έλλειμμα δεν υπερβαίνει πλέον το 3% του ΑΕΠ είναι μεν θετική εξέλιξη, αλλά όχι επαρκής για την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους και τη διασφάλιση υγιών δημόσιων οικονομιών: η τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ αφορά το ανώτατο όριο για το δημοσιονομικό έλλειμμα και δεν αποτελεί δημοσιονομικό στόχο, ο οποίος είναι η επίτευξη ισοσκελισμένου ή πλεονασματικού προϋπολογισμού.<sup>3</sup> Σημειώνεται ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο το 2018 (0,5% του ΑΕΠ), έτος για το οποίο υπάρχουν οριστικά στοιχεία από τη Eurostat, είναι ο μέσος όρος πολύ διαφορετικών επιδόσεων των επιμέρους χωρών-μελών, π.χ. ελλείμματος μεταξύ 2,2% και 2,5% του ΑΕΠ για την Ιταλία, τη Γαλλία και την Ισπανία και πλεονάσματος 1,9% για τη Γερμανία και 1,5% για την Ολλανδία. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ επηρεάζεται όχι μόνο από το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, αλλά και από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας σε σχέση με το ύψος του επιτοκίου του δημόσιου χρέους, καθώς και από χρηματοοικονομικές συναλλαγές οι οποίες δεν επηρεάζουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα αλλά καταγράφονται απευθείας στο χρέος. Μειωτική επίδραση στο λόγο του δημόσιου χρέους έχουν τα πρωτογενή πλεονάσματα και ρυθμός αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ υψηλότερος του επιτοκίου του δημόσιου χρέους, ενώ ορισμένες χρηματοοικονομικές συναλλαγές μπορεί να έχουν μειωτική ή αυξητική επίδραση.

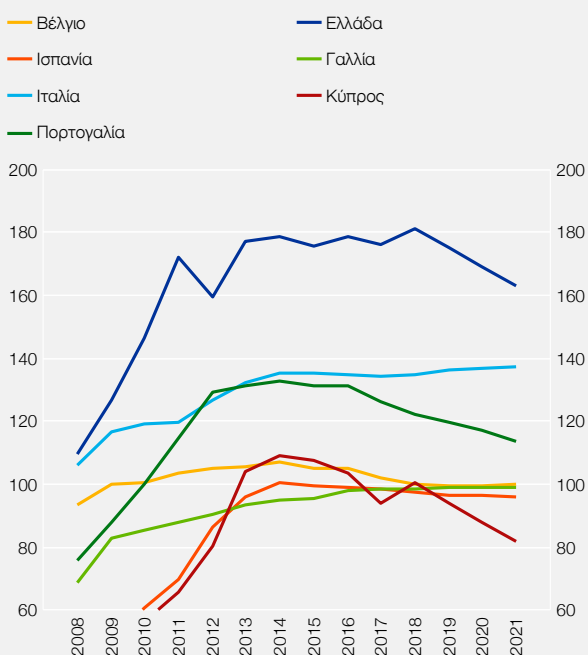
Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η ανάλυση της δυναμικής του δημόσιου χρέους στην ομάδα χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ με υψηλό ή πολύ υψηλό δημόσιο χρέος<sup>4</sup> (γύρω στο 100% του ΑΕΠ ή και πολύ υψηλότερο), η οποία περιλαμβάνει την Ελλάδα, την Ιταλία, την Πορτογαλία, το Βέλγιο, την Ισπανία, τη Γαλλία και την Κύπρο (βλ. Διάγραμμα Δ). Από την ανάλυση αυτή προκύπτει ότι ορισμένες χώρες-μέλη είτε παρουσιάζουν ήδη αρκετά σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους (Πορτογαλία και Κύπρος) είτε εμφανίζουν σαφείς προοπτικές αποκλιμάκωσης του χρέους το επόμενο διάστημα και επίσης σε μακρότερο χρονικό ορίζοντα (Ελλάδα). Αντίθετα, στις υπόλοιπες χώρες-μέλη της ομάδας αυτής καταγράφεται μικρή μείωση (Βέλγιο, Ισπανία) ή ακόμη και μικρή αύξηση (Ιταλία και Γαλλία) του λόγου του δημόσιου χρέους, αλλά και οι προοπτικές, όπως ανατακλώνται στις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, εμφανίζουν τάσεις σταθεροποίησης του λόγου του χρέους σε υψηλά επίπεδα.

3 Ο στόχος για ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό αντιστοιχεί σε διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα μεταξύ ελλείμματος 0,5% του ΑΕΠ και πλεονάσματος, για χώρες-μέλη με δημόσιο χρέος ανώτερο του 60% του ΑΕΠ.

4 Έτσι χαρακτηρίζονται από το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Συμβούλιο (ΕΔΣ) χώρες-μέλη με δημόσιο χρέος γύρω στο 100% του ΑΕΠ ή και πολύ υψηλότερο.

**Διάγραμμα Δ Ζώνη του ευρώ: χώρες-μέλη με υψηλό ή πολύ υψηλό δημόσιο χρέος**

(% του ΑΕΠ, 2008-2021)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, Autumn 2019.

Οι αιτίες αυτής της διαφορετικής επίδοσης και προοπτικής ευρίσκονται κυρίως στην εκπλήρωση των δημοσιονομικών υποχρεώσεων που αναλήφθηκαν στο πλαίσιο της εφαρμογής των οικονομικών προγραμμάτων και της μετά το πρόγραμμα εποπτείας όσον αφορά την Ελλάδα, την Κύπρο και την Πορτογαλία (αλλά και την Ιρλανδία, παρότι η τελευταία εντάσσεται πλέον στις χώρες-μέλη με χαμηλό λόγο δημόσιου χρέους).<sup>5</sup> Ενδεικτικά σημειώνεται ότι η Ελλάδα υλοποιεί πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, το οποίο περιλαμβάνει πρωτογενή πλεονάσματα βάσει των όρων της ενισχυμένης εποπτείας ύψους 3,5% του ΑΕΠ μέχρι το 2022 και χαμηλότερα, αλλά αρκετά υψηλά, στη συνέχεια. Αντίθετα, στις χώρες-μέλη με βραδεία μείωση ή απουσία μείωσης του δημόσιου χρέους υπήρξε ελλιπής εκπλήρωση των δημοσιονομικών υποχρεώσεων, είτε αυτές αφορούν το ρυθμό προσέγγισης του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου είτε το ρυθμό μείωσης της υπέρβασης του λόγου του χρέους από την τιμή αναφοράς 60% του ΑΕΠ. Οι αιτίες για την ελλιπή αυτή εκπλήρωση διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Σε κάποιες χώρες, όπως η Ιταλία, καταγράφονται σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα επί σειρά ετών (1,5% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την τελευταία δεκαετία) και σε μεγάλο βαθμό η αδυναμία μεί-

ωσης του χρέους οφείλεται στους πολύ χαμηλούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ και στην αρνητική διαφορά ρυθμών ανάπτυξης-επιτοκίου, ενώ σε άλλες, όπως η Γαλλία, καταγράφονται πρωτογενή ελλείμματα ή στο Βέλγιο χαμηλά πρωτογενή πλεονάσματα της τάξεως του 0,3% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την τελευταία δεκαετία.

Στην Ελλάδα, ο λόγος του δημόσιου χρέους ακολούθησε ανοδική πορεία μέχρι και το 2016, ενώ σημείωσε μικρή πτώση το 2017 και σημαντική αύξηση το 2018, καθώς η αυξητική επίδραση των δανείων του ESM για τη δημιουργία ταμειακού αποθέματος υπερέβη τη μειωτική επίδραση άλλων παραγόντων. Το 2019 και το 2020 προβλέπεται –σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή– ταχεία αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους υπό την επίδραση των υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων και των σχετικά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης σε συνδυασμό με τα ισχύοντα χαμηλά επιτόκια.

### 3 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ<sup>6</sup> ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΝΤ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΚΤ

Αναταποκρινόμενο σε σχετικό αίτημα του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στις αρχές του 2019, το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Συμβούλιο (ΕΔΣ) προέβη σε αξιολόγηση<sup>7</sup> των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων, επιχειρώντας να απαντήσει σε τρία βασικά ερωτήματα: αν οι κανόνες επέτυχαν α) να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, β) να σταθεροποι-

5 Σε κάποιο βαθμό οφείλεται επίσης και στην πολύ ευνοϊκότερη επίδραση της διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου στις χώρες που έχουν λάβει πακέτα στήριξης και άρα έχουν ένα μεγάλο τμήμα του χρέους τους με πολύ χαμηλό επιτόκιο (σε σχέση με άλλες χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος).

6 Το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Συμβούλιο είναι ένα ανεξάρτητο όργανο με συμβουλευτικές αρμοδιότητες το οποίο ιδρύθηκε το 2015.

7 "Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation", European Fiscal Board, August 2019.



ήσουν την οικονομική δραστηριότητα δρώντας αντικυκλικά και γ) να βελτιώσουν την ποιότητα των δημόσιων οικονομικών.

Όσον αφορά το πρώτο ερώτημα, το ΕΔΣ σημειώνει την αξιολογη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος ως ποσοστού του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και στις χώρες-μέλη, καθώς καμία χώρα δεν βρίσκεται πλέον σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, ενώ και ο αριθμός των χωρών που επέτυχαν το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο βαίνει αυξανόμενος. Επισημαίνεται ωστόσο η αργή προσαρμογή όσον αφορά το δημόσιο χρέος σε ορισμένες χώρες-μέλη, εξέλιξη η οποία μερικώς μόνο αποδίδεται στην αδύναμη οικονομική ανάπτυξη.

Η απάντηση στο δεύτερο ερώτημα τείνει να είναι αρνητική: την περίοδο 2011-13 η δημοσιονομική πολιτική υπήρξε προκυκλική σε πολλές χώρες-μέλη και στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, καθώς κυριάρχησε η ανάγκη αντιμετώπισης της κρίσης χρέους και εδραίωσης της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών. Από το 2014 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής υπήρξε γενικά ουδέτερη, αλλά μετατράπηκε σε προκυκλική τη διετία 2017-18, καθώς δεν αξιοποιήθηκε η αρκετά εύρωστη οικονομική ανάκαμψη για να μειωθεί το δημόσιο χρέος.

Όσον αφορά το τρίτο ερώτημα, το ΕΔΣ υποστηρίζει ότι δεν μπορεί να δοθεί μία γενική απάντηση, διότι το κριτήριο της ποιότητας των δημόσιων οικονομικών περιλαμβάνει πολλές διαστάσεις, μεταξύ των οποίων η σύνθεση των δημόσιων δαπανών και εσόδων, και αντανάκλα πολιτικές προτεραιότητες κάθε χώρας-μέλους. Ωστόσο, μπορούν να συναχθούν ορισμένα συμπεράσματα. Σύμφωνα με το ΕΔΣ, οι ευρωπαϊκοί δημοσιονομικοί κανόνες δεν μπόρεσαν να αποτρέψουν τη μείωση των δημόσιων επενδύσεων ως ποσοστού των πρωτογενών δαπανών, ιδιαίτερα σε χώρες-μέλη με υψηλό δημόσιο χρέος, παρότι υπήρξαν ευνοϊκές ρυθμίσεις όπως η υιοθέτηση της ευελιξίας στην εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων στην περίπτωση πραγματοποίησης αυξημένων δημόσιων επενδύσεων και σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επίσης μειώθηκαν, ως ποσοστό του ΑΕΠ, στις περισσότερες χώρες-μέλη οι παραγωγικές δημόσιες δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη, εκπαίδευση και μεταφορές.

Το ΕΔΣ διαπιστώνει επίσης ότι η εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων έχει γίνει υπέρμετρα περίπλοκη και αδιαφανής, τόσο λόγω της πληθώρας στόχων, περιορισμών και διευκρινιστικών διατάξεων επ' αυτών όσο και λόγω της υπερβολικής εξάρτησης από μη παρατηρήσιμους (non-observable) δείκτες, όπως το παραγωγικό κενό και το δυνητικό ΑΕΠ, για την αξιολόγηση της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Με βάση τα ευρήματα της αξιολόγησης, οι προτάσεις του ΕΔΣ για τη βελτίωση του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου και της εφαρμογής του εστιάζονται στην απλοποίηση των κανόνων με τη θέσπιση α) ενός μόνο στόχου, της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, το οποίο δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 60% του ΑΕΠ, β) ενός μόνο λειτουργικού δείκτη, του ρυθμού αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών, ο οποίος δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το δυνητικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ,<sup>8</sup> και γ) μίας μόνο γενικής ρήτρας διαφυγής (escape clause), η οποία θα ενεργοποιείται κατόπιν αξιολόγησης από ανεξάρτητο δημοσιονομικό θεσμό. Σύμφωνα με το ΕΔΣ, η σύνδεση του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών με το δυνητικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ θα έχει αυτόματη σταθεροποιητική επίδραση στην οικονομία. Το ΕΔΣ υποστηρίζει, περαιτέρω, την υιοθέτηση κάποιας μορφής “χρυσού κανόνα” (golden rule), βάσει του οποίου θα εξαιρούνται από τον υπολογισμό των πρωτογενών δαπανών δημόσιες δαπάνες φιλικές προς την ανάπτυξη, όπως ορισμένες δημόσιες επενδύσεις. Εκτιμά επίσης ότι η επιβολή κυρώσεων στα κράτη-μέλη που δεν τηρούν τους κανόνες έχει αποδειχθεί στην πράξη δύσκολα εφαρμόσιμη, λόγω έλλειψης πολιτικής συμφωνίας, και ως εναλλακτικό μηχανισμό συμμόρφωσης προτείνει να συνδέεται η πρόσβαση σε ευρωπαϊκά ταμεία με την τήρηση των δημοσιονομικών κανόνων.<sup>9</sup>

8 Σημειώνεται ότι ο έλεγχος του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών αποτελεί ήδη μέρος των δημοσιονομικών κανόνων, αλλά εφαρμόζεται παράλληλα με τον έλεγχο του ρυθμού μείωσης του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος.

9 Μια τέτοια σύνδεση υφίσταται και στο παρόν θεσμικό πλαίσιο, αλλά περιορίζεται στη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος.

Όσον αφορά το συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών σε επίπεδο ζώνης του ευρώ, το ΕΔΣ, παρατηρεί ότι αυτό δεν ήταν στις προτεραιότητες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ), το οποίο στόχευε πρωτίστως στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών των κρατών-μελών. Θα πρέπει ωστόσο να υπάρξει πρόοδος στον τομέα αυτό, ενθαρρύνοντας συνέργειες μεταξύ των δημοσιονομικών κανόνων και των μηχανισμών για την πρόληψη και διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Το ΕΔΣ, εξερχόμενο, όπως αναφέρει, του πλαισίου των ομοιόμορφων δημοσιονομικών κανόνων και λαμβάνοντας υπόψη τη δυσκολία τήρησης του στόχου μείωσης του δημόσιου χρέους και την ανάγκη διασφάλισης της βιωσιμότητάς του, προτείνει τη διακριτή κατά χώρα προσαρμογή του δημόσιου χρέους, είτε τροποποιώντας τις τιμές αναφοράς στο σχετικό πρωτόκολλο της Συνθήκης είτε διαφοροποιώντας το ρυθμό προσαρμογής προς την τιμή αναφοράς του χρέους σε μια διαδικασία ανάλογη αυτής που ακολουθείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την εκτίμηση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους ή στις ανάλογες εκθέσεις της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής. Χώρες-μέλη με υψηλό δημόσιο χρέος θα δεσμεύονται για τη μείωσή του, ενώ, συμμετρικά, χώρες-μέλη με χαμηλό δημόσιο χρέος θα δεσμεύονται να αυξήσουν τις δημόσιες δαπάνες τους που είναι φιλικές προς την ανάπτυξη, ιδιαίτερα αυτές που έχουν θετικές διασυννοριακές επιδράσεις.

Υπέρ της απλοποίησης των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων με επίκεντρο την ευρύτερη χρήση του δείκτη των δημόσιων δαπανών και την ενίσχυση της συνέπειας μεταξύ του προληπτικού και του διορθωτικού σκέλους του ΣΣΑ έχει ταχθεί και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ήδη από το 2015.<sup>10</sup> Σε πρόσφατη έκθεσή του για τη ζώνη του ευρώ<sup>11</sup> το ΔΝΤ επανέρχεται στην ανάγκη βελτίωσης και απλοποίησης των δημοσιονομικών κανόνων και προτείνει επίσης τη δημιουργία ενός “κεντρικού δημοσιονομικού μέσου” (central fiscal capacity) το οποίο θα μπορούσε να ενισχύσει τη δυνατότητα μακροοικονομικής σταθεροποίησης.

Η ΕΚΤ, σε πρόσφατη μελέτη της,<sup>12</sup> συμμερίζεται την άποψη για τη χρησιμότητα του δείκτη μεταβολής των δημόσιων δαπανών οι οποίες είναι υπό τον έλεγχο των εθνικών δημοσιονομικών αρχών, παρότι αναγνωρίζει ότι θα είναι ιδιαίτερα δύσκολο να εγκαταλειφθούν δείκτες που είναι βασικά στοιχεία της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, όπως η υποχρέωση για δημοσιονομική θέση ισοσκελισμένη ή πλεονασματική, εκφραζόμενη σε κυκλικά προσαρμοσμένους όρους. Προτείνει τη μεγαλύτερη συμμετοχή των κρατών-μελών στον υπολογισμό του κυκλικά προσαρμοσμένου δημοσιονομικού αποτελέσματος –ώστε να αυξηθεί η “ιδιοκτησία” και αποδοχή των σχετικών δεικτών– ως πιθανή λύση στο πρόβλημα της αμφισβήτησης των σχετικών εκτιμήσεων. Η μελέτη υποστηρίζει ότι η τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ για το δημοσιονομικό έλλειμμα θα πρέπει να ερμηνεύεται ως ανώτατο όριο και όχι ως στόχος, όπως συμβαίνει τώρα σε ορισμένες περιπτώσεις, και υπογραμμίζει την ανάγκη μεγαλύτερης συνέπειας μεταξύ των δημοσιονομικών στόχων για το έλλειμμα και το χρέος.<sup>13</sup>

Τόσο η μελέτη της ΕΚΤ όσο και το ΕΔΣ συμπίπτουν στη διαπίστωση ότι ο κανόνας για το δημόσιο χρέος (δηλαδή η υποχρέωση μείωσης της υπέρβασης του λόγου του χρέους από το 60% του ΑΕΠ κατά 1/20 ετησίως) πρακτικά δεν εφαρμόζεται από την Επιτροπή και το Συμβούλιο στην περίπτωση ορισμένων χωρών-μελών με υψηλό δημόσιο χρέος –η προσοχή των ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων έχει εστιάσει στην εκπλήρωση των λιγότερο απαιτητικών υποχρεώσεων του προληπτικού σκέλους του ΣΣΑ– και θα πρέπει να εξεταστεί η αναθεώρησή του με

10 IMF (2015), “Reforming fiscal governance in the European Union”.

11 IMF, “Euro area policies”, 2018 Article IV consultation, July 2018.

12 ECB (2019), “Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform”, Occasional Paper No. 231.

13 Η μελέτη αναφέρει, για παράδειγμα, ότι ο στόχος για δημοσιονομική θέση ισοσκελισμένη ή πλεονασματική συνεπάγεται, μακροπρόθεσμα, μηδενικό δημόσιο χρέος και όχι 60% του ΑΕΠ. Επίσης, ο ονομαστικός στόχος 3% του ΑΕΠ, τον οποίο φαίνεται να ακολουθούν ορισμένες χώρες-μέλη, δεν διασφαλίζει την επίτευξη της τιμής αναφοράς 60% του ΑΕΠ για το δημόσιο χρέος, κυρίως λόγω της σημαντικά χαμηλότερης μέσης ονομαστικής ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ μετά την κρίση (περίπου 3%, έναντι 5% περίπου την περίοδο της Συνθήκης του Μάαστριχτ).

επέκταση της χρονικής περιόδου για την επίτευξή του, ενώ αφήνουν ανοικτό και το ενδεχόμενο ελάφρυνσης του απαιτούμενου ρυθμού μείωσης της υπέρβασης του χρέους από το 60% του ΑΕΠ. Τόσο το ΕΔΣ όσο και η ΕΚΤ εκτιμούν ότι οι τιμές αναφοράς, δηλαδή το 3% του ΑΕΠ για το δημοσιονομικό έλλειμμα και το 60% του ΑΕΠ για το δημόσιο χρέος, θα πρέπει να διατηρηθούν, τόσο διότι η αλλαγή τους θα απαιτούσε τροποποίηση των Συνθηκών, μια διαδικασία που θα ήταν εξαιρετικά δυσχερής, όσο και διότι εξακολουθούν να έχουν οικονομική λογική αλλά και υψηλή “αναγνωρισιμότητα” από το κοινό και τις κυβερνήσεις.

Σύμφωνα με τη μελέτη της ΕΚΤ, ενδεχόμενες τροποποιήσεις των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων με στόχο την αντιμετώπιση των αδυναμιών που έχουν διαπιστωθεί θα πρέπει να διέπονται από τις ακόλουθες αρχές: α) να βασίζονται σε στέρεη οικονομική λογική και να έχουν συνέπεια μεταξύ τους, β) να είναι κατά κανόνα υπό τον έλεγχο και την “ιδιοκτησία” των εθνικών κυβερνήσεων, γ) να παρέχουν κίνητρα για δημοσιονομική πειθαρχία, δ) η εφαρμογή τους να αξιολογείται με αντικειμενικότητα και διαφάνεια και με τη μικρότερη δυνατή πολιτική εκτίμηση και ε) να έχουν σαφώς καθορισμένες “ρήτρες διαφυγής” σε περίπτωση σοβαρών δυσμενών εξελίξεων και κρίσεων.

#### 4 Η ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

Όπως προβλέπεται από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε πρόσφατα έκθεση<sup>14</sup> στο πλαίσιο της επανεξέτασης των κανόνων για την οικονομική διακυβέρνηση στην ΕΕ, όπως έχουν διαμορφωθεί με την υιοθέτηση το 2011 και το 2013 σειράς νομοθετημάτων για την ενίσχυση της δημοσιονομικής εποπτείας και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών καθώς και για την πρόληψη και διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Ταυτόχρονα, η Επιτροπή εγκαινίασε την έναρξη επίσημης διαβούλευσης για ενδεχόμενες αλλαγές στην οικονομική διακυβέρνηση, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αφορούν τους δημοσιονομικούς κανόνες.

Η επανεξέταση επιδιώκει να εκτιμήσει πόσο αποτελεσματικό υπήρξε το πλαίσιο οικονομικής εποπτείας στην επίτευξη τριών βασικών στόχων:

- της διασφάλισης της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών και της οικονομικής ανάπτυξης, καθώς και της αποφυγής μακροοικονομικών ανισορροπιών,
- του καλύτερου συντονισμού των οικονομικών πολιτικών και
- της προώθησης της σύγκλισης στις οικονομικές επιδόσεις των κρατών-μελών.

Η έκθεση καταγράφει θετικά στοιχεία αλλά και αδυναμίες στην εφαρμογή του ευρωπαϊκού πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αντανακλούν τα ευρήματα της αξιολόγησης του ΕΔΣ αλλά και άλλων οργανισμών και αναλυτών.

Στα θετικά στοιχεία συμπεριλαμβάνονται κυρίως η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους και η συμβολή στη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, εξελίξεις οι οποίες συνέβαλαν στη δημιουργία συνθηκών που προάγουν τη βιώσιμη ανάπτυξη και την απασχόληση, την ενίσχυση της ανθεκτικότητας και τη μείωση της ευπάθειας των οικονομιών έναντι οικονομικών διαταραχών. Υπήρξε επίσης σταδιακή σύγκλιση των επιδόσεων των οικονομιών των κρατών-μελών, ενώ η θέσπιση κοινού δημοσιονομικού χρονοδιαγράμματος για τις χώρες της ζώνης του ευρώ, και οι διαβουλεύσεις επί των σχεδίων των προϋπολογισμών, συνέβαλαν στο στενότερο συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών εντός της ζώνης του ευρώ. Στις αδυναμίες συμπεριλαμβάνονται οι μεγάλες αποκλίσεις ανάμεσα στα κράτη-μέλη όσον

14 European Commission, Communication on Economic governance review – Report on the application of Regulations (EU) No 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 and 473/2013 and on the suitability of Council Directive 2011/85/EU, 5.2.2020.

αφορά το δημόσιο χρέος και η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των δημοσιονομικών κανόνων η οποία αποβαίνει εις βάρος της διαφάνειας και της “ιδιοκτησίας” των κανόνων από τα κράτη-μέλη, ενώ η δημοσιονομική πολιτική υπήρξε συχνά προκυκλική. Διαπιστώνεται επίσης ότι το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής στις περισσότερες περιπτώσεις δεν είναι φιλικό προς την ανάπτυξη. Στα αρνητικά στοιχεία καταγράφεται και η αδυναμία διαμόρφωσης της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, η οποία δυσχεραίνεται από την έλλειψη ενός “κεντρικού δημοσιονομικού μέσου”.

Σύμφωνα με την Επιτροπή, στη δημόσια διαβούλευση, η οποία θα διαρκέσει μέχρι το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2020, θα λάβουν μέρος τα κράτη-μέλη, τα θεσμικά όργανα της ΕΕ, οι κοινωνικοί εταίροι και ερευνητικά ιδρύματα. Τα παρακάτω ερωτήματα θα αποτελέσουν, μεταξύ άλλων, αντικείμενο των συζητήσεων στο πλαίσιο της διαβούλευσης:

α) Πώς θα μπορούσε να βελτιωθεί το θεσμικό πλαίσιο ώστε να διασφαλίζει βιώσιμα δημόσια οικονομικά, να συμβάλλει στη βελτίωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και να αποτρέπει τη δημιουργία νέων; β) Πώς μπορεί να διασφαλιστούν υπεύθυνες δημοσιονομικές πολιτικές που διασφαλίζουν τόσο τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομιών όσο και τη βραχυπρόθεσμη σταθεροποίηση της δραστηριότητας; γ) Ποιος θα μπορούσε να είναι ο ρόλος του ευρωπαϊκού πλαισίου εποπτείας στην παροχή κινήτρων στα κράτη-μέλη για τη διενέργεια διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων ώστε να αντιμετωπίζουν επιτυχώς οικονομικές, κοινωνικές και περιβαλλοντικές προκλήσεις με ταυτόχρονη διασφάλιση έναντι των κινδύνων για τη βιωσιμότητα του χρέους; δ) Πώς μπορεί να επιτευχθεί απλοποίηση των κανόνων και να βελτιωθεί η διαφάνεια στη εφαρμογή τους; ε) Πώς θα μπορούσε να εστιαστεί η εποπτεία σε κράτη-μέλη που αντιμετωπίζουν τις πιο πιεστικές προκλήσεις πολιτικής και να επιτευχθεί ποιοτικός διάλογος και δεσμεύσεις; στ) Πώς θα μπορούσε το θεσμικό πλαίσιο να διασφαλίσει αποτελεσματική επιβολή των κανόνων και ποιος θα μπορούσε να είναι ο ρόλος των κυρώσεων και των θετικών κινήτρων; ζ) Ενδείκνυται η ενίσχυση των εθνικών δημοσιονομικών συμβουλίων και η διαδραστικότητά τους με το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο; η) Πώς θα μπορούσε να ληφθεί υπόψη η διάσταση της ζώνης του ευρώ και οι στόχοι για τη βάθυνση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης; θ) Στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού εξαμήνου, πώς θα μπορούσαν να λειτουργήσουν καλύτερα το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η Διαδικασία για τις Μακροοικονομικές Ανισορροπίες ώστε να βελτιωθεί ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών ανάμεσα στα κράτη-μέλη;

Η Επιτροπή θα ανακοινώσει τις προτάσεις της για ενδεχόμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και την εφαρμογή του πριν το τέλος του 2020.

## 5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ την τελευταία δεκαετία δείχνουν σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή, αλλά και ορισμένες αδυναμίες στην εφαρμογή των σχετικών ευρωπαϊκών κανόνων.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε δραστικά και καμία χώρα-μέλος δεν βρίσκεται πλέον σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, ενώ θετικές υπήρξαν και οι επιδόσεις όσον αφορά την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου στο πλαίσιο του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ωστόσο, η βραδεία αποκλιμάκωση, ή ακόμη και ελαφρά αύξηση, του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ σε ορισμένες χώρες-μέλη με υψηλό δημόσιο χρέος, η οποία αντανακλάται και στη βραδεία μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αποτελεί σημαντική αδυναμία της εφαρμογής των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων και είναι ένα από τα σημεία στα οποία αναμένεται να επικεντρωθούν οι επίσημες διαβουλεύσεις για ενδεχόμενη αναθεώρησή τους, η οποία έχει ήδη δρομολογηθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Η αξιολόγηση των δημοσιονομικών κανόνων από το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Συμβούλιο έδειξε επίσης ότι η δημοσιονομική πολιτική στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και σε πολλές χώρες-μέλη δεν έδρασε αντικυκλικά ώστε να ενισχύσει την οικονομική δραστηριότητα σε περιόδους επιβράδυνσης της οικονομίας και, αντίστοιχα, τη δημοσιονομική προσαρμογή σε περιόδους οικονομικής ανόδου. Επιπλέον, δεν υπήρξε σαφής βελτίωση της ποιότητας των δημόσιων οικονομικών ώστε να ενισχυθούν οι επενδύσεις, το αναπτυξιακό δυναμικό των οικονομιών και η πραγματική σύγκλιση. Επισημάνθηκε ακόμη ότι η εφαρμογή των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων έχει γίνει υπέρμετρα περίπλοκη και αδιαφανής τόσο λόγω της πληθώρας στόχων, περιορισμών και διευκρινιστικών διατάξεων όσο και λόγω της υπερβολικής εξάρτησης από μη παρατηρήσιμους (non-observable) δείκτες.

Με βάση τα ευρήματα της αξιολόγησης, το ΕΔΣ πρότεινε την απλοποίηση των κανόνων με τη θέσπιση α) ενός μόνο στόχου, της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, β) ενός μόνο λειτουργικού δείκτη, του ρυθμού αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών, ο οποίος δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το δυνητικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, και γ) μίας μόνο γενικής ρήτρας διαφυγής (escape clause), η οποία θα ενεργοποιείται κατόπιν αξιολόγησης από ανεξάρτητο δημοσιονομικό θεσμό. Το ΕΔΣ υποστηρίζει επίσης την υιοθέτηση κάποιας μορφής “χρυσού κανόνα” (golden rule), βάσει του οποίου θα εξαιρούνται από τον υπολογισμό των πρωτογενών δαπανών δημόσιες δαπάνες φιλικές προς την ανάπτυξη, όπως ορισμένες δημόσιες επενδύσεις. Προτείνει επίσης να αντικατασταθούν οι κυρώσεις, που αποδείχθηκαν ατελέσφορες, με ισχυρότερα κίνητρα για την εκπλήρωση των δημοσιονομικών υποχρεώσεων.

Σε πρόσφατη έκθεσή της για την οικονομική διακυβέρνηση στην ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αξιολογεί ως θετική τη συμβολή του ευρωπαϊκού θεσμικού πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση στη διασφάλιση βιώσιμων δημόσιων οικονομικών και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, αλλά διαπιστώνει και αδυναμίες οι οποίες θα πρέπει να διορθωθούν. Προς το σκοπό αυτό, η Επιτροπή εγκαινίασε ευρεία δημόσια διαβούλευση για τους τρόπους βελτίωσης της οικονομική διακυβέρνησης που αφορούν, μεταξύ άλλων, την εποπτεία και το συντονισμό των δημοσιονομικών και οικονομικών πολιτικών, καθώς και το ρόλο του ευρωπαϊκού πλαισίου εποπτείας στην παροχή κινήτρων στα κράτη-μέλη για τη διενέργεια διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων ώστε να αντιμετωπίζουν επιτυχώς οικονομικές, κοινωνικές και περιβαλλοντικές προκλήσεις με ταυτόχρονη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Με βάση τα αποτελέσματά της διαβούλευσης, η Επιτροπή θα παρουσιάσει πριν από το τέλος του 2020 προτάσεις για τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση.





# Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Εξωτερικοί παράγοντες προκάλεσαν εξασθέ-  
νιση της οικονομικής ανάκαμψης και των πλη-  
θωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ. Με  
στόχο την αποκατάσταση της σταθερότητας των  
τιμών μεσοπρόθεσμα, το Διοικητικό Συμβούλιο  
της ΕΚΤ θέσπισε σειρά μέτρων πολιτικής το  
2019: μείωση του επιτοκίου στην πάγια διευκό-  
λυνση αποδοχής καταθέσεων, βελτίωση των  
όρων τήρησης ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους  
των τραπεζών στις οικείες εθνικές κεντρικές τρά-  
πεζες, επανέναρξη οριστικών αγορών τίτλων  
πλέον των τίτλων που αποκτώνται για επανεπέν-  
δυση, διεξαγωγή τρίτης σειράς στοχευμένων  
πράξεων. Ως πλέον πρόσφατες καθοδηγητικές  
ενδείξεις (forward guidance), το Σεπτέμβριο του  
2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοί-  
νωσε ότι τα βασικά επιτόκια θα παραμείνουν στα  
επίπεδα που έχουν διαμορφωθεί μετά την ανα-  
προσαρμογή προς τα κάτω, χωρίς να αποκλεί-  
ονται περαιτέρω μειώσεις. Οι αγορές τίτλων σε  
καθαρή βάση θα μηδενιστούν και πάλι, λίγο πριν  
το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση των βασι-  
κών επιτοκίων. Τέλος, η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων  
στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος θα εξακολουθήσει πολύ μετά την ημερομηνία κατά την  
οποία θα αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια.

**Διάγραμμα III.1 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ  
(Ιανουάριος 2011 - Φεβρουάριος 2020)**



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Ήδη από τα τέλη του 2018 καταγράφηκε εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.1). Προκειμένου να αναχαιπιστεί η εξέλιξη αυτή, το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε νέα σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III).

Το Σεπτέμβριο του 2019, δεδομένης της υποχώρησης των δεικτών των πληθωριστικών προσδοκιών σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, αλλά και της σημαντικής αναθεώρησης προς τα κάτω των μακροοικονομικών προβλέψεων των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για το ρυθμό καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation), το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε δέσμη περαιτέρω μέτρων επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε στο -0,50%. Ανακοινώθηκε ότι δεν αποκλείεται περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων εάν στο μέλλον διαπιστωθεί ότι ο πληθωρισμός δεν θα επιστρέψει στις επιθυμητές τιμές εντός του μεσοπρόθεσμου ορίζοντα των μακροοικονομικών προβλέψεων που υποβάλλονται τακτικά στο Διοικητικό Συμβούλιο. Αποφασίστηκε να ξαναρχίσουν οι καθαρές αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς. Οι αγορές τίτλων θα συ-

<sup>1</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 3.3.2020.

νεχιστούν σε καθαρή βάση μέχρι λίγο πριν αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια. Από την άλλη πλευρά, η πολιτική επανεπένδυσης θα εξακολουθήσει και μετά το εν λόγω χρονικό σημείο για όσο χρειαστεί να παραμείνει υψηλός ο βαθμός στον οποίο η νομισματική πολιτική ακολουθεί αρκούντως διευκολυντική κατεύθυνση. Επιτράπηκαν οι αγορές από το Ευρωσύστημα ενός ευρέος φάσματος τίτλων με απόδοση περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Βελτιώθηκαν οι όροι διεξαγωγής της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με: α) προσφορά (υπό προϋποθέσεις) στα πιστωτικά ιδρύματα ακόμη ελκυστικότερου επιτοκίου χρηματοδότησης και β) επιμήκυνση της διάρκειας των πράξεων, ενώ επιπλέον γ) προβλέφθηκε δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης. Τέλος, εξασφαλίστηκε ότι σημαντικό μέρος των ρευστών διαθεσίμων που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες θα τοκίζεται με μη αρνητικό (επί του παρόντος μηδενικό) επιτόκιο.

Τον Ιανουάριο του 2020 ανακοινώθηκε ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει σε εκ θεμελίων διεξοδική επανεξέταση της στρατηγικής που ακολουθείται για τη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η επανεξέταση θα ολοκληρωθεί κατά το τρέχον έτος.

## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Η εφαρμογή εκ μέρους του Ευρωσυστήματος του προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) συντελέστηκε σε διευρυμένη κλίμακα από το Μάρτιο του 2015, με στόχο να αντιμετωπιστεί ο κίνδυνος ανάπτυξης συνθηκών αποπληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση.

Τον Οκτώβριο του 2018 το Ευρωσύστημα περιόρισε τις κατά μήνα καθαρές αγορές τίτλων από 30 σε 15 δισεκ. ευρώ, ενώ από την αρχή του 2019 και ύστερα οι καθαρές αγορές τίτλων μηδενίστηκαν.

Κατά το χρονικό διάστημα που ακολούθησε παρουσιάστηκαν ενδείξεις σημαντικής επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, χωρίς ωστόσο να διακοπεί η οικονομική ανάκαμψη. 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.

Διάφορες γεωπολιτικές εξελίξεις επέτειναν την αβεβαιότητα, ενώ υιοθετήθηκε σειρά περαιτέρω μέτρων εμπορικού προστατευτισμού στην παγκόσμια οικονομία. Πολλές αναδυόμενες οικονομίες εμφάνισαν ευπάθειες. Από την άλλη πλευρά, καταγράφηκαν ισχυρή άνοδος του επιπέδου απασχόλησης και αύξηση των μισθών στη Νομισματική Ένωση, που επηρεάζουν θετικά την οικονομική δραστηριότητα και αποτρέπουν την περαιτέρω εξασθένηση του πληθωρισμού.

Προκειμένου να αντισταθμιστούν οι συνέπειες της επιβράδυνσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης για την εξέλιξη των τιμών, το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε εκ νέου διεξαγωγή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) με τριμηνιαία συχνότητα μεταξύ Σεπτεμβρίου 2019 και Μαρτίου 2021. Η τρίτη αυτή σειρά στοχευμένων πράξεων θα έχει ως αποτέλεσμα τη χορήγηση χρηματοδότησης προς τα πιστωτικά ιδρύματα στη ζώνη του ευρώ ύψους ισοδύναμου με το 30% του υπολοίπου (κατά την 28η Φεβρουαρίου 2019) των πιστώσεων τους προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά πλην στεγαστικών δανείων. Τονίστηκε ότι οι πράξεις δεν αποσκοπούν στη διευκόλυνση της πρόσβασης του δημόσιου τομέα στο τραπεζικό σύστημα.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο παρέτεινε τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του β' τριμήνου 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.

Στη συνέχεια, τον Ιούνιο του 2019 ανακοινώθηκε ότι το επιτόκιο χρηματοδότησης μέσω των πράξεων TLTRO-III θα ήταν εν γένει 10 μονάδες βάσης υψηλότερο από το επιτόκιο των πρά-

ξων κύριας αναχρηματοδότησης. Ωστόσο, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων των οποίων η πιστωτική επέκταση θα υπερέβαινε το επίπεδο αναφοράς (“benchmark”)<sup>2</sup> θα ήταν δυνατόν να τεθεί χαμηλότερα, δηλαδή μόλις 10 μονάδες βάσης υψηλότερα από το μέσο όρο του επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά τη διάρκεια της στοχευμένης πράξης.

Όσον αφορά τις καθοδηγητικές ενδείξεις με αντικείμενο τα πιθανά μέτρα νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (forward guidance), οι οποίες ανακοινώθηκαν κατά το χρονικό διάστημα από την αρχή του 2019 μέχρι πριν τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2019, το χρονικό σημείο οπότε ενδέχεται να λάβει χώρα η πρώτη αύξηση των βασικών επιτοκίων είχε τοποθετηθεί μετά τα τέλη του 2019. Είχε επιπρόσθετα ανακοινωθεί ότι, εάν μέχρι τότε δεν είχε εξασφαλιστεί η επιθυμητή εξέλιξη του πληθωρισμού, τα βασικά επιτόκια θα διατηρούνταν στα ισχύοντα επίπεδα όσο ακόμη χρειαζόταν.

Ωστόσο, οι ενδείξεις εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκαν. Έτσι, το Σεπτέμβριο του 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού εξακολουθούσε να υπολείπεται των επιθυμητών επιπέδων. Οι μακροοικονομικές προβλέψεις που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο υποδείκνυαν εκ νέου αναθεώρηση προς τα κάτω της εκτιμώμενης πορείας του πληθωρισμού κατά τα αμέσως επόμενα έτη (2020 και 2021, βλ. Πίνακα ΙΙΙ.1), καθώς η επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ αποδείχθηκε μεγαλύτερη από ό,τι αναμενόταν μέχρι εκείνη τη στιγμή και οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα χειροτέρευσαν και επιπλέον εξακολούθησαν να υπόκεινται σε καθοδικούς κινδύνους.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε εξάλλου ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμενε υποτονικός. Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας γίνονταν λιγότερο χαλαρές και ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού ήταν υψηλός, εξελίξεις που οδηγούν σε αύξηση του κόστους εργασίας. Ωστόσο, η συνακόλουθη άσκηση ανοδικών πιέσεων στον πυρήνα του πληθωρισμού καθυστερούσε.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε επίσης το γεγονός ότι οι δείκτες πληθωριστικών προσδοκιών είχαν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ο μακροχρόνιος αναμενόμενος πληθωρισμός, δηλ. ο ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος εκτιμάται ότι θα επικρατήσει σε ορίζοντα που ξεκινά μετά την πάροδο πενταετίας από την παρούσα στιγμή, όπως τεκμαίρεται από τις συμφωνίες ανταλλαγής πληθωρισμού που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ακολούθησε πτωτική πορεία και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 1,3% το 2019. Εξάλλου, οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες οι οποίες καταρτίζονται με βάση την έρευνα Survey of Professional Forecasters παρέμειναν κατά μέσο όρο στο 1,8% το 2019 (α' τρίμηνο 2020: 1,7%). Πάντως, η επεξεργασία των στοιχείων για τις τιμές που επικρατούν στην αγορά δικαιωμάτων προαίρεσης για τον πληθωρισμό (inflation options) οδηγεί στο

**Πίνακας ΙΙΙ.1 Προβολές ΕΚΤ/Ευρωσυστήματος για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ**

(ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)

	2019	2020	2021
<b>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή - ΕνΔΤΚ</b>			
<i>προβλεπτικός γύρος:</i>			
Μάρτιος 2019	1,2	1,5	1,6
Ιούνιος 2019	1,3	1,4	1,6
Σεπτέμβριος 2019	1,2	1,0	1,5
Δεκέμβριος 2019	1,2	1,1	1,4
<b>ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής</b>			
<i>προβλεπτικός γύρος:</i>			
Μάρτιος 2019	1,2	1,4	1,6
Ιούνιος 2019	1,1	1,4	1,6
Σεπτέμβριος 2019	1,1	1,2	1,5
Δεκέμβριος 2019	1,0	1,3	1,4
Πηγή: ΕΚΤ.			

<sup>2</sup> Βλ. Απόφαση 2019/1311 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Ιουλίου 2019 σχετικά με την τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, διαθέσιμη στην ιστοσελίδα της ΕΚΤ.

Πίνακας III.2 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2009 21 Ιαν.	1,00	2,00	3,00
11 Μαρ.	0,50	1,50	2,50
8 Απρ.	0,25	1,25	2,25
13 Μαΐου	0,25	1,00	1,75
2011 13 Απρ.	0,50	1,25	2,00
13 Ιουλ.	0,75	1,50	2,25
9 Νοεμ.	0,50	1,25	2,00
14 Δεκ.	0,25	1,00	1,75
2012 11 Ιουλ.	0,00	0,75	1,50
2013 8 Μαΐου	0,00	0,50	1,00
13 Νοεμ.	0,00	0,25	0,75
2014 11 Ιουν.	-0,10	0,15	0,40
10 Σεπ.	-0,20	0,05	0,30
2015 9 Δεκ.	-0,30	0,05	0,30
2016 16 Μαρ.	-0,40	0,00	0,25
2019 18 Σεπ.	-0,50	0,00	0,25

Πηγή: ΕΚΤ.

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

συμπέρασμα ότι οι φορείς της αγοράς δεν θεωρούν πιθανό το ενδεχόμενο μελλοντικής καταγραφής αρνητικών ρυθμών πληθωρισμού.

Υπό το φως της κατά τα ανωτέρω ανάλυσης των εξελίξεων, το Σεπτέμβριο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,50% (βλ. Πίνακα III.2). Οι καθοδηγητικές ενδείξεις όσον αφορά την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον αναπροσαρμόστηκαν. Η μείωση του επιτοκίου, σε συνδυασμό με τις καθοδηγητικές ενδείξεις, θα ασκήσει καθοδική πίεση στις αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών στοιχείων, ιδιαίτερα αυτών με βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες διάρκειες.

Πράγματι, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν πλέον κατ' αρχήν σταθερά. Ταυτόχρονα υπογραμμίστηκε ότι δεν πρέπει να αποκλειστεί το ενδεχόμενο περαιτέρω μειώσεων εάν αυτό καταστεί αναγκαίο προκειμένου οι προοπτικές για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό (headline inflation), κατά τη διάρκεια του (κατά το μέγιστο τριετούς) ορίζοντα των οικονομετρικών προβλέψεων οι οποίες υποβάλλονται περιοδικά στο Διοικητικό Συμβούλιο, να παραμείνουν προσανατολισμένες στη σύγκλιση προς τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος. Όπως είναι γνωστό, το Ευρωσύστημα επιδιώκει την εδραίωση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, δηλαδή την επικράτηση –όχι βεβαίως στιγμιαία, αλλά ιδανικά στο διηνεκές– καταγραφόμενων ρυθμών πληθωρισμού λίγο κάτω του 2%. Επιπλέον, η σύγκλιση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα θα πρέπει να αναμένεται να πραγματοποιηθεί με υψηλό βαθμό βεβαιότητας και ειδικότερα θα πρέπει να επιβεβαιώνεται από την εξέλιξη του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού (underlying inflation). Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού (core inflation) –ως δείκτη του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού– θα πρέπει να καταδεικνύει ενίσχυση των εγχώριων πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ σημείωσε ότι οι προβλέψεις

για τον πληθωρισμό που συμπεριλαμβάνονταν στις μακροοικονομικές προβολές οι οποίες είχαν υποβληθεί στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το Σεπτέμβριο του 2019 υπολείπονταν σημαντικά των επιθυμητών επιπέδων. Έχει επισημανθεί<sup>3</sup> ότι είναι αναγκαίο να σημειωθεί σημαντική αύξηση τόσο του τρέχοντος πληθωρισμού όσο και της μακροοικονομικής πρόβλεψης για το ρυθμό πληθωρισμού που θα επικρατήσει στο μέλλον. Έχει επίσης υποστηριχθεί ότι το Διοικητικό Συμβούλιο δεν θα πρέπει να προβεί σε αύξηση των βασικών επιτοκίων προτού προκύψουν ενδείξεις ότι η σύγκλιση του πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα βρίσκεται σε επαρκώς ώριμο στάδιο. Αναλύοντας μεταξύ άλλων και την εξέλιξη του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο θα αποφύγει τυχόν δυσανάλογες αντιδράσεις εκ μέρους της νομισματικής πολιτικής σε μεταβολές του πληθωρισμού που πηγάζουν από αίτια τα οποία έχουν προσωρινή φύση. Παρομοίως, η παρακολούθηση της πορείας του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού διασφαλίζει ότι οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου δεν θα επηρεαστούν από σφάλματα μέτρησης ή πρόβλεψης.

Επίσης το Σεπτέμβριο του 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να πραγματοποιηθούν εκ νέου, από 1ης Νοεμβρίου 2019, αγορές χρεογράφων σε καθαρή βάση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος μηνιαίου ύψους 20 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP). Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο εξουσιοδότησε τις αγορές τίτλων με απόδοση σε αρνητικότερα επίπεδα από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και εκδότες όχι μόνο από το δημόσιο τομέα (όπως ίσχυε μέχρι τότε), αλλά και από τον ιδιωτικό.

Στο πλαίσιο της παροχής ενδείξεων για την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (*forward guidance*), το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση θα συνεχιστούν για όσο χρόνο χρειαστεί να επικουρούν τη διευκολυντική επίδραση των πολύ χαμηλών βασικών επιτοκίων. Οι καθαρές αγορές θα μηδενιστούν και πάλι, λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση επιτοκίων. Η πολιτική επανεπένδυσης του προϋόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος θα συνεχιστεί για παρατεταμένο διάστημα και μετά το χρονικό σημείο οπότε θα αρχίσουν εκ νέου τα βασικά επιτόκια να αυξάνονται. Η πολιτική αυτή θα εξακολουθήσει για όσο χρόνο θα παραμένει αναγκαίο οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ να είναι ιδιαίτερος ευνοϊκές και ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική ακολουθεί διευκολυντική κατεύθυνση να διατηρηθεί υψηλός.

Η επανέναρξη των καθαρών αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος θα συμπληρώσει την επίδραση των καθοδηγητικών ενδείξεων. Επειδή η πορεία των βασικών επιτοκίων είναι αλληλένδετα δεμένη με την πορεία των δεικτών του πληθωρισμού (καταγραφόμενος πληθωρισμός, πυρήνας του πληθωρισμού), κατ' αντιστοιχία ο ορίζοντας των καθαρών αγορών τίτλων έχει πλέον καταστεί μεταβλητός και ειδικότερα έχει συνδεθεί με τον καταγραφόμενο βαθμό προόδου ως προς την επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό.

Επίσης το Σεπτέμβριο του 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επαναπροσδιόρισε ορισμένες τεχνικές παραμέτρους της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων TLTRO-III κατά τρόπο ώστε η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να γίνει ακόμη πιο διευκολυντική. Ειδικότερα, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων μέσω μίας στοχευμένης πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα τίθεται κατ' αρχήν ίσο προς τη μέση τιμή του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (MRO), όπως αυτή θα διαμορφωθεί κατά το χρονικό διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας πραγματοποίησης και της ημερομηνίας εξόφλησης της στοχευμένης πράξης. Πάντως, τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία θα επιτυγχάνουν υπέρβαση (μεταξύ τέλους Μαρτίου 2019 και Μαρτίου 2021) του επιπέδου αναφοράς, το οποίο έχει καθοριστεί (βάσει γενικού τύπου που εφαρμόζεται για κάθε πιστωτικό ίδρυμα) για την καθαρή πι-

3 Schumacher, J. and I. Van Robays (2019), "The September policy package", ECB, *Economic Bulletin*, 6/2019.

στωτική τους επέκταση,<sup>4</sup> θα απολαύουν χαμηλότερου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα. Για αυτά τα πιστωτικά ιδρύματα, το επιτόκιο χρηματοδότησης μέσω συμμετοχής σε μια στοχευμένη πράξη στην τρίτη σειρά θα είναι δυνατόν να φθάσει επίπεδα τόσο χαμηλά όσο η μέση τιμή του επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (η οποία κατά τα τελευταία έτη είναι αρνητική) που θα καταγραφεί κατά τη διάρκεια της στοχευμένης πράξης.

Εξάλλου, η διάρκεια των εν λόγω πράξεων, που αρχικά, το Μάρτιο του 2019, είχε τεθεί στα δύο έτη, επανακαθορίστηκε στα τρία έτη, που αντιπροσωπεύουν τη συνήθη διάρκεια των τραπεζικών δανείων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων σε πάγια κεφάλαια. Επίσης, θεσπίστηκε δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης στο Ευρωσύστημα της χρηματοδότησης που έχει αντληθεί μέσω μίας στοχευμένης πράξης δύο έτη μετά το διακανονισμό της εν λόγω πράξης.

Η βελτίωση των όρων διενέργειας των στοχευμένων πράξεων (σε σύγκριση με αυτούς που είχαν ανακοινωθεί αρχικά) ενισχύει την αποτελεσματικότητά τους και έτσι θα καταστήσει ευνοϊκότερη την εξέλιξη των συνθηκών χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, πράγμα που θα διασφαλίσει ότι οι τράπεζες θα είναι σε θέση να πιστοδοτούν τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά με πολύ ελκυστικούς όρους.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να διακρίνονται οι καταθέσεις (εκτός των υποχρεωτικών καταθέσεων) τις οποίες τα πιστωτικά ιδρύματα τηρούν στις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε δύο τμήματα (tiers), εκ των οποίων μόνο το ένα τμήμα βαρύνεται πλέον με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος. Κάθε εμπορική και επενδυτική τράπεζα στη ζώνη του ευρώ (με ελάχιστες εξαιρέσεις) υποχρεούται να τηρεί κατάθεση στην οικεία εθνική κεντρική τράπεζα. Το ύψος της εν λόγω κατάθεσης δεν περιορίζεται από την κεντρική τράπεζα σε ημερήσια βάση, αλλά λογίζεται κατά μέσο όρο κατά την προκαθορισμένη περίοδο τήρησης (averaging), η οποία έχει συνήθως διάρκεια 5-7 εβδομάδων. Το μέσο ύψος της υποχρεωτικής κατάθεσης πρέπει να ισοδυναμεί με το 1% του μέρους εκείνου του παθητικού των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών<sup>5</sup> που αντιστοιχεί: α) σε καταθέσεις πελατών τους (δηλ. εξαιρουμένων των διατραπεζικών θέσεων) με αρχική διάρκεια ή περίοδο προειδοποίησης (at notice) μέχρι 2 έτη και β) σε ομολογιακούς τίτλους, εκτός των μακροπρόθεσμων (δηλ. με αρχική διάρκεια μέχρι 2 ετών), τους οποίους έχουν εκδώσει οι εν λόγω τράπεζες. Το υποσύνολο αυτό του παθητικού των NXI, με βάση το οποίο υπολογίζονται οι υποχρεωτικές καταθέσεις, συμπίπτει κατά προσέγγιση με το M3 μείον τη νομισματική κυκλοφορία. Οι υποχρεωτικές καταθέσεις αμείβονται από το Ευρωσύστημα με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το οποίο παραμένει από 16 Μαρτίου 2016 στο μηδέν.

Από την άλλη πλευρά, τα διαθέσιμα των πιστωτικών ιδρυμάτων που είναι κατατεθειμένα στις εθνικές κεντρικές τράπεζες (εκτός των υποχρεωτικών καταθέσεων), τόσο στο πλαίσιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων όσο και εκτός πάγιας διευκόλυνσης (excess reserves), τοκίζονται με αρνητικό επιτόκιο, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Πλέον, από 30 Οκτωβρίου 2019 και μετά, μέρος των εν λόγω διαθεσίμων φέρει μηδενική απόδοση. Σημειώνεται ότι η απόδοση αυτή είναι δυνατόν να επανακαθοριστεί μελλοντικά σε διαφορετικό, μη μηδενικό, επίπεδο. Για κάθε πιστωτικό ίδρυμα, το συνολικό ύψος

4 Η καθαρή πιστωτική επέκταση ισούται με τις εκταμιεύσεις πιστώσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά πλην στεγαστικών δανείων, μείον τις πληρωμές χρεολυσίων από τους δανειολήπτες προς τα πιστωτικά ιδρύματα. Πραγματοποιούνται επίσης κάποιες τεχνικές προσαρμογές (για τον ορισμό, βλ. Κεφάλαιο VI, υποσημείωση 6).

5 Η υποχρεωτική κατάθεση η οποία πρέπει να τηρηθεί κατά την περίοδο τήρησης N βασίζεται στο ύψος του παθητικού της τράπεζας όπως έχει διαμορφωθεί στο τέλος των δύο ημερολογιακών μηνών T-2 και T-1 που προηγούνται του ημερολογιακού μηνός T στη διάρκεια του οποίου ξεκινά η περίοδος τήρησης N (lagged accounting). Δηλαδή το μέσο ημερήσιο ύψος της υποχρεωτικής κατάθεσης κατά την περίοδο τήρησης που εκτείνεται μεταξύ 18 Μαρτίου και 5 Μαΐου 2020 θα υπολογιστεί με βάση το ύψος του παθητικού της τράπεζας κατά μέσο όρο τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2020.



των μη αρνητικά τοκιζόμενων ρευστών διαθεσίμων καθορίζεται ως πολλαπλάσιο του ύψους της υποχρεωτικής του κατάθεσης.<sup>6</sup>

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ καθόρισε το πολλαπλάσιο αυτό σε εξαπλάσιο αρχικά, έτσι ώστε να μην επηρεαστούν προς μη επιθυμητή κατεύθυνση τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην ενιαία αγορά χρήματος – να παραμείνουν δηλαδή πλησίον του αρνητικού επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Το πολλαπλάσιο αυτό είναι δυνατόν να επαναπροσδιοριστεί εάν μεταβληθεί το ύψος της υπερβάλλουσας ρευστότητας (βλ. παρακάτω) στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ. Απώτερος στόχος των αναπροσαρμογών θα είναι να διασφαλιστεί ότι οι τράπεζες χορηγούν χρηματοδότηση στους πελάτες τους με όρους και υπό προϋποθέσεις που ευθυγραμμίζονται με την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Τυχόν αναπροσαρμογή του εν λόγω πολλαπλασίου θα τίθεται σε ισχύ από την επόμενη περίοδο τήρησης μετά την ανακοίνωσή της από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρακολουθούσε και ανέλυε ήδη από καιρό τις δυνητικές παρενέργειες για τη διαμεσολαβητική δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ (μεταξύ αποταμιευτικών και επενδυτικών κυρίως μονάδων) λόγω της επικράτησης αρνητικών επιτοκίων. Οι δυνητικές παρενέργειες είναι τόσο σοβαρότερες όσο μακρότερο το χρονικό διάστημα που τα επιτόκια παραμένουν αρνητικά και όσο χαμηλότερα κάτω από το μηδέν έχουν διαμορφωθεί. Η απόφαση για διάκριση των συνολικών μη υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στο Ευρωσύστημα σε δύο μέρη λήφθηκε επειδή θεωρήθηκε αναγκαίο να διατηρηθεί η συνεισφορά στο διευκολυντικό χαρακτήρα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής την οποία πραγματοποιεί η πολιτική αρνητικού επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Η συνεισφορά αυτή είναι σημαντική και πρέπει να εξακολουθήσει προκειμένου να υποβοηθηθεί η σύγκλιση του ρυθμού πληθωρισμού προς τα επιδιωκόμενα από το Ευρωσύστημα επίπεδα. Η κερδοφορία των τραπεζών, όπως και άλλων επιχειρήσεων στο χρηματοπιστωτικό τομέα, είναι δυνατόν να επηρεαστεί δυσμενώς λόγω της επικράτησης αρνητικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, με συνέπεια διατάραξη της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης των αποτελεσμάτων της νομισματικής πολιτικής. Εξάλλου, φαίνεται ότι σε ορισμένους καταθέτες (κυρίως επιχειρήσεις) δεν είναι πλέον δυνατόν να προσφερθούν από τα πιστωτικά ιδρύματα θετικά ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων. Η διάκριση των ρευστών διαθεσίμων των πιστωτικών ιδρυμάτων σε δύο μέρη αμβλύνει τις δυσμενείς συνέπειες των αρνητικών επιτοκίων για την κερδοφορία των τραπεζών. Στο μέτρο τούτο, ευνοεί την εκδήλωση της ευεργετικής επιρροής της πολιτικής αρνητικών επιτοκίων για το σύνολο της οικονομίας πλήρως, δίχως δηλαδή τις τυχόν αλλοιώσεις που θα έφερναν οι παρενέργειες. Ταυτόχρονα όμως, η απόφαση για διάκριση των μη υποχρεωτικών καταθέσεων σε δύο τμήματα αποσκοπεί στη θωράκιση της εύρυθμης λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, στην έκταση που η μετάδοση στο περιβάλλον του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης του ευρώ υλοποιείται κυρίως μέσω του τραπεζικού συστήματος.

Υπάρχει πρόβλεψη τόσο α) το κατ' αρχήν μη αρνητικό επιτόκιο επί των ρευστών διαθεσίμων των πιστωτικών ιδρυμάτων το οποίο θα προσφέρει το Ευρωσύστημα όσο και β) το ύψος των ρευστών διαθεσίμων (εκφρασμένο ως πολλαπλάσιο των υποχρεωτικών καταθέσεων) στο οποίο θα εφαρμόζεται το εν λόγω επιτόκιο να δύνανται να μεταβληθούν σε συσχετισμό με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά χρήματος. Αναμένεται ότι αυτό το σχήμα θα συμβάλει σε ενίσχυση του βαθμού μετακύλισης της μείωσης των βασικών επιτοκίων σε αναπροσαρμογές προς τα κάτω των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών.

Τα μέτρα που λήφθηκαν από το Ευρωσύστημα το Σεπτέμβριο του 2019 ασκούν αλληλοενισχυόμενες επιδράσεις. Η συνδυασμένη επίδραση των επιμέρους μέτρων θα έχει ως αποτέλεσμα

6 Κατ' ακρίβεια, ως ύψος της υποχρεωτικής κατάθεσης λαμβάνεται το μέσο υπόλοιπο που καταγράφει ο αντίστοιχος λογαριασμός που τηρεί το πιστωτικό ίδρυμα στην εθνική κεντρική τράπεζα κατά τη διάρκεια κάθε προκαθορισμένης περιόδου τήρησης.

την εφαρμογή νομισματικής ώθησης σημαντικού μεγέθους στην οικονομία της ζώνης του ευρώ και ειδικότερα την επικράτηση πολύ ευνοϊκών επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η επικράτηση τέτοιων συνθηκών χρηματοδότησης θα τροφοδοτήσει την οικονομική επέκταση συμβάλλοντας σε τόνωση της δυναμικής της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Με τη σειρά της η τόνωση της συνολικής δαπάνης θα υποβοηθήσει τη σύγκλιση του πληθωρισμού προς τα επιθυμητά επίπεδα.

Πράγματι, κατά τους μήνες μετά το Σεπτέμβριο, παρουσιάστηκαν κάποιες ενδείξεις συγκράτησης της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, ώστε η οικονομική ανάκαμψη να εξακολουθεί με μέτριους ρυθμούς. Εμφανίστηκαν επίσης ενδείξεις μέτριας ενίσχυσης του υποκείμενου πληθωρισμού, καθώς επίσης και ανάσχεσης της πτωτικής πορείας των πληθωριστικών προσδοκιών. Γενικά πάντως, η δυναμική της οικονομικής ανάπτυξης και οι πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ παραμένουν υποτονικές. Τον Ιανουάριο του 2020 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα παρέμενε και κατά τους αμέσως επόμενους μήνες στα τότε παρατηρούμενα επίπεδα.

Το παγκόσμιο εμπόριο έχει επιβραδυνθεί λόγω των επίμονων παγκόσμιων αβεβαιοτήτων –οι οποίες μόλις πολύ πρόσφατα άρχισαν να αμβλύνονται κάπως– γεγονός που έχει ως αντίκτυπο στη ζώνη του ευρώ αδυναμία της μεταποίησης και προσδοκίες συγκράτησης της αύξησης των πάγιων επενδύσεων. Η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών, όπως και στον τομέα των κατασκευών, παρουσιάζει ανθεκτικότητα, αν και το δεύτερο εξάμηνο του 2019 καταγράφηκε κάποια επιβράδυνση. Οι παράγοντες που αναμένεται να στηρίξουν την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ κατά το εγγύς μέλλον περιλαμβάνουν τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, την περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και των μισθών και τη συνεχιζόμενη άνοδο του παγκόσμιου ΑΕΠ. Κρίνεται πάντως ότι οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές για το ΑΕΠ έχουν αμβλυνθεί, αν και παραμένουν ακόμη καθοδικοί.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανέλαβε ότι θεωρεί αναγκαίο η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος να διατηρήσει πολύ διευκολυντική κατεύθυνση για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, δεδομένων των προοπτικών για υποτονικούς ρυθμούς πληθωρισμού κατά τα αμέσως επόμενα έτη (βλ. Πλαίσιο ΙΙΙ.1).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θα παρακολουθεί στενά την εξέλιξη του πληθωρισμού και την επίδραση που προοδευτικά θα ασκήσουν τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που θέσπισε. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε ότι βρίσκεται σε ετοιμότητα να προχωρήσει, πέρα από τα μέτρα που εφαρμόζει επί του παρόντος, σε τροποποιήσεις εκ νέου των μέσων νομισματικής πολιτικής, εάν αυτό καταστεί αναγκαίο προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να εξακολουθήσει να κατευθύνεται σταθερά προς τις επιθυμητές τιμές. Το Ευρωσύστημα δεσμεύεται για τη λήψη μέτρων που να οδηγούν σε ευθυγράμμιση με το μεσοπρόθεσμο στόχο για πληθωρισμό λίγο κάτω του 2% τόσο σε περίπτωση που οι τιμές αυξάνονται με υπερβολικό ρυθμό όσο και σε περίπτωση που ο καταγραφόμενος πληθωρισμός υπολείπεται σημαντικά του 2%.

Τον Ιανουάριο του 2020 ανακοινώθηκε ότι κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει σε εκ θεμελίων διεξοδική επανεξέταση της στρατηγικής που ακολουθείται για τη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Θα αξιολογηθεί σε ποια έκταση και με ποιο τρόπο η ισχύουσα στρατηγική εξυπηρέτησε την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος και θα κριθεί κατά πόσον ορισμένα στοιχεία της ακολουθούμενης στρατηγικής είναι απαραίτητο να προσαρμοστούν. Θα αναλυθούν κατ' εξοχήν ο κείμενος ποσοτικός ορισμός της σταθερότητας των τιμών και οι δίαυλοι μέσω των οποίων είναι δυνατόν να μεθοδευθεί η επιδίωξή της, καθώς και τα μέσα τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν σχετικά.

Επιπλέον θα αξιολογηθεί κατά πόσον η θεώρηση παραμέτρων όπως η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η απασχόληση και η περιβαλλοντική βιωσιμότητα έχει θέση στο πλαίσιο της επιδίωξης των σκοπών και της εκτέλεσης των καθηκόντων της ΕΚΤ. Θα αξιολογηθούν επίσης η αποτελε-

σματικότητα και οι δυνητικές παρενέργειες της εργαλειοθήκης που ανέπτυξε το Ευρωσύστημα κατά την τελευταία δεκαετία για να εφαρμόσει την ενιαία νομισματική πολιτική.

Τέλος, θα ανιχνευθούν οι αναπροσαρμογές της οικονομικής και της νομισματικής ανάλυσης τις οποίες καθιστά αναγκαία η εκδήλωση νέων τάσεων στην παγκόσμια οικονομία και θα επανεξεταστούν οι πρακτικές που ακολουθεί το Ευρωσύστημα προκειμένου να ανακοινώνει πληροφορίες ή γενικότερα να επικοινωνεί με τους φορείς του οικονομικού συστήματος.

Παρομοίως με τα προηγούμενα χρόνια, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε επανειλημμένως στη διάρκεια του 2019, και συνέχισε να τονίζει στις αρχές του 2020, ότι τα οφέλη για την οικονομία τα οποία απορρέουν από την ενιαία νομισματική πολιτική μπορεί να μεγιστοποιηθούν μόνο υπό την προϋπόθεση ότι οι λοιπές οικονομικές πολιτικές συμβάλλουν αποφασιστικά σε ενίσχυση του δυνητικού μακροχρόνιου ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, στήριξη της συνολικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών και περιορισμό της έκτασης στην οποία η Νομισματική Ένωση είναι ευάλωτη σε αναταράξεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναδεικνύει τη σκοπιμότητα να εντατικοποιηθεί η εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προς ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας. Οι κατάλληλες διαρθρωτικές πολιτικές είναι δυνατόν να συντελέσουν σε υποχώρηση της διαρθρωτικής ανεργίας, σε ενίσχυση της παραγωγικότητας και γενικότερα σε διεύρυνση των δυνατοτήτων για οικονομική ανάπτυξη.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, η στροφή προς μέτρα τα οποία υποστηρίζουν τη μεγέθυνση του ΑΕΠ είναι δυνατόν να αποβεί πλεονεκτική για όλα τα κράτη-μέλη. Δεδομένης της παρούσας συγκυρίας που, όπως προαναφέρθηκε, χαρακτηρίζεται από επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης, το Διοικητικό Συμβούλιο επικροτεί την πρωτοβουλία του Eurogroup να αναλάβει συντονιστικό ρόλο όσον αφορά τις εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές με στόχο να διαφοροποιούνται κατάλληλα μεταξύ τους. Οι κυβερνήσεις οι οποίες έχουν διαθέσιμα δημοσιονομικά περιθώρια οφείλουν να είναι σε ετοιμότητα να λάβουν έγκαιρα και αποτελεσματικά δημοσιονομικά μέτρα. Από την άλλη πλευρά, οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών με υψηλό δημόσιο χρέος οφείλουν να ακολουθήσουν προσεκτική πολιτική και να εκπληρώσουν τους στόχους που έχουν τεθεί για τη διαρθρωτική δημοσιονομική θέση, ώστε να διατηρήσουν επαρκή περιθώρια για την απρόσκοπτη λειτουργία των δημοσιονομικών σταθεροποιητών.

Η προαγωγή της ανθεκτικότητας της οικονομίας της ζώνης του ευρώ προϋποθέτει την πιστή εφαρμογή του κανονιστικού πλαισίου για τη δημοσιονομική και οικονομική διακυβέρνηση. Η τήρηση του πλαισίου αυτού πρέπει να χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και να είναι συνεπής διαχρονικά και ομοιόμορφη μεταξύ των κρατών-μελών. Γενικότερα, πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναγνωρίζει ως προτεραιότητα την περαιτέρω βελτίωση της λειτουργικότητας και αποτελεσματικότητας του θεσμικού οικοδομήματος της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) στην Ευρώπη. Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο χαιρετίζει τις συναφείς εργασίες που βρίσκονται υπό εξέλιξη και απευθύνει έκκληση για την ανάληψη των περαιτέρω πρωτοβουλιών που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και της ένωσης των κεφαλαιαγορών.

Πρόσθετες προκλήσεις θέτουν για τις κεντρικές τράπεζες διεθνώς οι τεχνολογικές εξελίξεις στον τομέα των ψηφιακών νομισμάτων, οι οποίες περιγράφονται στο Πλαίσιο ΙΙΙ.2.

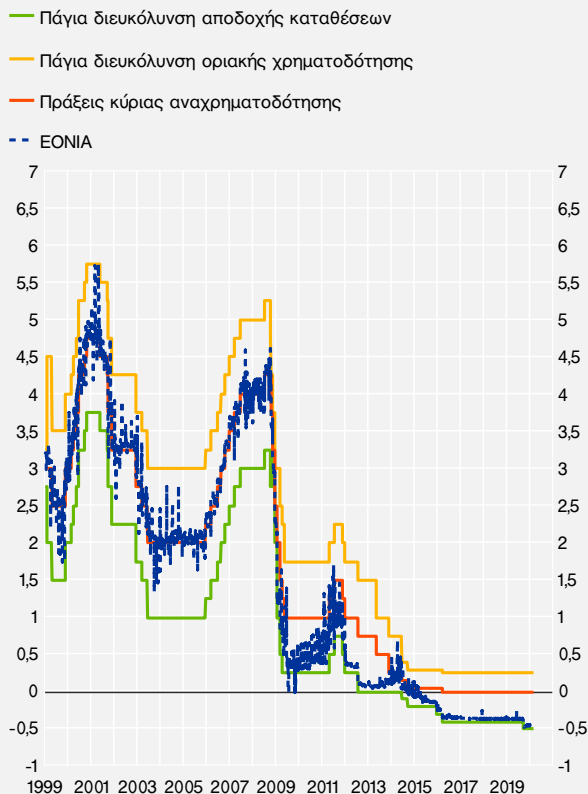
### Πλαίσιο ΙΙΙ.1

## Η ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Στη διάρκεια της εικοσαετούς και πλέον διαδρομής του Ευρωσυστήματος, το περιβάλλον μέσα στο οποίο διαμορφώθηκε και ασκήθηκε η νομισματική πολιτική άλλαξε ριζικά. Κατά την πρότερη περίοδο, που εκτείνεται χρονικά

**Διάγραμμα Α Επιτόκια πολιτικής  
του Ευρωσυστήματος και επιτόκιο διάρκειας  
μίας ημέρας στην αγορά χρήματος  
(4 Ιανουαρίου 1999 - 28 Φεβρουαρίου 2020)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ και European Money Markets Institute.

από τη δημιουργία του Ευρωσυστήματος μέχρι και τη διαδοχική διπλή ύφεση στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης χρέους, βασική μέριμνα αποτέλεσε η αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων και η οικοδόμηση της αντιπληθωριστικής αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας. Στη συνέχεια, το Ευρωσύστημα αντιμετώπισε μια μακρά περίοδο χαμηλών επιτοκίων, αδύναμης ανάκαμψης και επίμονα υποτονικών πληθωριστικών πιέσεων. Η αποτροπή διαμόρφωσης συνθηκών αποπληθωρισμού κατέστησε επιτακτική την ανάγκη για την ενίσχυση της νομισματικής πολιτικής που ασκείται με συμβατικά μέτρα, υπό τη μορφή της προσαρμογής των επιτοκίων πολιτικής που, υπό κανονικές συνθήκες, αντανακλούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, με μη συμβατικά μέτρα τα οποία συνδέονται με σημαντικές τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο, δηλ. στα μέσα και τις διαδικασίες εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής.

**Α' φάση μη συμβατικών μέτρων (Αύγουστος 2007-Ιούνιος 2013)**

Την περίοδο 2007-2008 η αναταραχή που ξεκίνησε στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης των ΗΠΑ επέφερε αρχικά σημαντική δυσλειτουργία στη διατραπεζική αγορά στη ζώνη του ευρώ και στη συνέχεια, μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008, μετεξελίχθηκε σε συστημική χρηματοπιστωτική κρίση. Το Ευρωσύστημα αντέδρασε άμεσα διευρύνοντας και διαφοροποιώντας τις μεθόδους παροχής ρευστότητας ώστε να διασφαλίσει την κάλυψη των αυξημένων αναγκών των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στη συνέχεια, παράλληλα με την

αποφασιστική μείωση των επιτοκίων πολιτικής την περίοδο Οκτωβρίου 2008-Μαΐου 2009 (βλ. Διάγραμμα Α), υιοθέτησε τα μη συμβατικά μέτρα “ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης” της οικονομίας (enhanced credit support). Συγκεκριμένα: (i) τροποποίησε τη διαδικασία διεξαγωγής των πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ώστε να διασφαλίζεται πλήρως ελαστική προσφορά ρευστότητας στους αντισυμβαλλομένους με σταθερό επιτόκιο, ενώ ταυτόχρονα (ii) άρχισε να επεκτείνει τη διάρκεια των διαθέσιμων πράξεων αναχρηματοδότησης (πράξεις με διάρκεια 6 μηνών και αργότερα ενός έτους). Με τον τρόπο αυτό, οι τράπεζες είχαν πρόσβαση σε χρηματοδότηση πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα κόστους δανεισμού ώστε να διευθετήσουν τυχόν διαφορές ως προς τη διάρκεια μεταξύ στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού τους, αποτρέποντας τη δημιουργία συνθηκών μαζικών πωλήσεων και καθίζησης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Η παροχή απεριόριστης ρευστότητας συνοδεύθηκε από διεύρυνση των επιλέξιμων τίτλων που γίνονταν αποδεκτοί ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και σύναψη συμφωνιών με άλλες κεντρικές τράπεζες για την κάλυψη των αναγκών ρευστότητας σε ξένο νόμισμα. Ως άμεση συνέπεια της αυξημένης παροχής ρευστότητας, ο ισολογισμός του Ευρωσυστήματος άρχισε να διογκώνεται, καθώς το Ευρωσύστημα εν πολλοίς αναλάμβανε στον ισολογισμό του τη διαμεσολαβητική δραστηριότητα που δεν ήταν δυνατόν να πραγματοποιηθεί μεταξύ των τραπεζών λόγω της δυσλειτουργίας των αγορών. Το Μάιο του 2009 το νέο πλαίσιο διαχείρισης της ρευστότητας συμπληρώθηκε με το πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών από το Ευρωσύστημα ώστε να αναζωογονηθεί η σχετική αγορά, η οποία αποτελούσε σημαντική πηγή άντλησης ρευστότητας για τις τράπεζες αλλά είχε ουσιαστικά ατονήσει από το φθινόπωρο του 2008.

Την περίοδο αυτή το Ευρωσύστημα λειτουργούσε ως δανειστής έσχατης προσφυγής για τα πιστωτικά ιδρύματα με προβλήματα ρευστότητας και με τις αποφάσεις του στόχευε στη σταθεροποίηση του τραπεζικού τομέα, την

εξομάλυνση της λειτουργίας της διατραπεζικής αγοράς και την πιστωτική στήριξη της οικονομίας, συμβάλλοντας στην αρχική της ανάκαμψη. Οι σχετικές αποφάσεις εμφορούνταν από την αρχή του διαχωρισμού μεταξύ της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής (η οποία έχει ως γνώμονα αποκλειστικά την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα) και της διαχείρισης της ρευστότητας (ώστε να διασφαλίζεται η ομαλή μετάδοση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής βραχυπρόθεσμα στην αγορά χρήματος).

Η χρηματοπιστωτική κρίση δεν άφησε ανεπηρέαστες τις αγορές κρατικών ομολόγων, με επίκεντρο τις χώρες της Νομισματικής Ένωσης με υψηλό χρέος, ορισμένες από τις οποίες κατέστη αναγκαίο να ακολουθήσουν προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Προκειμένου να διασφαλιστεί το βάθος και η ρευστότητα στις αγορές κρατικού χρέους που δυσλειτουργούσαν και έθεταν σε κίνδυνο την ομοιόμορφη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, το Μάιο του 2010 εισήχθη το πρώτο πρόγραμμα αγορών τίτλων των χωρών αυτών (κυρίως κρατικών ομολόγων, Securities Markets Programme – SMP). Καθώς το πρόγραμμα είχε προσωρινό χαρακτήρα και δεν αποσκοπούσε στο να μεταβάλει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η πλεονάζουσα ρευστότητα που δημιουργείτο στο πλαίσιο του προγράμματος απορροφάτο κάθε εβδομάδα μέσω άλλων πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας.

Παρ' όλα αυτά, στα μέσα του 2011 η κρίση χρέους οξύνθηκε από αλληλοτροφοδοτούμενα προβλήματα φερεγγυότητας μεταξύ τραπεζών και κυβερνήσεων σε ορισμένα κράτη-μέλη, που εκδηλώθηκαν με έντονο κατακερματισμό των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η ανάγκη απομόχλευσης του τραπεζικού τομέα και η επιδείνωση της ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς την οικονομία είχαν ως συνέπεια η οικονομία της ζώνης του ευρώ να εισέλθει και πάλι σε ύφεση στα τέλη του έτους. Τότε, η νομισματική πολιτική υιοθέτησε πρόσθετα μέτρα: ανακοίνωση επανενεργοποίησης του SMP για χώρες που ήταν στο επίκεντρο της κρίσης χρέους, περαιτέρω επιμήκυνση της διάρκειας της παρεχόμενης ρευστότητας μέσω δύο πιο μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης (12 και 13 μηνών), καθώς και διεξαγωγή δεύτερου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών. Την περίοδο αυτή η παροχή ρευστότητας άνω του 1 τρισεκ. ευρώ μέσω της διεξαγωγής δύο πολύ μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών ανέστειλε την αβεβαιότητα των τραπεζών ως προς τη δυνατότητα άντλησης χρηματοδοτικών πόρων, διευκόλυνε αποπληρωμές υποχρεώσεων που έληγαν και συνέβαλε στη διατήρηση υφιστάμενων πιστώσεων προς την οικονομία. Επιπρόσθετα, διευρύνθηκαν περαιτέρω οι τίτλοι που ήταν επιλέξιμοι ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής και μειώθηκε ο συντελεστής τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών καταθέσεων στην κεντρική τράπεζα.

Παρά το γεγονός ότι η διεξαγωγή του SMP συνέβαλε σε υποχώρηση των αποδόσεων και των διακυμάνσεων στις αγορές κρατικών ομολόγων που είχαν ενταχθεί σε αυτό, δεν πέτυχε να αναστρέψει την ανάπτυξη προσδοκιών για επερχόμενο κίνδυνο επιστροφής σε εθνικά νομίσματα. Η ανακοίνωση της θεσμοθέτησης του προγράμματος των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ) από τον Πρόεδρο της ΕΚΤ τον Αύγουστο του 2012, δηλ. της δυνατότητας του Ευρωσυστήματος να αγοράζει υπό προϋποθέσεις ομόλογα κρατών-μελών που υπάγονται σε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, σηματοδότησε με αξιοπιστία τη δέσμευση του Ευρωσυστήματος να αντιμετωπίσει τις αβάσιμες προσδοκίες επιστροφής σε εθνικά νομίσματα. Παρά το γεγονός ότι το πρόγραμμα δεν ενεργοποιήθηκε ποτέ, η ανακοίνωση και μόνο της δρομολόγησης των ΟΝΣ, η οποία υποστηρίχθηκε από τις πολιτικές αποφάσεις του Ιουνίου του 2012 για τη δημιουργία, μεταξύ άλλων, της Τραπεζικής Ένωσης, επέδρασε θετικά στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες, περιορίζοντας σημαντικά την αβεβαιότητα.

### **Β' φάση μη συμβατικών μέτρων (Ιούλιος 2013-2018)<sup>1</sup>**

Στον απόηχο της κρίσης χρέους και παρά την αρχόμενη οικονομική ανάκαμψη, το δεύτερο εξάμηνο του 2013 ο πληθωρισμός και οι πληθωριστικές προσδοκίες εισήλθαν σε μια έντονα πτωτική φάση. Η απομόχλευση των τραπεζών συνεχιζόταν και η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής παρέμενε ανομοιόμορφη μεταξύ των κρατών-μελών. Καθώς περιοριζόνταν δραστικά οι δυνατότητες περαιτέρω μείωσης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, το Ευρωσύστημα προχώρησε σταδιακά στην υιοθέτηση ενός συνόλου νεωτερικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, σχεδιασμένων να ενισχύουν το διευκολυντικό της χαρακτήρα μέσω διαύλων που επενεργούν τόσο μέσω του τραπεζικού συστήματος όσο και μέσω του ευρύτερου πεδίου των κεφαλαιαγορών. Τα μη συμβατικά μέτρα εξε-

1 Τα μέτρα που ελήφθησαν το 2019 παρουσιάζονται στο κυρίως κείμενο του κεφαλαίου.



λίχθηκαν σταδιακά σε μια ενιαία δέσμη μέτρων, ενώ τα χαρακτηριστικά τους αναπροσαρμόζονται με βάση την αποκτώμενη εμπειρία ώστε να επιτυγχάνουν αλληλοσυμπληρούμενες επιδράσεις, συνεκτιμώντας τυχόν αρνητικές επιδράσεις στην οικονομία ή το τραπεζικό σύστημα. Τα μέτρα αυτά αναπτύχθηκαν σε τέσσερις άξονες:

*Πρώτον*, από τα μέσα του 2013 και καθώς τα επιτόκια είχαν προσεγγίσει το χαμηλότερό τους όριο,<sup>2</sup> το Ευρωσύστημα υιοθέτησε την πολιτική της παροχής καθοδηγητικών ενδείξεων για τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (forward guidance). Συγκεκριμένα, η κεντρική τράπεζα μπορεί να προσδώσει επιπλέον διευκολυντικό χαρακτήρα στην πολιτική της, μέσω της διαμόρφωσης των προσδοκιών για τη μελλοντική εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Παρέχει δηλαδή πρόσθετη πληροφόρηση για την πιθανή αντίδρασή της στις οικονομικές εξελίξεις, σταθεροποιώντας τις προσδοκίες για την εξέλιξη των επιτοκίων και περιορίζοντας την αβεβαιότητα. Στη διάρκεια της περιόδου που ακολούθησε, το Ευρωσύστημα σταδιακά εμπλούτισε την παροχή των ενδείξεων αυτών συνδέοντάς τις με συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα, με την εξέλιξη του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων και με την πορεία του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα.

*Δεύτερον*, από τον Ιούνιο του 2014 και μετά, το Ευρωσύστημα υιοθέτησε πολιτική αρνητικών επιτοκίων (negative interest rate policy), καθώς το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και στα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στους τρεχούμενους λογαριασμούς του Ευρωσυστήματος μειώθηκε για πρώτη φορά σε αρνητικό έδαφος.<sup>3</sup> Ήδη κατά τη διάρκεια της κρίσης, το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων κατέστη εκείνο που σηματοδοτούσε την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.<sup>4</sup> Επιπλέον, η αρχή του αυστηρού διαχωρισμού μεταξύ των μέτρων προς επηρεασμό της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και εκείνων προς βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς χρήματος είχε ατονήσει, καθώς το επιτόκιο διάρκειας μίας ημέρας (EONIA) και η σχετική προθεσμιακή καμπύλη επιτοκίων αποτελούσαν πλέον πηγή σημαντικής πληροφόρησης αναφορικά με τις προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Η πολιτική των αρνητικών επιτοκίων έθεσε υπό αμφισβήτηση την κρατούσα άποψη ότι εφόσον τα επιτόκια φθάσουν στο μηδέν, μελλοντικά είναι δυνατόν μόνο είτε να αυξηθούν είτε να παραμείνουν στο μηδέν, συμπιέζοντας τις προσδοκίες για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια που συνδέονται στενά με την τιμολόγηση των τραπεζικών δανείων και άλλων χρηματοπιστωτικών συμβολαίων. Η πολιτική αρνητικών επιτοκίων, σε συνδυασμό με την παροχή καθοδηγητικών ενδείξεων για τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, θεωρείται ότι επενεργεί συνδυαστικά καθοδηγώντας τα τρέχοντα και τα προθεσμιακά επιτόκια στην αγορά χρήματος.

*Τρίτον*, μια άλλη δέσμη μη συμβατικών μέτρων που αποσκοπούσε στην αναζωογόνηση της παροχής τραπεζικών δανείων προς την πραγματική οικονομία και την αντιμετώπιση των δυσλειτουργιών στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω των τραπεζών είχε ως κεντρικό άξονα τη διεξαγωγή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs). Οι πράξεις αυτές (που επαναλήφθηκαν σε τρεις γύρους) αφορούσαν τη χορήγηση άτοκης ή και με αρνητικό επιτόκιο πιο μακροπρόθεσμης ρευστότητας με πολύ ευνοϊκούς όρους στα πιστωτικά ιδρύματα υπό την προϋπόθεση επαρκούς χορήγησης νέων επιχειρηματικών και κατανα-

2 Θεωρητικά, οι κεντρικές τράπεζες, στην προσπάθειά τους να αντιμετωπίσουν τη διαμόρφωση συνθηκών αποπληθωρισμού, περιορίζονται από το χαμηλότερο μηδενικό όριο των επιτοκίων (zero lower bound). Αυτό συμβαίνει γιατί οι εμπορικές τράπεζες δεν είναι πρόθυμες να μετακυλίσουν αρνητικά επιτόκια στους καταθέτες, καθώς τα μετρητά, ως “χρεόγραφα” μηδενικού επιτοκίου που εκδίδονται από την κεντρική τράπεζα, μπορεί να αποτελέσουν εναλλακτική επιλογή έναντι καταθέσεων με αρνητικό επιτόκιο. Στην πράξη, επειδή η διακράτηση μετρητών συνεπάγεται κόστος αποθήκευσης και μεταφοράς, τα επιτόκια μπορεί να μεταστραφούν σε ελαφρώς αρνητικά, θέτοντας μάλλον ένα αποτελεσματικό (παρά μηδενικό) χαμηλότερο όριο.

3 Το Ευρωσύστημα ήταν η πρώτη μεγάλη κεντρική τράπεζα που υιοθέτησε στη διάρκεια της κρίσης πολιτική αρνητικών επιτοκίων.

4 Η συσσώρευση υπερβάλλουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα κατά τη διάρκεια της κρίσης (δηλ. η διακράτηση αποθεματικών στην κεντρική τράπεζα πολύ μεγαλύτερου ύψους από ό,τι απαιτείται για την εκπλήρωση των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών), ως απόρροια των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, ώθησε το επιτόκιο διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος (EONIA) να κυμαίνεται κοντά στο κατώτερο όριο του διαδρόμου που ορίζουν τα επιτόκια στις πάγιες διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος, δηλ. κοντά στο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος, το οποίο αντανάκλασε πλέον την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (αντί κοντά στο μέσο του διαδρόμου που ορίζεται από το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης).



λωτικών δανείων. Με το μέτρο αυτό ουσιαστικά αναγνωριζόταν ο κυρίαρχος ρόλος του τραπεζικού συστήματος στην οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ. Οι πράξεις αυτές αλληλοσυμπληρώνονταν με το πρόγραμμα αγοράς χρεογράφων εκδοθέντων έναντι στοιχείων ενεργητικού (ABSPP) και το τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP3), ώστε να επιτευχθούν συνέργειες που επαυξάνουν συνολικά τις επιδράσεις για την πιστωτική ενίσχυση της οικονομίας. Ο σημαντικός περιορισμός του κόστους άντλησης ρευστότητας για τις τράπεζες συνέβαλε σε χαλάρωση των περιορισμών από την πλευρά της προσφοράς πιστώσεων και σε βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών, ενθαρρύνοντας τη χορήγηση νέων δανείων στην πραγματική οικονομία.

*Τέταρτον*, εν όψει της επιδείνωσης των καθοδικών κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών στη διάρκεια του 2014, το Ευρωσύστημα αποφάσισε να προσφύγει σε ευρείας κλίμακας αγορές περιουσιακών στοιχείων για την επίτευξη περαιτέρω νομισματικής χαλάρωσης (βλ. Διάγραμμα Β), παρεμβαίνοντας πλέον απευθείας στις αγορές κεφαλαίων. Τον Ιανουάριο του 2015 ανακοινώθηκε η διεξαγωγή του διευρυμένου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού, το οποίο περιλάμβανε, εκτός από τα προγράμματα αγοράς ABSPP και CBPP3 που προαναφέρθηκαν, επίσης πρόγραμμα αγοράς από τη δευτερογενή αγορά μεσομακροπρόθεσμων τίτλων επενδυτικής βαθμίδας εκδοθέντων από το δημόσιο τομέα (PSPP). Το Μάρτιο του 2016 συμπεριελήφθη το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων εκδοθέντων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ (CSPP).<sup>5</sup> Καθώς μεταβάλλονταν οι μακροοικονομικές συνθήκες, οι τέσσερις αυτοί άξονες της πολιτικής του Ευρωσυστήματος αναπροσαρμόστηκαν ως προς το εύρος, την κλίμακα και τα τεχνικά τους χαρακτηριστικά. Η διεξαγωγή του διευρυμένου προγράμματος επέφερε σημαντική υποχώρηση των αποδόσεων και των ασφαλιστρών κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων, με τις μειώσεις να είναι αναλογικά μεγαλύτερες όσο μεγαλύτερη η διάρκεια και ο κίνδυνος των εν λόγω στοιχείων.

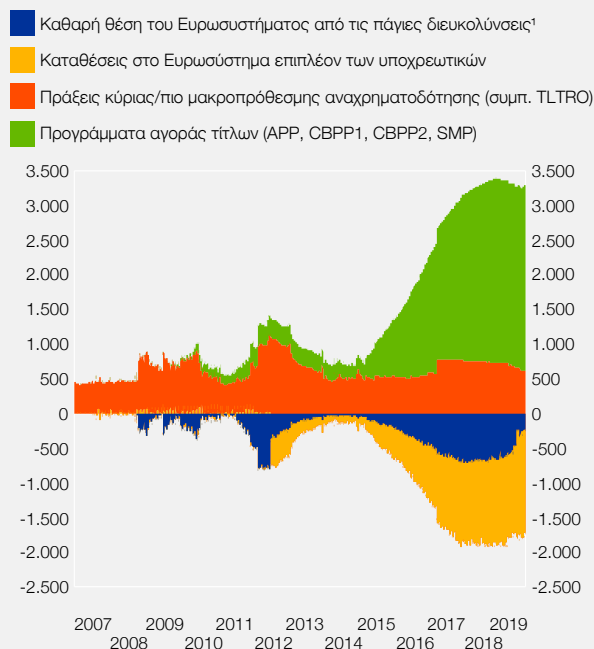
#### Μηχανισμοί επενέργειας μη συμβατικών μέτρων

Τα μη συμβατικά μέτρα εκτιμάται ότι επιφέρουν βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην οικονομία ώστε να στηριχθούν η οικονομική ανάκαμψη και ο πληθωρισμός, μέσω τριών κυρίως μηχανισμών:

**Άμεση επίδραση στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες (direct pass-through channel):** Οι παρεμβάσεις αυτές σε μεγάλο βαθμό στόχευαν σε τμήματα της αγοράς που συνδέονται στενά με τη διαμόρφωση των συνθηκών δανεισμού του ιδιωτικού τομέα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι αγορές ABS και καλυμμένων ομολογιών εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Καθώς αυξάνονται οι τιμές των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων λόγω των αγορών που πραγματοποιεί η κεντρική τράπεζα, συμπιέζονται οι διαφορές αποδόσεων και περιορίζεται η ποσότητα των τίτλων που είναι διαθέσιμη προς τους υπόλοιπους επενδυτές. Λόγω της σχετικής έλλειψης τίτλων, ενθαρρύνονται άμεσα οι τράπεζες να δημιουργήσουν περισσότερα τέτοια εμπορεύσιμα χρεόγραφα χορηγώντας περισσότερα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως κάλυμμα για τη δημιουργία τέτοιων χρεογράφων. Οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης είναι σχεδιασμένες να λειτουργούν

**Διάγραμμα Β Πράξεις νομισματικής πολιτικής και ισολογισμός του Ευρωσυστήματος (1 Ιανουαρίου 2007 - 28 Φεβρουαρίου 2020)**

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> Διάφορα μεταξύ της προσφυγής στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

<sup>5</sup> Βλ. Έκθεση του Διοικητή για τα έτη 2015 και 2016, Πλαίσια IV.2 και IV.1 αντίστοιχα.

συνδυαστικά: τα πιστωτικά ιδρύματα αποκτούν πρόσβαση σε μακροπρόθεσμη ρευστότητα με μηδενικό ή και αρνητικό επιτόκιο υπό τον όρο να επεκτείνουν το χαρτοφυλάκιο επιχειρηματικών και καταναλωτικών δανείων. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται σημαντική μείωση του κόστους άντλησης ρευστότητας για τις τράπεζες, βελτιώνεται η προσφορά τραπεζικών πιστώσεων και, σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον, υποχωρούν τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού για τους τελικούς δανειολήπτες. Το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων έχει επιφέρει σημαντικές μειώσεις στο κόστος άντλησης ρευστότητας από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, υποβοηθώντας την υποκατάσταση του τραπεζικού δανεισμού με εταιρικά ομόλογα, κυρίως από επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους.

**Ανακατανομή χαρτοφυλακίων επενδυτών (portfolio rebalancing channel):** Το θεωρητικό υπόβαθρο για την επίδραση των αγορών περιουσιακών στοιχείων από την κεντρική τράπεζα επικεντρώνεται στο μηχανισμό μετάδοσης μέσω της διάρκειας των τίτλων που αγοράζονται (duration channel). Ειδικότερα, οι επενδυτές που αποστρέφονται την ανάληψη επιτοκιακού κινδύνου<sup>6</sup> (ή κινδύνου διάρκειας<sup>7</sup>) απαιτούν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση (υψηλότερο ασφάλιστρο έναντι του κινδύνου διάρκειας) από πιο μακροπρόθεσμους τίτλους σε σχέση με εκείνη που θα ζητούσαν αν επένδυαν σε πιο βραχυπρόθεσμους τίτλους. Με την αγορά μακροπρόθεσμων ομολόγων εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας περιορίζεται ο κίνδυνος που εναπομένει για να επωμιστούν συνολικά οι υπόλοιποι επενδυτές, ενώ ταυτόχρονα αυξάνεται το ύψος των βραχυπρόθεσμων και χωρίς κίνδυνο ρευστών διαθεσίμων στην κυριότητα των φορέων της αγοράς. Εφόσον οι επενδυτές θεωρούν περιουσιακά στοιχεία με διαφορετική διάρκεια ως ατελή υποκατάστατα μεταξύ τους, η προσδοκώμενη επιπλέον απόδοση (το εν λόγω ασφάλιστρο) των τίτλων που αγοράζονται από το Ευρωσύστημα θα πρέπει να μειωθεί και οι σχετικές αποδόσεις να υποχωρήσουν. Κατά συνέπεια, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων από την κεντρική τράπεζα ασκούν πτωτικές πιέσεις στα μακροπρόθεσμα επιτόκια, επιφέροντας πρόσθετη νομισματική χαλάρωση όταν το περιθώριο δράσης μέσω των επιτοκίων πολιτικής είναι πλέον εξαιρετικά περιορισμένο. Εξάλλου, λόγω της σχετικής έλλειψης των εν λόγω τίτλων που δημιουργείται στην αγορά και της ατελούς υποκατάστασης μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων, ενεργοποιούνται κινήσεις επανεπένδυσης της αποκτώμενης ρευστότητας, ανάληψης κινδύνων και ανακατανομής χαρτοφυλακίων υπέρ άλλων περιουσιακών στοιχείων όπως άλλα χρεόγραφα, μετοχές, τραπεζικά δάνεια ή ακίνητα, εντός ή εκτός της ζώνης του ευρώ. Κατά συνέπεια, μέσω του μηχανισμού αυτού συμπιέζονται οι αποδόσεις και σε άλλα τμήματα της αγοράς πέρα από εκείνα στα οποία στοχεύει το Ευρωσύστημα με τις παρεμβάσεις του. Το κίνητρο για την ανακατανομή του χαρτοφυλακίου των πιστωτικών ιδρυμάτων θεωρείται ότι ενδυναμώνεται από την πολιτική αρνητικού επιτοκίου, καθώς οι τράπεζες καταγράφουν έξοδα εάν διατηρούν τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα αδρανή στους τρεχούμενους λογαριασμούς του Ευρωσυστήματος.

**Σηματοδότηση της αποφασιστικότητας της κεντρικής τράπεζας (signalling channel):** Η υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων, ιδίως εκείνων που συνεπάγονται ευρεία επέκταση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας, μπορεί να επηρεάσει τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο βαθμό που τα μέτρα αυτά αντανakλούν πληροφορίες για την κατάσταση της οικονομίας και τις προθέσεις της κεντρικής τράπεζας.

Με τα μέτρα αυτά, που επιφέρουν σημαντική διεύρυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα Β), σηματοδοτήθηκε ουσιαστικά (κυρίως από το Σεπτέμβριο του 2014 και έπειτα) η μετάβαση της νομισματικής πολιτικής από την παθητική παροχή ρευστότητας προς το τραπεζικό σύστημα σε μια πιο ενεργητική και ρυθμιζόμενη διαχείριση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος με σκοπό να επηρεαστούν –μέσα από το μέγεθος και τη σύνθεσή του– συγκεκριμένες διαφορές επιτοκίων σε τμήματα της αγοράς που δεν ευθυγραμμίζονταν με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και να επιτευχθεί η προσαρμογή του πληθωρισμού προς επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών.

Η πολιτική του Ευρωσυστήματος διασφαλίζει πολύ υποστηρικτικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες για την οικονομική ανάκαμψη, σηματοδοτώντας τη δέσμευσή του να αντιμετωπίσει με αποφασιστικότητα τους επίμονα καθοδι-

<sup>6</sup> Δηλ. της ευαισθησίας που εμφανίζει η τιμή/απόδοση ενός χρεογράφου σε μεταβολές του γενικού επιπέδου των επιτοκίων.

<sup>7</sup> Ο κίνδυνος διάρκειας αναφέρεται στη σχετική έκθεση στον επιτοκιακό κίνδυνο χρεογράφων με διαφορετικούς τύπους ταμειακών ροών. Τα χρεόγραφα με μεγαλύτερη διάρκεια είναι γενικά περισσότερο εκτεθειμένα στον επιτοκιακό κίνδυνο και αντίστροφα.

κούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών χρησιμοποιώντας όλα τα εργαλεία που έχει στη διάθεσή του. Ωστόσο, στο πλαίσιο των προκλήσεων που θέτει το αποτελεσματικό χαμηλότερο όριο των επιτοκίων, η νομισματική πολιτική θα πρέπει να συνεπικουρηθεί από τη συντονισμένη δράση άλλων πολιτικών όπως η δημοσιονομική και η διαρθρωτική πολιτική των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ.

### 3 Η ΕΝΙΑΙΑ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

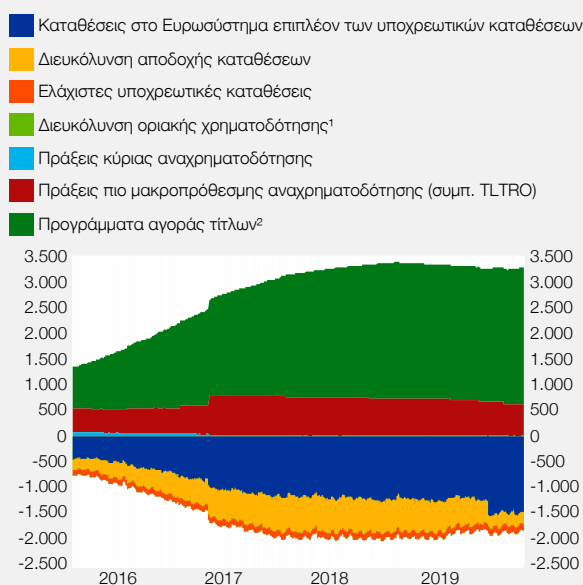
Το 2019, το Ευρωσύστημα παρείχε ρευστότητα προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ύψους 3.263 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο, έναντι 3.198 δισεκ. ευρώ το 2018. Το 78% του συνολικού υφιστάμενου ως άνω υπολοίπου το 2019 προήλθε από οριστικές αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος από τους αντισυμβαλλομένους του σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς, συμπεριλαμβανομένης της πολιτικής επανεπένδυσης η οποία εξουδετερώνει την αρνητική επίδραση στη ρευστότητα των λήξεων τίτλων στο σχετικό χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος.

Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν αντλήσει από το Ευρωσύστημα το εναπομένον ποσοστό (22%) της συνολικής χορηγηθείσας ρευστότητας μέσω συμμετοχής στις πράξεις αναχρηματοδότησης που διενεργούν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες, δηλαδή στις κύριες (MRO, εβδομαδιαίας διάρκειας), τις πιο μακροπρόθεσμες (LTRO, τρίμηνης διάρκειας) και τις στοχευμένες πράξεις (TLTRO-II και TLTRO-III). Τους πρώτους οκτώ μήνες του 2019 δεν διενεργήθηκαν νέες στοχευμένες πράξεις. Παρέμεινε ωστόσο στη διάθεση του τραπεζικού συστήματος σημαντικό μέρος της ρευστότητας που είχε αντληθεί μέσω στοχευμένων πράξεων οι οποίες είχαν διεξαχθεί κατά το παρελθόν στο πλαίσιο της δεύτερης σειράς. Σχεδόν το 99% της ρευστότητας η οποία δεν προήλθε από το πρόγραμμα αγοράς τίτλων έχει αντληθεί από το Ευρωσύστημα μέσω στοχευμένων πράξεων στη δεύτερη και την τρίτη σειρά, ενώ το 1% είχε χορηγηθεί μέσω πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και μέσω (μη στοχευμένων) πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

Επισημαίνεται ότι η ρευστότητα που χορηγείται στο πλαίσιο της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ακολούθησε ήπια πτωτική τάση κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων τριμήνων του 2019 (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.2). Αυτό προκλήθηκε κυρίως ως συνέπεια εξοφλήσεων τίτλων που είχαν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος SMP (Μάιος 2010-Σεπτέμβριος 2012) καθώς και μέσω των δύο πρώτων προγραμμάτων καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών CBPP1 (Ιούλιος 2009-Ιούνιος 2010) και CBPP2 (Νοέμβριος 2011-Οκτώβριος 2012). Επιπλέον, τα πιστωτικά ιδρύματα εξόφλησαν πρόωρα κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων τριμήνων του 2019 (όπως εξάλλου και κατά το δ' τρίμηνο) μέρος της χρηματοδότησης που είχαν αντλήσει κατά το παρελθόν μέσω συμμετοχής στις πράξεις TLTRO-II. Παράλληλα καταγράφηκε σταδιακός περιορισμός στην ήδη συγκριτικά πολύ χαμηλή χρηματοδότηση η οποία αντλείται

**Διάγραμμα ΙΙΙ.2 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα**  
(4 Ιανουαρίου 2016 - 28 Φεβρουαρίου 2020)

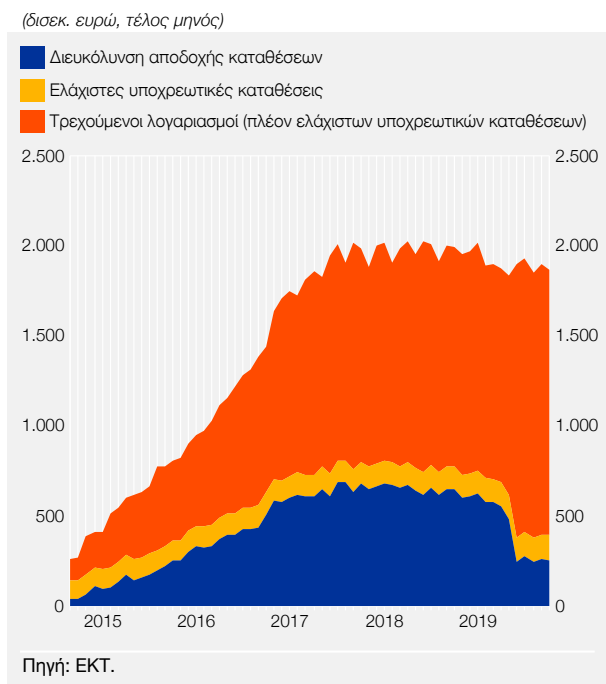
(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> Λόγω του πολύ μικρού μεγέθους, η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης δεν διακρίνεται στο διάγραμμα.  
<sup>2</sup> Περιλαμβάνονται τα προγράμματα αγορών τίτλων (SMP), καλυμμένων ομολογιών (CBPP1, CBPP2 και CBPP3), προϊόντων τιτλοποίησης (ABSPP), τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) και εταιρικών χρεογράφων (CSPP).

**Διάγραμμα III.3 Καταθέσεις εμπορικών τραπεζών στο Ευρωσύστημα (Ιανουάριος 2015 - Φεβρουάριος 2020)**



μέσω πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και (μη στοχευμένων) πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Η χορήγηση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα αναμένεται να αρχίσει πλέον να αυξάνεται, κυρίως λόγω της επανέναρξης των καθαρών αγορών τίτλων και της διεξαγωγής των πρώτων πράξεων στη σειρά TLTRO-III.

Στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να επικρατούν, όπως προαναφέρθηκε, συνθήκες υπερβάλλουσας ρευστότητας κατά το 2019 και στις αρχές του τρέχοντος έτους. 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 εκπλήρωση των υποχρεωτικών καταθέσεων (reserve requirement). Πρέπει να σημειωθεί ότι στη διάρκεια των τριών πρώτων τριμήνων του 2019, το ύψος της υπερβάλλουσας ρευστότητας ακολούθησε ήπια πτωτική τάση. Το τελευταίο δίμηνο του 2019, όπως εξάλλου και το πρώτο δίμηνο του 2020, η υπερβάλλουσα ρευστότητα αυξήθηκε.

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.<sup>7</sup> Κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2019, το 67% της υπερβάλλουσας ρευστότητας διοχετεύθηκε σε καταθέσεις των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών με τη μορφή τρεχούμενων λογαριασμών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες πλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων (excess reserves), ενώ το υπόλοιπο 33% της υπερβάλλουσας ρευστότητας τοποθετήθηκε από τις εν λόγω τράπεζες στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα III.3).

Η δυνατότητα που προσφέρθηκε στις εν λόγω τράπεζες να τοποθετούν από 30.10.2019 και εξής μέρος των ρευστών διαθεσίμων που τηρούν στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες σε καταθέσεις με μηδενική (αντί για αρνητική) απόδοση είχε ως συνέπεια να καταγραφεί μείωση του υπολοίπου των τοποθετήσεων στην πάγια διευκόλυνση και αντίστοιχη αύξηση των ρευστών διαθεσίμων που χαρακτηρίζονται ως υπερβάλλοντα (excess reserves). Μάλιστα, στις 30 Οκτωβρίου και τις επόμενες ημέρες έλαβαν χώρα συναλλαγές σημαντικής έκτασης μεταξύ τραπεζών διαμέσου της αγοράς για διατραπεζικές καταθέσεις έναντι εξασφαλίσεων. Οι συναλλαγές αυτές πραγματοποιήσαν ανακατανομή ρευστών διαθεσίμων από πιστωτικά ιδρύματα τα οποία είχαν περίσσεια (είχαν δηλαδή ρευστά διαθέσιμα πλέον των υποχρεωτικών άνω του εξαπλασίου της υποχρεωτικής τους κατάθεσης) προς τράπεζες των οποίων τα ρευστά διαθέσιμα (προ της ανακατανομής) υπολείπονταν του ύψους που είχαν το δικαίωμα να τοκιστεί με μηδενικό επιτόκιο.<sup>8</sup> Έτσι κατά μέσο όρο στη διάρκεια της περιόδου από τις 30.10.2019 μέχρι τις αρχές του 2020, δηλ. μέχρι τις 28 Φεβρουαρίου, το ποσοστό της υπερβάλλουσας ρευστότητας (excess liquidity) που αντιστοιχούσε σε καταθέσεις στην πάγια διευκόλυνση περιορίστηκε σε 14%, ενώ το ποσοστό που αντιστοιχούσε σε τρεχούμενους λογαριασμούς (εκτός υποχρεωτικών καταθέσεων) αυξήθηκε σε 86%, με το 46% (δηλ. πάνω από το

7 Εξ ορισμού, τα ρευστά διαθέσιμα που “δεσμεύονται” ως υποχρεωτικές καταθέσεις στις εθνικές κεντρικές τράπεζες δεν συνυπολογίζονται στην υπερβάλλουσα ρευστότητα.

8 Βλ. Baldo, L., C. Coutinho and N. Ligthart (2019), “Market reaction to the two-tier system”, ECB, *Economic Bulletin*, 8/2019.

ήμισυ) να υπόκειται σε μηδενικό επιτόκιο και το 40% να τοκίζεται, όπως και στο παρελθόν, με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

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 λίγες μονάδες βάσης πάνω από το αρνητικό επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος. Το επιτόκιο EONIA ακολούθησε τη μείωση του επιτοκίου στην εν λόγω πάγια διευκόλυνση η οποία ίσχυσε από τις 18 Σεπτεμβρίου – από εκείνη την ημέρα μέχρι τις 28.2.2020 το EONIA κυμάνθηκε μεταξύ -0,43% και -0,47%.

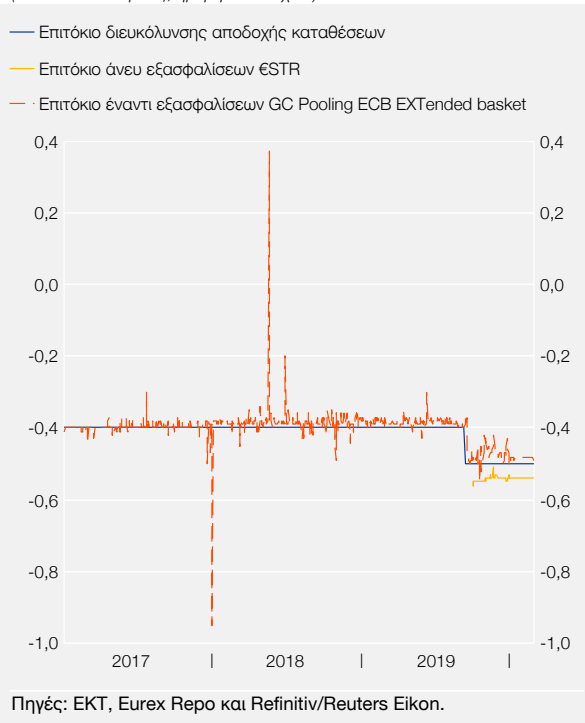
Τα επιτόκια για τοποθετήσεις στην αγορά χρήματος έναντι των τυποποιημένων ομάδων εξασφαλίσεων GC Pooling ECB basket και ECB Extended basket,<sup>9</sup> στο πλαίσιο συναλλαγών με τη μορφή των συμφωνιών επαναγοράς (repos), διαμορφώθηκαν σε επίπεδα πλησίον του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (2.1-17.9.2019, μέσος όρος επιτοκίου GC Pooling ECB basket: -0,42%, ECB Extended basket: -0,38%) και ακολούθησαν και αυτά τη μείωση του βασικού επιτοκίου (18.9.2019-28.2.2020: -0,49% και -0,47% αντίστοιχα) (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.4).

Τον Οκτώβριο εισήχθη το επιτόκιο €STR, το οποίο διαμορφώθηκε έκτοτε σε επίπεδο -0,54% κατά μέσο όρο, με τυπική απόκλιση κάτω του εκατοστού της μονάδας βάσης. Το Ευρωσύστημα ανέπτυξε το €STR προκειμένου να αντικαταστήσει το EONIA ως επιτόκιο αναφοράς για την αγορά καταθέσεων χονδρικής άνευ εξασφαλίσεων διάρκειας μίας ημέρας.<sup>10</sup>

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των επιτοκίων EONIA και €STR. Για παράδειγμα, το EONIA αφορά τη χορήγηση χρηματοδότησης μεταξύ τραπεζών (interbank lending rate), ενώ το €STR αποτυπώνει τη δραστηριότητα άντλησης χρηματοδότησης (borrowing rate) εκ μέρους των τραπεζών όχι μόνο από άλλα πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρίες ή εταιρίες διαχείρισης ενεργητικού που έχουν αναπτύξει δραστηριότητα στην αγορά καταθέσεων χονδρικής. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνεται πλέον υπόψη το γεγονός ότι το μερίδιο της διατραπεζικής αγοράς στο σύνολο

**Διάγραμμα ΙΙΙ.4 Επιτόκια στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2017 - 28 Φεβρουαρίου 2020)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



9 Τα επιτόκια αυτά αναφέρονται στο κόστος άντλησης χρηματοδότησης στην πανευρωπαϊκή βραχυπρόθεσμη αγορά χρήματος έναντι εξασφαλίσεων. Οι εξασφαλίσεις αυτές αφορούν δύο τυποποιημένες ομάδες (basket) τίτλων που είναι επιλέξιμοι από το Ευρωσύστημα για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής (4.000 και 14.000 τίτλοι για GC Pooling ECB basket και ECB Extended basket αντιστοίχως).

10 Η κατάρτιση της τιμής του νέου επιτοκίου βασίζεται αποκλειστικά στα στοιχεία για την αγορά χρήματος που υποβάλλουν τα πιστωτικά ιδρύματα (Money Market Statistical Reporting) σε ημερήσια βάση. Τα 50 μεγαλύτερα, με βάση το μέγεθος του ισολογισμού τους, πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ υποβάλλουν, μέχρι τις 7.00 π.μ. κάθε εργάσιμης ημέρας του TARGET2, στοιχεία για όλες τις συναλλαγές που πραγματοποιήσαν την προηγούμενη εργάσιμη στην αγορά χρήματος άνευ και έναντι εξασφαλίσεων, στην αγορά ανταλλαγής νομισμάτων (FX swap market) και στην αγορά ανταλλαγής επιτοκίων διάρκειας μίας ημέρας (OIS swap market).



της αγοράς χρήματος έχει περιοριστεί αισθητά τα τελευταία χρόνια, ενώ οι συναλλαγές μεταξύ τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών έχουν αυξηθεί σημαντικά. Το €STR καθιερώνεται με βάση υψηλότερους όγκους συναλλαγών σε σύγκριση με το EONIA, περιορίζοντας τις δυνατότητες χειραγώγησης και συμβάλλοντας ώστε το νέο επιτόκιο να αντανακλά με αξιοπιστία το κόστος άντλησης βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων για τις τράπεζες.

### Πλαίσιο III.2

#### ΚΡΥΠΤΟΣΤΟΙΧΕΙΑ (CRYPTOASSETS): ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η τεχνολογική καινοτομία είναι αναπόφευκτα μέρος της καθημερινότητας πλέον και είναι ευρέως αποδεκτό ότι μπορεί να διευρύνει τις επιλογές των καταναλωτών, να βελτιώσει την αποδοτικότητα και να αποφέρει σημαντικά οφέλη για το χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομία γενικότερα. Βεβαίως, η χρήση της τεχνολογίας στο χρηματοπιστωτικό τομέα δεν είναι καινούργιο φαινόμενο. Όταν πρωτοεμφανίστηκαν τα ΑΤΜ, ήταν καινοτόμα προϊόντα που άλλαξαν τον τρόπο διεκπεραίωσης των τραπεζικών συναλλαγών. Το ίδιο συνέβη και με την κινητή και διαδικτυακή τραπεζική (mobile και internet banking), όπου το κύριο χαρακτηριστικό ήταν η απομακρυσμένη παροχή των υπηρεσιών. Το πρόσφατο ρεύμα καινοτομιών στην παροχή χρηματοοικονομικών προϊόντων, το οποίο κωδικοποιείται ως FinTech από το συνδυασμό των λέξεων Financial και Technology, έχει προσελκύσει ιδιαίτερο ενδιαφέρον λόγω των σημαντικών επενδύσεων σε καινοτόμες χρηματοοικονομικές λύσεις από παρόχους εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα. Πρόκειται για ένα δυναμικά εξελισσόμενο φαινόμενο, από το οποίο προκύπτουν νέα επιχειρηματικά μοντέλα, εφαρμογές, διεργασίες και προϊόντα, που επηρεάζουν τον τρόπο της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Κύριο χαρακτηριστικό είναι η ταχεία υιοθέτηση των καινοτομιών από την κοινωνία, καθώς και ο υψηλός βαθμός διείσδυσης αυτών στο γενικό πληθυσμό. Νεοφυείς επιχειρήσεις, οι οποίες με ψηφιακές τεχνολογίες και εργαλεία αιχμής, κυρίως τεχνολογίες υπολογιστικού νέφους (cloud computing), έξυπνων κινητών (smart phones) και κατακεντρωμένου καθολικού (distributed ledger), τεχνικές ανάλυσης μεγάλου όγκου δεδομένων (big data analytics), τεχνητή νοημοσύνη (artificial intelligence) και μηχανική μάθηση (machine learning), προσφέρουν νέες λύσεις σε υφιστάμενα χρηματοοικονομικά ζητήματα.<sup>1</sup>

Μεταξύ των καινοτόμων προϊόντων που αναπτύχθηκαν στην αγορά είναι τα κρυπτοστοιχεία (cryptoassets), με πιο γνωστή υποκατηγορία τα κρυπτονομίσματα (cryptocurrencies), όπως το bitcoin. Η παρούσα ανάλυση έχει στόχο να παρουσιάσει, με όσο το δυνατόν λιγότερο τεχνική διατύπωση, τις εξελίξεις και τους κινδύνους που αυτά ενέχουν. Πρέπει να επισημανθεί, για όσους ασχολούνται ή σκοπεύουν να ασχοληθούν με τα παραπάνω, ότι το φαινόμενο είναι ιδιαίτερα δυναμικό και απαιτείται συνεχής ενημέρωση και παρακολούθηση.

#### Τεχνολογία κατακεντρωμένου καθολικού και κρυπτοστοιχεία

Η τεχνολογία κατακεντρωμένου καθολικού (distributed ledger technology – DLT) επιτρέπει την ψηφιακή μεταφορά, με κατακεντρωμένο τρόπο, χρηματικής αξίας ή σημαντικής πληροφορίας μεταξύ οργανισμών ή/και φυσικών προσώπων, χωρίς να απαιτείται η ύπαρξη ενδιάμεσων φορέων, π.χ. τραπεζών. Με την παραδοσιακή τεχνολογία, για τη μεταφορά χρημάτων υπάρχει ένας κεντρικός αντισυμβαλλόμενος (μια τράπεζα), ο οποίος διαχειρίζεται, έναντι αμοιβής, ένα ιδιωτικό μητρώο και διασφαλίζει ότι η συναλλαγή μπορεί να πραγματοποιηθεί. Αντιθέτως, στην τεχνολογία κατακεντρωμένου καθολικού υπάρχει ένα μητρώο<sup>2</sup> στο οποίο έχουν πρόσβαση όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη και μια συναλλαγή πραγματοποιείται όταν συμφωνήσουν όλα τα μέρη ότι μπορεί να πραγματοποιηθεί. Οι κανόνες για την επίτευξη συμφωνίας περιγράφονται σε ένα σχετικό πρωτόκολλο, στο οποίο αναλύεται η διαδικασία με την οποία οι χρήστες καταλήγουν σε αμοιβαία συμφωνία. Προφανώς προκύπτει το ερώτημα πώς δια-

1 Για εκτενέστερη ανάλυση των εννοιών και του τρόπου λειτουργίας των κρυπτοστοιχείων και των κρυπτονομισμάτων, βλ. Kalfaoglou, F. (2019), "Cryptoassets: Potential implications for financial stability", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 50, 113-134.

2 Το μητρώο μπορεί να είναι δημόσιο (ανοικτό) ή ιδιωτικό (κλειστό) κατ' αντιστοιχία με τις έννοιες του δημόσιου διαδικτύου (internet) και του εσωτερικού δικτύου (intranet). Επίσης, ένα δημόσιο μητρώο μπορεί να είναι με περιορισμούς στο ποιος μπορεί να προσθέτει ή/και να επαληθεύει δεδομένα (permissioned) ή χωρίς περιορισμούς (permissionless).



σφαλίζονται οι συναλλαγές. Η λύση που προτείνεται από την τεχνολογία blockchain είναι όλες οι εκκρεμείς συναλλαγές να ομαδοποιούνται, αποτελώντας ένα σύνολο (“μπλοκ”), το οποίο συνδέεται με το προηγούμενο μπλοκ συναλλαγών μέσω κρυπτογραφίας. Επομένως το δημόσιο μητρώο περιέχει πολλά μπλοκ, το καθένα συνδεδεμένο με ένα πριν από αυτό, με χρονολογική σειρά, σχηματίζοντας έτσι μια αλυσίδα (blockchain). Έτσι, το μητρώο το οποίο δημιουργείται με την τεχνολογία blockchain μπορεί να παρομοιαστεί με ένα βιβλίο, όπου οι σελίδες του περιέχουν όλες τις προηγούμενες συναλλαγές και κάθε νέο μπλοκ είναι μια νέα σελίδα, όπου καταγράφονται όλες οι τρέχουσες συναλλαγές. Όταν κάποιος θέλει να επικυρώσει μια συναλλαγή, μπορεί να ανατρέξει στις σελίδες του “βιβλίου” ώστε να διαπιστώσει ότι η αιτούμενη συναλλαγή μπορεί να πραγματοποιηθεί. Η κρυπτογράφηση διασφαλίζει ότι οι πληροφορίες στα προηγούμενα μπλοκ δεν μπορούν να τροποποιηθούν. Για να γίνει αποδεκτό ένα μπλοκ στην αλυσίδα, πρέπει να διασφαλιστεί η συναίνεση του δικτύου. Η διαδικασία συναίνεσης ονομάζεται “εξόρυξη” (mining) και βασίζεται στην κρυπτογράφηση των συναλλαγών.

Τα προφανή πλεονεκτήματα της εν λόγω τεχνολογίας είναι η διαφάνεια και η ταχύτητα στην εκτέλεση συναλλαγών. Όλα τα εμπλεκόμενα μέρη μοιράζονται την ίδια πληροφορία και είναι ορατό σε όλους σε ποιο σημείο υπάρχουν καθυστερήσεις ή προβλήματα προκειμένου να αναζητηθούν ευθύνες, οπότε ενισχύεται η λογοδοσία. Επιπλέον, αυτοματοποιούνται όλα τα βήματα του κύκλου ζωής μιας συναλλαγής από την εκκίνηση μέχρι την εκκαθάριση και το διακανονισμό, γεγονός που αφαιρεί από τη διαδικασία τον ανθρώπινο παράγοντα και ελαχιστοποιεί το ενδεχόμενο λάθους ή απάτης. Για το λόγο αυτό, η συγκεκριμένη τεχνολογία μπορεί να βρει σημαντική εφαρμογή στα συστήματα πληρωμών.

Περαιτέρω, μια από τις εφαρμογές της τεχνολογίας blockchain στο χρηματοπιστωτικό τομέα συνδέεται με την ανάπτυξη κρυπτονομισμάτων (cryptocurrencies) ή αλλιώς κρυπτογραφικών νομισμάτων, αν και στη μετεξέλιξή της έχει ανεξαρτητοποιηθεί και προσφέρει τη δυνατότητα να ψηφιοποιηθεί οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο ώστε να δημιουργηθούν διάφορα κρυπτοστοιχεία (cryptoassets). Τα κρυπτοστοιχεία είναι ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία (digital assets), τα οποία απεικονίζουν, σε μια πλατφόρμα blockchain, μια αξία, ένα δικαίωμα ή μια υποχρέωση. Ο στόχος της ψηφιακής απεικόνισης είναι η ανάπτυξη ενσωματωμένων εφαρμογών ώστε η υποκείμενη αξία να μπορεί να γίνει αντικείμενο διαπραγμάτευσης, πώλησης ή ανταλλαγής. Οι εφαρμογές αυτές είναι κώδικες, οι οποίοι καθορίζουν τις παραμέτρους μιας συναλλαγής και ενεργοποιούνται αυτόματα μόλις η συνθήκη η οποία έχει προβλεφθεί στον κώδικα ικανοποιηθεί. Τα κρυπτονομίσματα είναι ψηφιακές μονάδες σχεδιασμένες ως μέσο συναλλαγών για οποιαδήποτε χρήση σε διάφορες εφαρμογές. Με άλλα λόγια, μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσο πληρωμών για συναλλαγές εκτός της πλατφόρμας δημιουργίας τους, δηλαδή της πλατφόρμας blockchain. Μεταξύ των διαφόρων κρυπτονομισμάτων που έχουν δημιουργηθεί, το bitcoin είναι κυρίαρχο, το πιο αναγνωρίσιμο και με το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς.<sup>3</sup>

Η χρησιμοποίηση της τεχνολογίας κατανεμημένου καθολικού υπονοεί ότι δεν υπάρχει μια κεντρική αρχή που να υποστηρίζει τις ψηφιακές μονάδες, όπως συμβαίνει με τα παραδοσιακά νομίσματα. Τα κρυπτονομίσματα υπάρχουν αποκλειστικά στον ψηφιακό χώρο και λειτουργούν πέρα από τις υπάρχουσες νομισματικές δομές. Δεν υποστηρίζονται από κάποια αρχή που να υπόκειται σε λογοδοσία και δεν υπάρχει κάποιο κανονιστικό πλαίσιο που να διέπει τη λειτουργία τους. Συνεπώς, η περιορισμένη, προς το παρόν, χρήση τους οφείλεται στην έλλειψη εμπιστοσύνης σχετικά με τη διατήρηση της αξίας τους, εξ ου και η έντονη μεταβλητότητα που κατά καιρούς εμφανίζουν οι τιμές τους. Συνολικά λοιπόν, τα χαρακτηριστικά των κρυπτονομισμάτων δημιουργούν βασικά εμπόδια ώστε να χαρακτηριστούν αυτά ως “χρήμα” και να επιτελέσουν αποτελεσματικά τις λειτουργίες του χρήματος (δηλαδή να λειτουργήσουν ως μέσο αποθήκευσης αξίας, ως μέσο πληρωμών και ως λογιστική μονάδα).

3 Ο δημιουργός του bitcoin το ονόμασε “ηλεκτρονικό χρήμα – electronic cash”. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα καλούν τα μέσα που βασίζονται στην τεχνολογία blockchain “εικονικά νομίσματα – virtual currencies”. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών αναφέρεται σε “ψηφιακά νομίσματα – digital currencies”, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν τις λέξεις “κρυπτονομίσματα – cryptocurrencies” ή “altcoins” ή “αφηρημένα νομίσματα – abstract currencies”. Ο ορισμός που προτείνεται σε κάθε περίπτωση υπαινίσσεται διαφορετικές πτυχές. Για παράδειγμα, ο όρος “κρυπτονομίσμα” δίνει έμφαση στην κρυπτογραφία, στον όρο “εικονικό νόμισμα” διαφαίνεται η έλλειψη νομικής αναγνώρισης, ενώ ο όρος “altcoins” υπονοεί ότι πρόκειται για νομίσματα εναλλακτικά του bitcoin, καθώς τα περισσότερα προήλθαν από τη δημιουργία εναλλακτικού πρωτοκόλλου (forking). Για πιο τεχνική ανάλυση του bitcoin, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2018-2019*, Ιούλιος 2019, Πλαίσιο ΙΙΙ.1 “Ο μηχανισμός του bitcoin”.

### Σταθερά κρυπτονομίσματα (stablecoins)

Την έλλειψη εμπιστοσύνης και την έντονη μεταβλητότητα των τιμών, με τελική επιδίωξη τη δημιουργία συνθηκών για τη χρησιμοποίηση των κρυπτονομισμάτων ως νέας μορφής χρήματος, προσπαθούν να καλύψουν τα σταθερά κρυπτονομίσματα (stablecoins). Αυτά αποτελούν μια κατηγορία κρυπτονομισμάτων που, εκτός του ότι παρουσιάζουν τα πλεονεκτήματα των κρυπτονομισμάτων (π.χ. διαφάνεια, ασφάλεια, ταχύτητα, μειωμένο κόστος συναλλαγών, ανωνυμία), βασίζονται τη λειτουργία τους σε μια πιο κεντροποιημένη διαχείριση και σε ένα μηχανισμό σταθεροποίησης των τιμών μέσω διαφόρων μορφών καλύμματος (εξασφαλίσεων). Τα σταθερά κρυπτονομίσματα διακρίνονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες, ανάλογα με το αν το κάλυμμα συνδέεται με: α) παραδοσιακά νομίσματα (tokenised funds, π.χ. το Tether), β) παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία (π.χ. ομόλογα, μετοχές, χρυσός – off-chain collateralised stablecoins), γ) κρυπτονομίσματα που διακρατούν οι χρήστες (on-chain collateralised stablecoins, π.χ. το Dai που έχει ως κάλυμμα μονάδες του Tether) και δ) τις προσδοκίες των χρηστών αναφορικά με την αγοραστική δύναμη των σταθερών κρυπτονομισμάτων που διακρατούν, οι οποίες διαμορφώνονται με βάση έναν προκαθορισμένο αλγόριθμο και χωρίς να υπάρχει συγκεκριμένο κάλυμμα (algorithmic stablecoins, π.χ. το NuBits).

Το 2019, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ,<sup>4</sup> λειτουργούσαν (και μπορούσαν να αποτελούν προϊόν αγοραπωλησίας) 24 σταθερά κρυπτονομίσματα, ενώ τουλάχιστον άλλα 30 είχαν δρομολογηθεί για να τεθούν σε λειτουργία. Από αυτό το σύνολο των 54 σταθερών κρυπτονομισμάτων, 30 ήταν κρυπτονομίσματα που είχαν ως εξασφάλιση παραδοσιακά νομίσματα, 12 είχαν εξασφαλίσεις άλλα κρυπτονομίσματα, 11 ήταν algorithmic stablecoins και 1 είχε ως εξασφάλιση παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία πλην νομισμάτων. Επίσης, συνολικά, λόγω των εξασφαλίσεων, η μεταβλητότητα των τιμών των σταθερών κρυπτονομισμάτων ήταν σημαντικά χαμηλότερη εκείνης των παραδοσιακών κρυπτονομισμάτων, π.χ. του bitcoin. Ενδεικτικά, με βάση ανάλυση της ΕΚΤ (βλ. υποσημείωση 4), την περίοδο 27.12.2017-28.7.2019, η μέση μεταβλητότητα (μετρούμενη ως η ετησιοποιημένη ημερήσια τυπική απόκλιση των αποδόσεων στη διάρκεια ενός κυλιόμενου επταημέρου) των τριών πιο σημαντικών σταθερών κρυπτονομισμάτων που αναφέρθηκαν ανωτέρω κυμάνθηκε μεταξύ 10% και 37%, ενώ για τα πέντε σημαντικότερα κρυπτονομίσματα κυμάνθηκε μεταξύ 69% και 117%.

Μέχρι σήμερα, τα σταθερά κρυπτονομίσματα χρησιμοποιούνται για την κατοχύρωση των εσόδων από επενδύσεις που συνδέονται με κρυπτοστοιχεία σε ένα περιβάλλον κατανεμημένου καθολικού. Αυτό που κίνησε ωστόσο το έντονο ενδιαφέρον των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών διεθνώς ήταν οι κυοφορούμενες πρωτοβουλίες τεχνολογικών κολοσσών (BigTech) και άλλων συναφών εταιριών (με πιο γνωστή την περίπτωση του σταθερού κρυπτονομίσματος με το όνομα Libra) να αξιοποιήσουν τα σταθερά κρυπτονομίσματα, εκμεταλλευόμενες ένα σημαντικό δίκτυο πελατών που ήδη έχουν μέσω άλλων δραστηριοτήτων τους, για να δημιουργήσουν ένα εξωτραπεζικό σύστημα πληρωμών με παγκόσμια εμβέλεια. Οι προσπάθειες αυτές στοχεύουν στη δημιουργία ιδιωτικών ψηφιακών νομισμάτων, τα οποία δύνανται να διευκολύνουν τόσο τις επιχειρήσεις, μέσω της ταχύτερης και φθηνότερης διασυνωριακής μεταφοράς κεφαλαίων, όσο και τους πολίτες, ιδιαίτερα αυτούς που δεν έχουν εύκολη πρόσβαση σε τραπεζικές υπηρεσίες.

Ωστόσο, χωρίς να παραγνωρίζουμε κάποια δυνητικά οφέλη, με μια πιο προσεκτική ανάγνωση μπορούμε να διακρίνουμε σημαντικούς κινδύνους που συνδέονται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας, την προστασία των επενδυτών και των καταναλωτών, καθώς και την προστασία των προσωπικών δεδομένων.<sup>5</sup> Ενδεικτικά, καθώς τα σταθερά κρυπτονομίσματα βασίζονται στην αξία των εξασφαλίσεων, αν αυτές δεν παρέχουν πλήρη κάλυψη, ενδέχεται να δημιουργηθούν συνθήκες βεβιασμένων πωλήσεων οι οποίες θα συμπιέσουν τις τιμές (fire sales), με προφανείς αρνητικές επιπτώσεις στους κατόχους σταθερών κρυπτονομισμάτων. Ακόμη και αν η κάλυψη είναι πλήρης, αυξημένη ζήτηση σταθερών κρυπτονομισμάτων θα συνεπάγεται αύξηση και στη ζήτηση των περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν το κάλυμμα, οδηγώντας σε άνοδο των τιμών και μείωση των αποδόσεων. Σε ένα περιβάλλον αρνητικών αποδόσεων (όπως ήδη

4 <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/pdf/ecb.mipinfocus191128.en.pdf>.

5 Για μια ενδελεχή ανάλυση των προκλήσεων και των κινδύνων που σχετίζονται με τα σταθερά κρυπτονομίσματα, βλ. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf> και <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf>.

παρατηρούμε για ορισμένα περιουσιακά στοιχεία που χαρακτηρίζονται ως ασφαλή), γρήγορα η κάλυψη των σταθερών κρυπτονομισμάτων θα μειωθεί σε ποσοστό κάτω του 100%. Όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, αν τα σταθερά κρυπτονομίσματα χρησιμοποιηθούν εκτενώς ως εναλλακτικά των μετρητών και των καταθέσεων, τότε θα μετριαστεί η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Όσον αφορά τη χωρίς αποκλεισμούς πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (financial inclusion), πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι σημαντικός αριθμός ατόμων που δεν έχουν πρόσβαση σε τραπεζικές υπηρεσίες, είτε επειδή δεν πληρούν τα σχετικά κριτήρια είτε επειδή σκοπίμως παρακάμπτουν το τραπεζικό σύστημα γιατί κινούνται στο χώρο της παραοικονομίας ή και της παρανομίας, ενδέχεται να δραστηριοποιούνται στην παραπάνω αγορά. Και φυσικά δεν θα πρέπει να παραγνωρίζονται οι τεχνολογικοί κίνδυνοι (cyber risks), καθώς η λειτουργία περιουσιακών στοιχείων όπως τα σταθερά κρυπτονομίσματα βασίζεται αμιγώς στην τεχνολογία.

Τα σταθερά κρυπτονομίσματα θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν μια πιο σταθερή εκδοχή των κρυπτονομισμάτων, καθώς μπορεί να θεωρηθεί ότι υπάρχει ένας “οιονεί” εκδότης, ο οποίος είναι υπεύθυνος για θέματα διακυβέρνησης και σταθεροποίησης των τιμών. Ως προς αυτό προσομοιάζουν με τα παραδοσιακά νομίσματα, αν και σε αυτά ο εκδότης συνδέεται με μια κρατική οντότητα και μια κεντρική αρχή έκδοσης και η εμπιστοσύνη απορρέει από το πλαίσιο διαφάνειας και λογοδοσίας που έχει καθιερωθεί. Στην περίπτωση των σταθερών κρυπτονομισμάτων, ο “οιονεί” εκδότης έχει υποχρέωση λογοδοσίας μόνο προς τους μετόχους της επιχείρησης. Επίσης, οι μέτοχοι έχουν προνομιακή πρόσβαση σε ιδιωτικές πληροφορίες, γεγονός που ενισχύει το ενδεχόμενο κατάχρησης. Επιπλέον, τα σταθερά κρυπτονομίσματα δεν μπορούν να επωφεληθούν από το θεσμό του δανειστή έσχατης προσφυγής, καθώς είναι αμφίβολο αν σε περιόδους διαταραχών ο “οιονεί” εκδότης έχει τη δυνατότητα και τη θέληση να στηρίξει το νόμισμα. Τέλος, ενδεχόμενες καταθέσεις σε σταθερά κρυπτονομίσματα δεν θα απολαμβάνουν τα προνόμια του θεσμού της εγγύησης των καταθέσεων.

### Συμπεράσματα

Συνεπώς, οι νέες τεχνολογίες, και οι εφαρμογές σε κρυπτονομίσματα εν προκειμένω, μπορεί να πληρούν θεωρητικά τις προϋποθέσεις ενίσχυσης της διαφάνειας και της λογοδοσίας στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, ωστόσο απαιτείται προσεκτικός χειρισμός στην αντιμετώπισή τους, καθώς εγκυμονούν σημαντικούς κινδύνους. Ειδικότερα για τα σταθερά κρυπτονομίσματα, για τα οποία έχουν επιδείξει αυξημένο ενδιαφέρον πολύ μεγάλες επιχειρήσεις τεχνολογίας, απαιτείται συντονισμένη δράση ώστε να αποσαφηνιστεί το νομικό καθεστώς λειτουργίας τους και να αντιμετωπιστούν με δέουσα επιμέλεια οι κίνδυνοι και οι ανησυχίες. Επίσης, η λειτουργία τους πρέπει να υπόκειται σε σαφή και αναλογικά πλαίσια κανονιστικών ρυθμίσεων και εποπτείας, τα οποία να βασίζονται σε δεδομένα που καλύπτουν όλο το εύρος των σταθερών κρυπτονομισμάτων.

Η εμφάνιση πρωτοβουλιών όπως τα σταθερά κρυπτονομίσματα δεν θα πρέπει ωστόσο να αντιμετωπίζεται με καχυποψία, αλλά ως σήμα εγρήγορσης για τις αρμόδιες αρχές. Σε αυτό το πλαίσιο εντάσσονται και οι συζητήσεις για ψηφιακά νομίσματα από τις κεντρικές τράπεζες, καθώς και για βελτιώσεις των συστημάτων πληρωμών προκειμένου να ικανοποιηθούν οι προσδοκίες της αγοράς και των καταναλωτών για γρήγορες, αποδοτικές και ανέξοδες πληρωμές – ιδίως διασυνοριακές. Σε κάθε περίπτωση, ο καταναλωτής θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός, ενώ το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχουν ανακοινώσει ότι δεν θα πρέπει να τεθεί σε λειτουργία στην Ευρωπαϊκή Ένωση κανένας μηχανισμός παγκόσμιου σταθερού κρυπτονομίσματος έως ότου εντοπιστούν και αντιμετωπιστούν επαρκώς οι νομικές, κανονιστικές και εποπτικές προκλήσεις και κίνδυνοι.



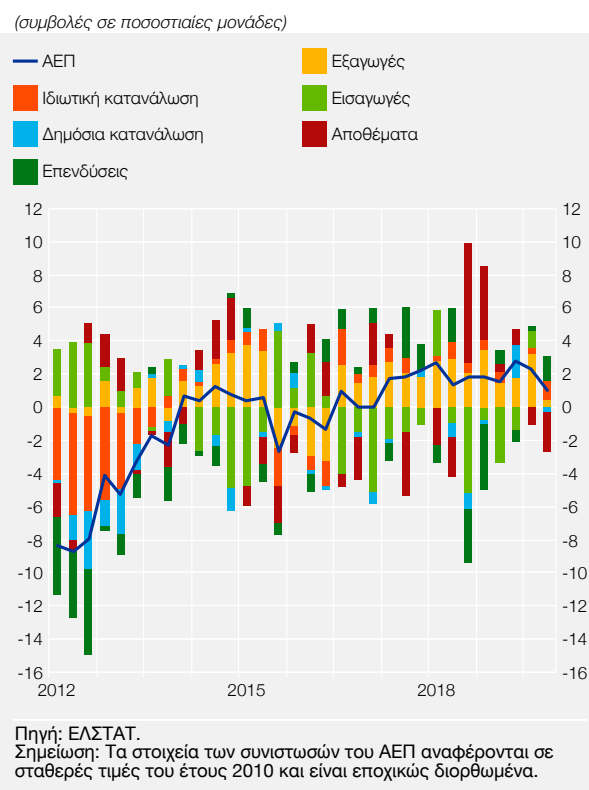
# IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το 2019 η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή δυναμική της, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάπτυξη υποστηρίχθηκε από τη θετική συμβολή της εγχώριας ζήτησης και του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, ιδιαίτερα των εξαγωγών υπηρεσιών, λόγω της σημαντικής ανόδου των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία. Θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ είχε τόσο η ιδιωτική όσο και η δημόσια κατανάλωση (βλ. Διάγραμμα IV.1). Ταυτόχρονα, η επενδυτική ζήτηση ανέκαμψε ελαφρά, καθώς οι καθαρές επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα έχουν γίνει θετικές από το τέλος του 2018.

Η απασχόληση αυξήθηκε και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω, αλλά η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο παραμένει σημαντική. Οι κλάδοι της μεταποίησης με εξαγωγικό προσανατολισμό διατήρησαν τη δυναμική τους, αν και η επίδοση της συνολικής βιομηχανικής παραγωγής επηρεάστηκε από την υποχώρηση της παραγωγής ενέργειας και ενεργειακών αγαθών. Ο γενικός πληθωρισμός κατέγραψε ελαφρά υποχώρηση το 2019 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε αμετάβλητος. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά, χάρη στην καλή πορεία των ταξιδιωτικών εισπράξεων, αλλά και των εξαγωγών χωρίς τα καύσιμα. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα των καταναλωτών διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, αντανakλώντας τις θετικές προοπτικές της οικονομίας, τη θεαματική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων και τις προσπάθειες για βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Οι προοπτικές της οικονομίας για το 2020 θα καθοριστούν σε μεγάλο βαθμό από τη εξέλιξη της πανδημίας του κορωνοϊού, η οποία αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά τόσο την εγχώρια όσο και την εξωτερική ζήτηση.

Η μείωση των δημοσιονομικών στόχων και η ταχύτερη του αναμενομένου μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων συνεπάγονται οφέλη. Η πλέον σημαντική αβεβαιότητα για την οικονομία προέρχεται από την εξέλιξη της πανδημίας. Άλλες εξωτερικές αβεβαιότητες συνδέονται με τυχόν περαιτέρω επιδείνωση του προσφυγικού-μεταναστευτικού, με το περιεχόμενο και το χρόνο σύναψης της συμφωνίας για τη μελλοντική σχέση του Ηνωμένου Βασιλείου με την Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και με τις γεωπολιτικές εντάσεις. Μεσοπρόθεσμα, κρίσιμοι παράγοντες για την επίτευξη και διατήρηση υψηλότερου ρυθμού ανάπτυξης θεωρούνται, μεταξύ άλλων, η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η μετάβαση στη ψηφιακή και πράσινη οικονομία και η αντιμετώπιση των δημογραφικών προκλήσεων.

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



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το 2019 η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή δυναμική της, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Για το σύνολο του 2019, το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 1,9%. Στην ανάπτυξη συνέβαλαν οι εξαγωγές, κυρίως υπηρεσιών (λόγω της σημαντικής ανόδου των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία), αλλά και αγαθών. Θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ είχαν εξίσου η ιδιωτική και η δημόσια κατανάλωση, καθώς και οι επενδύσεις. Αντίθετα, αρνητικά συνέβαλαν οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

Αναλυτικότερα, από την πλευρά της ζήτησης, διατηρήθηκε η δυναμική του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας, όπως καταγράφεται στην άνοδο του βαθμού εξωστρέφειας<sup>2</sup> της οικονομίας από 48% το 2009 σε 75% το 2019. Σε συνθήκες υποχώρησης της παγκόσμιας ζήτησης, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αγαθών επιβραδύνθηκε, αλλά παρέμεινε θετικός, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας τα τελευταία χρόνια. Παράλληλα, οι εξαγωγές υπηρεσιών συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς (10,8%), κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης ανόδου των τουριστικών εισπράξεων. Η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, από το 2009 και μετά, οδήγησε στην ενίσχυση των κλάδων που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες,<sup>3</sup> με αποτέλεσμα το μερίδιο των εξαγωγών στο ΑΕΠ να φθάσει στο 37,6% το 2018, από 19% το 2009.

Η εγχώρια ζήτηση κινήθηκε με υψηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2018. Η επενδυτική ζήτηση αυξήθηκε κατά 4,7%, έναντι μείωσης 12,2% το 2018. Η σημαντική αύξηση των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό και η συνεχιζόμενη άνοδος των επενδύσεων σε κατοικίες αντιστάθμισαν την υποχώρηση των επενδύσεων σε λοιπές κατασκευές (εκτός κατοικιών). Η

1 Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 16.3.2020.

2 Ο βαθμός εξωστρέφειας ορίζεται ως το άθροισμα των εξαγωγών και των εισαγωγών ως ποσοστό του ΑΕΠ.

3 Το σχετικό μέγεθος του τομέα των εμπορεύσιμων, δηλ. ο λόγος των εμπορεύσιμων προς τα μη εμπορεύσιμα, σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας αυξήθηκε την περίοδο 2010-17 περίπου κατά 14% σε σταθερές τιμές και κατά 9% σε τρέχουσες τιμές, ενώ σε όρους απασχόλησης αυξήθηκε περίπου κατά 8,3%.

**Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2015-2019)**

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2019 (α' τρίμ.)	2019 (β' τρίμ.)	2019 (γ' τρίμ.)	2019 (δ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-0,3 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,9 (0,6)	1,0 (0,7)	0,8 (0,6)	0,9 (0,6)	0,0 (0,0)	0,6 (0,4)	1,8 (1,2)
Δημόσια κατανάλωση	1,5 (0,3)	-0,7 (-0,2)	-0,5 (-0,1)	-2,5 (-0,5)	2,2 (0,5)	0,5 (0,1)	9,8 (2,0)	0,1 (0,0)	-1,4 (-0,3)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	0,6 (0,1)	4,6 (0,5)	9,4 (1,1)	-12,0 (-1,5)	4,6 (0,5)	8,4 (0,9)	-5,4 (-0,7)	2,7 (0,3)	14,4 (1,5)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-25,8 (-0,3)	-12,4 (-0,1)	-5,5 (-0,0)	17,3 (0,1)	12,0 (0,1)	6,7 (0,0)	19,4 (0,1)	3,9 (0,0)	3,9 (0,1)
Εγχώρια τελική ζήτηση <sup>1</sup>	0,2 (0,2)	0,4 (0,5)	1,6 (1,6)	-1,4 (-1,4)	1,5 (1,5)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	0,7 (0,7)	2,5 (2,4)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-1,0%	-0,9%	-1,0%	0,8%	0,3%	0,8%	0,1%	1,0%	-0,9%
Εγχώρια ζήτηση	-1,2 (-1,2)	0,7 (0,7)	1,8 (1,8)	0,2 (0,2)	1,1 (1,1)	3,4 (3,4)	2,4 (2,4)	-1,8 (-1,9)	0,5 (0,5)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2,8 (0,9)	-1,9 (-0,6)	6,9 (2,1)	8,7 (2,8)	4,9 (1,7)	4,5 (1,5)	5,2 (1,8)	9,2 (3,1)	1,0 (0,4)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,4 (-0,1)	1,2 (-0,4)	7,4 (-2,4)	3,0 (-1,0)	2,5 (-0,9)	9,8 (-3,3)	3,9 (-1,4)	-2,8 (1,1)	-0,3 (0,1)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,4)	... (1,8)	... (0,8)	... (-1,8)	... (0,4)	... (4,2)	... (0,4)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-0,5	-0,3	1,4	1,9	1,9	1,6	2,8	2,3	1,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίο εθνικό λογαριασμό, 6.3.2020, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.



ιδιωτική κατανάλωση είχε θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ, λόγω της σημαντικής ενίσχυσης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, παρότι τα νοικοκυριά συνέχισαν να αποπληρώνουν το χρέος τους.

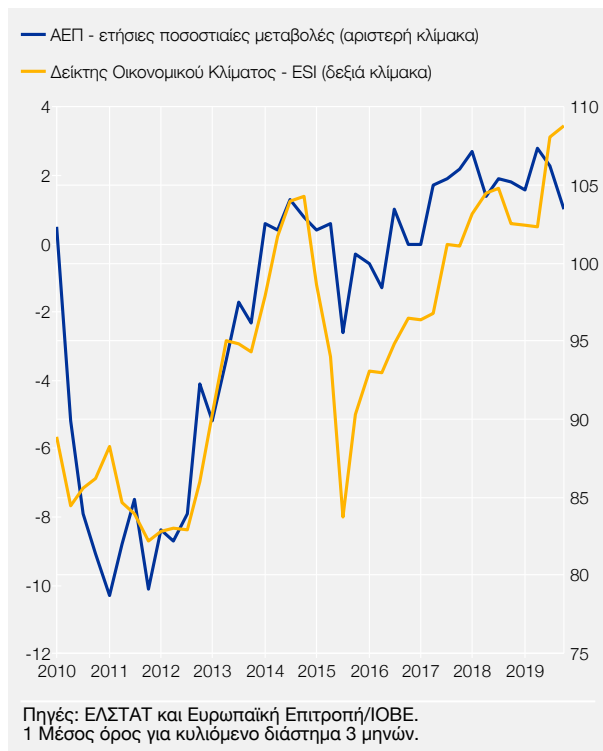
Από την πλευρά της προσφοράς, η επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας προήλθε κυρίως από τον τομέα των υπηρεσιών που συνδέονται με τον τουρισμό, ενώ θετικά συνέβαλε και ο τομέας των κατασκευών, χάρη στην ανάκαμψη της δραστηριότητας κατασκευής κατοικιών. Αντίθετα, η προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας υποχώρησε, εξαιτίας της μείωσης της παραγωγής ενέργειας και ενεργειακών αγαθών.

Ο δείκτης οικονομικού κλίματος βελτιώθηκε σημαντικά στη διάρκεια του 2019 και προσέγγισε τα προ κρίσης επίπεδα, αντανakλώντας την ενισχυμένη εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας (βλ. Διάγραμμα IV.2). Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων κινήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών κατέγραψε την υψηλότερη τιμή της από το 2002 και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) παρέμεινε σταθερά πάνω από το όριο του 50, υποδηλώνοντας ισχυρή ανάπτυξη στο μεταποιητικό τομέα. Όσον αφορά τους βραχυχρόνιους οικονομικούς δείκτες, η βιομηχανική παραγωγή μειώθηκε ελαφρά το 2019, κυρίως λόγω της πτώσης που κατέγραψε ο τομέας της ενέργειας, ενώ οι λιανικές πωλήσεις το 2019 αυξήθηκαν, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό, σε σύγκριση με το 2018.

Όσον αφορά την αγορά ακινήτων, στη διάρκεια του 2019 καταγράφηκε ενισχυμένο επενδυτικό ενδιαφέρον τόσο για οικιστικές όσο και για επαγγελματικές χρήσεις. Οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά, αλλά η ζήτηση δεν έχει διαχυθεί στο σύνολο της αγοράς, καθώς εδράζεται κυρίως στην εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό. Οι πρόσφατες εξελίξεις που σχετίζονται με την πανδημία του κορωνοϊού και την αβεβαιότητα αναφορικά με τις ευρύτερες επιπτώσεις στην εγχώρια και την παγκόσμια οικονομία διαμορφώνουν νέες συνθήκες, με ενδεχομένως σημαντικές, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, επιδράσεις στην αγορά ακινήτων.

Στην αγορά εργασίας, η βελτίωση που καταγράφεται σταθερά από τα μέσα του 2014 συνεχίστηκε και το 2019. Ο αριθμός των απασχολούμενων συνέχισε να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό (2,3% ετήσιος ρυθμός αύξησης το εννιάμηνο του 2019) και το μέσο ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 17,5%, διατηρώντας τη δυναμική της πτωτικής πορείας του. Οι θετικές αυτές εξελίξεις συνδέονται με την επιτάχυνση της οικονομικής ανάκαμψης, αλλά και με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών, οι οποίες περιόρισαν τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας. Εκτιμάται ότι η εξέλιξη των μεγεθών της αγοράς εργασίας το 2020 θα επηρεαστεί σημαντικά από την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας λόγω της πανδημίας του κορωνοϊού. Τα μέτρα για την αποτροπή της διασποράς της νόσου του κορωνοϊού αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση. Οι δράσεις που ανακοίνωσε πρόσφατα η κυβέρνηση για τη στήριξη των επιχειρήσεων και των εργαζομένων που πλήττονται από την εξάπλωση του κορωνοϊού αναμένεται να μετριάσουν τις αρνητικές επιπτώσεις στην απασχόληση. Πάντως παραμένει η ανάγκη να αντιμετωπιστούν σημαντικές προκλήσεις, όπως το υψηλό ποσοστό ανεργίας, η μακροχρόνια ανεργία, η ανεργία των νέων και των γυναικών, αλλά και η αναστροφή της εκροής ανθρώπινου κεφαλαίου που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια. Στην κατεύθυνση αυτή αναμένεται να συμβάλουν μεταξύ άλλων η συνέχιση της εφαρμογής των διαρθρωτι-

**Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος - ESI<sup>1</sup>**  
(α' τρίμηνο 2010 - 6<sup>ο</sup> τρίμηνο 2019)



κών μεταρρυθμίσεων που εφαρμόστηκαν τα προηγούμενα χρόνια καθώς και ο σχεδιασμός στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, κυρίως για τις ευάλωτες στην ανεργία ομάδες.

Στη διάρκεια του 2019 ο εναρμονισμένος πληθωρισμός επιβραδύνθηκε (σε 0,5% το 2019 από 0,8% το 2018), αντανακλώντας την υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και τις μειώσεις της έμμεσης φορολογίας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε στα ίδια επίπεδα με το 2018. Για το 2020 εκτιμάται ότι ο γενικός πληθωρισμός θα κινηθεί κοντά στο ρυθμό του 2019, αν και η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας αυξάνει τους καθοδικούς κινδύνους.

Σε ό,τι αφορά τους δείκτες φτώχειας και εισοδηματικής ανισότητας, όπως διαμορφώνονται με βάση τις δειγματοληπτικές έρευνες νοικοκυριών που διεξάγονται ετησίως από την ΕΛΣΤΑΤ, καταγράφηκαν ευνοϊκές εξελίξεις. Ωστόσο, οι αποκλίσεις σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ-28 είναι σημαντικές. Η εφαρμογή κοινωνικών πολιτικών που δημιουργούν τις προϋποθέσεις για ίσες ευκαιρίες θα λειτουργήσει προληπτικά για την αντιμετώπιση της φτώχειας και της εισοδηματικής ανισότητας και ευεργετικά για την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας. Ωστόσο, σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά την πρόοδο που καταγράφεται σε ορισμένους δείκτες ή υποδείκτες, η Ελλάδα εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά από όλες σχεδόν τις προηγμένες χώρες, καθώς και από τις περισσότερες οικονομίες της ΕΕ-28. Προβλήματα όπως η σχετική φορολογία, το συγκριτικό μη μισθολογικό κόστος, το κόστος της ενέργειας, το κόστος χρηματοδότησης, αλλά και το θεσμικό πλαίσιο, κυρίως των αδειοδοτήσεων και της επίλυσης διαφορών, εξακολουθούν να δυσχεραίνουν το εγχώριο επιχειρηματικό και εξαγωγικό περιβάλλον.

Αναφορικά με τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2019 περιορίστηκε σημαντικά έναντι του 2018 (σε 1,4% του ΑΕΠ από 2,8% του ΑΕΠ το 2018), με κυριότερους συντελεστές τη συνεχιζόμενη αύξηση των εισπράξεων από τα ιδιωτικές υπηρεσίες και υπηρεσίες μεταφορών, καθώς και των εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων. Ως αποτέλεσμα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκε, παρά τη συνεχιζόμενη αύξηση των εισαγωγών. Θετική ήταν και η συμβολή των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, λόγω της μείωσης των πληρωμών τόκων που σχετίζονται με τα δάνεια της γενικής κυβέρνησης και της επιστροφής, από τον ESM, των κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP) και του περιθωρίου επιτοκίου (step-up margin).

Η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα συνδέεται με τη συνέχιση της αντιμετώπισης κρίσιμων αδυναμιών της οικονομίας, σε συνάρτηση και με τις εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον. Ειδικότερα:

**α)** Ενώ η απόκλιση μεταξύ των συνολικών χρηματοδοτικών πόρων του ιδιωτικού τομέα και των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία περιορίζεται, η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας παραμένει υποτονική. Για την επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης, είναι επιτακτικά αναγκαία (μεταξύ άλλων) η στήριξη επενδυτικών πρωτοβουλιών με υψηλή προστιθέμενη και συμβολική αξία, όπως αυτή του Ελληνικού, η αξιοποίηση των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) για την ενίσχυση των υποδομών, καθώς και η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων (βλ. Πλαίσιο V.2).

**β)** Η μείωση του μεγάλου αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα πρέπει να επιταχυνθεί. Η υλοποίηση του σχεδίου “Ηρακλής” αναμένεται να συμβάλει σταδιακά στην αποκατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής” αναμένεται να συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του αποθέματος αυτού. Το εν λόγω σχέδιο αναμένεται, σε επόμενο στάδιο και αφού έχει αρχίσει να παράγει αποτελέσματα, να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος – βλ. *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος για το 2018*, Νοέμβριος 2018, σελ. 60.

γ) Η αποφασιστική και ταχεία εφαρμογή μεταρρυθμίσεων που αφορούν μεταξύ άλλων την αποτελεσματικότερη λειτουργία του δημόσιου τομέα και τη μείωση της γραφειοκρατίας, την ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης (βλ. Ειδικό θέμα του παρόντος κεφαλαίου) και τη διευθέτηση των δικαιωμάτων χρήσης γης θα βοηθήσουν να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Θεσμικές πρωτοβουλίες, όπως η πρόσφατη ψήφιση του επενδυτικού νόμου, οι αναπτυξιακές παρεμβάσεις που περιλαμβάνονται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020 και η υιοθέτηση του εθνικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων, αναμένεται ότι θα συντείνουν στην υλοποίηση νέων, παραγωγικών επενδύσεων.

δ) Η μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης πρέπει να αντιμετωπίσει επιτυχώς προκλήσεις όπως αυτές της ψηφιακής οικονομίας, της συνεχούς επένδυσης σε ανθρώπινο κεφάλαιο (βλ. Πλαίσιο IV.2) και της αντιστροφής της μαζικής φυγής στο εξωτερικό ενός σημαντικού τμήματος του ανθρώπινου δυναμικού με υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης, δεξιότητες και επαγγελματικά προσόντα. Το φαινόμενο του “brain drain” επηρέασε σημαντικά το μέγεθος και την ποιότητα του εργατικού δυναμικού, επιδείνωσε τους δημογραφικούς δείκτες της χώρας και διέυρνε το χάσμα μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων. Συνεπώς, η χάραξη και η αξιόπιστη εφαρμογή μιας ολιστικής εθνικής αναπτυξιακής στρατηγικής που θα βασίζεται στην ενδελεχή ανάλυση των κλάδων παραγωγής με σκοπό την ταυτοποίηση των απαιτούμενων δεξιοτήτων υψηλής εξειδίκευσης είναι προτεραιότητα για την αναστροφή του φαινομένου (“brain regain”).<sup>5</sup>

Η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επηρεαστεί σημαντικά από την εξέλιξη της εξάπλωσης του κορωνοϊού. Εκτιμάται ότι τόσο η εξωτερική όσο και η εγχώρια ζήτηση (και κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση) θα καταγράψουν μεγάλες απώλειες στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι μηδενικός το 2020, αντί 2,4% που ήταν η πιο πρόσφατη πρόβλεψη μετά την ενσωμάτωση των στοιχείων των Εθνικών Λογαριασμών για το δ' τρίμηνο του 2019 (6 Μαρτίου 2020). Η προς τα κάτω αναθεώρηση της πρόβλεψης του ρυθμού ανάπτυξης κατά επιπλέον 2,4 ποσοστιαίες μονάδες, σε 0,0%, οφείλεται στην ενσωμάτωση των επιπτώσεων από την εξάπλωση του κορωνοϊού. Ειδικότερα, η πρόβλεψη στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι επιπτώσεις της θα περιοριστούν στα δύο πρώτα τρίμηνα του 2020. Καθώς το φαινόμενο είναι σε διαρκή εξέλιξη, η τρέχουσα πρόβλεψη χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας.

Όσον αφορά τις αβεβαιότητες που προέρχονται από το εγχώριο περιβάλλον και αφορούν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, θετικά ενδέχεται να επηρεάσουν: α) τυχόν ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, β) μείωση (άμεση και έμμεση) των δημοσιονομικών στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα και γ) ταχύτερη του αναμενόμενου μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Από το εξωτερικό περιβάλλον, οι αβεβαιότητες συνδέονται με: α) τη μεγαλύτερη σε ένταση και διάρκεια εξάπλωση του κορωνοϊού και τη νευρική των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, β) τις γεωπολιτικές εντάσεις και περαιτέρω επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης, γ) το περιεχόμενο και το χρόνο σύναψης της συμφωνίας για τη μελλοντική σχέση του Ηνωμένου Βασιλείου με την Ευρωπαϊκή Ένωση, δ) την ένταση του εμπορικού πολέμου και την επιβράδυνση του εξωτερικού εμπορίου.

5 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Πλαίσιο IV.4.

## Πλαίσιο IV.1

## ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΚΟΡΩΝΟΪΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η εξάπλωση του νέου κορωνοϊού, που ξεκίνησε από την Κίνα τον Ιανουάριο του 2020, αριθμεί μέχρι στιγμής πάνω από 191.000 κρούσματα (εκ των οποίων το 57,6% εκτός Κίνας) και πάνω από 7.800 θύματα, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία του Παγκόσμιου Οργανισμού Υγείας (18.3.2020), ο οποίος πλέον χαρακτηρίζει το φαινόμενο ως πανδημία. Οι οικονομικές επιπτώσεις έχουν ήδη γίνει αισθητές στην Κίνα μέσω της πρόσκαιρης αναστολής της λειτουργίας βιομηχανικών μονάδων, αλλά και διεθνώς μέσω της διατάραξης της εφοδιαστικής αλυσίδας στη μεταποίηση και του περιορισμού των μεταφορών και των τουριστικών ροών. Η μείωση της ζήτησης πετρελαίου και άλλων πρώτων υλών εκ μέρους της Κίνας ασκεί ήδη πτωτική πίεση στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων (και συνεπώς στον πληθωρισμό), καθώς και στις τιμές των ναύλων. Κλυδωνισμοί στην εμπιστοσύνη παρατηρούνται επίσης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, με στροφή των επενδυτών προς περισσότερο ασφαλείς τοποθετήσεις.

Ο νέος κορωνοϊός, που ονομάζεται SARS-CoV-2 και προκαλεί τη νόσο Covid-19, έχει ξεπεράσει σε γεωγραφική εξάπλωση και σε αριθμό κρουσμάτων και θυμάτων τον κορωνοϊό SARS του 2003. Κατά τη διάρκεια εκείνης της υγειονομικής κρίσης, οι προοπτικές ανάπτυξης για την Κίνα και τις στενά συνδεδεμένες με αυτή χώρες υποχώρησαν σημαντικά βραχυχρόνια, ωστόσο ανέκαμψαν γρήγορα το δεύτερο εξάμηνο του 2003, καθώς η κρίση τέθηκε υπό έλεγχο. Αναμένεται να φανεί αν οι επιπτώσεις της εξάπλωσης του κορωνοϊού θα αποδειχθούν το ίδιο βραχύβιες, καθώς οι αρχές λαμβάνουν αυστηρά μέτρα κατά της διασποράς του και προχωρούν σε πολιτικές στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας. Σημειώνεται ότι η οικονομική βαρύτητα και η ενσωμάτωση της Κίνας στην παγκόσμια οικονομία σήμερα είναι πολύ μεγαλύτερες σε σύγκριση με το 2003, γεγονός που συνεπάγεται εντονότερη διάχυση των αρνητικών επιδράσεων (spillovers) παγκοσμίως.<sup>1</sup>

Η συνεχιζόμενη εξάπλωση του κορωνοϊού εκτός των συνόρων της Κίνας αυξάνει την αβεβαιότητα για τις προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, απειλώντας την εκ νέου με εκτροχιασμό, μετά από ένα ήδη αναιμικό περυσινό έτος, κατά το οποίο σημειώθηκε ο χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης από το 2010.<sup>2</sup> Στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν ήδη καταγραφεί κρούσματα σε όλες τις χώρες (Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας, 18.3.2020), δημιουργώντας κινδύνους για την ανάπτυξη της ευρωπαϊκής οικονομίας και της ζώνης του ευρώ ειδικότερα. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι διεθνείς οργανισμοί έχουν αναθεωρήσει προς τα κάτω τις προβλέψεις τους για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας, συμπεριλαμβανομένης της ευρωπαϊκής οικονομίας. Για παράδειγμα, υπό την υπόθεση μιας περιορισμένης και ήπιας εξάπλωσης του κορωνοϊού, ο ΟΟΣΑ εκτιμά ότι ο ρυθμός μεταβολής του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2020 θα είναι κατά 0,5 ποσ. μον. χαμηλότερος έναντι των προηγούμενων προβλέψεων του το Νοέμβριο του 2019 και θα διαμορφωθεί σε 2,4%. Στην Ευρώπη, ο ΟΟΣΑ εκτιμά επιβράδυνση του ΑΕΠ κατά 0,3 ποσ. μον. στη ζώνη του ευρώ (σε 0,8%) και κατά 0,2 ποσ. μον. στο Ηνωμένο Βασίλειο (επίσης σε 0,8%) έναντι των αντίστοιχων προβλέψεων του πριν από την εμφάνιση του κορωνοϊού. Σύμφωνα με το δυσμενές σενάριο, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα περιοριστεί στο 1,5%.<sup>3</sup> Επιπλέον, σύμφωνα με τις πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2020), ο ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ το 2020 θα διαμορφωθεί σε 0,8% (12.3.2020), έναντι 1,1% που ήταν η προηγούμενη πρόβλεψη (Δεκέμβριος 2019). Σύμφωνα με δύο εναλλακτικά δυσμενή σενάρια όσο αφορά την εξάπλωση του κορωνοϊού και τη διάχυση των επιπτώσεών του, εκτιμάται ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης το 2020 θα επιβραδυνθεί περαιτέρω κατά 0,6 έως 1,4 ποσ. μονάδες.

1 Ο οικονομικός αντίκτυπος του SARS του 2003 έχει εκτιμηθεί σε 0,1% (ή 40 δισεκ. δολ. ΗΠΑ) του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2003. Βλ. McKibbin, W. and J. Lee (2004), "Globalization and disease: the case of SARS", Asian Economic Papers, 3(1), 113-131.

2 Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας για το 2019 εκτιμάται σε 2,9% (βλ. IMF, World Economic Outlook, Ιανουάριος 2020).

3 Βλ. OECD Interim Economic Assessment, "Coronavirus: The world economy at risk", 2.3.2020.

### Δίαυλοι μετάδοσης των επιδράσεων στην ελληνική οικονομία

Αν και η ελληνική οικονομία επέδειξε ιδιαίτερη ανθεκτικότητα στην επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας στο πρόσφατο παρελθόν, η διαρκής κλιμάκωση της εξάπλωσης του κορωνοϊού και οι γενικευμένες επιπτώσεις της σε παγκόσμιο και τοπικό επίπεδο αναμένεται να την επηρεάσουν μέσα από πολλαπλούς διαύλους μετάδοσης.

Ένας σημαντικός δίαυλος είναι η υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών, λόγω της μείωσης του παγκόσμιου εμπορίου και της χειροτέρευσης του οικονομικού κλίματος διεθνώς. Μάλιστα, ιδιαίτερα αρνητικές θα είναι πιθανώς οι επιδράσεις για την ποντοπόρο ναυτιλία, όπου η δυναμική των εσόδων καθορίζεται κυρίως από την εξέλιξη των ναύλων, η οποία αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις διακυμάνσεις στο διεθνές εμπόριο. Πιο σοβαρές όμως εκτιμάται ότι θα είναι οι επιπτώσεις για τις ταξιδιωτικές εισπράξεις, δεδομένων των επιβεβλημένων ταξιδιωτικών περιορισμών και του εν γένει ευάλωτου κλίματος στο συγκεκριμένο κλάδο.

Εκτός από την εξωτερική ζήτηση, η εξάπλωση του κορωνοϊού αναμένεται να επηρεάσει και την εγχώρια ζήτηση. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να μειωθεί λόγω της χειροτέρευσης της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, των προληπτικών μέτρων για την αποτροπή της διασποράς του κορωνοϊού και της συμπίεσης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών ως απόρροια της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας εν γένει. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι θα πληγούν περισσότερο οι κλάδοι των μεταφορών, του εμπορίου, της εστίασης, και υπηρεσίες που συνδέονται με τον τουρισμό, τις τέχνες, τη διασκέδαση και την ψυχαγωγία. Επίσης, η άνοδος της αβεβαιότητας και η χειροτέρευση του επενδυτικού περιβάλλοντος αναμένεται να δράσουν ανασταλτικά στην ανάληψη νέων επενδυτικών σχεδίων και επιχειρηματικών κινδύνων.

Ένας επιπλέον δίαυλος μετάδοσης των επιδράσεων της εξάπλωσης του κορωνοϊού στην ελληνική οικονομία είναι η διατάραξη στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Αν και η συμμετοχή των ελληνικών επιχειρήσεων στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας εξακολουθεί να είναι περιορισμένη, η μείωση, ή και διακοπή σε ορισμένες περιπτώσεις, της διάθεσης ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών εκτιμάται ότι θα έχει αρνητικές επιδράσεις στη παραγωγική τους ικανότητα. Επίσης, η παραγωγή αγαθών και, ιδιαιτέρως, υπηρεσιών δύναται να επηρεαστεί αρνητικά από εκτεταμένη αποχή των εργαζομένων από τα καθήκοντά τους στο πλαίσιο προληπτικών μέτρων για την αποτροπή της διασποράς του κορωνοϊού.

Τέλος, ένας ακόμη σημαντικός δίαυλος μετάδοσης είναι η χειροτέρευση στις διεθνείς και εγχώριες χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Ειδικότερα, η αύξηση της αβεβαιότητας τροφοδοτεί σημαντικές αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα την επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης των οικονομιών και την επανεξέταση των επενδυτικών τοποθετήσεων παγκοσμίως, με πιθανές αρνητικές συνέπειες για εν εξελίξει επενδυτικά σχέδια και τη ρευστότητα της ελληνικής οικονομίας εν γένει. Επιπλέον, η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης λόγω της επανατιμολόγησης των κινδύνων διεθνώς οδηγεί σε επιδείνωση των όρων και του κόστους άντλησης νέας χρηματοδότησης για τις τράπεζες, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, καθώς και το Ελληνικό Δημόσιο.

### Εμπειρική εκτίμηση των επιδράσεων στην ελληνική οικονομία από την εξάπλωση του κορωνοϊού

Οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία από την εξάπλωση του κορωνοϊού δεν μπορούν να αποτιμηθούν πλήρως με τα διαθέσιμα στοιχεία και με δεδομένη την αυξανόμενη αβεβαιότητα για την εξέλιξη και τη διάρκεια του φαινομένου. Όσο επιτείνεται η εξάπλωση του κορωνοϊού και εντείνονται τα προληπτικά μέτρα αποτροπής της διασποράς του, επιδεινώνεται το οικονομικό περιβάλλον και περιορίζεται η οικονομική δραστηριότητα.

Μια πρώτη εκτίμηση των ενδεχόμενων επιπτώσεων του κορωνοϊού στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας το 2020 γίνεται με τη χρήση του ετήσιου μακροοικονομικού υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος μέσω διαταραχών (shocks) σε εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος που αντιστοιχούν στους ανωτέρω διαύλους μετάδοσης. Το βασικό σενάριο ενσωματώνει αρνητικές επιδράσεις στην εξωτερική ζήτηση για ελληνικά αγαθά και υπηρεσίες. Επίσης περιλαμβάνει αρνητικές επιδράσεις στην εγχώρια ζήτηση, λόγω της χειροτέρευσης του οικονομικού κλίματος, των χρηματοοικονομικών συνθηκών και των προληπτικών μέτρων για την αποτροπή της δια-



σποράς του κορωνοϊού και των συνακόλουθων επιπτώσεων στην απασχόληση. Αναλυτικότερα, ενσωματώνονται οι ακόλουθες διαταραχές:

- (α) μείωση των εξαγωγών αγαθών
- (β) μείωση των ταξιδιωτικών εισπράξεων,
- (γ) μείωση των εισπράξεων από τη ναυτιλία,
- (δ) μείωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων,
- (ε) μείωση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου, και
- (στ) μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης εξαιτίας των προληπτικών μέτρων περιορισμού της διασποράς του κορωνοϊού.

Δεδομένης της σημαντικής αναμενόμενης επίπτωσης της εξάπλωσης του κορωνοϊού στην ελληνική οικονομία, η Τράπεζα της Ελλάδος αναθεωρεί προς τα κάτω την πρόβλεψή της για την εξέλιξη του πραγματικού ΑΕΠ το 2020. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι θα υπάρξει μηδενική ανάπτυξη το 2020. Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι επιπτώσεις θα περιοριστούν στα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους, ενώ στο βασικό σενάριο ενσωματώνονται υποθέσεις για τα αντισταθμιστικά μέτρα που έχουν ληφθεί.

Τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων δείχνουν ότι η εξάπλωση του κορωνοϊού αναμένεται να οδηγήσει σε σημαντική μείωση του ΑΕΠ και της απασχόλησης το πρώτο εξάμηνο του 2020. Ειδικότερα, οι επιπτώσεις αναμένονται κυρίως λόγω της σημαντικής πτώσης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης εξαιτίας της χειρότερης της καταναλωτικής εμπιστοσύνης επιτείνεται από τη μείωση της απασχόλησης, και συνακόλουθα του διαθέσιμου εισοδήματος, τόσο λόγω των μέτρων περιορισμού όσο και λόγω της μείωσης της ζήτησης εργασίας, ως απόρροια της μείωσης της δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Σημαντικά αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ και την απασχόληση έχει και η μείωση των εξαγωγών αγαθών και, ιδίως, υπηρεσιών. Περαιτέρω αρνητικές επιδράσεις ασκεί η μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων, εξαιτίας της αυξημένης αβεβαιότητας, της επιδείνωσης των συνθηκών χρηματοδότησης, καθώς και της προσωρινής παύσης λειτουργίας των επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι επιπτώσεις στις ιδιωτικές επενδύσεις εκτιμάται ότι θα έχουν σχετικά περιορισμένη συμβολή στην οικονομική δραστηριότητα, δεδομένης της μικρής βαρύτητας των επιχειρηματικών επενδύσεων στη συνολική εγχώρια ζήτηση. Σημειώνεται ότι οι αρνητικές επιδράσεις στο ΑΕΠ μετριάζονται από τη μείωση των εισαγωγών λόγω της εξασθένησης της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης. Επίσης μετριάζονται από τη μείωση των τιμών του πετρελαίου, η οποία αναμένεται να οδηγήσει σε πτώση του κόστους παραγωγής και του γενικού επιπέδου των τιμών.

### Συμπεράσματα

Η εξάπλωση του κορωνοϊού που έχει εξελιχθεί σε παγκόσμια πανδημία έχει ήδη εμφανή αντίκτυπο στην ελληνική οικονομία. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η πανδημία εκτιμάται ότι θα ανακόψει την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, καθώς αναμένεται μηδενική ανάπτυξη το 2020, έναντι της πιο πρόσφατης πρόβλεψης για ανάπτυξη 2,4%. Καθώς το φαινόμενο είναι σε εξέλιξη, η τρέχουσα πρόβλεψη χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Προληπτικά ή αντισταθμιστικά μέτρα νομισματικής, μακροπροληπτικής και δημοσιονομικής πολιτικής μπορούν να μετριάσουν τις επιπτώσεις της εξάπλωσης του κορωνοϊού, ιδιαίτερα εφόσον είναι έγκαιρα και συντονισμένα σε διεθνές, εθνικό ή τοπικό επίπεδο. Προς αυτή την κατεύθυνση είναι οι πρωτοβουλίες που λαμβάνονται από όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, διεθνείς οργανισμούς και κεντρικές τράπεζες ανεπτυγμένων χωρών.<sup>4</sup> Στην ίδια κατεύθυνση είναι τα έκτακτα μέτρα που ανακοινώθηκαν από την ελληνική κυβέρνηση.<sup>5</sup>

4 Ενδεικτικά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε την ενεργοποίηση ποσού 37 δισεκ. ευρώ για δημόσιες επενδύσεις, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι οικονομικές επιπτώσεις από την εξάπλωση του κορωνοϊού μέσω των διαρθρωτικών και επενδυτικών ταμείων της ΕΕ (13.3.2020). Η Ευρωομάδα σε διευρυμένη σύνθεση (ΕΕ-27) κατάρτισε μια πρώτη δέσμη εθνικών και ευρωπαϊκών μέτρων, καθορίζοντας ταυτόχρονα ένα πλαίσιο περαιτέρω ενεργειών για την αντιμετώπιση της



ταχέως εξελισσόμενης κρίσης. Εκτός από την επίδραση των αυτόματων σταθεροποιητών που αναμένεται να λειτουργήσουν πλήρως, έχουν αποφασιστεί δημοσιονομικά μέτρα σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο τα οποία ανέρχονται συνολικά σε περίπου 1% του ΑΕΠ της ΕΕ κατά μέσο όρο για το 2020, ενώ τα συνδυαστικά μέτρα για τη στήριξη της ρευστότητας αντιστοιχούν σε περίπου 10% του ΑΕΠ (16.3.2020). Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υποστήριξε τις πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για προσαρμογή των κανόνων για τις κρατικές ενισχύσεις και τη χρήση των δυνατοτήτων ευελιξίας που προβλέπονται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (17.3.2020). Η ΕΚΤ αποφάσισε να διαθέσει συνολικά 750 δισεκ. ευρώ, στο πλαίσιο έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων που συνδέεται με την πανδημία (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), στο οποίο θα γίνονται δεκτά και ελληνικά κρατικά ομόλογα, μέσω της επαναφοράς της εξαίρεσης (waiver) από τους γενικούς κανόνες επιλεξιμότητας ομολόγων (18.3.2020). Το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα ανακοίνωσαν τη διάθεση ποσού 62 δισεκ. δολαρίων ως άμεση χρηματοδότηση για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων από την εξάπλωση του κορωνοϊού (4.3.2020). Τέλος, η Κεντρική Τράπεζα της Αυστραλίας προχώρησε σε μείωση του βασικού επιτοκίου πολιτικής της (3.3.2020), όπως και η Τράπεζα του Καναδά (4.3.2020), η Τράπεζα της Αγγλίας (10.3.2020) και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (3.3.2020 και 15.3.2020).

- 5 Τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων ευνοϊκές ρυθμίσεις για επιχειρήσεις που επλήγησαν οικονομικά λόγω της εξάπλωσης του κορωνοϊού, όπως η αναστολή πληρωμής φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων και η υλοποίηση ενός διευρυνμένου πλαισίου χρηματοδότησής τους, μέτρα για τη στήριξη εργαζομένων με σχέση εξαρτημένης εργασίας, αυτοαπασχολούμενων και ατομικών επιχειρήσεων, καθώς και μέτρα για την ενίσχυση του υγειονομικού συστήματος (βλ. Πράξεις Νομοθετικού Περιεχομένου 11.3.2020 και 14.3.2020 και δελτία τύπου του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, του Υπουργείου Ανάπτυξης και Επενδύσεων και του Υπουργείου Οικονομικών, 18.3.2020).

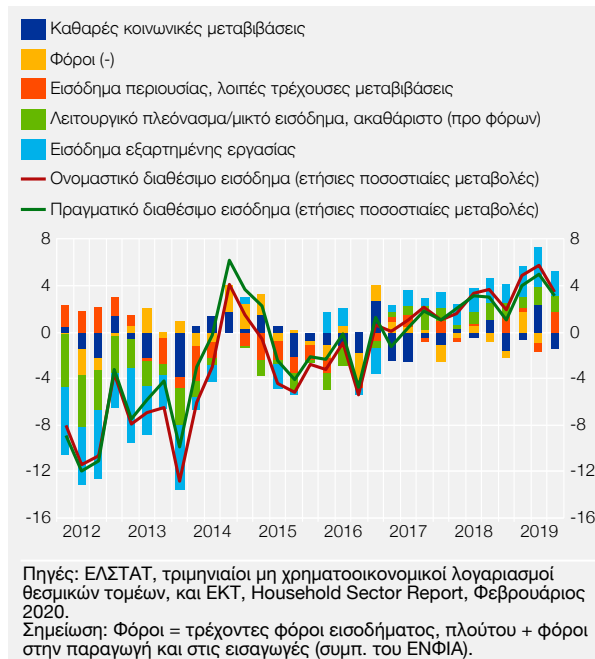
## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή δυναμική της το 2019, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε το 2019 κατά 0,8% (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1), λόγω της ανόδου της απασχόλησης και της σημαντικής βελτίωσης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛ-ΣΤΑΤ, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και ΜΚΙΕΝ αυξήθηκε κατά 4,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2019, δηλαδή με τον υψηλότερο ρυθμό από το 2007. Η ανάλυση των επιμέρους συνιστωσών του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και ΜΚΙΕΝ (βλ. Διάγραμμα IV.3) καταδεικνύει πρωτίστως τη σημαντική αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (με συμβολή 2,7 ποσοστιαίες μονάδες), η οποία αντανακλά κυρίως την αύξηση της μισθωτής απασχόλησης (4,1%) και δευτερευόντως την αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά απασχολούμενο (0,9%). Σημαντική ήταν και η συμβολή του λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (1,3 ποσοστιαία μονάδα), που σε μεγάλο βαθμό αφορά εισόδημα αυτοαπασχολούμενων.

Σύμφωνα με τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία, το ποσοστό αποταμίευσης ήταν λιγότερο αρνητικό σε σύγκριση με το εννεάμηνο του 2018, τάση που παρατηρείται από το δ' τρίμηνο του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.4). Η αντιστροφή της έντονης πτωτικής τάσης των αποταμιεύσεων επιβεβαιώνεται και από τη σταδιακή αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών.<sup>6</sup>

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2012 - γ' τρίμηνο 2019)

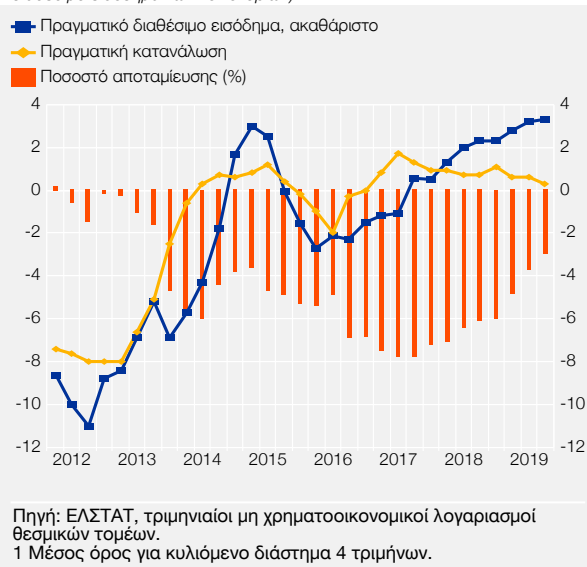


Οι έως τώρα διαθέσιμοι δείκτες καταναλωτικής ζήτησης για τους πρώτους μήνες του 2020 (βλ. Πίνακα IV.2) συνηγορούν υπέρ της θετικής συμβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης στην οικονομική δραστηριότητα, αλλά δεν ενσωματώνουν την αυξανόμενη αβεβαιότητα λόγω της πρόσφατης πανδημίας του κορωνοϊού. Τυχόν μεγάλη σε ένταση και διάρκεια της εξάπλωσης του κορωνοϊού αναμένεται να επηρεάσει την εγχώρια ζήτηση μέσω της μείωσης της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, αλλά και λόγω των προληπτικών μέτρων για την αποτροπή της διασποράς του ιού, με αποτέλεσμα τη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης (βλ. Πλαίσιο IV.1).

Ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 4,7% το 2019, καθώς η πτώση των επενδύσεων στις λοιπές κατασκευές υπεραντισταθμίστηκε από την άνοδο που σημειώθηκε στις υπόλοιπες κατηγορίες. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν για όγδοο συνεχόμενο τρίμηνο και σημεί-

**Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2012 - γ' τρίμηνο 2019)**

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



6 Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 17 δισεκ. ευρώ από το γ' τρίμηνο του 2017 έως το δ' τρίμηνο του 2019.

**Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2014-2020)**

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-0,4	-1,5	-0,6	1,2	1,5	0,8	
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	27,1	-9,1	20,9	-6,7	9,3	6,0	7,1 (Ιαν.-Φεβ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-52,8	-50,3	-62,9	-58,9	-44,0	-19,8	-7,4 (Φεβ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	30,1	13,8	10,7	22,2	25,8	13,2	7,4 (Ιαν.)
Καταναλωτική πίστη <sup>2</sup>	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-1,6 (Δεκ.)	-1,6 (Ιαν.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	64,7	62,1	65,5	64,1	69,4	69,8	73,8 (Ιαν.-Φεβ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-2,2	2,3	-2,3	2,1	5,8	5,5	18,7 (Ιαν.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4	4,8	-9,5	108,9 (Ιαν.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	-3,3 (Δεκ.)	-1,2 (Δεκ.)	0,0 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)	0,2 (Δεκ.)	1,7 (Δεκ.)	1,6 (Ιαν.)
Στεγαστική πίστη <sup>2</sup>	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-3,4 (Ιαν.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	15,5	3,1	5,9	-19,4	-12,7	-4,2 (Ιαν.-Σεπτ.)	
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-6,0	-0,5	-6,8	19,5	21,4	6,7 (Ιαν.-Νοέμ.)	
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	23,8	-29,9	-1,1	-9,6	4,8	0,0	57,5 (Ιαν.-Φεβ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), IOBE/Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών) και Τράπεζα της Ελλάδος (καταναλωτική και στεγαστική πίστη, χρηματοδότηση επιχειρήσεων και εκταμιεύσεις ΠΔΕ).

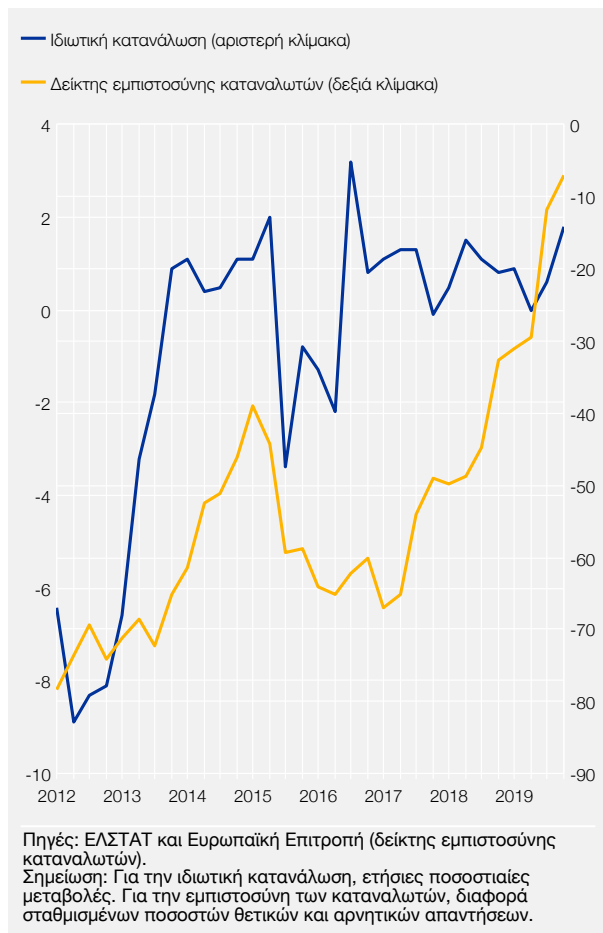
1 Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων) και το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).

2 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς τις διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινομήσεις.

ωσαν άνοδο κατά 12,1% το 2019. Οι επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό-οπτικά συστήματα αυξήθηκαν κατά 37,1%, κυρίως λόγω της επίδρασης βάσης, αφού το 2018 είχαν υποχωρήσει κατά 43,5%. Οι άλλες δύο κατηγορίες εξοπλισμού (μηχανολογικός εξοπλισμός-οπτικά συστήματα και εξοπλισμός τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνίας) σημείωσαν μικρή άνοδο (κατά 2,4% και 2,3% αντίστοιχα). Αντίθετα, οι επενδύσεις σε λοιπές κατασκευές πλην κατοικιών μειώθηκαν κατά 4,6% (σε συνέχεια της πτώσης κατά 22,9% το 2018), αντανakλώντας την υποχώρηση των επενδύσεων σε υποδομές.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία βελτιώθηκαν ελαφρά το γ' τρίμηνο του 2019 συγκριτικά με το ίδιο διάστημα του 2018 και ανήλθαν σε 10,2% του ΑΕΠ σε ετησιοποιημένη βάση. Εξακολουθούν όμως να βρίσκονται κάτω από το ήμισυ του ανώτατου επιπέδου προ κρίσης. Ταυτόχρονα, ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις, δηλαδή το επίπεδο της επενδυτικής δαπάνης αφού αφαιρεθεί το ύψος των αποσβέσεων, έχει περάσει σε θετικό έδαφος από το τέλος του 2018, οπότε κατέγραψε ενίσχυση της παραγωγικής κεφαλαιακής βάσης για πρώτη φορά μετά από εννέα έτη. Η ανανέωση αυτή του κεφαλαιακού εξοπλισμού της χώρας είναι καθοριστικής σημασίας για την ενίσχυση των μελλοντικών παραγωγικών της δυνατοτήτων.

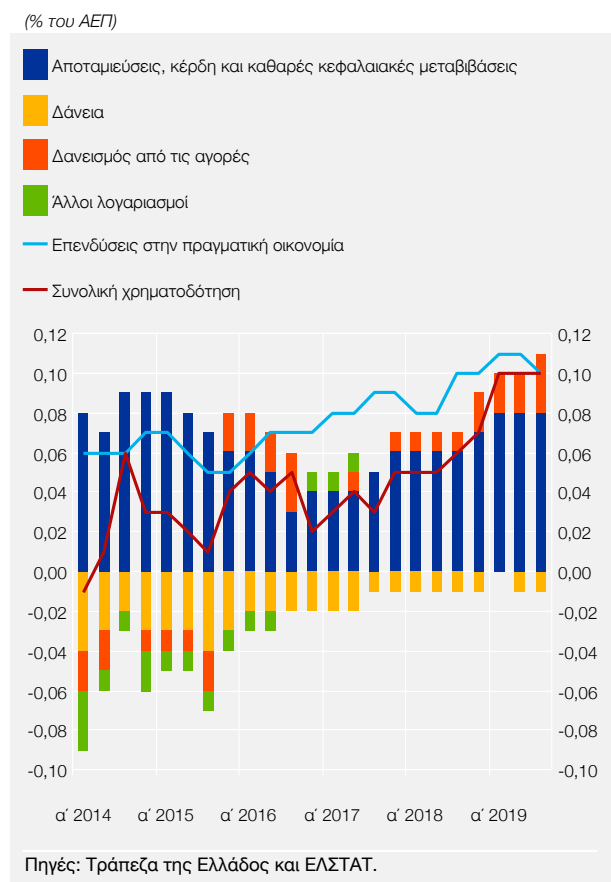
**Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών**  
(α' τρίμηνο 2012 - δ' τρίμηνο 2019)



Το γ' τρίμηνο του 2019 έναντι του αντίστοιχου τριμήνου το 2018 η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα σημείωσε σημαντική βελτίωση (βλ. Διάγραμμα IV.6), ως απόρροια της αύξησης τόσο της εσωτερικής χρηματοδότησης από ίδιους πόρους<sup>7</sup> όσο και της εξωτερικής χρηματοδότησης, η οποία ενισχύθηκε από την προσφυγή στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αξιοσημείωτες είναι οι ενδείξεις ενδυνάμωσης της εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, λόγω της θετικής επίδρασης της έκδοσης νέων μετοχών (μεταξύ άλλων έκδοση μη εισηγμένων μετοχών και ξένες άμεσες επενδύσεις εκ των οποίων ένα σημαντικό μέρος αφορά ακίνητα), των χρηματοοικονομικών παραγώγων και, σε μικρότερο βαθμό, των δανείων και των εκδοθέντων χρεογράφων. Αντίθετα, η τραπεζική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα ως συνόλου παραμένει αρνητική.

Σημειώνεται ότι από τα μέσα του 2017, ενώ υπάρχει βελτίωση της εσωτερικής χρηματοδότησης, δηλαδή των αποταμιευτικών ροών του ιδιωτικού τομέα, αυτή αδυνατεί να καλύψει τη δυναμική ανόδου των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία. Κατά συνέπεια, εξακολουθεί να υφίσταται χρηματοδοτικό κενό (δηλ. ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης από τράπεζες και κεφαλαιαγορές), που το γ' τρίμηνο του 2019 ισοδυναμούσε με 2,4% του ΑΕΠ.

<sup>7</sup> Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών, των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων και των καθαρών (εισπραπτόμενων) κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

**Διάγραμμα IV.6 Πραγματικές επενδύσεις και χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα**

Παράλληλα, από τις αρχές του 2019, μετά από εννέα συνεχή έτη, ανακόπηκε η αποεπένδυση χρηματοοικονομικού πλούτου, η οποία εν μέρει στήριζε τις πραγματικές επενδύσεις, και καταγράφονται πλέον καθαρές χρηματοοικονομικές επενδύσεις της τάξεως του 0,4% του ΑΕΠ (κυρίως σε τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών επιχειρήσεων και λιγότερο σε μετοχές).

Η περαιτέρω αύξηση των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία προϋποθέτει την ενίσχυση των εγχώριων αποταμιεύσεων του ιδιωτικού τομέα, με παράλληλη ενδυνάμωση της χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές και τη διασφάλιση της χρηματοδότησης από τις τράπεζες.

Για την ενίσχυση της αναπτυξιακής προοπτικής της ελληνικής οικονομίας, ψηφίστηκε ο ν. 4635/2019 “Επενδύω στην Ελλάδα και άλλες διατάξεις”, με σκοπό την αύξηση των επενδύσεων, της απασχόλησης και του εισοδήματος. Πιο συγκεκριμένα, περιλαμβάνονται διατάξεις για την προσέλκυση στρατηγικών επενδύσεων, τον έλεγχο των επενδυτικών σχεδίων, τη δημιουργία του Ενιαίου Ψηφιακού Χάρτη και του Εθνικού Μητρώου Υποδομών, την ενίσχυση των βιομηχανικών πάρκων, την απλοποίηση της αδειοδότησης επιχειρήσεων και των δημόσιων συμβάσεων, την αδειοδότηση κεραιών στην ξηρά, τη θεσμοθέτηση του Εθνικού Προγράμματος Απλούστευσης Δια-

δικασιών, την αναδιοργάνωση της Ελληνικής Εταιρείας Επενδύσεων και Εξωτερικού Εμπορίου Α.Ε., την απλοποίηση του Γ.Ε.ΜΗ., την κατάρτιση του Εθνικού Προγράμματος Ανάπτυξης, καθώς και διατάξεις για την αγορά εργασίας. Οι παραπάνω διατάξεις αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα μεσοπρόθεσμα.

Το 2020 η επενδυτική ζήτηση θα εξαρτηθεί από τις συνέπειες της πανδημίας του κορωνοϊού στο επενδυτικό κλίμα και στις προοπτικές των επιχειρήσεων.

### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Στη διάρκεια του 2019, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας αυξήθηκε κατά 0,9% σε σταθερές τιμές, λόγω της επίδοσης του τριτογενούς τομέα και ειδικότερα των υπηρεσιών εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, και μεταφορών και αποθήκευσης, καθώς και του τομέα των κατασκευών (βλ. Πίνακα IV.3).

Η προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) μειώθηκε το 2019 (-0,6%, έναντι αύξησης 1,8% το 2018). Η τάση επιβράδυνσης της βιομηχανικής δραστηριότητας επιβεβαιώνεται από την εξέλιξη του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος, μετά την ανοδική πορεία της περιόδου 2015-2017, αυξήθηκε με βραδύτερο ρυθμό το 2018 και μειώθηκε ελαφρά το 2019<sup>8</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.7). Η μικρή μείωση της βιομηχανικής παραγωγής το 2019 (-0,8%) σε μεγάλο βαθμό αποδίδεται στη μείωση της παραγωγής ηλεκτρισμού (-5,9%). Αρνητικά συνέβαλε και η μείωση της παραγωγής των ορυχείων-λατομείων (-9,1%). Η μεταποιητική παραγωγή

8 Σημειώνεται ότι το 2019 η βιομηχανική παραγωγή στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε κατά μέσο όρο μείωση 1,7%.

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2016-2019)

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

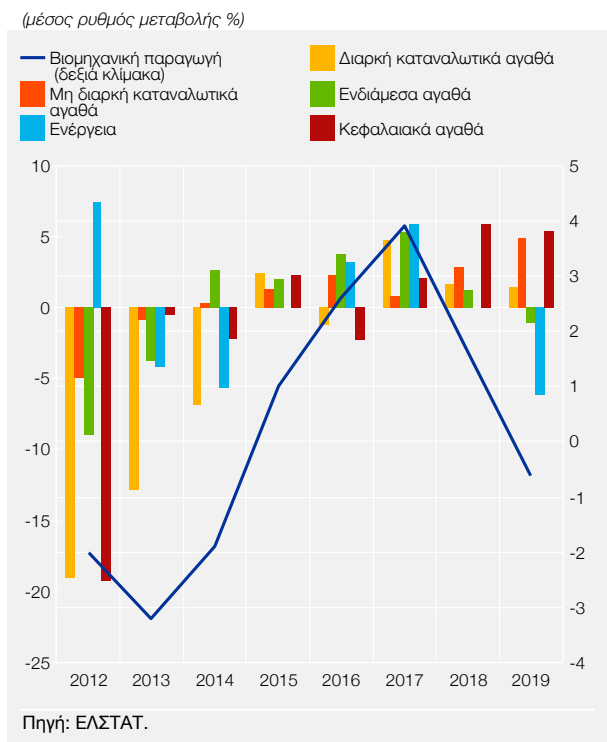
	2016	2017	2018	2019	2019 (α' τρίμ.)	2019 (β' τρίμ.)	2019 (γ' τρίμ.)	2019 (δ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-6,1 (-0,3)	8,8 (0,4)	3,5 (0,2)	-1,3 (-0,1)	-0,5 (-0,0)	-1,1 (-0,0)	-1,6 (-0,1)	-2,2 (-0,1)
Δευτερογενής τομέας	7,2 (1,0)	2,4 (0,4)	2,9 (0,4)	3,1 (0,5)	6,6 (1,0)	6,9 (1,0)	3,5 (0,5)	-4,2 (-0,6)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	3,2 (0,4)	3,7 (0,4)	1,7 (0,2)	-0,7 (-0,1)	0,2 (0,0)	0,4 (0,0)	0,0 (0,0)	-3,4 (-0,4)
Κατασκευές	25,4 (0,6)	-2,1 (-0,1)	7,5 (0,2)	17,4 (0,5)	33,2 (0,9)	32,8 (1,0)	16,9 (0,5)	-6,7 (-0,2)
Τριτογενής τομέας	-2,1 (-1,7)	1,2 (1,0)	1,3 (1,1)	0,8 (0,6)	0,4 (0,3)	1,5 (1,2)	0,7 (0,6)	0,7 (0,5)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-4,3 (-0,9)	3,6 (0,8)	4,2 (0,9)	3,1 (0,7)	3,3 (0,7)	3,8 (0,8)	3,3 (0,7)	2,0 (0,4)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-0,5 (-0,0)	-1,0 (-0,0)	0,0 (-0,0)	0,3 (0,0)	-1,5 (-0,0)	1,5 (0,0)	0,4 (0,0)	0,6 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-1,3 (-0,1)	-6,5 (-0,3)	-10,0 (-0,4)	-8,0 (-0,3)	-8,7 (-0,3)	-9,9 (-0,4)	-6,1 (-0,2)	-7,3 (-0,2)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-0,7 (-0,1)	2,3 (0,5)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-1,4 (-0,1)	3,3 (0,2)	5,6 (0,3)	4,0 (0,2)	3,3 (0,2)	4,5 (0,2)	3,8 (0,2)	4,2 (0,2)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-1,7 (-0,4)	-0,5 (-0,1)	0,8 (0,2)	-0,5 (-0,1)	-1,1 (-0,2)	1,6 (0,3)	-1,9 (-0,4)	-0,7 (-0,1)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-2,2 (-0,1)	0,1 (0,0)	1,9 (0,1)	2,7 (0,1)	-1,1 (-0,0)	1,7 (0,1)	5,2 (0,2)	5,3 (0,2)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-1,1	2,0	1,8	0,9	0,8	1,9	1,2	-0,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6.3.2020, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.  
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

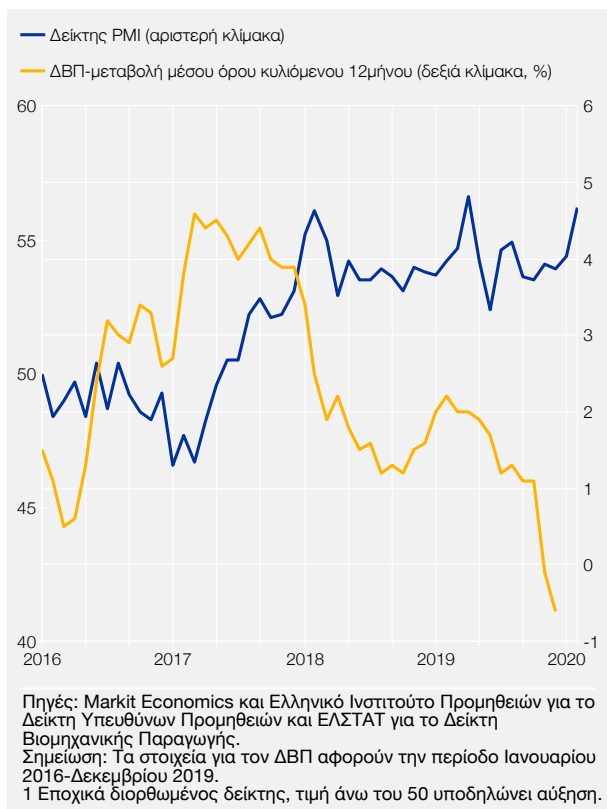
συνέχισε να αυξάνεται, αν και με χαμηλότερο ρυθμό (0,9%, έναντι 2,8% το 2018), που όμως σε μεγάλο βαθμό αποδίδεται στη μείωση της παραγωγής του κλάδου πετρελαίου και άνθρακα (-8,6%). Εξαιρουμένου του κλάδου των πετρελαιοειδών, η μεταποιητική παραγωγή αυξήθηκε με ισχυρό ρυθμό (2,8%, έναντι 2,6% το 2018). Οι πιο δυναμικοί κλάδοι που στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή και συνδέθηκαν με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα ήταν οι κλάδοι παραγωγής φαρμακευτικών και χημικών προϊόντων, της βιομηχανίας τροφίμων, καθώς και της κατασκευής πλαστικών, ηλεκτρονικών υπολογιστών και ηλεκτρονικών και οπτικών προϊόντων. Η αυξημένη παραγωγή των περισσότερων μεταποιητικών κλάδων συνδέεται με την ενίσχυση της εξωστρέφειάς τους από το 2010 και μετά, που εντάθηκε την πιο πρόσφατη περίοδο (2014-2019), όπως καταγράφεται στη σημαντική άνοδο της εξαγωγικής τους επίδοσης.<sup>9</sup> Συνακόλουθα, στον κλάδο της βιομηχανίας ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, σύμφωνα με τις έρευνες του IOBE, αυξήθηκε κατά 0,8 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ βελτίωση συνέχισε να καταγράφει ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία (0,8% το 2019). Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται σε επίπεδα ισχυρής ανάπτυξης επί 2,5 έτη και πλέον και αντανakλά τη θετική δυναμική του κλάδου της μεταποίησης λόγω της αύξησης της ανταγωνιστικότητας κόστους και της εξωστρέφειας (βλ. Διάγραμμα IV.8).

9 Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, Πλαίσιο V.3, και Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2018, Πλαίσιο IV.3.



**Διάγραμμα IV.7 Βιομηχανική παραγωγή (2012 - 2019)**

Η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το 2019 ήταν ιδιαίτερα θετική (12,3%, έναντι 7,9% το 2018) (βλ. Πίνακα IV.3). Σε θετική κατεύθυνση ήταν και τα στοιχεία του όγκου οικοδομικών αδειών (6,7% το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019), ενώ αμετάβλητες παρέμειναν οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου το 2019. Ωστόσο, ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές κατέγραψε μείωση το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 (-4,2%, έναντι -14,5% το αντίστοιχο διάστημα του 2018, βλ. Πίνακα IV.2) καθώς η οριακή αύξηση που σημειώθηκε στον υποδείκτη των οικοδομικών έργων αντισταθμίστηκε από τη μείωση υποδείκτη των έργων πολιτικού μηχανικού (έργα υποδομών). Το 2019 η ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας του τομέα των υπηρεσιών με ετήσιο ρυθμό 0,9% συνέβαλε θετικά κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Το ίδιο διάστημα η επιτάχυνση που παρατηρείται στους κλάδους του τριτογενούς τομέα οφείλεται κυρίως στην καλή επίδοση των κλάδων του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των δραστηριοτήτων μεταφορών-αποθήκευσης (+3,2%).

**Διάγραμμα IV.8 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2016 - Φεβρουάριος 2020)**

Παρόμοια εικόνα προκύπτει και από τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2019, ενώ οριακά θετικές διαμορφώνονται οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.4). Στις υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, αύξηση καταγράφουν οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης, τα ταξιδιωτικά πρακτορεία και οι μεταφορές.

Η θετική πορεία του τουρισμού τα τελευταία χρόνια (βλ. Διαγράμματα IV.9 και IV.10) είχε ευνοϊκή επίδραση στα τουριστικά μεγέθη από την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς. Από την πλευρά της ζήτησης, παρατηρείται αύξηση των αφίξεων μη κατοίκων, αλλά και των διανυκτερεύσεων για έβδομη συνεχόμενη χρονιά, και των ταξιδιωτικών εισπράξεων (σε σταθερές τιμές και εξαιρουμένων των εισπράξεων από την κρουαζιέρα) για τρίτη συνεχόμενη χρονιά (αναλυτικότερα βλ. στην ενότητα 7.2 του παρόντος κεφαλαίου). Από την πλευρά της προσφοράς, παρατηρείται ενίσχυση του ξενοδοχειακού δυναμικού της χώρας, αλλά και της απασχόλησης στα ξενοδοχεία και καταλύματα. Συγκεκριμένα, το 2019 οι συνολικές κλίνες αυ-



Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2015-2019)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019 (διαθέσιμη περίοδος)
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>					
<b>1. Εμπόριο</b>					
Χονδρικό εμπόριο	-4,4	-1,6	3,7	6,9	-1,7
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,0	1,3
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	7,8	7,2	6,3	10,8	8,5
<b>2. Μεταφορές</b>					
Χερσαίες μεταφορές	-5,7	-2,3	10,9	-1,2	1,3
Θαλάσσιες και ακτοπολικές μεταφορές	-3,1	-4,6	-9,6	-0,2	6,1
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	-0,1	5,3
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	3,0	8,2	8,0	9,0	10,2
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	7,8	0,8	8,2	8,2	0,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>					
Τηλεπικοινωνίες	-1,3	0,5	-0,5	0,6	1,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,2	-1,3	-5,0	9,0	-6,6
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-22,4	-15,0	-3,7	14,1	6,1
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	6,9	4,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-12,8	0,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	-1,1	7,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-7,4	-4,7	9,1	25,6	3,1
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	19,0	10,7	8,6	11,0	6,0
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	15,2	7,0	6,0	5,7	7,3
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-9,7	-3,0	4,1	2,2	7,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>					
	-16,2	1,5	16,9	4,6	0,7

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

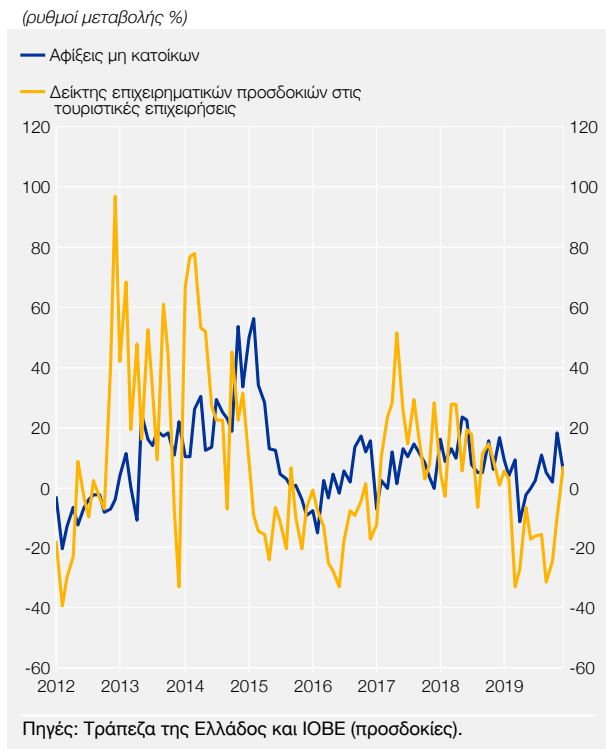
<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

ξήθηκαν κατά 1,4% σε σχέση με το 2018 (οι κλίνες των πολυτελών ξενοδοχείων κατά 5%), ενώ η απασχόληση αυξήθηκε κατά 9% το 2018 και διαμορφώθηκε στις 95,5 χιλιάδες άτομα από 87,5 χιλιάδες το 2017.<sup>10</sup>

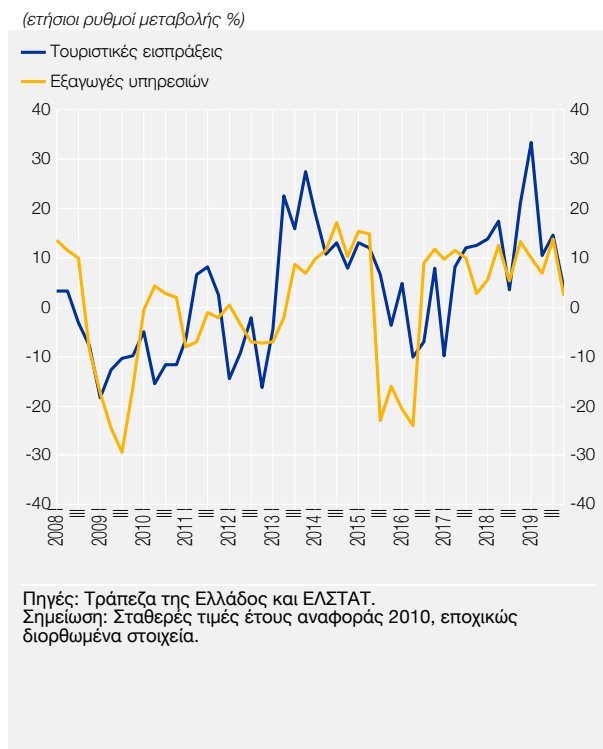
Οι προοπτικές του τουριστικού τομέα για το 2020 αναμένεται να επηρεαστούν από την εξέλιξη της εξάπλωσης του κορωνοϊού (βλ. Πλαίσιο IV.1). Πάντως, ο ραγδαία αυξανόμενος αριθμός αφίξεων στη χώρα τα τελευταία χρόνια, πέρα από τις οικονομικές ωφέλειες, δημιούργησε νέες

<sup>10</sup> Το 2018, η πλήρης απασχόληση στα ξενοδοχεία και καταλύματα αυξήθηκε κατά 10% σε σχέση με το 2017, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στη μερική απασχόληση ήταν μόλις 1%.

**Διάγραμμα IV.9 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2012 - Δεκέμβριος 2019)**



**Διάγραμμα IV.10 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρίμηνο 2008 - δ' τρίμηνο 2019)**



απαιτήσεις στους προορισμούς για τη διαχείριση και ανάπτυξη των υποδομών και του οικοσυστήματος, καθώς και για τη διάχυση των ωφελειών στην κοινωνία. Τα παραπάνω αποκτούν ιδιαίτερη σημασία στη σημερινή εποχή, κατά την οποία όλο και περισσότεροι ταξιδιώτες όλων των ηλικιών φαίνεται ότι επιλέγουν να μειώσουν το αποτύπωμα διοξειδίου του άνθρακα περιορίζοντας την απόσταση που ταξιδεύουν. Το φαινόμενο αυτό είναι ιδιαίτερα έντονο για τη γενιά των “παιδιών της χιλιετίας” (Millennials) και τη γενιά Z (Gen Z), που επιπλέον προτιμούν πιο φιλικά προς το περιβάλλον μέσα μεταφοράς (υβριδικά ή ηλεκτρικά αυτοκίνητα, δημόσιες συγκοινωνίες, περπάτημα ή ποδηλασία), ενώ προτιμούν παρόχους φιλοξενίας που είναι ευαισθητοποιημένοι ως προς τον περιβαλλοντικό αντίκτυπο των εγκαταστάσεών τους.

### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στη διάρκεια του 2019 η αγορά ακινήτων συγκέντρωσε ενισχυμένο επενδυτικό ενδιαφέρον τόσο για οικιστικές όσο και για επαγγελματικές χρήσεις. Οι τιμές των ακινήτων σε αρκετές περιπτώσεις αυξήθηκαν με αξιοσημείωτους ρυθμούς, ωστόσο η αύξηση στις τιμές και τη ζήτηση δεν φαίνεται να έχει διαχυθεί στο σύνολο της αγοράς, καθώς βασίζεται περισσότερο στην επενδυτική ζήτηση και την εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό και λιγότερο στην εγχώρια ζήτηση για ιδιοκατοίκηση ή ιδιόχρηση.

Παρά τις διαφοροποιήσεις σε τοπικό επίπεδο, παρατηρείται πλέον βελτίωση των προοπτικών στο σύνολο σχεδόν της αγοράς, με τις αποδόσεις των επενδυτικών ακινήτων να προσεγγίζουν συχνά τα επίπεδα που είχαν καταγραφεί στο υψηλότερο σημείο του κύκλου της αγοράς πριν από την κρίση (περίοδος 2005-07). Επίσης, η βελτίωση των προοπτικών αποτυπώνεται και στον υψηλό ρυθμό αύξησης των ξένων άμεσων επενδύσεων για την αγορά ακινήτων. Η καθαρή εισροή κεφαλαίων για αγορές ακινήτων από ξένους επενδυτές, όπως καταγράφεται στα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, για το 2019 υπερβαίνει για δεύτερη συνεχή χρονιά το 1 δισεκ. ευρώ,

αυξημένη κατά 28,5% σε σχέση με το 2018.<sup>11</sup> Προϋπόθεση ωστόσο για την οριστική, συνολική ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων είναι η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, η οποία εκτιμάται ότι θα πραγματοποιηθεί σταδιακά, με την περαιτέρω βελτίωση της οικονομίας.

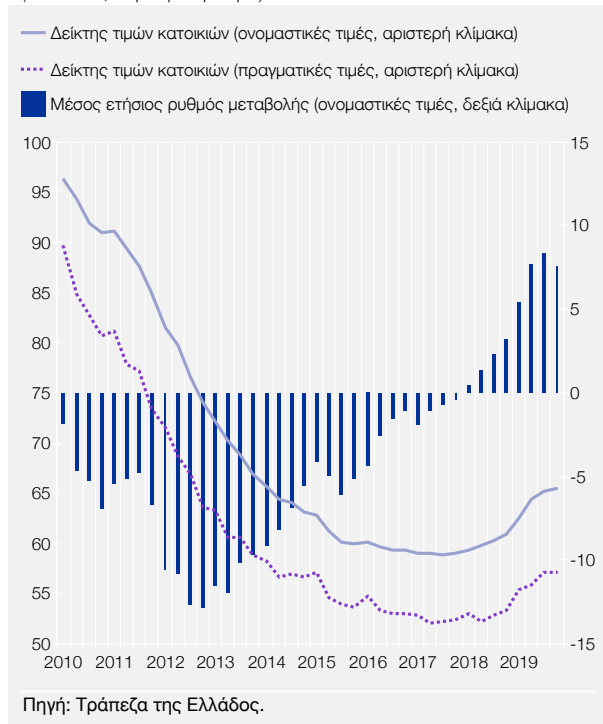
Το 2019 για δεύτερη συνεχή χρονιά στην αγορά των κατοικιών σημειώθηκε αύξηση των τιμών, αν και σε τοπικό επίπεδο καταγράφονται μικτές τάσεις με σημαντικές αυξήσεις σε περιοχές με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον (βλ. Διάγραμμα IV.11). Ειδικότερα, βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το 2019 αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,2%, ενισχυμένες σημαντικά λόγω του έντονου επενδυτικού ενδιαφέροντος ειδικά στον τομέα των βραχυχρόνιων μισθώσεων κατοικιών σε σχέση με το 2018 (1,8%). Στα επιμέρους τρίμηνα του 2019 παρατηρείται σημαντική σταδιακή επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των τιμών στα τρία πρώτα τρίμηνα και μικρή επιβράδυνση στο τέταρτο τρίμηνο (5,4%, 7,7%, 8,3% και 7,5% το α', β', γ' και δ' τρίμηνο του 2019 αντίστοιχα). Οι τιμές των "νέων" διαμερισμάτων το 2019 αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 7,7%, μεγαλύτερο σε σχέση με αυτό των "παλαιών" διαμερισμάτων (6,9%). Με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, οι υψηλότεροι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης στις τιμές διαμερισμάτων καταγράφηκαν στην Αθήνα (10,4%) και στη Θεσσαλονίκη (6,8%), ενώ οι ρυθμοί αύξησης στις άλλες μεγάλες πόλεις και στις λοιπές ημιαστικές και αγροτικές περιοχές ήταν ηπιότεροι (4,1% και 4,6% αντίστοιχα).

Η προοδευτική βελτίωση της αγοράς κατοικιών επιβεβαιώνεται και από τις πρόσφατα καταγεγραμμένες εξελίξεις σχετικών στοιχείων της αγοράς ακινήτων.<sup>12</sup> Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) ενισχύθηκαν κατά 12,1% το 2019, έναντι 17,2% το 2018, αν και παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (0,8%). Οι οικοδομικές άδειες για νέες κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) το ενδεκάμηνο του 2019, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018, κατέγραψαν αύξηση κατά 24,0% σε όρους αριθμού αδειών και 12,3% σε όρους όγκου, ενώ ειδικότερα για την περιοχή της Αθήνας καταγράφηκαν ιδιαίτερα υψηλοί ρυθμοί αύξησης (57,4% και 40,4% αντίστοιχα). Παράλληλα, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών του IOBE για τις κατοικίες σημείωσε βελτίωση για τέταρτη συνεχόμενη χρονιά (2019: 3,6%).

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, το πρώτο εξάμηνο του 2019 καταγράφηκαν θετικοί ρυθμοί μεταβολής για τις τιμές γραφείων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών (βλ. Διαγράμματα IV.12 και IV.13). Ωστόσο, και για τις δύο αυτές κατηγορίες, η ζήτηση και οι ρυθμοί αύξησης διαφοροποιήθηκαν σημαντικά σε τοπικό επίπεδο, αποτυπώνοντας τη διαφορετική δυναμική των επιμέρους θέσεων και τομέων της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 5,4%

**Διάγραμμα IV.11 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2010 - δ' τρίμηνο 2019)**

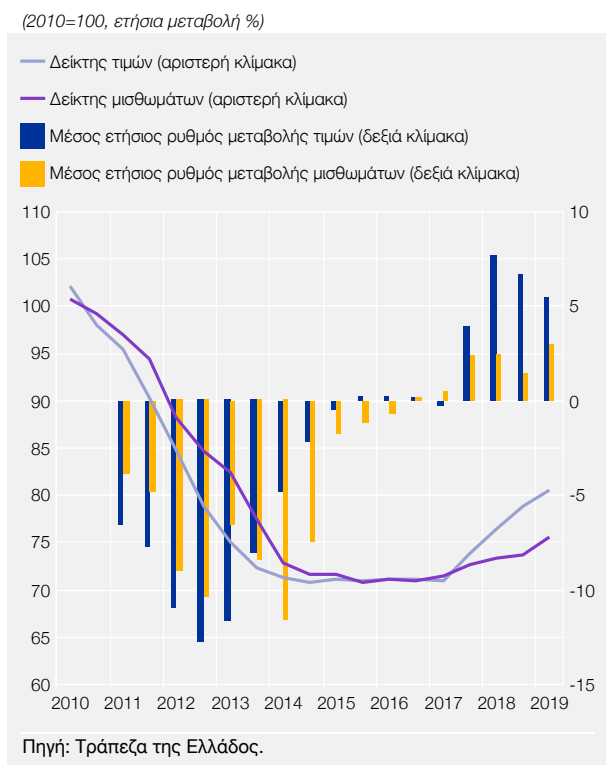
(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



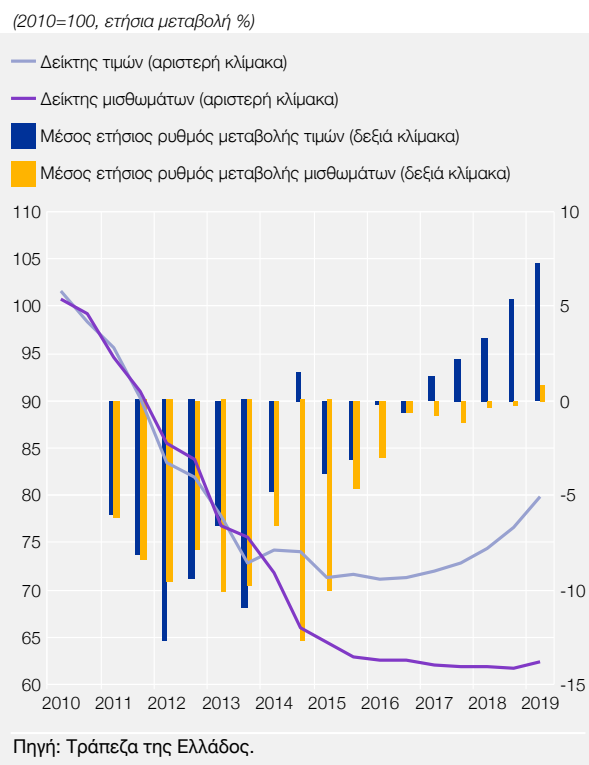
11 Ειδικότερα, το ποσό των καθαρών εσόδων από τις ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα για την αγορά ακινήτων ανήλθε σε 1.449,5 εκατ. ευρώ το 2019, έναντι 1.128,2 εκατ. ευρώ το 2018 και 414,7 εκατ. ευρώ το 2017.

12 Ο αριθμός αγοραπωλησιών ακινήτων στην Ελλάδα για το 2018 (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) αυξήθηκε κατά 13,9% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και ανήλθε σε 79.532 αγοραπωλησίες το 2018 (έναντι 69.826 το 2017).

**Διάγραμμα IV.12 Δείκτες γραφείων**  
(α' εξάμηνο 2010 - α' εξάμηνο 2019)



**Διάγραμμα IV.13 Δείκτες καταστημάτων**  
(α' εξάμηνο 2010 - α' εξάμηνο 2019)



και 7,3% αντίστοιχα σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2018, ενώ υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης καταγράφηκαν στην Αθήνα, οι οποίοι ανήλθαν σε 6,7% για τα γραφεία και 9,7% για τα καταστήματα.

Τα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων, το πρώτο εξάμηνο του 2019, κατέγραψαν υψηλότερους ρυθμούς αύξησης σε σχέση με τα αμέσως προηγούμενα εξάμηνα. Ειδικά στον τομέα των καταστημάτων, σε επίπεδο συνόλου χώρας σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2018, καταγράφηκε θετικός ρυθμός μεταβολής (0,9%) για πρώτη φορά από την έναρξη της δημοσίευσης του αντίστοιχου δείκτη της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2010. Ο υψηλός ρυθμός αύξησης των μισθωμάτων καταστημάτων της υπόλοιπης χώρας (2,9%), σε σύγκριση με τις αντίστοιχες μεταβολές στην Αθήνα (-0,2%) και στη Θεσσαλονίκη (0,0%), αποτυπώνει τη δυναμική των τουριστικών περιοχών. Η αντίστοιχη αύξηση των μισθωμάτων στα γραφεία έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2018, για το σύνολο της χώρας, ανέρχεται σε 3,0%, ελαφρώς ενισχυμένη σε σχέση με τα προηγούμενα εξάμηνα.

Παρά την τάση βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά ακινήτων, η κατασκευαστική δραστηριότητα παραμένει περιορισμένη και παρουσιάζει αρνητικούς ρυθμούς τόσο για τα γραφεία και τα καταστήματα όσο και για τα ξενοδοχεία σε όρους όγκου (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ). Συνολικά στη διάρκεια του ενδεκαμήνου του 2019, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018, η οικοδομική δραστηριότητα για επαγγελματικά ακίνητα παρουσίασε αύξηση 1,4% σε όρους αριθμού νέων αδειών και 4,2% σε όρους όγκου, η οποία ωστόσο δεν σχετίζεται με κατασκευή γραφείων, καταστημάτων και ξενοδοχείων, που αποτελούν στην παρούσα φάση τους βασικούς άξονες ανάπτυξης της αγοράς. Η οικοδομική δραστηριότητα στον τομέα των ξενοδοχείων κατέγραψε ρυθμό αύξησης 24,1% στον αριθμό των νέων οικοδομικών αδειών, έναντι 57,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2018, και μείωση 6,4% σε όρους όγκου. Μειώσεις καταγράφηκαν και στον αριθμό και στον όγκο νέων αδειών τόσο για τα γραφεία (-32,0% και -20,5% αντίστοιχα) όσο και για τα καταστήματα (-11,6% και -25,2% αντίστοιχα). Οι χαμηλότεροι, και σε επιμέρους περιπτώσεις

αρνητικοί, ρυθμοί της οικοδομικής δραστηριότητας των τελευταίων μηνών στον κλάδο των ξενοδοχείων εκτιμάται ότι αποτελούν μια προσωρινή διόρθωση των ιδιαίτερα υψηλών θετικών ρυθμών της προηγούμενης περιόδου, που σε πολλές περιπτώσεις υπερέβαιναν το 50% σε ετήσια βάση. Αντίθετα, οι σημαντικά αρνητικοί ρυθμοί στις άλλες δύο κατηγορίες ενδεχομένως αποτυπώνουν την έλλειψη δυναμικής στη ζήτηση είτε για χρήση νέων είτε για πλήρωση υφιστάμενων κενών χώρων, σε αντίθεση με τη μεγάλη ζήτηση για αγορά επενδυτικών μισθωμένων ακινήτων.

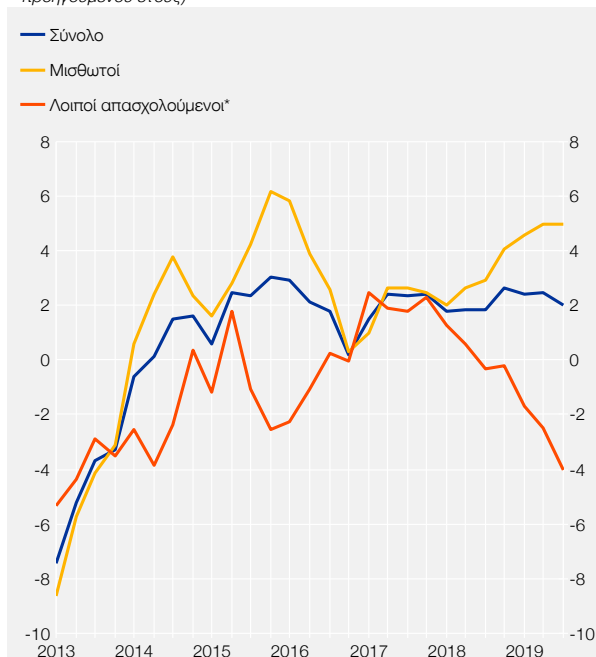
Οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) κατά τη διάρκεια του 2019 πραγματοποίησαν σημαντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και υλοποίησαν αγορές επενδυτικών ακινήτων άνω των 400 εκατ. ευρώ, με δρομολογημένες περαιτέρω επενδύσεις περί τα 200 εκατ. ευρώ. Υπολογίζεται ότι ποσοστό λίγο μεγαλύτερο του 60% των επενδυτικών κεφαλαίων των ΑΕΕΑΠ κατευθύνθηκε ήδη ή προορίζεται να κατευθυνθεί στην ελληνική αγορά, ενώ σημαντικό ύψος επενδύσεων πραγματοποιήθηκε και στην Κύπρο. Στη διάρκεια του 2019, περίπου το 74% των κεφαλαίων των ΑΕΕΑΠ που επενδύθηκαν στην ελληνική αγορά τοποθετήθηκε σε γραφεία, το 15% σε καταστήματα, το 7,5% σε ξενοδοχεία, ενώ το υπολειπόμενο ποσοστό επενδύθηκε σε αποθήκες, άλλες επαγγελματικές χρήσεις ή οικόπεδα προς ανάπτυξη. Αναφορικά με τη γεωγραφική διασπορά των επενδύσεων, ποσοστό μεγαλύτερο του 70% των κεφαλαίων κατευθύνθηκε στην αγορά της Αττικής και, με ελάχιστες εξαιρέσεις, το υπόλοιπο ποσοστό τοποθετήθηκε σε τουριστικές θέσεις ανά την Ελλάδα, σχεδόν αποκλειστικά σε ξενοδοχειακές μονάδες. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι το ενδιαφέρον των ΑΕΕΑΠ στρέφεται για πρώτη φορά και στην οργανωμένη-εξειδικευμένη κατοικία εισοδήματος, όπως οι φοιτητικές εστίες και οι μονάδες φροντίδας ηλικιωμένων, χρήσεις οι οποίες εκτιμάται ότι θα προσελκύσουν περαιτέρω ενδιαφέρον τα προσεχή έτη, καθώς αποτελούν έναν αναξιοποίητο μέχρι σήμερα τομέα της αγοράς, με ιδιαίτερη προοπτική ανάπτυξης. Σημαντικές επενδύσεις πραγματοποιήθηκαν και από άλλα επενδυτικά χαρτοφυλάκια του εξωτερικού, τα οποία πλέον στοχεύουν μεταξύ άλλων και στην ανάπτυξη νέων ακινήτων και χρήσεων υψηλότερου επιχειρηματικού κινδύνου, όπως εμπορικά κέντρα και πάρκα, θεματικά πάρκα και χώροι αναψυχής, αλλά και τουριστικές αστικές κατοικίες.

Οι θετικές εξελίξεις στις τιμές και τα μισθώματα κατά τη διάρκεια του 2019, σε συνδυασμό με τις επενδυτικές κινήσεις που πραγματοποιήθηκαν, αποτύπωσαν αφενός την αυξανόμενη εμπιστοσύνη προς την οικονομία και αφετέρου την προσδοκία για την αποκόμιση σημαντικών υπεραξιών από την ελληνική αγορά ακινήτων.<sup>13</sup> Ωστόσο, οι πρόσφατες εξελίξεις που σχετίζονται με την πανδημία του κορωνοϊού και την αβεβαιότητα αναφορικά με τις ευρύτερες επιπτώσεις στην εγχώρια και την παγκόσμια οικονομία διαμορφώνουν νέες συνθήκες, με ενδεχομένως σημαντικές, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, επιδράσεις στην αγορά ακινήτων. Δεδομένης της υψηλής εξάρτησης της αγοράς ακινήτων από τον τουρισμό και από άλλους επιμέρους κλάδους της οικονομίας, αναμένεται ότι κατά τους πρώτους μήνες του 2020 οι τιμές των ακινήτων θα παραμείνουν στάσιμες ή και σε ορισμένες περιπτώσεις θα δεχθούν πιέσεις, το μέγεθος των οποίων θα εξαρτηθεί κυρίως από τη διάρκεια των τρεχουσών ειδικών συνθηκών. Η ταχύτητα της αποκατάστασης της επενδυτικής ζήτησης από το εξωτερικό και της βελτίωσης της εγχώριας ζήτησης θα εξαρτηθεί από την ταχύτητα επαναφοράς της ομαλότητας.

13 Οι πρόσφατες διατάξεις σχετικά με τη φορολογία των ακινήτων που εισήχθησαν εντός του 2019, όπως η μεσοσταθμική μείωση κατά 22% του Ενιαίου Φόρου Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ) (ν. 4621/2019), η τριετής αναστολή του Φόρου Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ) για την αγοραπωλησία νεόδμητων ακινήτων (με άδεια κατασκευής από 1.1.2006) και του φόρου υπεραξίας (ν. 4646/2019), αλλά και αυτές που αναμένονται εντός του 2020, όπως η διεύρυνση της φορολογικής βάσης με την ένταξη νέων περιοχών στο σύστημα αντικειμενικού προσδιορισμού, η ολοκλήρωση του έργου της δεύτερης και τελικής φάσης της πλήρους εναρμόνισης των αντικειμενικών αξιών με τις τιμές της αγοράς, καθώς και η επανεξέταση της μεθόδου υπολογισμού του ΕΝΦΙΑ, αναμένεται να έχουν θετικό αντίκτυπο στη ζήτηση μεσοπρόθεσμα.

**Διάγραμμα IV.14 Απασχόληση  
(α' τρίμηνο 2013 - γ' τρίμηνο 2019)**

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)

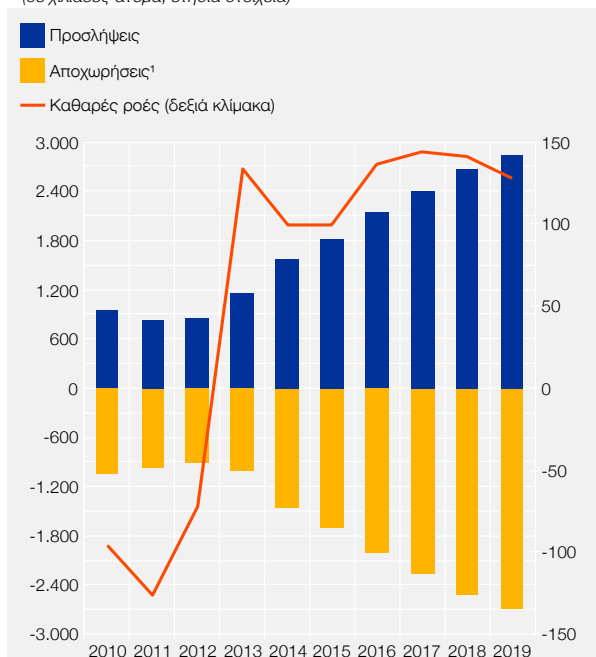


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

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

**Διάγραμμα IV.15 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον  
ιδιωτικό τομέα (2010 - 2019)**

(σε χιλιάδες άτομα, ετήσια στοιχεία)



Πηγές: ΟΑΕΔ και πληροφοριακό σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".

¹ Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

## 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η βελτίωση στην αγορά εργασίας που έχει ξεκινήσει από τα μέσα του 2014 συνεχίστηκε και το εννεάμηνο του 2019, με την απασχόληση να αυξάνεται με σταθερούς ρυθμούς και το ποσοστό ανεργίας να ακολουθεί πτωτική πορεία. Ο αριθμός των απασχολούμενων συνέχισε να αυξάνεται (2,3% ετήσιος ρυθμός αύξησης το εννεάμηνο του 2019, έναντι 1,8% το αντίστοιχο διάστημα του 2018, βλ. Διάγραμμα IV.14). Ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε σημαντικά κατά 10,4% την ίδια περίοδο και το μέσο ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 17,5% από 19,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2018, διατηρώντας τη δυναμική της πτωτικής πορείας. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (Δεκέμβριος 2019) δείχνουν περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας στο 16,3% (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), από 16,5% το Νοέμβριο του 2019.

Οι συνεχιζόμενοι θετικοί ρυθμοί αύξησης των απασχολούμενων οφείλονται κατά κύριο λόγο στους θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης που σημειώθηκαν τα τελευταία χρόνια και οι οποίοι συνεχίστηκαν και στο εννεάμηνο του 2019, στηρίζοντας τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, καθώς και στην καλή πορεία ορισμένων κλάδων, όπως της μεταποίησης, των μεταφορών και της αποθήκευσης, του τουρισμού, της δημόσιας διοίκησης και άμυνας και της εκπαίδευσης. Παράλληλα, στην αύξηση της απασχόλησης συνέτειναν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών, οι οποίες περιόρισαν τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας, επέτρεψαν τη μεγαλύτερη κινητικότητα των εργαζομένων και αύξησαν τη ζήτηση εργαζομένων από τις επιχειρήσεις. Οι νέες προσλήψεις στον ιδιωτικό τομέα αυξάνονται σημαντικά τα τελευταία χρόνια, αν και στην πλειοψηφία τους αποτελούν ευέλικτες μορφές απασχόλησης. Ως συνέπεια των ανωτέρω, το ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 20-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,8 ποσοστιαία μονάδα, σε 61,2% το εννεάμηνο του 2019 από 59,4% την ίδια περίοδο του 2018. Σε ετήσια βάση, βελτίωση παρατηρήθηκε και στο μέσο όρο μικτών μηνιαίων αποδοχών στις επιχειρήσεις που κατέθεσαν ετήσιο πύνακα προσωπικού (1,6% το 2019).

Η θετική εικόνα που παρουσίασε η απασχόληση το εννεάμηνο του 2019 αποτυπώνεται και στο ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ). Ειδικότερα, το 2019 δημιουργήθηκαν 127.644 νέες θέσεις εργασίας, 13.359 λιγότερες



σε σχέση με το 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.15). Η αύξηση των προσλήψεων και των αποχωρήσεων σε σχέση με το 2018 φανερώνει ότι η κινητικότητα στην αγορά εργασίας έχει βελτιωθεί, με θετική επίδραση στην απασχόληση. Όσον αφορά τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, σημαντικό μέρος των συνολικών προσλήψεων αφορούσε δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό. Το ισοζύγιο ροών απασχόλησης ανά ηλικιακή ομάδα δείχνει ότι το ισοζύγιο προσλήψεων-αποχωρήσεων για όλες τις ηλικιακές ομάδες μεταξύ 15-64 ετών ήταν θετικό και οι άνδρες αντιπροσωπεύουν το 54,8% των νέων θέσεων απασχόλησης. Τέλος, το μεγαλύτερο μέρος των νέων προσλήψεων το 2019 αφορούσε μερική και εκ περιτροπής απασχόληση (54,9%, έναντι 54,3% το 2018).<sup>14</sup>

Με βάση τα στοιχεία της ετήσιας ηλεκτρονικής καταγραφής του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, παρατηρήθηκε αύξηση τόσο του αριθμού των εργαζομένων όσο και του αριθμού των επιχειρήσεων.<sup>15</sup> Πιο συγκεκριμένα, ο αριθμός των μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου αυξήθηκε κατά 4,1% σε σχέση με το 2018, ενώ ο αριθμός των επιχειρήσεων που απασχολούσαν μισθωτούς αυξήθηκε κατά 3,1%. Το 56,3% των εργαζομένων απασχολούνταν σε μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις (μέχρι 49 μισθωτούς). Ειδικότερα, το 16,5% των εργαζομένων απασχολείται σε πολύ μικρές επιχειρήσεις (με λιγότερα από 5 άτομα), που αντιπροσωπεύουν το 72,3% του συνόλου των επιχειρήσεων, το 11,9% σε επιχειρήσεις με 5-9 άτομα (14,4% του συνόλου των επιχειρήσεων), το 27,9% σε επιχειρήσεις με 10-49 άτομα (11,6% του συνόλου των επιχειρήσεων), το 18,1% σε επιχειρήσεις με 50-249 άτομα (1,5% του συνόλου των επιχειρήσεων), ενώ το 25,6% των εργαζομένων απασχολείται σε επιχειρήσεις άνω των 250 ατόμων, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ωστόσο ένα πολύ μικρό μερίδιο (μόλις 0,2%) στο σύνολο των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, σημαντική είναι η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης σε ετήσια βάση (4,8% το εννεάμηνο του 2019), ενώ οι λοιποί απασχολούμενοι μειώθηκαν σημαντικά (-2,7% το εννεάμηνο του 2019), κυρίως εξαιτίας της μείωσης των αυτοαπασχολουμένων χωρίς προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση. Αντίθετα, σταθερότητα παρουσίασαν οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό, παρά την αύξηση του αριθμού των επιχειρήσεων.

Ο αριθμός των απασχολουμένων κατά κλάδο αυξήθηκε σημαντικά στη μεταποίηση (5,1%, έναντι 0,2% το εννεάμηνο του 2018), στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (5,4%, έναντι 1,7%), στη δημόσια διοίκηση (3,4%, έναντι 0,4%) και στην εκπαίδευση (6,7%, έναντι 1,4%). Επίσης, αύξηση της απασχόλησης σημειώθηκε στους κλάδους των μεταφορών και στις διοικητικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες, αντιστρέφοντας την αρνητική εικόνα του προηγούμενου έτους, ενώ στους κλάδους ενημέρωσης και επικοινωνίας και στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες παρατηρήθηκε επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των απασχολουμένων. Αντίθετα, μείωση του αριθμού των απασχολουμένων σημειώθηκε στις κατασκευές (-2,1%, έναντι -0,1% την ίδια περίοδο του 2018) και στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο, αντιστρέφοντας τη θετική εικόνα του εννεαμήνου του 2018 (-0,3%, έναντι 1,8%) (βλ. Διάγραμμα IV.16). Ο αριθμός των απασχολουμένων στη γεωργία υποχώρησε (-2,9% το εννεάμηνο του 2019), με αποτέλεσμα το μερίδιο του πρωτογενούς τομέα στη συνολική απασχόληση να μειωθεί σε 11,7%. Την ίδια περίοδο παρατηρείται αύξηση των μεριδίων του δευτερογενούς (15,3%) και του τριτογενούς τομέα (73,0%).

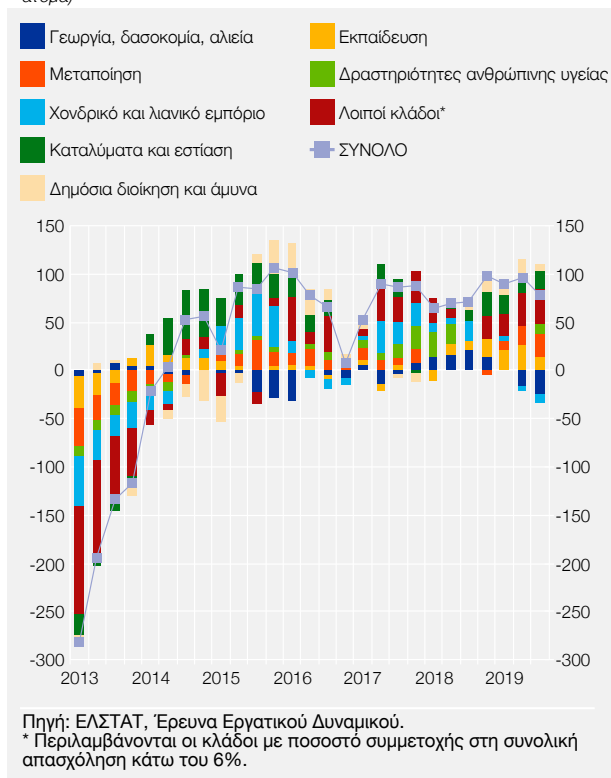
Το ποσοστό μερικής απασχόλησης το εννεάμηνο του 2019 παρουσίασε οριακή υποχώρηση στο 9,1% (από 9,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2018). Οι κλάδοι του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, των τουριστικών υπηρεσιών, της γεωργίας και της εκπαίδευσης καταγράφουν τα υψηλότερα μερίδια

14 Οι εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) αποτυπώνουν τη βελτίωση των σχετικών προοπτικών το 2019 έναντι του 2018. Ειδικότερα, οι προοπτικές απασχόλησης σημείωσαν εντονότερη βελτίωση στο λιανικό εμπόριο (21 από 12), ακολουθούν οι υπηρεσίες (17 από 11) και οι κατασκευές (-33 από -36), ενώ οι προοπτικές στη μεταποίηση κινούνται στο ίδιο σχεδόν επίπεδο (4 από 5).

15 ΕΡΓΑΝΗ, ΣΕΠΕ – ΟΑΕΔ – ΕΦΚΑ, *Ειδικό ετήσιο τεύχος, Αποτελέσματα της ηλεκτρονικής καταγραφής του συνόλου των επιχειρήσεων και των εργαζομένων-μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου από 1 Οκτωβρίου έως 15 Νοεμβρίου 2019*. Η εξέλιξη του κόστους εργασίας εξετάζεται αναλυτικότερα στην ενότητα 5.2 του παρόντος κεφαλαίου.

**Διάγραμμα IV.16 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2013 - γ' τρίμηνο 2019)**

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



στο σύνολο της μερικής απασχόλησης. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, ο κύριος λόγος επιλογής της μερικής απασχόλησης παραμένει η αδυναμία εύρεσης εργασίας πλήρους απασχόλησης, αλλά το ποσοστό έχει μειωθεί σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018.<sup>16</sup>

Αναλύοντας την απασχόληση ανά φύλο και ηλικιακή ομάδα, η αύξηση της απασχόλησης το εννεάμηνο του 2019 ήταν υψηλότερη στις γυναίκες από ό,τι στους άνδρες (3,4% έναντι 1,5% αντίστοιχα). Ο ρυθμός αύξησης των απασχολούμενων γυναικών επιταχύνθηκε σημαντικά, ενώ αντίθετα ο αντίστοιχος ρυθμός μεταβολής των ανδρών επιβραδύνθηκε. Ανά ηλικιακή ομάδα, στις ηλικίες 45-64 ετών σημειώθηκε επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των απασχολούμενων (4,9%), αυξάνοντας το υψηλό μερίδιο της συγκεκριμένης ηλικιακής κατηγορίας (44,2%), ενώ στις ηλικίες 30-44 ετών, που κατέχουν το δεύτερο υψηλότερο μερίδιο συμμετοχής (40,8%), παρατηρήθηκε περαιτέρω υποχώρηση (-1,2%). Στην ηλικιακή ομάδα 25-29 ετών ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 4,1%, ενώ αύξηση απασχολούμενων σημειώθηκε και στην ηλικιακή ομάδα 20-24 ετών (2,7%), με μικρό ωστόσο μερίδιο συμμετοχής (3,5%), αντιστρέφοντας την αρνητική εικόνα του προηγούμενου έτους.

Η απασχόληση με βάση το εκπαιδευτικό επίπεδο αυξήθηκε στους εργαζομένους που ανήκουν στις μεσαίες και ανώτερες βαθμίδες εκπαίδευσης, αυξάνοντας περαιτέρω το μερίδιο συμμετοχής τους στο 81,2% (από 80,7% το εννεάμηνο του 2018), εις βάρος των εργαζομένων που ανήκουν στις χαμηλότερες βαθμίδες εκπαίδευσης. Ειδικότερα όσον αφορά τις ανώτερες βαθμίδες εκπαίδευσης, το εννεάμηνο του 2019 αξιοσημείωτη είναι η αύξηση των απασχολούμενων κατόχων μεταπτυχιακού ή διδακτορικού τίτλου (11,5%), οι οποίοι αύξησαν το –μικρό πάντως– μερίδιο συμμετοχής τους (6,1%, έναντι 5,6% το εννεάμηνο του 2018). Το ποσοστό απασχόλησης των εργαζομένων με μεσαίο και υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης εξακολουθεί να υπερβαίνει το μέσο ποσοστό απασχόλησης και αναδεικνύει τη σημασία του ανθρώπινου κεφαλαίου για την αύξηση της πιθανότητας για απασχόληση (βλ. Πλαίσιο IV.2). Σε επίπεδο περιφέρειας, τα ποσοστά απασχόλησης αυξήθηκαν στις περισσότερες περιφέρειες, ενώ έξι εξ αυτών παρουσίασαν υψηλότερο ποσοστό απασχόλησης σε σχέση με το μέσο όρο της χώρας, το οποίο αυξήθηκε έναντι του προηγούμενου έτους (43,0% από 41,8%).

Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το εννεάμηνο του 2019 αυξήθηκε οριακά (68,6% από 68,3% το εννεάμηνο του 2018), αντανakλώντας τη συνεχιζόμενη αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των ανδρών και των γυναικών στο εργατικό δυναμικό. Επισημαίνεται ότι η συνέχιση της εισόδου και παραμονής περισσότερων ατόμων στην αγορά εργασίας μπορεί να βοηθήσει στην αντιστάθμιση της συρρίκνωσης του πληθυσμού

<sup>16</sup> Ο δείκτης υποαπασχόλησης –ο οποίος λαμβάνει υπόψη την ομάδα του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας που εργάζεται ακούσια με μερική απασχόληση– παρουσιάζει μικρή βελτίωση. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό των υποαπασχολούμενων μερικής απασχόλησης επί του εργατικού δυναμικού υποχώρησε σε 5,0% το εννεάμηνο του 2019 από 5,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Παρόμοια εικόνα παρουσιάζεται στην ετήσια ηλεκτρονική καταγραφή του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, καθώς το ποσοστό των μισθωτών που εργαζόταν λιγότερο από 35 ώρες την εβδομάδα μειώθηκε στο 30,8% το 2019 από 31,4% το 2018.

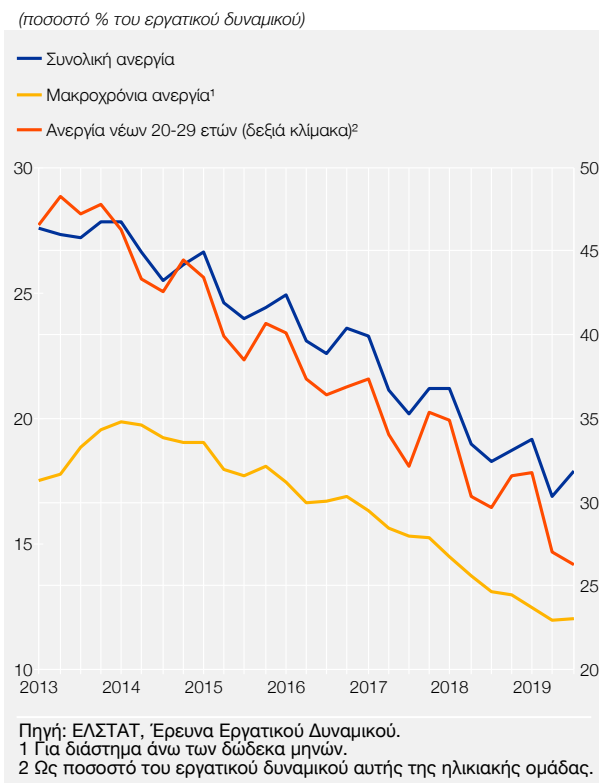
σε ηλικία εργασίας, καθώς και στη μείωση της πίεσης στα δημόσια οικονομικά και στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Προς αυτή την κατεύθυνση μπορούν να συμβάλουν η διαρκής προσαρμογή και αναβάθμιση των δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού ώστε να παραμένει συνδεδεμένο με την αγορά εργασίας, ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον σημαντικών τεχνολογικών αλλαγών, καθώς και η συμμετοχή του σε προγράμματα διά βίου μάθησης (βλ. Πλαίσιο IV.2).

Η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, ωστόσο η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο παραμένει μεγάλη. Το ποσοστό ανεργίας των γυναικών το εννεάμηνο του 2019 υποχώρησε σε 21,8%, σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών (14,0%). Το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών μειώθηκε σε 28,4% την ίδια περίοδο του 2019, παραμένει ωστόσο το υψηλότερο στην ΕΕ. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, η πιο διαδεδομένη χρήση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, καθώς και η ανάπτυξη κλάδων όπως οι υπηρεσίες σχετικές με τον τουρισμό και το χονδρικό και λιανικό εμπόριο, συνέτειναν στη μεγαλύτερη αποκλιμάκωση της ανεργίας των νέων (βλ. Διάγραμμα IV.17). Επισημαίνεται ότι η παρατεταμένη παραμονή των νέων εκτός της αγοράς εργασίας έχει μακροχρόνια αρνητικές επιδράσεις στις προοπτικές απασχόλησης και τις αποδοχές τους και αυξάνει τις πιθανότητες εξόδου τους από την εγχώρια αγορά και αναζήτησης εργασίας στο εξωτερικό. Συνεπώς, οι πολιτικές ενσωμάτωσης και παραμονής των νέων στην εγχώρια αγορά εργασίας πρέπει να αποτελούν βασική προτεραιότητα.

Το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας αποκλιμακώθηκε στο 12,2% το εννεάμηνο του 2019 από 13,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2018, ενώ το μερίδιο των μακροχρόνια ανέργων στο σύνολο των ανέργων συνέχισε να υποχωρεί (69,8%, έναντι 70,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2018). Οι γυναίκες και οι μεγαλύτεροι σε ηλικία εργαζόμενοι παραμένουν περισσότερο ευάλωτοι και το γεγονός ότι αυτές οι ομάδες εξακολουθούν να κατέχουν υψηλά μερίδια μακροχρόνιας ανεργίας δείχνει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν στην εκ νέου εύρεση εργασίας. Η παρατεταμένη ανεργία ενδέχεται να προκαλέσει απογοήτευση των ανέργων και απαξίωση των δεξιοτήτων και των ικανοτήτων τους και να τους οδηγήσει εκτός της αγοράς εργασίας. Συνεπώς, κρίνεται απαραίτητη η συνέχιση της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης και προγραμμάτων με στόχο την κατάρτιση των ανέργων και την απόκτηση δεξιοτήτων που απαιτούνται από την αγορά εργασίας.

Στο πλαίσιο της καταπολέμησης της παραβατικότητας στην αγορά εργασίας, προβλέπονται αλλαγές στο σύστημα επιβολής προστίμων από τους επιθεωρητές του Σώματος Επιθεώρησης Εργασίας (ΣΕΠΕ) για παραβάσεις της εργατικής νομοθεσίας.<sup>17</sup> Επίσης, σύμφωνα με τις δια-

**Διάγραμμα IV.17 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2013 - γ' τρίμηνο 2019)**



<sup>17</sup> Ειδικότερα, κατηγοριοποιούνται οι παραβάσεις της εργατικής νομοθεσίας και καθορίζονται μέθοδοι υπολογισμού των επιβαλλόμενων προστίμων από τους επιθεωρητές του ΣΕΠΕ, με τη συνεκτίμηση των προβλεπόμενων κριτηρίων. Τα πρόστιμα διαφοροποιούνται, μεταξύ άλλων, ανάλογα με τον αριθμό των εργαζομένων, τη σοβαρότητα της παράβασης, την επανειλημμένη επιβολή κυρώσεων για παρόμοιες παραβάσεις, το μέγεθος της επιχείρησης και το καθεστώς απασχόλησης (Υπουργική Απόφαση, ΦΕΚ Β' 4997/2019).

τάξεις του άρθρου 103 του ν. 4172/2013, έχει ήδη ξεκινήσει η διαδικασία καθορισμού του νέου κατώτατου μισθού που θα ανακοινωθεί τον Ιούνιο του 2020, με την αποστολή έγγραφης πρόσκλησης προς εξειδικευμένους επιστημονικούς, ερευνητικούς και λοιπούς φορείς για την αξιολόγηση του ισχύοντος νομοθετημένου κατώτατου μισθού και τις εκτιμήσεις για την προσαρμογή του.

Η πορεία του ποσοστού ανεργίας θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη της πανδημίας και την επίδρασή της στην εγχώρια οικονομία. Τα μέτρα για την αποτροπή της διασποράς του κορωνοϊού αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση. Οι δράσεις που ανακοίνωσε πρόσφατα η κυβέρνηση για τη στήριξη των επιχειρήσεων και των εργαζόμενων που πλήττονται από την εξάπλωση του κορωνοϊού αναμένεται να μετριάσουν τις αρνητικές επιπτώσεις στην απασχόληση. Εντούτοις, το υψηλό ποσοστό ανεργίας, η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων και των γυναικών παραμένουν σημαντικές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν ώστε να μειωθούν οι κοινωνικές και οικονομικές συνέπειες. Αυτό θα επιτευχθεί, μεταξύ άλλων, με τη συνέχιση της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που εφαρμόστηκαν τα προηγούμενα χρόνια, αλλά και το σχεδιασμό στοχευμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, κυρίως για τις ευάλωτες στην ανεργία ομάδες.<sup>18</sup>

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

### 5.1 Πληθωρισμός

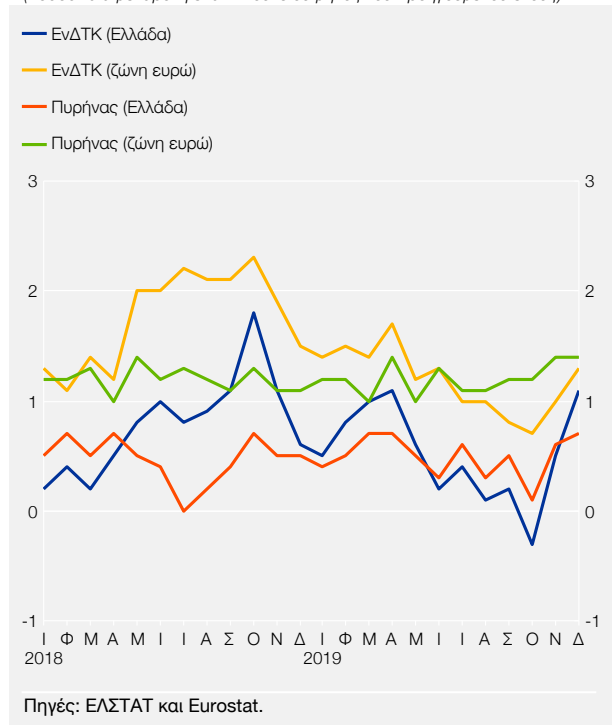
Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε στο 0,5% το 2019 από 0,8% το 2018. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κατά κύριο λόγο οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου και οι μειώσεις στην έμμεση φορολογία. Τον ίδιο ρυθμό κατέγραψε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (0,5%), παραμένοντας αμετάβλητος στο επίπεδο του 2018 (βλ. Πίνακα IV.5 και Διάγραμμα IV.18).

Το 2019 χαρακτηρίστηκε από σημαντικές διοικητικές αποφάσεις, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, η κατάργηση του υποκατώτατου μισθού, η μείωση της έμμεσης φορολογίας στην εστίαση και σε σημαντικό αριθμό επεξεργασμένων ειδών διατροφής (από συντελεστή ΦΠΑ 24% στο 13%), αλλά και στον ηλεκτρισμό και στο φυσικό αέριο (από 13% στο 6%). Επιπλέον, οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου κατέγραψαν σημαντική υποχώρηση κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Οι συνιστώσες των υπηρεσιών και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής συνεισέφεραν στην ισχυρή αύξηση του γενικού πληθωρισμού.

**Διάγραμμα IV.18 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας του πληθωρισμού Ελλάδας και ζώνης του ευρώ**

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



18 Σύμφωνα με το ν. 4670/2020, από 1ης Ιουνίου 2020 στις περιπτώσεις πλήρους απασχόλησης οι ασφαλιστικές εισφορές των μισθωτών μειώνονται κατά 0,90 ποσ. μον. ως ακολούθως: κατά 0,75 ποσ. μον. των ασφαλιστρών υπέρ κλάδου ανεργίας και κατά 0,15 ποσ. μον. των ασφαλιστρών υπέρ του Ενιαίου Λογαριασμού για την Εφαρμογή Κοινωνικών Πολιτικών (ΕΛΕΚΠ).

Πίνακας IV.5 Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>A. Ζώνη ευρώ</b>					
<i>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</i>					
Γενικός δείκτης	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2
Αγαθά	-0,8	-0,4	1,6	2,0	1,0
Είδη διατροφής	1,0	0,9	1,8	2,2	1,8
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>1</sup>	0,6	0,6	1,5	2,1	1,9
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,6	1,4	2,4	2,3	1,4
Βιομηχανικά αγαθά	-1,8	-1,1	1,5	1,9	0,5
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Ενέργεια	-6,8	-5,1	4,9	6,4	1,1
Υπηρεσίες	1,5	1,1	1,4	1,5	1,5
Γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,0	0,8	1,1	1,2	1,2
<b>B. Ελλάδα</b>					
<i>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</i>					
Γενικός δείκτης	-1,1	0,0	1,1	0,8	0,5
Αγαθά	-2,0	-1,3	1,0	0,7	-0,3
Είδη διατροφής	1,7	0,2	1,5	0,9	0,0
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>1</sup>	1,8	1,0	1,7	1,0	-0,8
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,7	-1,3	1,2	0,5	2,0
Βιομηχανικά αγαθά	-5,3	-2,7	0,7	0,5	-0,5
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	-1,8	-1,4	-2,3	-1,2	-0,4
Ενέργεια	-11,1	-5,2	8,5	3,9	-0,3
Υπηρεσίες	0,0	1,4	1,2	0,9	1,3
Γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,1	0,7	0,6	0,5	0,5

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός.

Οι υπόλοιπες τρεις συνιστώσες (επεξεργασμένα είδη διατροφής, βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια, ενεργειακά αγαθά) κατέγραψαν αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς και ως εκ τούτου η ετήσια συμβολή τους υπήρξε αντιπληθωριστική (βλ. Πίνακα IV.6).

Οι υπηρεσίες κατέγραψαν μέσο ετήσιο πληθωρισμό 1,3%, συμβάλλοντας αυξητικά κατά 0,59 της ποσοστιαίας μονάδας στο γενικό πληθωρισμό. Πιο συγκεκριμένα, οι υπηρεσίες που σχετίζονται με τον τουρισμό καθόρισαν για μια ακόμη χρονιά την πορεία της συνιστώσας των υπηρεσιών (αεροπορικά εισιτήρια: 14,9%, υπηρεσίες παροχής καταλυμάτων: 2,7%, εστίαση: 0,4%). Αυξητική συμβολή στον πληθωρισμό είχαν και οι τηλεφωνικές υπηρεσίες (3,9%).

Η ευμετάβλητη συνιστώσα των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής κατέγραψε μέσο ετήσιο πληθωρισμό 2,0%, συμβάλλοντας κατά 0,13 της ποσοστιαίας μονάδας στην αύξηση του γενικού πληθωρισμού. Τα κυριότερα είδη αυτής της συνιστώσας που συνέβαλαν πληθωριστικά ήταν οι πατάτες (14,0%) και τα νωπά λαχανικά (11,1%) και από τα κρέατα το χοιρινό (2,6%) και το κρέας από αρνί και κατσίκι (1,6%). Αξίζει να σημειωθεί ότι τα ανωτέρω είδη εξακολουθούν να υπάγονται σε συντελεστή ΦΠΑ 13% και δεν συμπεριλαμβάνονται σε εκείνα τα οποία ελαφρύνθηκαν φορολογικά.

Σε αντίθεση με τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, η άλλη ευμετάβλητη συνιστώσα, τα ενεργειακά αγαθά, κατέγραψε μέσο ετήσιο πληθωρισμό -0,3%. Οι διεθνείς τιμές του πετρε-



## Πίνακας IV.6 Δείκτες τιμών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

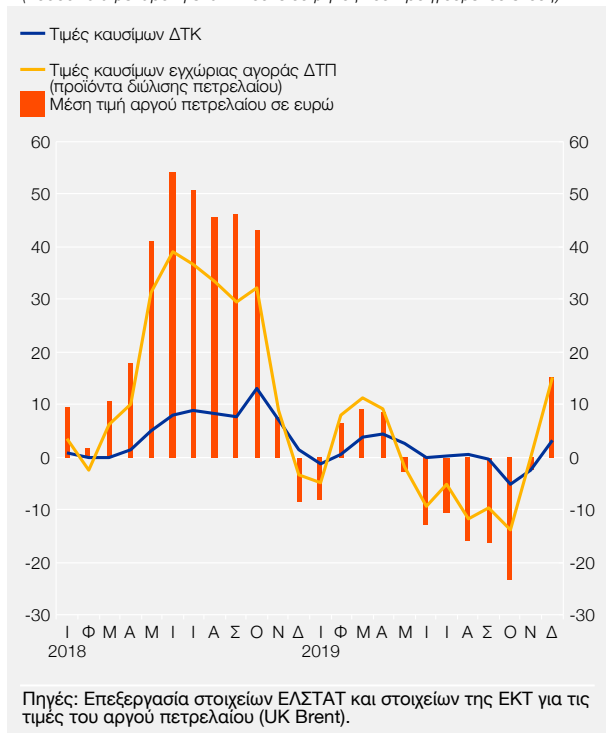
Δείκτης τιμών καταναλωτή								
Ειδικοί δείκτες								
Έτη	Γενικός	Αγαθά	Υπηρεσίες	ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωρο- κηπευτικά και καύσιμα	ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά	Νωπά οπωρο- κηπευτικά	Καύσιμα
2015	-1,7	-2,5	-0,7	-0,5	-0,9	1,8	6,5	-13,9
2016	-0,8	-1,6	0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-5,6	-6,9
2017	1,1	1,0	1,2	0,2	0,3	0,3	4,1	10,8
2018	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1	0,4	1,7	5,1
2019	0,3	-0,4	1,2	0,1	0,4	-0,1	5,6	0,4

Δείκτης τιμών παραγωγού στη βιομηχανία							Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία	
Εγχώρια αγορά				Εξωτερική αγορά				
Ειδικοί δείκτες								
Έτη	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	Ενδιάμεσα αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας
2015	-5,8	0,0	0,0	0,0	-11,4	0,0	-10,5	0,0
2016	-5,4	-0,7	-2,0	0,1	-6,8	-2,2	-2,8	-0,6
2017	4,2	0,5	1,1	0,1	9,1	2,7	5,9	0,7
2018	3,3	0,1	1,2	-0,8	7,6	0,6	6,6	0,1
2019	0,6	0,3	1,1	-0,3	-0,6	-0,5	3,0	0,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα IV.19 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2018 - Δεκέμβριος 2019)**

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



λαίου σε ευρώ υποχώρησαν κατά 5% το 2019 σε σχέση με το 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.19). Μικρή αρνητική συμβολή είχε και η μείωση της έμμεσης φορολογίας στο φυσικό αέριο και στον ηλεκτρισμό.

Αντιπληθωριστικά, τέλος, συνέβαλαν τα επεξεργασμένα είδη διατροφής και τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια. Τα επεξεργασμένα είδη διατροφής κατέγραψαν μέσο ετήσιο πληθωρισμό -0,8%, κυρίως λόγω της μείωσης της έμμεσης φορολογίας σε σημαντικό αριθμό τέτοιων ειδών. Τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια για ένατο συνεχόμενο έτος κατέγραψαν αρνητικό πληθωρισμό (-0,4%). Η σταθερή αποκλιμάκωση των αρνητικών ετήσιων ρυθμών αυτής της συνιστώσας προϋποθέτει για την αναμενόμενη μεταστροφή τους σε θετικούς μέσα στο 2020.

Υπό ομαλές συνθήκες, ο δομικός πληθωρισμός ή πυρήνας του πληθωρισμού το 2020 αναμένεται να διατηρηθεί κοντά στο ρυθμό που κατέγραψε το 2019 (0,5%). Έτσι, ο γενικός πληθωρισμός, που εμπεριέχει και τις ευμετάβλητες συνιστώσες, θα επηρεαστεί από την πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου,



αλλά και τις καθοδικές πιέσεις που υφίσταται η διεθνής οικονομική δραστηριότητα λόγω της κρίσης του κορωνοϊού.

## 5.2 Κόστος εργασίας

Το 2019 το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε κατά 5,2%, αντανakλώντας κυρίως τη σημαντική άνοδο του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (κατά 4,0%), ενώ οι αμοιβές ανά μισθωτό αυξήθηκαν κατά 1,1%, δηλαδή λίγο βραδύτερα από ό,τι το 2018.<sup>19</sup> Η παραγωγικότητα έμεινε ουσιαστικά στάσιμη (-0,1%), ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε κατά 1,3% δηλαδή ελαφρώς περισσότερο από ό,τι το 2018.

Πίνακας IV.7 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2017-2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017	2018	2019	2020 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	2,3	3,6	5,2	1,0
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	0,5	1,3	1,1	0,3
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-0,04	0,2	-0,1	-0,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	0,6	1,1	1,3	0,4
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	0,4	1,0	3,0 (9μηνο)	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	3,3	5,2	7,4 (9μηνο)	...

Πηγές: Για το 2017-2019: ΕΛΣΤΑΤ - αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 24.1.2020 και 6.3.2020. Επίσης, για το 2020: ετήσιες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Το 2019 οι μισθολογικές αυξήσεις στον επιχειρηματικό τομέα επηρεάστηκαν 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 εργαζομένους κάτω των 25 ετών. Η συνολική δαπάνη για αμοιβές (που αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 7,4% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ) επηρεάστηκε κυρίως από την άνοδο της μισθωτής απασχόλησης. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το 2019 υπογράφηκαν 192 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούσαν 103.850 μισθωτούς. Από αυτές, μόνο 39 συμβάσεις προβλέπουν αύξηση μισθών, εννέα προβλέπουν μείωση, ενώ βάσει των υπολοίπων οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Συγκρατημένες αυξήσεις προβλέπουν και ορισμένες κλαδικές συλλογικές συμβάσεις, όπως των τραπεζών, της καπνοβιομηχανίας, του υπαλληλικού προσωπικού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και πρακτορείων και των ηλεκτρολόγων ηλεκτρολογικών καταστημάτων. Εξάλλου, στις 30 Δεκεμβρίου οι κοινωνικοί εταίροι υπέγραψαν Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση Εργασίας (ΕΓΣΣΕ) που παρατείνει μέχρι τέλους του 2020 τις ρυθμίσεις της ΕΓΣΣΕ του 2018.

Παράλληλα, στον τομέα της γενικής κυβέρνησης η δαπάνη για αμοιβές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,0% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2019.<sup>20</sup>

Το 2019 παρατηρήθηκε βελτίωση στην κατανομή των μισθών στον ιδιωτικό τομέα, σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ.<sup>21</sup> Αυτά δείχνουν ότι το 2019 μειώθηκε,

19 Εξάλλου, ο δείκτης μισθών στο σύνολο της οικονομίας, που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,5% την ίδια περίοδο (έναντι 3,2% το αντίστοιχο διάστημα του 2018).

20 Επίσης, σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών, την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2019 οι δαπάνες του τομέα της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 3,2%.

21 ΕΡΓΑΝΗ, ΣΕΠΕ – ΟΑΕΔ – ΕΦΚΑ, Αποτελέσματα της ηλεκτρονικής καταγραφής του συνόλου των επιχειρήσεων και των εργαζομένων-μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου από 1 Οκτωβρίου έως 15 Νοεμβρίου 2019.

σε σχέση με το 2018, το ποσοστό των χαμηλομίσθων (δηλαδή εκείνων με ακαθάριστες μηνιαίες αμοιβές κάτω των 800 ευρώ) στο 48,0%, από 51,4% το 2018. Ειδικότερα, το 20,5% των εργαζομένων αμειβόταν κάτω των 500 ευρώ, το 3,3% αμειβόταν μεταξύ 500 και 600 ευρώ, ενώ το 24,2% αμειβόταν μεταξύ 600 και 800 ευρώ. Υπενθυμίζεται ότι από 1.2.2019 ο κατώτατος μισθός ανέρχεται στα 650 ευρώ για τους άγαμους και χωρίς προϋπηρεσία υπαλλήλους, ενώ ταυτόχρονα καταργήθηκε ο υποκατώτατος μισθός για τους νέους κάτω των 25 ετών (με παράλληλη επιδότηση των σχετικών εργοδοτικών εισφορών κοινωνικής ασφάλισης κατά 50%). Σύμφωνα με εκτιμήσεις, η αύξηση του κατώτατου μισθού επηρέασε το 20-25% των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα, ιδίως τους νεότερους σε ηλικία και τους απασχολούμενους σε πολύ μικρές και μικρές επιχειρήσεις, με ευέλικτες μορφές εργασίας και κυρίως σε κλάδους μη εμπορεύσιμων προϊόντων, όπως είναι το λιανικό εμπόριο, οι υπηρεσίες εστίασης, καθώς και οι διοικητικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες.

Το 2020 η αύξηση του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στην οικονομία αναμένεται ότι θα είναι πολύ συγκρατημένη, κυρίως λόγω μεγάλης επιβράδυνσης της ανόδου της απασχόλησης εξαιτίας των επιπτώσεων της εξάπλωσης του κορωνοϊού. Η αύξηση των αμοιβών ανά μισθωτό θα είναι πολύ μικρότερη από ό,τι το 2019. Καθώς η παραγωγικότητα θα είναι και πάλι περίπου στάσιμη, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να αυξηθεί λιγότερο από ό,τι το 2019 (βλ. Πίνακα IV.7).

### 5.3 Επιχειρηματικά κέρδη

Η βελτίωση τόσο των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας όσο και των εξαγωγικών επιδόσεων συνέβαλε στην ανάπτυξη των μεγάλων επιχειρήσεων, που ενίσχυσαν τις πωλήσεις και τα κέρδη τους. Πιο συγκεκριμένα, σε ενοποιημένη βάση, οι 127 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (πλην των διυλιστηρίων και της ΔΕΗ<sup>22</sup>) σημείωσαν άνοδο των πωλήσεων τους κατά 3,9% το πρώτο εξάμηνο του 2019 συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, που οφείλεται κυρίως στην αύξηση του κύκλου εργασιών της βιομηχανίας κατά 6,5% και του χονδρικού και λιανικού εμπορίου κατά 5,2%. Παράλληλα, τα μικτά κέρδη αυξήθηκαν κατά 3,3%. Τα καθαρά κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 6,9%, παρά την αύξηση των χρηματοπιστωτικών εξόδων κατά 1,4%, ενώ τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους αυξήθηκαν κατά 12,0% εξαιτίας της οριακής υποχώρησης του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων κατά 0,7%. Τα περιθώρια μικτού και καθαρού κέρδους παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα (17,2% από 17,3% και 5,4% από 5,3% το πρώτο εξάμηνο του 2018 αντίστοιχα). Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους επιδεινώθηκε τόσο στη βιομηχανία (2,0% από 2,8%) όσο και στο εμπόριο (3,1% από 3,5%), ενώ βελτιώθηκε στις λοιπές υπηρεσίες (8,5% από 7,5%). Η δανειακή επιβάρυνση (ξένα προς ίδια κεφάλαια) αυξήθηκε (2,1 από 1,9), η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων βελτιώθηκε (5,0% από 4,6%), ενώ η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων παρέμεινε αμετάβλητη στο 1,6%.

Διαφοροποιημένη εμφανίζεται η εικόνα που αποτυπώνουν τα στοιχεία των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ, που όμως στηρίζεται σε διαφορετική μεθοδολογία. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το πρώτο εννεάμηνο του 2019 μειώθηκε κατά 3,8% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018 (έναντι αύξησης κατά 1,5% το πρώτο εννεάμηνο του 2018). Η μείωση αυτή οφείλεται στην επιταχυνόμενη άνοδο του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 10,0% το πρώτο εννεάμηνο του 2019 (έναντι αύξησης 7,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2018), η οποία εξουδετέρωσε την αύξηση κατά 1,8% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας και την ευνοϊκότερη συμβολή των φόρων μείων επιδοτήσεων στην παραγωγή. Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) μειώθηκε στο 40,6% το πρώτο εννεάμηνο του 2019, από 43,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

22 Η ΔΕΗ δεν συμπεριλήφθηκε στα αποτελέσματα των εισηγμένων επιχειρήσεων λόγω των υψηλών ζημιών μετά από φόρους, οι οποίες υπερβαίνουν τα 270 εκατ. ευρώ και αλλοιώνουν τη γενική εικόνα.

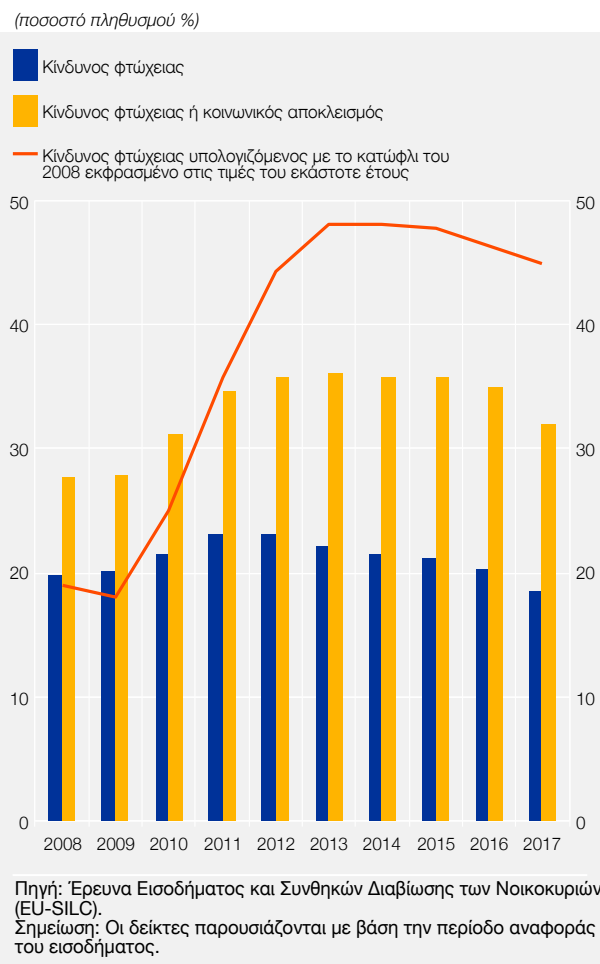
#### 5.4 Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια

Τα πιο πρόσφατα ετήσια στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για την ανισότητα, τη φτώχεια, τον κοινωνικό αποκλεισμό και τις συνθήκες διαβίωσης στην Ελλάδα προέρχονται από την Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC) 2018, για τα εισοδήματα του 2017, και την Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) 2018, για τις καταναλωτικές δαπάνες του 2018.

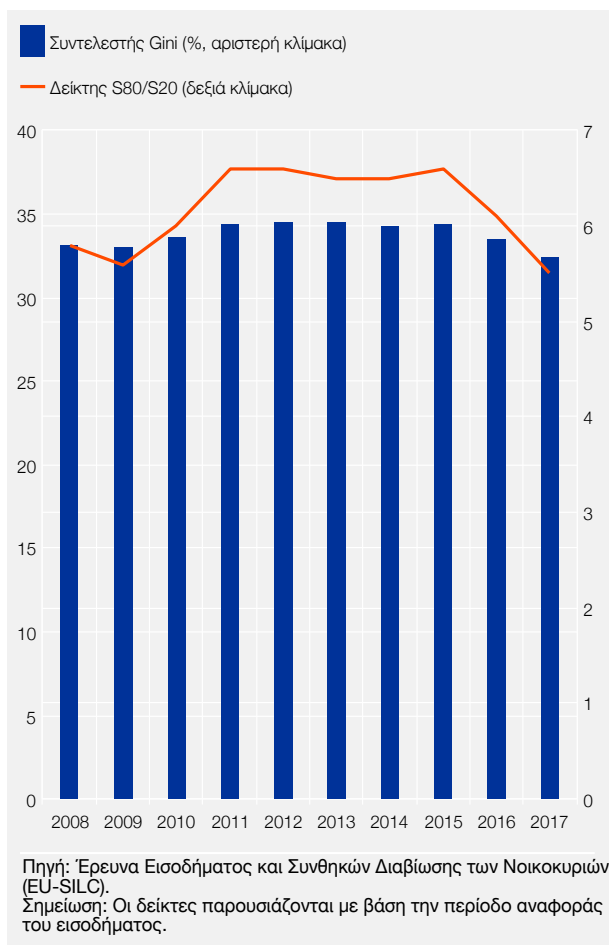
Σύμφωνα με τα στοιχεία για τα εισοδήματα των νοικοκυριών το 2017 (EU-SILC 2018), ο δείκτης του κινδύνου σχετικής φτώχειας μειώθηκε στο 18,5%, από 20,2% που είχε καταγραφεί για τα εισοδήματα του 2016 (EU-SILC 2017),<sup>23</sup> συνεχίζοντας την τάση αποκλιμάκωσης που παρατηρείται τα τελευταία έτη (βλ. Διάγραμμα IV.20). Κατά συνέπεια, ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας στην Ελλάδα, παρότι παραμένει πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ-28 (17,1%), μείωσε την απόστασή του από αυτόν σε σχέση με το 2016 (δωδέκατος υψηλότερος στην ΕΕ-28, από όγδοος το 2016). Για το έτος 2018, τα στοιχεία της ΕΟΠ για την καταναλωτική δαπάνη δείχνει μείωση του κινδύνου φτώχειας με βάση τις αγορές (17,4% από 18,1% το 2017) και οριακή αύξηση με βάση τη συνολική καταναλωτική δαπάνη (από 12,2% το 2017 σε 12,4%), στην οποία συμπεριλαμβάνεται και η αξία, σε χρήμα, των αγαθών και υπηρεσιών που το νοικοκυριό έλαβε σε είδος (από δική του παραγωγή, δικό του κατάστημα, τον εργοδότη ή από αλλού).

Σε ευνοϊκή κατεύθυνση μεταβλήθηκαν άλλοι δύο δείκτες φτώχειας το 2017 βάσει της EU-SILC 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.20), αν και τα επίπεδά τους παραμένουν ανησυχητικά. Το ποσοστό του πληθυσμού της χώρας που βρίσκεται σε κίνδυνο φτώχειας ή σε κοινωνικό αποκλεισμό, δηλαδή ζει με υλικές στερήσεις ή διαβιώνει σε νοικοκυριά με χαμηλή ένταση εργασίας μειώθηκε σε 31,8% (ή 3.348,5 χιλιάδες άτομα), από 34,8% το 2016 και 35,6% το 2015. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα του 2018, σε σχέση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28, η Ελλάδα εμφάνιζε τον πέμπτο (από τρίτο πέρυσι) υψηλότερο κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού. Ο μέσος όρος ήταν 21,9% στις χώρες της ΕΕ-28. Ο δείκτης φτώχειας σε απόλυτους όρους, ο οποίος διατηρεί το κατώφλι φτώχειας σταθερό σε όρους πραγματικής αγοραστικής δύναμης του 2008, μειώθηκε στο 44,9% (από 46,3% το 2016). Σημειώνεται ότι ο κίνδυνος φτώχειας υπολογιζόμενος με το παραπάνω κατώφλι φτώχειας ήταν μόλις 18,9% για τα εισοδήματα του 2008. Τέλος, το χάσμα ή βάθος της

Διάγραμμα IV.20 Κίνδυνος φτώχειας (EU-SILC)



<sup>23</sup> Το κατώφλι (ή γραμμή) φτώχειας, με βάση το οποίο υπολογίζεται ο κίνδυνος φτώχειας, μεταβάλλεται κατ' αναλογία προς το μέσο βιοτικό επίπεδο του πληθυσμού, καθώς ορίζεται στο 60% της διαμέσου του συνολικού διαθέσιμου ισοδύναμου εισοδήματος για το σύνολο των νοικοκυριών (ορισμός Eurostat). Για τον υπολογισμό του ισοδύναμου εισοδήματος του νοικοκυριού, ο αρχηγός του λαμβάνει συντελεστή στάθμισης 1, τα άλλα ενήλικα μέλη 0,5 και τα παιδιά κάτω των 14 ετών 0,3. Στην έρευνα του 2018 το χρηματικό όριο της σχετικής φτώχειας για ένα μονομελές νοικοκυριό ήταν 4.718 ευρώ, ενώ για ένα τετραμελές νοικοκυριό με δύο ενήλικες και δύο παιδιά ηλικίας κάτω των 14 ετών ήταν 9.908 ευρώ.

**Διάγραμμα IV.21 Δείκτες εισοδηματικής ανισότητας (EU-SILC)**

σχετικής φτώχειας<sup>24</sup> μειώθηκε σε 29,1% το 2017 βάσει της EU-SILC 2018, από 30,3% για τα εισοδήματα του 2016.

Υποχώρηση εμφανίζουν και οι δείκτες εισοδηματικής ανισότητας στην Ελλάδα, βάσει των τελευταίων ερευνών της ΕΛΣΤΑΤ (βλ. Διάγραμμα IV.21), παραμένοντας όμως δυσμενέστεροι από ό,τι στην ΕΕ-28. Με βάση τα στοιχεία της EU-SILC 2018, ο δείκτης ανισότητας Gini μειώθηκε στο 32,3% για τα εισοδήματα του 2017 (ΕΕ-28: 30,9%), από 33,4% για τα εισοδήματα του 2016. Μείωση παρουσίασε και ο δείκτης S80/S20, από 6,1 για τα εισοδήματα του 2016 στο 5,5 για τα εισοδήματα του 2017 (ΕΕ-28: 5,2).<sup>25</sup> Στην αρχή της κρίσης (εισοδήματα 2008), οι δύο δείκτες ανισότητας ήταν 33,1% και 5,8 αντίστοιχα. Για το έτος 2018, η ίδια τάση προκύπτει από τα στοιχεία της ΕΟΠ, καθώς ο δείκτης S80/S20 με βάση τόσο τις αγορές των νοικοκυριών όσο και τη συνολική καταναλωτική δαπάνη μειώθηκε (στο 5,1 από 5,3 το 2017 και στο 4,1 από 4,2 το 2017 αντίστοιχα).

Τα μέτρα εισοδηματικής στήριξης που περιόρισαν την ανισοκατανομή του εισοδήματος και τη φτώχεια το 2017 ήταν η καθολική εφαρμογή του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος (όπως πρόσφατα μετονομάστηκε το κοινωνικό εισόδημα αλληλεγγύης) από το Φεβρουάριο του 2017 και η χορήγηση κοινωνικού μερίσματος το Δεκέμβριο του 2017. Προοδευτική επίδραση

στην εισοδηματική κατανομή είχε η αλλαγή του τρόπου υπολογισμού των εισφορών των ελεύθερων επαγγελματιών που θεσμοθετήθηκε το 2016,<sup>26</sup> ενώ αρνητικό αντίκτυπο σχεδόν σε όλο το εύρος της εισοδηματικής κατανομής είχε η μείωση του ΕΚΑΣ που θεσμοθετήθηκε τον ίδιο χρόνο.<sup>27</sup>

Η εξέταση των διαθέσιμων στοιχείων εξακολουθεί να επιβεβαιώνει την ανάγκη για περισσότερο αποτελεσματικό και στοχευμένο σχεδιασμό των κοινωνικών μεταβιβάσεων.

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

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

26 Βλ. ν. 4387/2016, "Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας – Μεταρρύθμιση ασφαλιστικού-συνταξιοδοτικού συστήματος – Ρυθμίσεις φορολογίας εισοδήματος και τυχερών παιγνίων και άλλες διατάξεις".

27 Για μια ανάλυση των αναδιανεμητικών επιπτώσεων της δημοσιονομικής πολιτικής το 2016 στις χώρες της ΕΕ-28, βλ. Euromod Working Paper EM 04-2018, "Effects of tax-benefit policy changes across the income distributions of the EU-28 countries: 2016-2017".

Πρώτον, βάσει της EU-SILC 2018, τα κοινωνικά επιδόματα συνέβαλαν στη μείωση του ποσοστού φτώχειας μόνο κατά 4,7 ποσοστιαίες μονάδες (έναντι 8,4 ποσ. μον. στην ΕΕ-28), ενώ η κύρια συμβολή, κατά 26,8 ποσ. μον. (έναντι 18,3 ποσ. μον. στην ΕΕ-28), προήλθε από τις συντάξεις.<sup>28</sup> Κατά συνέπεια, εξαιρουμένων των συντάξεων, η αποτελεσματικότητα των κοινωνικών μεταβιβάσεων στην Ελλάδα είναι ανεπαρκής όταν συγκριθεί, βάσει της ίδιας έρευνας, με τις άλλες χώρες της ΕΕ-28: τα κοινωνικά επιδόματα στην Ελλάδα μειώνουν τον κίνδυνο φτώχειας κατά 20,5%, έναντι μέσης μείωσης 33,2% στην ΕΕ-28.<sup>29</sup> Ωστόσο, σε σχέση με την έρευνα του προηγούμενου έτους (όταν η συμβολή στη μείωση του ποσοστού φτώχειας ήταν μικρότερη, δηλ. 3,8 ποσ. μον.) παρατηρείται βελτίωση. Η εξέλιξη αυτή, αν συνδυαστεί με τη μείωση αλλά και την εσωτερική ανακατανομή δαπανών για κοινωνική προστασία το 2017 (από δαπάνες γήρατος σε δαπάνες για την οικογένεια και για την καταπολέμηση του κοινωνικού αποκλεισμού), όπως προκύπτουν από τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ με βάση το Ευρωπαϊκό Σύστημα Ολοκληρωμένων Στατιστικών Κοινωνικής Προστασίας,<sup>30</sup> υποδηλώνει ότι το 2017 αυξήθηκε η αποτελεσματικότητα των κοινωνικών δαπανών.

Δεύτερον, τα στοιχεία της EU-SILC 2018 δείχνουν ότι, ως προς την κατανομή του κινδύνου φτώχειας το έτος 2017, υπάρχουν συγκεκριμένες πληθυσμιακές ομάδες που αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο: οι άνεργοι (43,3%), οι οικονομικά μη ενεργοί εκτός συνταξιούχων (24,7%), τα νοικοκυριά με εξαρτώμενα παιδιά (22,8%) –ιδιαίτερα τα μονογονεϊκά (32,8%)– και τα παιδιά ηλικίας έως 17 ετών (22,7%).<sup>31</sup> Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι, σε σχέση με τα αποτελέσματα της έρευνας του 2017 για το έτος 2016, ο κίνδυνος μειώθηκε για τις παραπάνω κατηγορίες, με εξαίρεση τα μονογονεϊκά νοικοκυριά.

Μεταγενέστερες θετικές εξελίξεις όσον αφορά τη στόχευση και την αποτελεσματικότητα των κοινωνικών δαπανών στην καταπολέμηση του κινδύνου φτώχειας αποτελούν η πλήρης αναμόρφωση του ενιαίου επιδόματος στήριξης τέκνων (που μετονομάστηκε σε επίδομα παιδιού) το 2018 και η θέσπιση του επιδόματος στέγασης (που χορηγείται, μεταξύ άλλων, με εισοδηματικά και περιουσιακά κριτήρια) από το 2019. Αξίζει επίσης να αναφερθεί και η θέσπιση του επιδόματος γέννησης το 2020,<sup>32</sup> η οποία αν και αποτελεί πρωτίστως μέτρο δημογραφικής πολιτικής, έχει παράλληλα και στοχευμένο προνοιακό χαρακτήρα.

Η χορήγηση του κοινωνικού μερίσματος επί τρία συναπτά έτη (2017-19) στηρίζει βεβαίως τους οικονομικά ασθενέστερους. Ωστόσο, έχει ήδη επισημανθεί ότι δεν συντελεί στον εκσυγχρονισμό του ελληνικού κοινωνικού κράτους, καθώς αποτελεί οικονομική ενίσχυση που ανακοινώνεται εκτάκτως στην εκπνοή του έτους και εφόσον επιτευχθεί πρωτογενές πλεόνασμα. Εκτιμάται ότι *οι συναφείς πόροι θα είχαν μεγαλύτερο κοινωνικό αντίκρουσμα και αναπτυξιακό αποτέλεσμα εάν*

28 Η συμβολή των συντάξεων στην εισοδηματική στήριξη των νοικοκυριών αναδεικνύεται και στην πρόσφατη έρευνα του Ινστιτούτου Μικρών Επιχειρήσεων ΙΜΕ-ΓΣΕΒΕΕ “Εισόδημα – δαπάνες νοικοκυριών 2019”, η οποία καταλήγει ότι το 2019 στην Ελλάδα η κύρια πηγή εισοδήματος για το 49,9% των νοικοκυριών ήταν οι συντάξεις.

29 Συμπληρωματικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με έρευνα του ΟΟΣΑ που κατέγραψε τις αντιλήψεις των πολιτών σε 21 χώρες για την κοινωνική πολιτική (βλ. OECD (2019), “Risks that Matter: Main Findings from the 2018 OECD Risks that Matter Survey,” [www.oecd.org/social/risks-that-matter.htm](http://www.oecd.org/social/risks-that-matter.htm)), το 73-79% των Ελλήνων θεωρούσε το 2018 ότι η εισοδηματική ενίσχυση που δύναται να εισπράξει από το κράτος σε διάφορες περιπτώσεις απώλειας εισοδήματος (π.χ. ανεργία, αναπηρία κ.λπ.) δεν είναι επαρκής, ενώ κατά μέσο όρο στις 21 συμμετέχουσες χώρες το ποσοστό αυτό κυμαίνεται μεταξύ 44% και 61% κατά περίπτωση εισοδηματικής απώλειας. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, έντονο είναι και το αίσθημα της κοινωνικής αδικίας, καθώς το 78% των Ελλήνων πιστεύει ότι υπηρεσίες και επιδόματα απολαμβάνουν πολίτες οι οποίοι δεν τα δικαιούνται στην πραγματικότητα. Για την αναποτελεσματικότητα των κοινωνικών μεταβιβάσεων στην Ελλάδα, βλ. επίσης UN Development Programme (2019), *Human Development Report 2019*, σελ. 251, και Spotlight 7.3, “Variation in the redistributive impact of direct taxes and transfers in Europe”.

30 Βλ. <https://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SHE24/->.

31 Η Ελλάδα συγκαταλέγεται στις χώρες του ΟΟΣΑ με υψηλή παιδική φτώχεια. Βλ. και “Poor children in rich countries: why we need policy action”, *OECD Policy Brief*, Οκτώβριος 2018. Σχετικά με τις πολιτικές αντιμετώπισης της παιδικής φτώχειας, έχει ευρύτερο ενδιαφέρον –αν και κατ’ αρχάς αφορά τις ΗΠΑ– η εκτενής έκθεση National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine (2019), *A Roadmap to Reducing Child Poverty*, Washington, DC: The National Academies Press.

32 Ν. 4659/2020 “Επίδομα γέννησης και λοιπές διατάξεις”.



κατευθύνονταν προς τη συστηματική κάλυψη των κενών προστασίας,<sup>33</sup> π.χ. την ευρύτερη κάλυψη των ανέργων,<sup>34</sup> την ενίσχυση της απασχόλησης και τις κοινωνικές επενδύσεις στους τομείς της παιδείας και της υγείας. Προς αυτή την κατεύθυνση, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην ανάπτυξη ενός αποτελεσματικού εκπαιδευτικού συστήματος, το οποίο θα διευκολύνει τους μαθητές-σπουδαστές να ξεπεράσουν τους κοινωνικοοικονομικούς περιορισμούς, ενώ μακροπρόθεσμα θα αποφέρει και αναπτυξιακά οφέλη (βλ. Πλαίσιο IV.2). Γενικότερα, οι πολιτικές που δημιουργούν προϋποθέσεις για ίσες ευκαιρίες, διευκολύνοντας έτσι την κοινωνική κινητικότητα, λειτουργούν προληπτικά στην αντιμετώπιση της φτώχειας και της εισοδηματικής ανισότητας και ευεργετικά για την επίτευξη ισχυρών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης.<sup>35</sup>

33 Μασαγγάνης, Μ. και Χ. Λεβέντη (2017), "Πώς αντιμετωπίζει τη φτώχεια το ελληνικό κράτος", <https://www.dianeosis.org/2017/12/antimetopisi-tis-ftoxeias-kai-kratiki-politiki/>.

34 Είναι χαρακτηριστικό ότι, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ και του ΟΑΕΔ (για τον αριθμό των ανέργων και τον αριθμό των επιδοτούμενων ανέργων αντίστοιχα), το μέσο ποσοστό κάλυψης των ανέργων διαμορφώθηκε σε 17,4% το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019 (από 35,1% στο σύνολο του 2010).

35 Βλ. Aiyar et al. (2017), *Euro Area Policies, Selected Issues*, IMF Country report 17/236, <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2017/cr17236.ashx>. Επίσης βλ. α) OECD, *Opportunities for All – A Framework for Policy Action on Inclusive Growth*, Μάιος 2018, β) OECD (2018), *A Broken Social Elevator? How to Promote Social Mobility*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264301085-en>, γ) Paul Hufe, Ravi Kanbur and Andreas Peichl, "Measuring Unfair Inequality: Reconciling Equality of Opportunity and Freedom from Poverty", CESifo Working paper, Ιούνιος 2018, και δ) *Growing United – Upgrading Europe's Convergence Machine*, World Bank Report on the European Union, Μάρτιος 2018.

## Πλαίσιο IV.2

### ΑΝΘΡΩΠΙΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Τα θεωρητικά υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης υποστηρίζουν τη σημασία του ανθρώπινου κεφαλαίου για τη μακροπρόθεσμη οικονομική μεγέθυνση. Το ανθρώπινο κεφάλαιο νοείται ως το απόθεμα γνώσεων, εμπειρίας και δεξιοτήτων που έχει συσσωρευθεί μέσω της εκπαίδευσης, της κατάρτισης και της επένδυσης σε έρευνα και ανάπτυξη (R&D).<sup>1</sup> Στην περίπτωση της Ελλάδας, το άφθονο ανθρώπινο κεφάλαιο που διαθέτει η χώρα δεν φαίνεται να αντικρίζεται με ένα υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα, ένδειξη μειωμένης αποτελεσματικότητας του ελληνικού εκπαιδευτικού συστήματος, οι αιτίες της οποίας εντοπίζονται στις χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες του, αλλά και της ελληνικής οικονομίας γενικότερα. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, στην ΕΕ-28 η συσχέτιση μεταξύ αφενός του κατά κεφαλήν εισοδήματος και αφετέρου της ποσότητας του ανθρώπινου κεφαλαίου, όπως προσεγγίζεται με το προσδόκιμο εκπαίδευσης,<sup>2</sup> και της ποιότητάς του, όπως προσεγγίζεται με το ποσοστό πτυχιούχων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, είναι *ceteris paribus* θετική και αμφίδρομη: χώρες που διαθέτουν υψηλό ανθρώπινο κεφάλαιο απολαμβάνουν υψηλότερο κατά κεφαλήν εισόδημα, αλλά και ένα υψηλότερο εισόδημα χρηματοδοτεί περισσότερη εκπαίδευση. Η Ελλάδα ωστόσο, αν και διαθέτει ένα από τα υψηλότερα προσδόκιμα εκπαίδευσης και ένα σχετικά υψηλό ποσοστό αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, δεν απολαμβάνει αντίστοιχα υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα, ένδειξη αδυναμίας αποτελεσματικής αξιοποίησης του ανθρώπινου δυναμικού της χώρας.

Στην παρούσα ανάλυση εξετάζονται τα ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά του ανθρώπινου κεφαλαίου στην Ελλάδα σήμερα, επισημαίνονται οι κίνδυνοι από το χαμηλό λειτουργικό και ψηφιακό αλφαριθμητισμό και τονίζεται η

1 Βλ. Goldin, C. (2016), "Human capital", in C. Diebolt and M. Hauptert (eds.), *Handbook of Cliometrics*, Springer-Verlag, 56-84, και Acemoglu, D., F.A. Gallego and J.A. Robinson (2014), "Institutions, Human Capital, and Development", *Annual Review of Economics*, 6, 875-912.

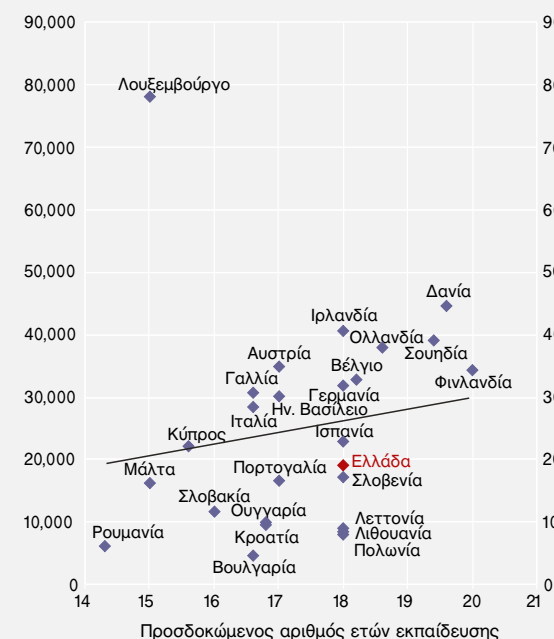
2 Το προσδόκιμο εκπαίδευσης (school expectancy) είναι ο προσδοκώμενος αριθμός ετών εκπαίδευσης και υπολογίζεται αθροίζοντας τα ποσοστά εγγραφών, σε κάθε δεδομένο έτος, σε όλες τις εκπαιδευτικές βαθμίδες και για όλες τις ηλικιακές ομάδες εκτός της προνηπιακής ηλικίας 0-4 ετών. Χρησιμοποιείται ως προσέγγιση της ποσότητας του ανθρώπινου κεφαλαίου: ένας υψηλός προσδόκιμος αριθμός ετών εκπαίδευσης αντικρίζεται με περισσότερη εκπαίδευση.



Διάγραμμα Α Εκπαίδευση και οικονομική ευημερία στην Ελλάδα και στις χώρες της ΕΕ-28

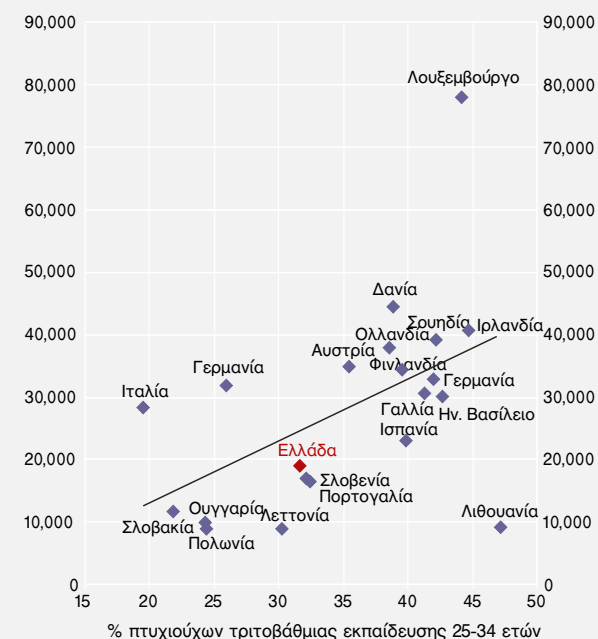
Προσδόκιμο εκπαίδευσης και κατά κεφαλήν ΑΕΠ

Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (ευρώ ανά άτομο)



Τριτοβάθμια εκπαίδευση και κατά κεφαλήν ΑΕΠ

Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (ευρώ ανά άτομο)



Πηγές: Eurostat και OECD.

Σημειώσεις: ΑΕΠ κατά κεφαλήν σε σταθερές τιμές 2010 (μέσος όρος περιόδου 2000-2018). Προσδόκιμο εκπαίδευσης (school expectancy) = προσδοκώμενος αριθμός ετών εκπαίδευσης όλων των βαθμίδων εκτός της προνηπιακής (μέσος όρος περιόδου 2013-2017). Τριτοβάθμια εκπαίδευση = πτυχιούχοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (ISCED 2011, επίπεδα 5-8) ηλικίας 25-34 ετών ως ποσοστό του πληθυσμού της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας (μέσος όρος περιόδου 2000-2018).

ανάγκη αναμόρφωσης του εκπαιδευτικού συστήματος για την καλύτερη αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού και τη βελτίωση της ποιότητάς του με τελικό στόχο τη διατηρήσιμη ανάπτυξη.

### Εννοιολογικό περιεχόμενο

Στην εποχή της “οικονομίας της γνώσης” το ανθρώπινο κεφάλαιο αποτελεί το σημαντικότερο άυλο παραγωγικό συντελεστή που καθορίζει την πορεία της μακροπρόθεσμης μεγέθυνσης. Σύμφωνα με τη νεοκλασική θεωρία, η τεχνολογική πρόοδος και ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού είναι οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες του μακροχρόνιου ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης και κατ’ επέκταση του δυνητικού προϊόντος.<sup>3</sup> Η σημασία του ανθρώπινου κεφαλαίου διατυπώθηκε με συστηματικό τρόπο για πρώτη φορά στα υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης,<sup>4</sup> σύμφωνα με τα οποία η συσσώρευση γνώσης, η εμπειρία και η επένδυση σε έρευνα και ανάπτυξη σχετίζονται θετικά με την τεχνολογική πρόοδο και κατά συνέπεια με το ρυθμό μακροπρόθεσμης οικονομικής μεγέθυνσης.<sup>5</sup> Σχηματικά, το ανθρώπινο κεφάλαιο εισέρχεται στη συνάρτηση παραγωγής ως παράγοντας αυξητικός

3 Βλ. Solow, R. (1956), “A contribution to the theory of economic growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 70, 5-94, και (2000), *Growth Theory: An exposition*, Oxford, Oxford University Press.

4 Σε μετρήσιμους όρους, το ανθρώπινο κεφάλαιο ερμηνεύει το τμήμα εκείνο της ανάπτυξης που δεν μπορεί να ερμηνευθεί από το ρυθμό συσσώρευσης υλικού κεφαλαίου, το μέγεθος του εργατικού δυναμικού, το ποσοστό απασχόλησης και την ποιότητα και έκταση της γης, γνωστό ως “κατάλοιπο Solow”, το οποίο ανήλθε μεταπολεμικά στις ΗΠΑ με την πρόοδο της εκπαίδευσης σε 85% του ρυθμού αύξησης του κατά κεφαλήν εισοδήματος. Βλ. Romer, P.M. (1994), “The origins of endogenous growth”, *Journal of Economic Perspectives*, 8, 3-22, Lucas, R. (1998), “On the mechanisms of economic development”, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42, και Barro, R. and X. Sala-i-Martin (2003), *Economic Growth*, Cambridge MA, MIT Press.

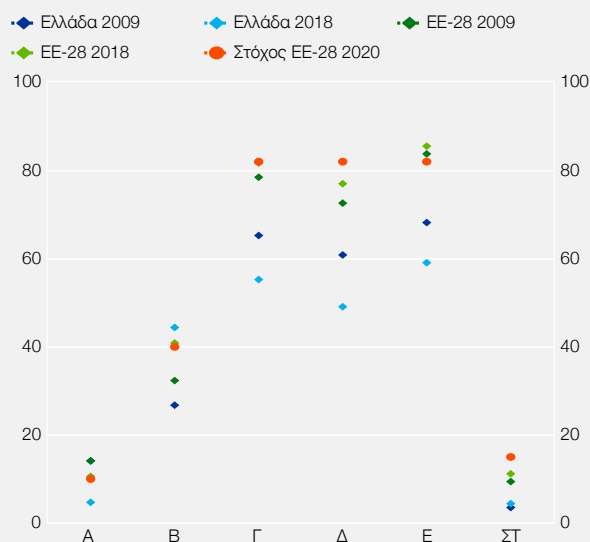
5 Η πορεία της παγκόσμιας οικονομίας κατά τον 20ό αιώνα αποδεικνύει ότι η παραγωγή νέας γνώσης επιφέρει τεχνολογική πρόοδο, η οποία διευρύνει τις παραγωγικές ικανότητες της οικονομίας, τους μισθούς και το εισόδημα των εργαζομένων και μέσω αυτών ενισχύει τόσο το ρυθμό συσσώρευσης νέας γνώσης όσο και το ρυθμό αύξησης του πληθυσμού. Με άλλα λόγια, το ανθρώπινο κεφάλαιο ήταν η κινητήρια δύναμη της απόδρασης της παγκόσμιας οικονομίας από τη μαλθουσιανή παγίδα, που συνδύαζε οικονομική, τεχνολογική και πληθυσμιακή στασιμότητα.

της εργασίας και σε συνδυασμό με τους υπόλοιπους παραγωγικούς συντελεστές (δηλαδή το υλικό κεφάλαιο, τους φυσικούς πόρους και την τεχνολογία) προσδιορίζει το επίπεδο της συνολικής παραγωγής. Εργαλεία πολιτικής όπως είναι οι δημόσιες δαπάνες και τα φορολογικά κίνητρα μπορούν να επηρεάσουν το βαθμό συσχέτισης μεταξύ ανθρώπινου κεφαλαίου και διατηρήσιμης ανάπτυξης. Παράλληλα, μεταρρυθμίσεις που βελτιώνουν την ευελιξία και την προσαρμοστικότητα των αγορών προϊόντων και εργασίας αντιμετωπίζουν αποτελεσματικά την αναντιστοιχία μεταξύ ζήτησης και προσφοράς δεξιοτήτων, αξιοποιούν στο μέγιστο βαθμό το εργατικό δυναμικό και ενισχύουν ενδογενώς το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης.<sup>6</sup>

### Ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά του ανθρώπινου κεφαλαίου στην Ελλάδα

Το ανθρώπινο κεφάλαιο περιλαμβάνει γνωστικές και μη γνωστικές ικανότητες. Οι πρώτες αναφέρονται στο επίπεδο εκπαίδευσης, στην αποκτηθείσα γνώση και στην ευρύτερη παιδεία, ενώ οι δεύτερες στην ατομική σωματική και ψυχική υγεία, στην προσωπικότητα, στην εμπειρία, στο οικογενειακό και εργασιακό περιβάλλον.<sup>7</sup> Η επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο μέσω της εκπαίδευσης και της κατάρτισης μετουσιώνεται σε γνώση και δεξιότητες, αποφέροντας οφέλη τόσο για τα άτομα (καλή ποιότητα ζωής, υγεία, ευημερία) όσο και για το σύνολο της οικονομίας (ανάπτυξη) και της κοινωνίας (ενεργοί πολίτες, συνεργασία).<sup>8</sup>

Διάγραμμα Β Βασικοί δείκτες για την εκπαίδευση στην Ελλάδα και στην ΕΕ-28 (2009, 2018)



Πηγή: European Commission (2019), Education and Training Monitor: Greece.

Σημειώσεις: Ποσοστό του πληθυσμού της αντίστοιχης ηλικιακής ομάδας. Επίπεδα εκπαίδευσης σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση της Eurostat, International Standard Classification of Education (ISCED) 2011: επίπεδα 3-4 = λυκειακή και μεταλυκειακή εκπαίδευση, επίπεδα 5-8 = τριτοβάθμια εκπαίδευση.

Α: Πρώιμη εγκατάλειψη εκπαίδευσης και κατάρτισης (18-24 ετών).

Β: Ολοκλήρωση τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (30-34 ετών).

Γ: Ποσοστό απασχόλησης νέων αποφοίτων (20-34 ετών).

Δ: Ποσοστό απασχόλησης πρόσφατων αποφοίτων (20-34 ετών).

Επίπεδα εκπαίδευσης 3-4.

Ε: Ποσοστό απασχόλησης πρόσφατων αποφοίτων (20-34 ετών).

Επίπεδα εκπαίδευσης 5-8.

ΣΤ: Συμμετοχή ενηλίκων στη μάθηση (25-64 ετών).

Μια απλή επισκόπηση των επιδόσεων της Ελλάδας, όπως αυτές καταγράφονται από τους σχετικούς δείκτες, φανερώνει τη δυσκολία προσαρμογής του ανθρώπινου δυναμικού της χώρας στις νέες ανάγκες της αγοράς εργασίας. Σύμφωνα με την Έκθεση Παρακολούθησης της Εκπαίδευσης και της Κατάρτισης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2019,<sup>9</sup> αν και το ποσοστό των αποφοίτων της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης ηλικίας 30-34 ετών στην Ελλάδα είναι υψηλότερο από το μέσο όρο της ΕΕ-28 (44,3% έναντι 40,7%) και πάνω από το στόχο που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για το 2020 (τουλάχιστον 40%), το ποσοστό απορρόφησής τους από την αγορά εργασίας είναι από τα χαμηλότερα (55,3%, μέσος όρος ΕΕ-28: 81,6%) (βλ. Διάγραμμα Β). Ενθαρρυντικό στοιχείο είναι η σημαντική μείωση του ποσοστού των νέων ηλικίας 18-24 ετών που δεν ολοκληρώνουν τις σπουδές τους, από 14,2% το 2009 σε μόλις 4,7% το 2018 (ΕΕ-28: 10,6%). Όπως όμως φαίνεται από το διάγραμμα, η Ελλάδα σε όλους τους βασικούς δείκτες υπολείπεται των στόχων που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για το 2020.

Αναφορικά με τις δύο βαθμίδες της μέσης εκπαίδευσης, έντονο προβληματισμό προκαλεί η συνεχής επιδείνωση των επιδόσεων των 15χρονων μαθητών που έχουν ολοκληρώσει την 9ετή υποχρεωτική εκπαίδευση σε βασικά μαθήματα και δεξιότητες, όπως είναι η κατανόηση κειμένου, η χρήση απλών μαθηματικών εννοιών και οι φυσι-

6 Briotti, M., G. (2005), "Economic reactions to public finance considerations: A survey of the literature", ECB Occasional Paper No. 38, και Alesina, A. and R. Perotti (1997), "Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects", *IMF Staff Papers*, 44, 210-248.

7 Thamma-Apirom, R. (2018), "Approaches for Human Capital Measurement with an Empirical Application for Growth Policy", *Asia Social Science*, 14, 31-48.

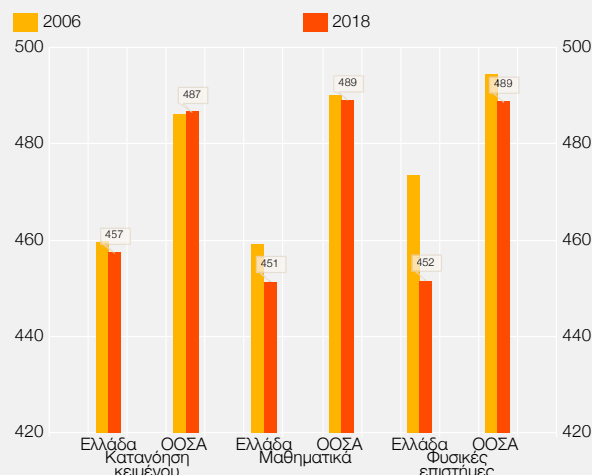
8 Boarini, R., M. d'Ercole and G. Liu (2012), "Approaches to Measuring the Stock of Human Capital: A Review of Country Practices", *OECD Statistics Working Papers*, 2012/04.

9 Βλ. European Commission (2019), *Education and Training Monitor – Greece*, Σεπτέμβριος.

κές επιστήμες. Συγκεκριμένα, με βάση τις επιδόσεις στον τελευταίο διαγωνισμό PISA (2018) του ΟΟΣΑ, καταγράφεται συνεχής μείωση των σχολικών επιδόσεων στις δεξιότητες αυτές (βλ. Διάγραμμα Γ). Η εικόνα αυτή επιβεβαιώνεται και από τα αποτελέσματα της Έκθεσης για το 2019 της Ανεξάρτητης Αρχής Διασφάλισης της Ποιότητας στην Πρωτοβάθμια και Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση. Περαιτέρω, σε αντίθεση με τις άλλες χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ, οι προσδοκίες επαγγελματικής εξέλιξης (career expectations) των μαθητών στην Ελλάδα προσδιορίζονται περισσότερο από τις ευκαιρίες απασχόλησης παρά από τις σχολικές επιδόσεις και τις δεξιότητές τους.<sup>10</sup> Αν και η στήριξη της οικογένειας κατά τη διάρκεια των σπουδών είναι σημαντική, όπως φαίνεται από το γεγονός ότι για τις ηλικίες 15-19 ετών το ποσοστό υποαπασχόλησης στην Ελλάδα είναι πολύ χαμηλό,<sup>11</sup> εντούτοις, σύμφωνα με τα αποτελέσματα PISA, η απόκλιση στις επιδόσεις ανάμεσα σε πλεονεκτούντες και μειονεκτούντες μαθητές<sup>12</sup> είναι σημαντικά μεγαλύτερη. Παρ' όλα αυτά, περίπου 12% των μειονεκτούντων μαθητών πέτυχαν επίδοση που τους κατατάσσει στο ανώτατο τεταρτημόριο της βαθμολογίας, αποδεικνύοντας έτσι ότι οι δημογραφικές, κοινωνικές, οικονομικές και άλλες ιδιαιτερότητες μεταξύ ή εντός των σχολικών κοινοτήτων δεν συνιστούν ανυπέρβλητο εμπόδιο.

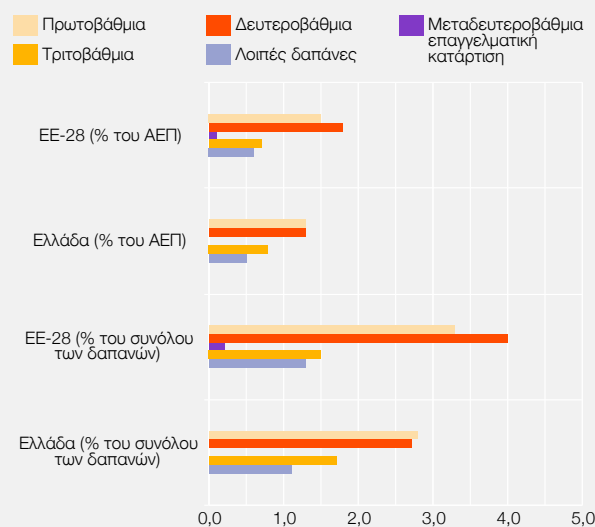
Οι δαπάνες της γενικής κυβέρνησης για εκπαίδευση ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2017 μειώθηκαν περαιτέρω σε 3,9% και παρέμειναν σε χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ-28 (4,6%). Το μεγαλύτερο μέρος τους αφορά αμοιβές εκπαιδευτικού προσωπικού (42%), ενώ οι δαπάνες υποδομής και κεφαλαιακού εξοπλισμού καθώς και οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη παραμένουν χαμηλές. Από την κατανομή των δαπανών ανά βαθμίδα εκπαίδευσης (βλ. Διάγραμμα Δ) γίνεται φανερό ότι οι δαπάνες για την πρωτοβάθμια και τη δευτεροβάθμια εκπαίδευση απορροφούν τα 2/3 των δαπανών της γενικής κυβέρνησης για εκπαίδευση, ενώ οι δαπάνες για μεταδευτεροβάθμια επαγγελματική κατάρτιση είναι αμελητέες. Σημαντικό βάρος όμως της χρηματοδότησης της εκπαίδευσης φέρουν τα ίδια τα νοικοκυριά. Η ιδιωτική δαπάνη για εκπαίδευση σε όλες τις βαθμίδες έφθασε το 2016 σε 1,2% του ΑΕΠ, με το μεγαλύτερο ποσοστό να κατευθύνεται κυρίως σε ενισχυτική διδασκαλία (φροντιστήρια και ιδιαίτερα μαθήματα), σε εκμάθηση ξένων γλωσσών και σε μεταλυκειακή εκπαίδευση.<sup>13</sup>

Διάγραμμα Γ Μέση επίδοση Ελλάδος και μέσος όρος ΟΟΣΑ στο διαγωνισμό PISA (2018 έναντι 2006)



Πηγή: OECD (2007 και 2019), PISA.

Διάγραμμα Δ Δαπάνες γενικής κυβέρνησης για εκπαίδευση ανά βαθμίδα εκπαίδευσης (2017)



Πηγή: Eurostat.

10 Βλ. OECD (2019), PISA 2018 Results (Volume II): Where All Students Can Succeed.

11 Βλ. ΕΛΣΤΑΤ, Εργατικό δυναμικό.

12 Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, “πλεονεκτούντες” (advantaged) και “μειονεκτούντες” (disadvantaged) μαθητές είναι όσοι βρίσκονται στο ανώτατο και στο κατώτατο, αντίστοιχα, τεταρτημόριο του δείκτη οικονομικής, κοινωνικής και πολιτιστικής κατάστασης της χώρας (Index of Economic, Social and Cultural Status – ESCS). Βλ. OECD (2019), PISA 2018 Results (Volume II): Where All Students Can Succeed.

13 ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών 2018.

### Κίνδυνοι από το λειτουργικό και το ψηφιακό αναλφαριθμητισμό

Λόγω του ψηφιακού μετασχηματισμού της παγκόσμιας οικονομίας και της μετάβασης της ευρωπαϊκής οικονομίας στην “οικονομία της γνώσης”, το ελληνικό εκπαιδευτικό σύστημα πρέπει να εντείνει την προσπάθεια κατανόησης από τους μαθητές της χρήσης των εφαρμογών των νέων τεχνολογιών στην καθημερινότητά τους, καθώς και των διεργασιών πίσω από αυτές. Και αυτό γιατί προβλέπεται ότι στο μέλλον το άτομο θα χρησιμοποιεί ολοένα ευρύτερα την τεχνολογία. Με άλλα λόγια, η μείωση του λειτουργικού και του ψηφιακού αναλφαριθμητισμού αποτελεί ικανή και αναγκαία συνθήκη για να ισχυροποιήσει η Ελλάδα τη θέση της στο νέο χάρτη του διεθνούς καταμερισμού πλούτου.

Λειτουργικά αναλφάβητο χαρακτηρίζεται το άτομο που, ενώ διαθέτει τη γνώση, δεν έχει την ικανότητα της αφομοίωσης και μεταστοιχείωσης της αποκτηθείσας γνώσης για την επίλυση προβλημάτων της καθημερινότητας και την παραγωγή αποτελεσμάτων.<sup>14</sup> Οι επιδόσεις των μαθητών στις πρόσφατες σχετικές δοκιμασίες του ΟΟΣΑ και της Αρχής Διασφάλισης της Ποιότητας στην Πρωτοβάθμια και Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση προκαλούν έντονο προβληματισμό για τη φθίνουσα πορεία της ποιότητας του ανθρώπινου κεφαλαίου. Πρώτον, η αδυναμία χρησιμοποίησης της γνώσης εμποδίζει το άτομο να παρακολουθήσει τη ροή της ενημέρωσης. Η έλλειψη επαγωγικής και κριτικής σκέψης το καθιστά εύκολο θύμα χειραγώγησης και εκμετάλλευσης, αφού αδυνατεί να χρησιμοποιήσει πολλαπλές πηγές πληροφόρησης μετά από σύγκριση και έλεγχο της αξιοπιστίας και της εγκυρότητας της πηγής, και επομένως οδηγείται συχνά σε μη βέλτιστες οικονομικές αποφάσεις. Δεύτερον, η μη κατανόηση των οικονομικών και κοινωνικών ζητημάτων παρεμποδίζει την ευρύτερη κοινωνική στήριξη συνετών πολιτικών που αυξάνουν το βαθμό ευελιξίας της οικονομίας στην απορρόφηση πιθανών διαταραχών.

Παράλληλα, οι κίνδυνοι από τον ψηφιακό αναλφαριθμητισμό για την οικονομική ανάπτυξη δεν είναι αμελητέοι. Η ελληνική οικονομία εισέρχεται στη νέα ψηφιακή εποχή. Η ικανότητα της Ελλάδος να απολαύσει όλα τα οφέλη που υπόσχεται η ψηφιακή τεχνολογία εξαρτάται από την ενσωμάτωση των ψηφιακών δεξιοτήτων στο εργατικό δυναμικό της. Η “έξυπνη” οικονομία απαιτεί ψηφιακώς “έξυπνα” άτομα. Όμως, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, μόνο το 51% του πληθυσμού της Ελλάδος διέθετε το 2019 βασικές ή πάνω από τις βασικές ψηφιακές δεξιότητες (EE-28: 58%). Η Ελλάδα κατατάσσεται εξάλλου 26η στο σύνολο των χωρών της EE-28 όσον αφορά το δείκτη ψηφιακής οικονομίας και κοινωνίας (DESI) για το 2019,<sup>15</sup> ενώ το ποσοστό των ειδικών του τομέα των τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) στο σύνολο των εργαζομένων το 2017 είναι μόλις 1,6%, το μικρότερο στην EE-28 (μέσος όρος EE-28: 3,7%), αν και έχει σημειωθεί μικρή πρόοδος κατά τα τρία προηγούμενα έτη.

### Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Η ποσότητα και η ποιότητα της εκπαίδευσης συμβάλλουν στην κοινωνική ευημερία. Ωστόσο, στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα αυτό που έχει μεγαλύτερη σημασία είναι η ποιότητα της εκπαίδευσης όπως προσδιορίζεται από τη λογική σκέψη και τις γνωστικές δεξιότητες, οι οποίες βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στην αναλυτική σκέψη, εργαλεία της οποίας είναι η δημιουργικότητα, η κριτική ικανότητα, η δυνατότητα επιχειρηματολογίας, η σύγκριση, η παρατήρηση και η διατύπωση και επίλυση προβλημάτων. Το εργασιακό περιβάλλον του μέλλοντος απαιτεί πολύ περισσότερο επιτελικές δεξιότητες παρά διαχειριστικές, οι οποίες λόγω του αυτοματισμού θα γίνονται λιγότερο χρήσιμες. Δημιουργείται λοιπόν η ανάγκη για ανάπτυξη προσωπικών δεξιοτήτων (soft skills) σε συνδυασμό με τις βασικές δεξιότητες (hard skills), με στόχο τη διευκόλυνση της προσαρμογής της υφιστάμενης μορφής εργασίας στις καινοτομικές αλλαγές.

Η βελτίωση της εκπαιδευτικής διαδικασίας πρέπει να αποτελέσει μια από τις επείγουσες εθνικές προτεραιότητες. Είναι λοιπόν αναγκαίο το εκπαιδευτικό σύστημα να γίνει περισσότερο εξωστρεφές, να υποστηρίζει τους καινοτό-

14 Εγγράμματο (literate) είναι το άτομο που έχει την ικανότητα να κατανοεί και να ερμηνεύει ένα κείμενο, να χειρίζεται με επάρκεια απλούς μαθηματικούς υπολογισμούς, να επικοινωνεί με τα μέλη μιας ομάδας ή μιας κοινότητας χρησιμοποιώντας έντυπα ή/και ηλεκτρονικά μέσα επικοινωνίας. Η απόκτηση γνώσης συνιστά μια συνεχή διαδικασία εκμάθησης, καλύπτει όλο το φάσμα των δεξιοτήτων και προϋποθέτει ψυχομετρική σταθερότητα. Βλ. UNESCO (2006), *Education for All: A Global Monitoring Report*, chapter 6, “Understandings of Literacy”, 147-159, και (2018), “Defining literacy”, GAML fifth meeting, 17-18 October, [http://gaml.uis.unesco.org/wp-content/uploads/sites/2/2018/12/4.6.1\\_07\\_4.6-defining-literacy.pdf](http://gaml.uis.unesco.org/wp-content/uploads/sites/2/2018/12/4.6.1_07_4.6-defining-literacy.pdf).

15 Albani, M., S. Anyfantaki and S. Lazaretou (2019), “How do digital technologies drive Greece’s economic growth: Opportunities and challenges”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49, 73-92.

μους και φιλόδοξους ερευνητές και να προσανατολίζεται στη συνειδητοποίηση της αξίας της διαρκούς προσπάθειας για βελτίωση. Για να καταστεί αυτό εφικτό, πρέπει να επικεντρωθεί στην καλλιέργεια των βασικών και πρωτογενών δεξιοτήτων, στην ανάπτυξη του “τριγώνου της γνώσης”, δηλ. τη στενή σύνδεση της εκπαίδευσης με την έρευνα, την καινοτομία και την αγορά εργασίας, καθώς και στον ψηφιακό μετασχηματισμό όλων των βαθμίδων εκπαίδευσης. Τα οφέλη για την εθνική οικονομία θα είναι πολλαπλά: α) μείωση των αναντιστοιχιών μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων ώστε να μετριαστεί ή ακόμη και να αντιστραφεί η μετανάστευση νέων με προσόντα (brain drain)<sup>16</sup> και οι πολίτες του μέλλοντος να είναι απασχολήσιμοι, δημιουργικοί, καινοτόμοι και να διαθέτουν επιχειρηματικό πνεύμα, β) επίτευξη ισχυρών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, γ) περιορισμός των ανισοτήτων και δ) προαγωγή της οικονομικής και κοινωνικής ευημερίας.

16 Για τους τρόπους με τους οποίους μπορεί να αναστραφεί το φαινόμενο “brain drain” στην Ελλάδα, βλ. Πλαίσιο IV.4, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019, σελ. 108-113.

## 6 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας συνέχισε να εμφανίζει ανάμικτη εικόνα και το 2019. Σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας, η διατήρηση της ευνοϊκής διαφοράς πληθωρισμού τιμών και κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επέτρεψε στη χώρα να αυξήσει περαιτέρω το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα. Σε όρους όμως διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη βελτίωση η οποία παρατηρείται σε ορισμένους δείκτες ή υποδείκτες, η Ελλάδα φαίνεται ότι γενικά εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά από όλες σχεδόν τις προηγμένες οικονομίες και από τις περισσότερες χώρες της ΕΕ-28. Το εγχώριο επιχειρηματικό και εξαγωγικό περιβάλλον εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σοβαρές δυσχέρειες έναντι των ανταγωνιστών του στο εξωτερικό, κυρίως σε όρους σχετικής φορολογίας, σχετικού μη μισθολογικού κόστους, κόστους ενέργειας και κόστους χρηματοδότησης, αλλά και σε όρους θεσμικού πλαισίου, κυρίως των αδειοδοτήσεων και της επίλυσης διαφορών. Η άρση των κεφαλαιακών περιορισμών, η φορολογική ελάφρυνση και οι λοιπές ευνοϊκές για το επιχειρείν μεταρρυθμίσεις που υιοθετήθηκαν κατά τη διάρκεια του 2019 αναμένεται να επιδράσουν θετικά στους σύνθετους δείκτες ανταγωνιστικότητας το 2020.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την ελληνική οικονομία η Τράπεζα της Ελλάδος, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία υποχώρησε οριακά κατά 0,2% το 2019, ενώ τα τρία προηγούμενα έτη είχε αυξηθεί (μέσα επίπεδα έτους). Η ελαφρά υποχώρηση του δείκτη για το 2019 αντανάκλασε μεγάλο βαθμό την υποτίμηση, σε σχέση με το 2018, της διμερούς ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, του γιεν και του ελβετικού φράγκου, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από την ενίσχυση του ευρώ έναντι της σουηδικής και της νορβηγικής κορώνας. Η προηγηθείσα επίτρεξη ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, λόγω της ανοδικής πορείας του ευρώ, επηρέασε δυσμενώς (ανατιμητικά) κατά την περίοδο αυτή τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, κυρίως τους δείκτες με βάση τον ΔΤΚ (βλ. Πίνακα IV.8 και Διάγραμμα IV.22).

Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι υποχώρησε κατά 1,7% το 2019, σε μέσα επίπεδα έτους, καθώς η άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας υπήρξε βραδύτερη στην Ελλάδα από ό,τι στους κυριότερους εμπορικούς της εταίρους. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή επίσης υποχώρησε, κατά 1,6% το 2019, καθώς ο εγχώριος πληθωρισμός τιμών συνέχισε για όγδοο έτος να υπολείπεται σημαντικά εκείνου των εμπορικών εταίρων, ενώ οι συναλλαγματικές εξελίξεις το 2019 δεν εξάλειψαν το πλεονέκτημα αυτό. Για το 2020 εκτιμάται ότι η ανταγωνιστικότητα θα βελτιωθεί



Πίνακας IV.8 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ			Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>			Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Ποσοστιαία μεταβολή			Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
				Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή	
2000	100,0			100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2		118,9	1,6	128,8	3,9	109,2	1,0	118,6	2,2
2010	112,2	-2,8		118,4	-0,5	126,3	-1,9	112,6	3,1	121,0	2,0
2011	112,7	0,5		118,8	0,4	123,8	-2,0	113,0	0,4	118,8	-1,8
2012	110,5	-2,0		114,6	-3,5	115,4	-6,8	111,3	-1,6	113,7	-4,3
2013	112,7	2,0		113,8	-0,8	107,9	-6,5	108,7	-2,3	104,6	-8,0
2014	113,5	0,7		111,7	-1,8	105,4	-2,3	106,7	-1,8	102,1	-2,4
2015	110,4	-2,7		106,7	-4,5	100,0	-5,1	105,5	-1,2	100,7	-1,4
2016	111,8	1,3		107,3	0,5	99,3	-0,7	105,2	-0,2	99,8	-0,9
2017	113,4	1,4		107,9	0,6	99,8	0,5	104,8	-0,4	100,0	0,2
2018	115,8	2,1		108,6	0,6	100,2	0,4	103,9	-0,9	99,2	-0,8
2019	115,6	-0,2		106,8	-1,6	98,5	-1,7	103,2	-0,7	98,3	-0,9
2020**	115,6	0,0		105,6	-1,2	96,3	-1,4	102,6	-0,6	96,5	-0,9

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση στοιχεία της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας.

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτίμηση.

<sup>1</sup> 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 Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

περαιτέρω, καθώς ο διαφορικός πληθωρισμός τιμών και κόστους εργασίας προβλέπεται ότι θα παραμείνει ευνοϊκός για την Ελλάδα, αν και θα περιοριστεί.

Η εκτεταμένη προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας τα προηγούμενα έτη οφείλεται αφενός μεν στην πολυετή και μεγάλη ύφεση, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας σε ιστορικά υψηλά επίπεδα και τη συνακόλουθη συμπίεση των μέσων αποδοχών των εργαζομένων, αφετέρου δε στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης ευελιξίας. Η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας έχει αυξηθεί σημαντικά ως συνέπεια της σημαντικής αποκατάστασης της ανταγωνιστικότητας η οποία έχει επιτευχθεί. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το μερίδιο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ της Ελλάδος, από 23,0% τη διετία 2007-08, ανήλθε στο 36,8% τη διετία 2018-19.

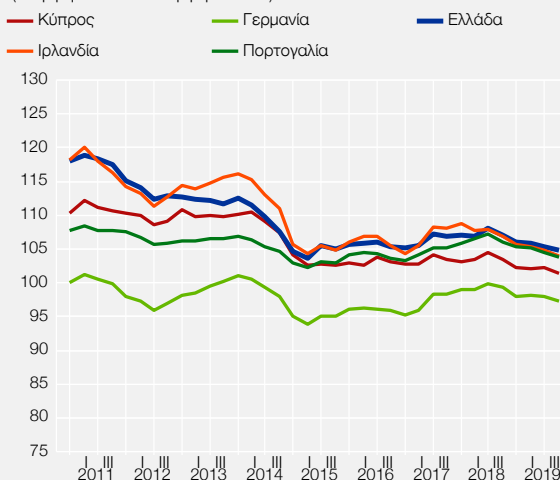
Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, η οποία συνεκτιμά και ένα πλήθος άλλων παραμέτρων διεθνούς ανταγωνιστικότητας πλην των σχετικών τιμών, σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, παραμένει εξαιρετικά χαμηλή, ιδίως μεταξύ των προηγμένων κρατών. Παρά την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων τα τελευταία έτη, η συγκριτική θέση της Ελλάδος στον κόσμο συνέχισε να υποχωρεί και το 2019 σε πολλές διεθνείς κατατάξεις. Σύμφωνα με την έκθεση του World Economic Forum (*Global Competitiveness Report 2019*, Οκτώβριος 2019), η Ελλάδα υποχώρησε το 2019 στην 59η θέση στην παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας (από την 57η το 2018 και την 53η το 2017) μεταξύ 141 κρατών, παρότι σε απόλυτους όρους η επίδοσή της βελτιώθηκε οριακά. Μεταξύ των κρατών-μελών της



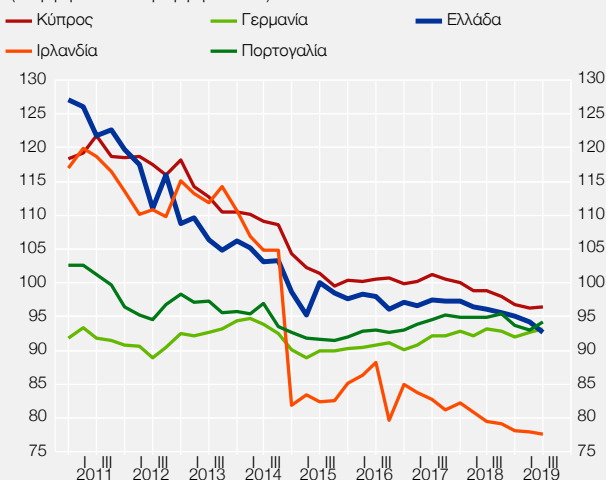
**Διάγραμμα IV.22 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας**  
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)

**A. Με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή**  
(α' τρίμηνο 2011 - δ' τρίμηνο 2019)



**B. Με βάση τους δείκτες κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος**  
(α' τρίμηνο 2011 - γ' τρίμηνο 2019)



Πηγή: EKT, Statistical Data Warehouse.

Σημειώσεις: Αύξηση (μείωση) των δεικτών υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας.

Η μεταβολή του ΕνΔΑ της Ιρλανδίας το 2015 αντανάκλα αναθεώρηση του τρόπου υπολογισμού των εθνικολογιστικών της στοιχείων.

ΕΕ-28 κατατάχθηκε 27η, ενώ στη συνολική κατάταξη βρέθηκε ανάμεσα στο Αζερμπαϊτζάν και τη Ν. Αφρική. Η υστέρηση της ελληνικής οικονομίας ως προς το συνολικό δείκτη αποδίδεται κυρίως στις χαμηλές επιδόσεις των υποδεικτών που αφορούν την ανταγωνιστικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα (114η θέση), την αγορά εργασίας (111η θέση) και την ποιότητα των θεσμών (85η θέση). Στον υποδείκτη της αγοράς εργασίας αρνητικά επιδρούν κυρίως η υψηλή φορολόγηση και οι υψηλές ασφαλιστικές κρατήσεις και η μέτρια ακόμη ευελιξία στον καθορισμό των αποδοχών. Σύμφωνα με την έκθεση *Doing Business* (World Bank, Οκτώβριος 2019), η Ελλάδα κατατάχθηκε 79η ανάμεσα σε 190 χώρες, υποχωρώντας από την 72η θέση το 2018 και την 67η το 2017 (την υψηλότερη κατάταξη, στην 58η θέση, είχε πετύχει τη διετία 2014-15) παρόλο που σημείωσε μικρή βελτίωση στη συνολική επίδοση και στους επιμέρους δείκτες που αφορούν την ευκολία έναρξης επιχείρησης και την προστασία των μετόχων της μειοψηφίας. Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation, ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής, η Ελλάδα κατατάχθηκε 30ή μεταξύ 36 κρατών, μία θέση υψηλότερα (καλύτερη) από ό,τι το 2017 και το 2018. Η Ελλάδα είχε το 2019 εταιρικό φορολογικό συντελεστή 28%, όταν ο μέσος όρος του ΟΟΣΑ ήταν 23,6%. Επιπλέον, η Ελλάδα έχει συντελεστή ΦΠΑ 24%, από τους υψηλότερους μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ σε μία από τις πιο περιορισμένες φορολογητέες βάσεις. Τέλος, στην κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Ranking, Μάιος 2019) η Ελλάδα υποχώρησε κατά μία θέση στην 58η μεταξύ 63 οικονομιών, δηλαδή βρέθηκε 8 θέσεις χαμηλότερα από ό,τι το 2015 και 16 θέσεις χαμηλότερα από ό,τι το 2008. Σύμφωνα με το σχετικό ερωτηματολόγιο, η ελκυστικότητα της οικονομίας πλήττεται κυρίως από τη χαμηλή αποτελεσματικότητα του κρατικού μηχανισμού και του πλαισίου απονομής της δικαιοσύνης, αλλά και από την έλλειψη ανταγωνιστικών φορολογικών συντελεστών.

## 7 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2019, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, παρουσίασε σημαντική βελτίωση σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (βλ. Πίνακα IV.19) και το έλλειμμα του περιορίστηκε σε 1,4% του ΑΕΠ, από 2,8% του ΑΕΠ το 2018. Οι κυριότεροι συντελεστές αυτής της βελτίωσης ήταν η αύξηση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές

Πίνακας IV.9 Ισοζύγιο πληρωμών\*

(εκατ. ευρώ)

	2016	2017	2018	2019
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ( I.A + I.B + I.Γ + I.Δ )</b>	<b>-3.050,0</b>	<b>-3.406,2</b>	<b>-5.232,2</b>	<b>-2.572,4</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.A + I.B)</b>	<b>-1.662,7</b>	<b>-1.790,2</b>	<b>-3.184,7</b>	<b>-1.736,3</b>
Εισπράξεις	54.408,3	61.701,7	69.532,2	72.569,0
Πληρωμές	56.070,9	63.491,9	72.716,9	74.305,4
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ( I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-17.960,3</b>	<b>-19.833,9</b>	<b>-22.489,1</b>	<b>-22.833,3</b>
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	24.613,2	28.040,5	32.372,8	32.433,6
Καύσιμα	6.162,5	7.887,8	10.016,9	9.078,8
Πλοία (πωλήσεις)	119,8	102,0	130,9	91,5
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	18.330,9	20.050,7	22.225,0	23.263,4
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	42.573,5	47.874,4	54.861,9	55.266,9
Καύσιμα	9.148,0	11.605,4	15.197,5	14.119,3
Πλοία (αγορές)	88,4	141,9	187,7	436,6
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	33.337,1	36.127,0	39.476,7	40.711,1
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>16.297,6</b>	<b>18.043,7</b>	<b>19.304,4</b>	<b>21.096,9</b>
I.B.1 Εισπράξεις	29.795,0	33.661,3	37.159,3	40.135,4
Ταξιδιωτικό	13.206,7	14.630,1	16.085,8	18.151,6
Μεταφορές	12.574,4	14.473,8	16.629,9	17.303,1
Λοιπές υπηρεσίες	4.013,9	4.557,3	4.443,6	4.680,7
I.B.2 Πληρωμές	13.497,5	15.617,6	17.854,9	19.038,5
Ταξιδιωτικό	2.005,3	1.904,7	2.191,0	2.735,6
Μεταφορές	7.988,9	9.520,6	11.044,3	11.377,4
Λοιπές υπηρεσίες	3.503,2	4.192,3	4.619,6	4.925,5
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>-798,9</b>	<b>-1.057,3</b>	<b>-1.726,4</b>	<b>-1.426,8</b>
I.Γ.1 Εισπράξεις	6.217,5	6.184,1	6.058,5	6.021,1
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	211,4	216,6	223,0	246,9
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	2.828,0	3.148,0	2.731,4	2.864,9
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.178,2	2.819,5	3.104,1	2.909,3
I.Γ.2 Πληρωμές	7.016,5	7.241,3	7.784,9	7.447,9
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.211,6	1.343,7	1.363,7	1.411,6
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.380,4	5.492,3	6.019,1	5.629,3
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	424,5	405,4	402,1	407,0
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>-588,4</b>	<b>-558,7</b>	<b>-321,1</b>	<b>590,8</b>
I.Δ.1 Εισπράξεις	1.838,0	1.949,9	2.177,6	3.827,9
Γενική κυβέρνηση	1.059,4	939,8	1.034,7	2.361,2
Λοιποί τομείς	778,6	1.010,1	1.142,9	1.466,8
I.Δ.2 Πληρωμές	2.426,4	2.508,6	2.498,8	3.237,1
Γενική κυβέρνηση	1.850,7	1.792,7	1.702,8	1.830,3
Λοιποί τομείς	575,7	715,9	796,0	1.406,9
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)</b>	<b>1.035,7</b>	<b>914,5</b>	<b>353,2</b>	<b>679,8</b>
II.1 Εισπράξεις	1.278,4	1.133,8	1.007,4	1.178,7
Γενική κυβέρνηση	1.198,2	1.040,2	627,5	1.023,0
Λοιποί τομείς	80,2	93,6	379,8	155,8
II.2 Πληρωμές	242,7	219,3	654,2	498,9
Γενική κυβέρνηση	28,5	3,0	4,1	4,9
Λοιποί τομείς	214,2	216,3	650,1	494,0
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)</b>	<b>-2.014,3</b>	<b>-2.491,7</b>	<b>-4.879,1</b>	<b>-1.892,5</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (III.A + III.B + III.Γ + III.Δ )</b>	<b>-873,6</b>	<b>-1.949,1</b>	<b>-3.923,7</b>	<b>-354,8</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-4.004,1</b>	<b>-2.935,8</b>	<b>-2.960,7</b>	<b>-3.745,7</b>
Απαιτήσεις	-1.551,3	143,0	437,8	380,6
Υποχρεώσεις	2.452,8	3.078,8	3.398,5	4.126,3
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>9.622,6</b>	<b>-20.117,7</b>	<b>73,8</b>	<b>24.231,5</b>
Απαιτήσεις	7.059,0	-19.392,1	1.377,7	25.927,1
Υποχρεώσεις	-2.563,6	725,7	1.303,9	1.695,6
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-7.073,6</b>	<b>20.986,4</b>	<b>-966,8</b>	<b>-20.925,0</b>
Απαιτήσεις	-15.512,5	-11.744,7	-5.801,8	-3.673,6
Υποχρεώσεις	-8.438,9	-32.731,0	-4.835,0	17.251,4
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	6.492,9	5.693,7	19.555,0	-4.444,8
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>581,5</b>	<b>118,0</b>	<b>-70,0</b>	<b>84,4</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV = 0)</b>	<b>1.140,7</b>	<b>542,5</b>	<b>955,4</b>	<b>1.537,7</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>6.539</b>	<b>6.509</b>	<b>6.625</b>	<b>7.571</b>

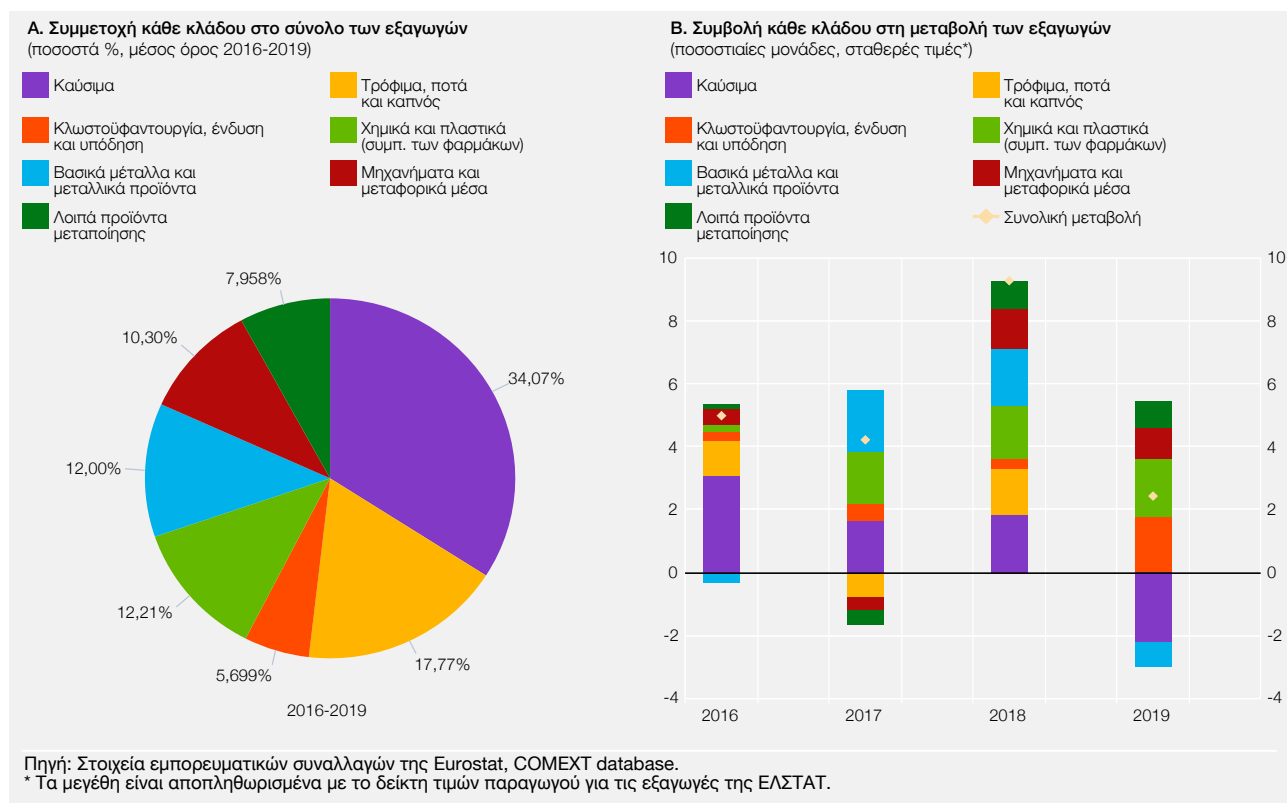
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

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

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

Διάγραμμα IV.23 Εξαγωγές αγαθών κατά κλάδο

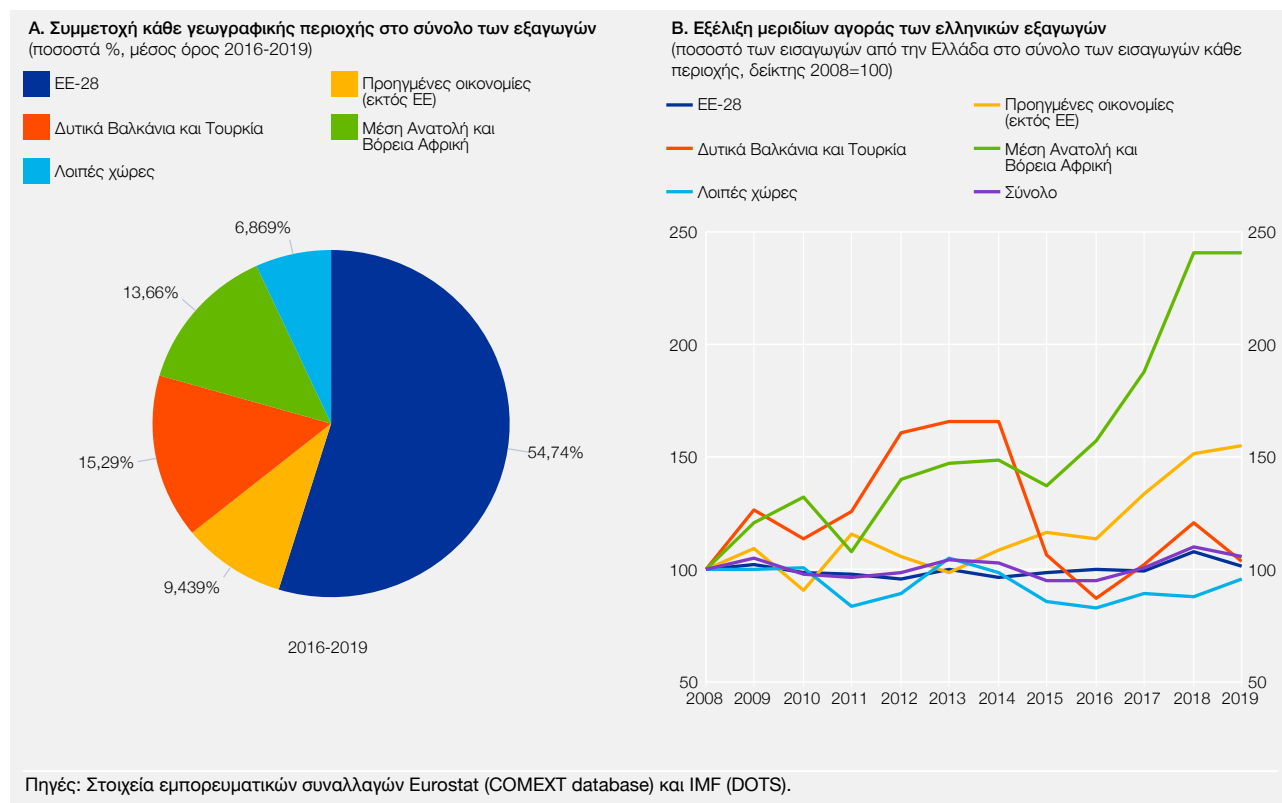


υπηρεσίες και υπηρεσίες μεταφορών, καθώς και των εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων, με αποτέλεσμα τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών. Σημαντική θετική επίδραση προήλθε και από τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, λόγω της μείωσης των πληρωμών τόκων που σχετίζονται με τα δάνεια της γενικής κυβέρνησης και της επιστροφής, από τον ESM, των κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP) και του περιθωρίου επιτοκίου (step-up margin).

Το 2019 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών έδειξαν ανθεκτικότητα στις τάσεις επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης, καθώς η ελληνική οικονομία φαίνεται να έχει διατηρήσει το πλεονέκτημα της ανάκτησης της ανταγωνιστικότητας κόστους και τιμών, που σημειώθηκε την περίοδο μετά το 2010. Το μερίδιο των ελληνικών αγαθών στις διεθνείς αγορές έχει διατηρηθεί μέχρι τώρα, καθώς τα αρνητικά αποτελέσματα της μειωμένης εξωτερικής ζήτησης μετριαζονται από τη χαμηλή εισοδηματική ελαστικότητα που χαρακτηρίζει τα κυριότερα εξαγόμενα προϊόντα, όπως τα τρόφιμα και τα φάρμακα (βλ. Διαγράμματα IV.23 και IV.24). Επίσης, οι εισπράξεις από τον τουρισμό, παρά την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των αφίξεων, διατήρησαν την ανοδική τους πορεία με αυξημένο ρυθμό, λόγω της υψηλότερης δαπάνης ανά διανυκτέρευση και της μεγαλύτερης διάρκειας παραμονής των επισκεπτών.

Η πορεία των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών το 2020 θα εξαρτηθεί από το βαθμό ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας και του εμπορίου και από τις εξελίξεις της εξωτερικής ζήτησης. Ειδικότερα, η ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, που αποτελεί τη σημαντικότερη εξαγωγική αγορά για τα ελληνικά αγαθά και υπηρεσίες, αναμένεται να ακολουθήσει βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας. Αν και οι αρχικές προβλέψεις για την πορεία των μεγεθών αυτών ήταν αρκετά ενθαρρυντικές, η εκδήλωση και εξάπλωση του κορωνοϊού φαίνεται να αποτελεί ανασχετικό παράγοντα με σημαντικές δυσμενείς επιπτώσεις κυρίως για τον τουρισμό και τις μεταφορές, αλλά και για τις εξαγωγές αγαθών (βλ. Πλαίσιο IV.1). Στον αντίποδα, θετικά για το παγκόσμιο εμπόριο είναι τα μηνύματα από τη συμφωνία μεταξύ

## Διάγραμμα IV.24 Εξαγωγές αγαθών κατά γεωγραφική περιοχή



ΗΠΑ και Κίνας, αν και υπάρχει κίνδυνος περαιτέρω εντάσεων μεταξύ των δύο χωρών, ενώ εξακολουθεί να υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα που συνδέεται με γεωπολιτικές εντάσεις στη Μέση Ανατολή και με την όξυνση του προσφυγικού-μεταναστευτικού.

Η αναμενόμενη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας καθιστά αναπόφευκτη την αύξηση των εισαγωγών, ως αποτέλεσμα τόσο της ανάκαμψης της κατανάλωσης όσο και των αναγκών σε ενδιάμεσα αγαθά και κεφαλαιακό εξοπλισμό, ιδιαίτερα των εξωστρεφών κλάδων οι οποίοι φαίνεται να έχουν σχετικά υψηλότερο εισαγωγικό περιεχόμενο.<sup>36</sup> Ωστόσο, μια γενική επιβράδυνση του εξωτερικού εμπορίου θα είχε περιοριστική επίδραση και στις ελληνικές εισαγωγές.

Για το 2020 αναμένεται τάση σταθεροποίησης ή και μείωσης των τουριστικών αφίξεων,<sup>37</sup> ενώ έμφαση πλέον δίνεται στην προσέλκυση τουριστών υψηλότερου εισοδήματος και στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας του τουριστικού προϊόντος.<sup>38</sup> Οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές αναμένεται να παρουσιάσουν κάμψη εφόσον η εξάπλωση του κορωνοϊού προκαλέσει επιβράδυνση στο ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας.<sup>39</sup> Κατά συνέπεια, είναι αναμενόμενη, έως ένα βαθμό, η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών τα επόμενα έτη, ενώ το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να δρα αντισταθμιστικά (βλ. Πλαίσια IV.3 και IV.4). Παράλληλα, αναμένεται να συνεχιστεί η εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων –μεγάλο

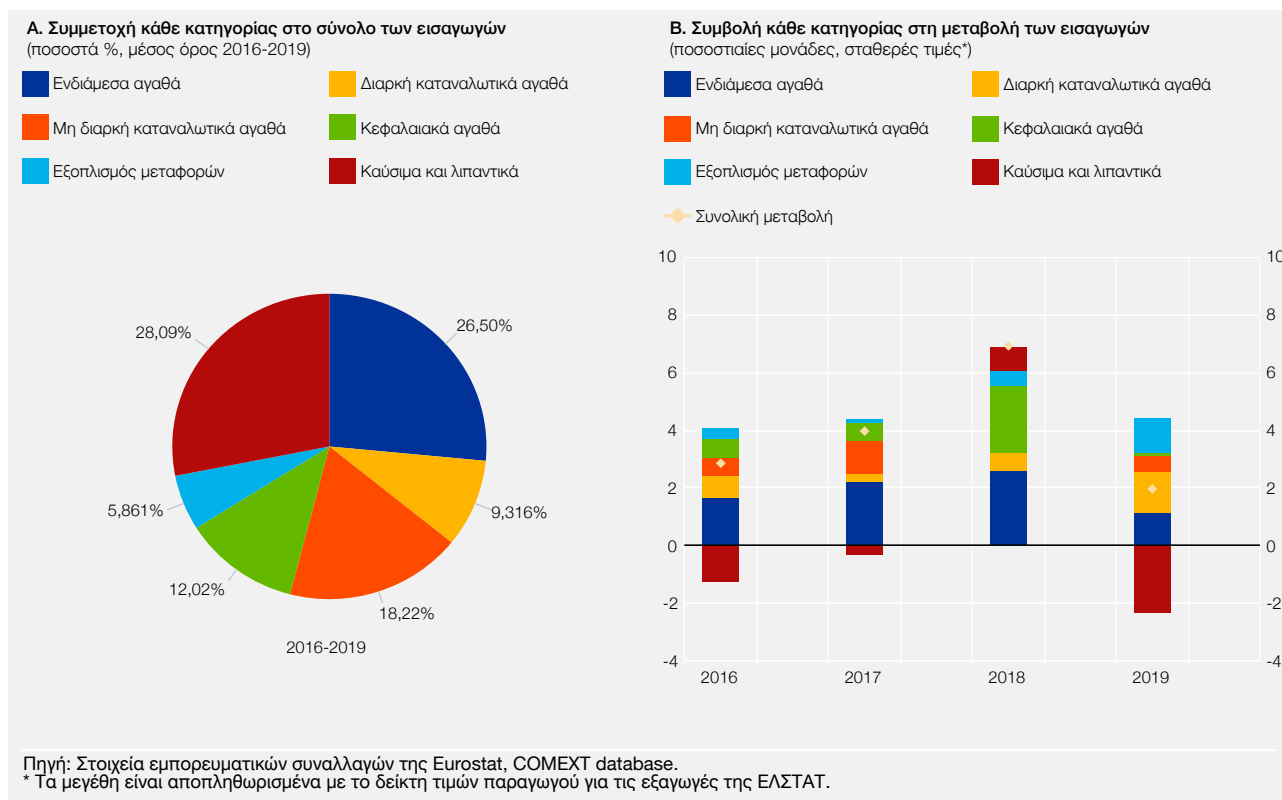
36 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2017-2018*, Ιούλιος 2018, Πλαίσιο IV.2 “Το εισαγωγικό περιεχόμενο της συνολικής ζήτησης στην Ελλάδα”.

37 Η εξάπλωση του κορωνοϊού φαίνεται ότι θα έχει σημαντικές αρνητικές επιδράσεις.

38 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Δεκέμβριος 2019, Πλαίσιο IV.3 “Εξελίξεις και προοπτικές στον εισερχόμενο τουρισμό (2010-2019)”.

39 Ωστόσο, οι εισπράξεις αυτές ενδέχεται να επηρεαστούν και θετικά, στο βαθμό που οι ναύλοι θα ενσωματώσουν το αυξημένο κόστος λειτουργίας των πλοίων λόγω της χρήσης καυσίμων χαμηλής περιεκτικότητας σε θείο (κατόπιν εφαρμογής του κανονισμού IMO 2020 από 1.1.2020).

Διάγραμμα IV.25 Εισαγωγές αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους



μέρος των οποίων συνδέεται με το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων– στο βαθμό που δεν θα επηρεαστεί από την αυξανόμενη αβεβαιότητα που προκύπτει από την εξάπλωση του κορωνοϊού.

### 7.1 Ισοζύγιο αγαθών

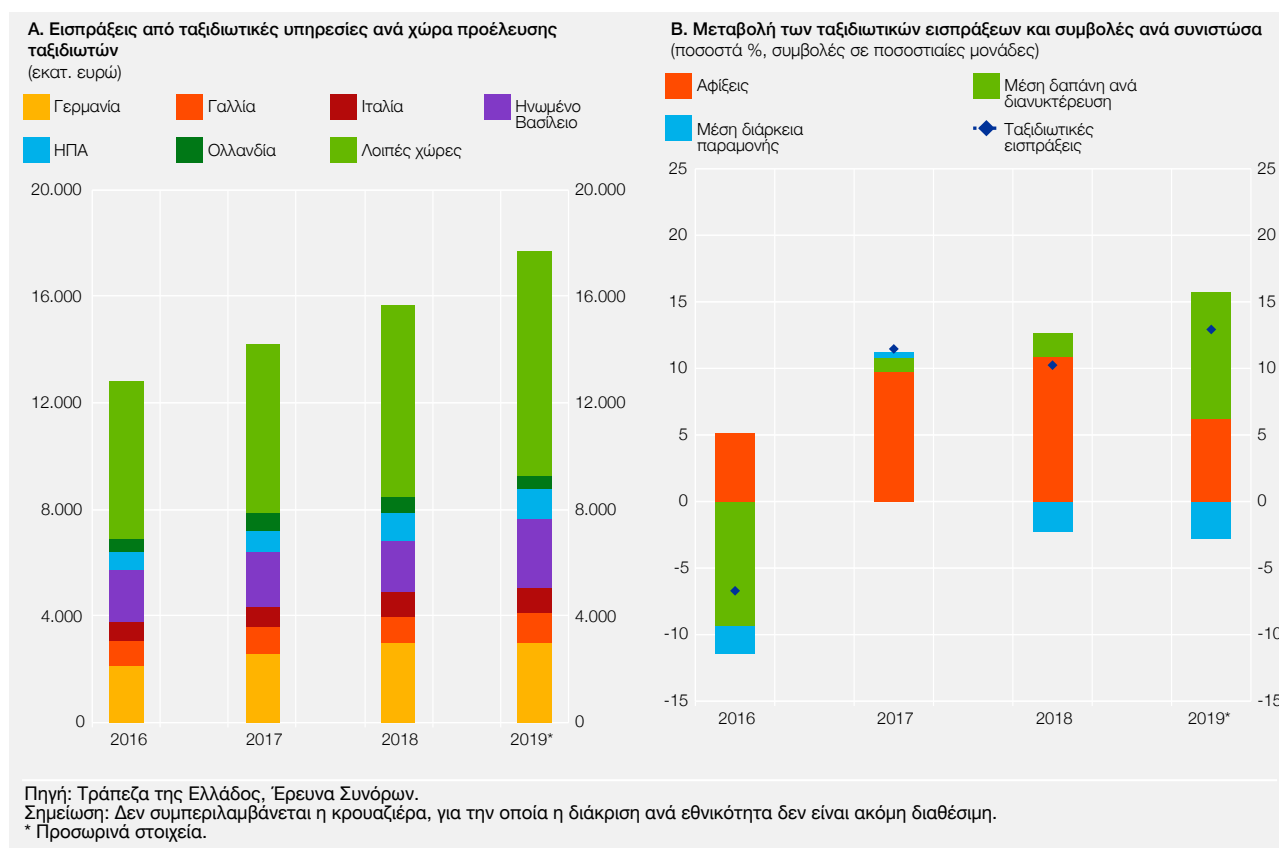
Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε το 2019, κυρίως λόγω της επιβράδυνσης των εξαγωγών και της συνεχιζόμενης αύξησης των εισαγωγών εκτός καυσίμων. Το ισοζύγιο καυσίμων δεν μεταβλήθηκε σημαντικά, αν και ο όγκος των εξαγωγών και των εισαγωγών σημείωσε μεγάλη πτώση, γεγονός που συνδέεται με τη μείωση της παραγωγής του κλάδου, ενώ η επίδραση της πτώσης των τιμών του πετρελαίου ήταν πολύ μικρότερη. Οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, με ρυθμό 4,9% σε σταθερές τιμές, έναντι 10,3% το προηγούμενο έτος. Στην ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών μέχρι τώρα τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι κλάδοι της κλωστοϋφαντουργίας, των φαρμακευτικών προϊόντων και του μηχανολογικού εξοπλισμού (βλ. Διάγραμμα IV.23), που είναι μεταξύ των κλάδων οι οποίοι στήριξαν τη μεταποιητική παραγωγή. Οι εισαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα συνέχισαν να αυξάνονται με ρυθμό 3,7% σε σταθερές τιμές (έναντι 9,2% το 2018), με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τις εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών, διαρκών καταναλωτικών αγαθών και μεταφορικού εξοπλισμού (βλ. Διάγραμμα IV.25).

### 7.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών το 2019 παρουσίασε αύξηση, ως αποτέλεσμα της άνοδου των καθαρών εισπράξεων πρωτίστως από ταξιδιωτικές και δευτερευόντως από μεταφορικές υπηρεσίες.

Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 12,8% και διαμορφώθηκαν στο 45% του συνόλου των εισπράξεων από υπηρεσίες, χρηματοδοτώντας το 80% του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Η αύξηση αυτή των εισπράξεων οφείλεται κυρίως στην άνοδο κατά 8,5% της μέσης

Διάγραμμα IV.26 Διάρθρωση και μεταβολή των ταξιδιωτικών υπηρεσιών (2016-2019\*)



δαπάνης ανά ταξίδι και σε μικρότερο βαθμό στην κατά 4,1% άνοδο των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών (βλ. Διάγραμμα IV.26).<sup>40</sup> Οι αφίξεις από τις παραδοσιακές αγορές των χωρών της ζώνης του ευρώ (Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία) σημείωσαν μικρή μείωση, ενώ αυξήθηκαν οι αφίξεις από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ και τη Ρωσία. Σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 από την Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, η περιφέρεια, εκτός της Αττικής, με τη μεγαλύτερη άνοδο στις ταξιδιωτικές εισπράξεις, κατά 17,6% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, ήταν η περιφέρεια Νοτίου Αιγαίου (Κυκλάδες και Δωδεκάνησα), ενώ ακολουθούν τα Ιόνια Νησιά με αύξηση 15,0%. Οι συνολικές εισπράξεις στον τομέα της κρουαζιέρας (οριστικά στοιχεία Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019) αυξήθηκαν κατά 10,9%.<sup>41</sup>

Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου μεταφορών το 2019 αντανάκλα την άνοδο των καθαρών εισπράξεων τόσο από αεροπορικές όσο και από θαλάσσιες μεταφορές, με τις τελευταίες να αποτελούν το κυριότερο τμήμα του. Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από την παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αυξήθηκαν κατά 3,5%, λόγω της ανόδου των ναύλων –σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea– κατά περίπου 25% σε σύγκριση με το 2018. Ο εμπορικός στόλος του οποίου η διαχείριση πραγματοποιείται στην Ελλάδα δραστηριοποιείται κυρίως στους κλάδους μεταφο-

40 Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία του ταξιδιωτικού ισοζυγίου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, αύξηση κατά 10,7% σημείωσε η δαπάνη ανά διανυκτέρευση, ενώ η μέση διάρκεια παραμονής διαμορφώθηκε στις 7,3 διανυκτερεύσεις, αυξημένη κατά 1,5% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Το 2019 η ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων αυξήθηκε κατά 1,6% και η κίνηση μέσω οδικών σταθμών κατά 9,0%.

41 Για το 2019, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ένωσης Λιμένων Ελλάδος, οι αφίξεις κρουαζιεροπλοίων αυξήθηκαν κατά 14,3% ενώ και οι αφίξεις επιβατών κρουαζιέρας σημείωσαν άνοδο 15,6%.



ράς ξηρού (χύδην) φορτίου και πετρελαίου (βλ. Διάγραμμα IV.27).<sup>42</sup> Η εξέλιξη των ναύλων στους δύο αυτούς κλάδους ήταν διαφορετική, αφού οι ναύλοι για τα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου μειώθηκαν κατά 6,2%,<sup>43</sup> ενώ οι ναύλοι για τα πετρελαιοφόρα αυξήθηκαν κατά 99,5%.<sup>44</sup>

Τέλος, το έλλειμμα του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών σημείωσε αύξηση, κυρίως λόγω των αυξημένων πληρωμών για κατασκευαστικές υπηρεσίες στην Ελλάδα, υπηρεσίες για οπτικοακουστικές παραγωγές και υπηρεσίες παροχής επαγγελματικών συμβουλών. Όσον αφορά τις εισπράξεις, ο υψηλότερος ρυθμός ανόδου σημειώθηκε στην κατηγορία των κατασκευαστικών υπηρεσιών στο εξωτερικό και στην παροχή υπηρεσιών για έρευνα και ανάπτυξη. Σημειώνεται επίσης ότι οι επιχειρηματικές υπηρεσίες αντιπροσωπεύουν σχεδόν το ήμισυ των εισπράξεων από λοιπές υπηρεσίες.

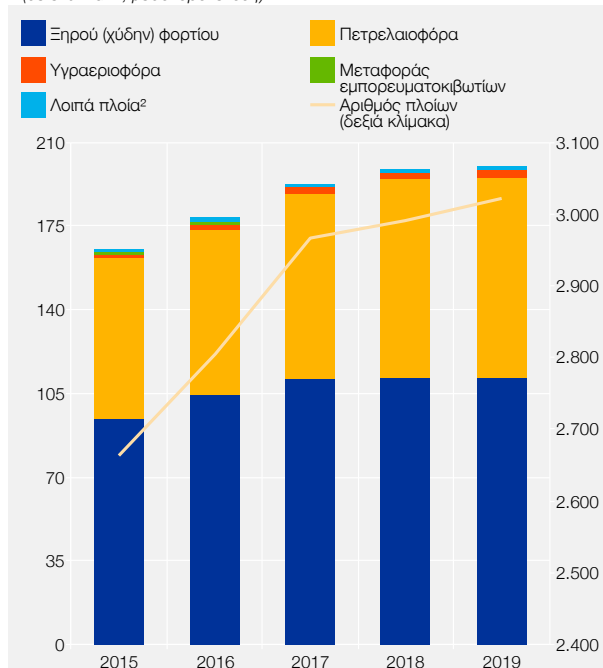
### 7.3 Ισοζύγιο πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων – Ισοζύγιο κεφαλαίων

Το 2019 τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων βελτιώθηκαν. Το πρώτο εμφάνισε έλλειμμα μικρότερο από εκείνο του 2018, κυρίως λόγω της μείωσης των πληρωμών για τόκους δανείων της γενικής κυβέρνησης. Το δεύτερο εμφάνισε πλεόνασμα, έναντι ελλείμματος το 2018, κυρίως λόγω της αύξησης των εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης. Αυτή οφείλεται κυρίως στην εκταμίευση από τον ESM του ποσού 1,3 δισεκ. ευρώ σε δύο δόσεις (Μάιο και Δεκέμβριο), που αφορά την έγκριση της επιστροφής των κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP), καθώς και του ποσού των 103 εκατ. ευρώ από την επιστροφή του περιθωρίου επιτοκίου (step-up margin). Τέλος, αυξήθηκε και το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων, κυρίως λόγω της ανόδου των εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης.

Οι εισροές από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της ΕΕ, οι οποίες καταγράφονται στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, το 2019 ανήλθαν σε 1,6 δισεκ. ευρώ και οι εισροές από άμεσες αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής ανήλθαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ.<sup>45</sup> Όσον αφορά την απορρόφηση των διαρθρωτικών πόρων του κοινοτικού πλαισίου 2014-2020, η Ελλάδα έχει απορροφήσει περίπου το 39% των πόρων που της αναλογούν.<sup>46</sup> Η παρατηρούμενη καθυστέρηση στην υλοποίηση των έργων οφείλεται κυρίως σε διοικητικές διαδικασίες. Ωστόσο, σε κάθε χρηματοδοτικό πλαίσιο παρατηρείται επιτάχυνση στο τέλος της προγραμματικής περιόδου. Η ανακατανομή των πόρων εντός του 2020 έχει ως στόχο

Διάγραμμα IV.27 Εξέλιξη εμπορικού στόλου<sup>1</sup> υπό διαχείριση στην Ελλάδα

(σε εκατ. dwt, μέσοι όροι έτους)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Εμπορικά πλοία (εξαιρουμένων σκαφών αναψυχής και αλιευτικών σκαφών) άνω των 100 κόρων ολικής χωρητικότητας (gross tonnage) που βρίσκονται σε λειτουργία.

<sup>2</sup> Περιλαμβάνονται επιβατηγά, ρυμουλκά κ.λπ.

42 Ο στόλος αυτός αποτελεί τη βάση για την κατάρτιση των λογαριασμών των θαλάσσιων μεταφορών του ισοζυγίου πληρωμών. Βλ. επίσης Paraspyrou, M. and A. Petralias (2019), "The Greek shipping estimation model", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49.

43 Η πτώση των ναύλων για πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου συνδέεται με την επιβολή δασμών στο εμπόριο Κίνας-ΗΠΑ και σε έκτακτους παράγοντες (π.χ. ατύχημα σε ορυχείο σιδηρομεταλλεύματος της Βραζιλίας).

44 Στην άνοδο των ναύλων των πετρελαιοφόρων συνέβαλαν η επιβολή κυρώσεων των ΗΠΑ στο Ιράν και η προσωρινή απόσυρση πλοίων προκειμένου να εγκατασταθούν συστήματα καθαρισμού των εκλυόμενων καυσαερίων τους.

45 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.

46 Το μέσο ποσοστό απορρόφησης στην ΕΕ-28 ήταν 39%.

τη στροφή τους σε έργα ικανά να απορροφήσουν ταχύτερα τα εγκεκριμένα ποσά. Σημειώνεται ότι η Ελλάδα κατατάχθηκε πρώτη σε εγκεκριμένες επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στο πρόγραμμα InvestEU, με χρηματοδότηση ύψους 2,8 δισεκ. ευρώ από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, με στόχο την κινητοποίηση επενδύσεων 12,5 δισεκ. ευρώ.<sup>47</sup>

#### 7.4 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών το 2019 καταγράφηκε μείωση των καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων Ελλάδος έναντι του εξωτερικού.

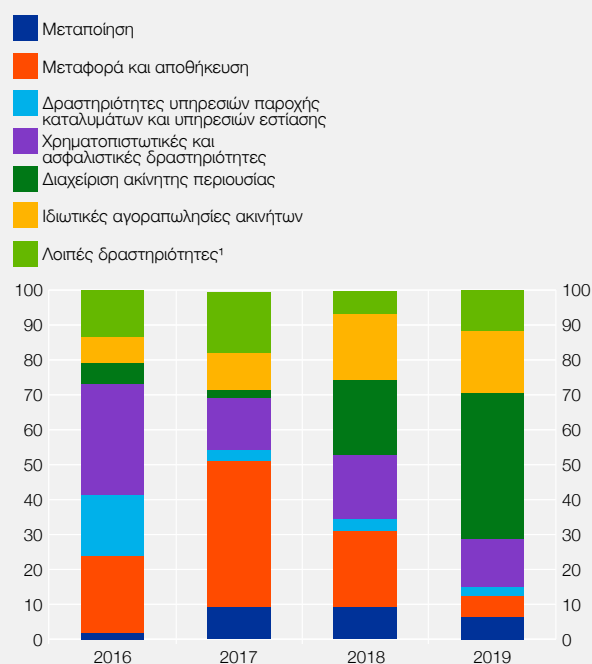
Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, οι απαιτήσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν τις άμεσες επενδύσεις της Ελλάδος στο εξωτερικό, αυξήθηκαν κατά 381 εκατ. ευρώ το 2019, με το μεγαλύτερο μέρος να κατευθύνεται στους κλάδους του χονδρικού και λιανικού εμπορίου και των ακινήτων. Οι χώρες προορισμού είναι πρωτίστως η Κύπρος και το Χονγκ Κονγκ και δευτερευόντως η Βουλγαρία.

Οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν τις ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) στην Ελλάδα, συνέχισαν την αυξητική τάση που καταγράφεται την τελευταία τριετία και αναμένεται ότι θα συνεχιστεί και το 2020. Οι εισροές ΞΑΕ διαμορφώθηκαν το 2019 σε 4,1 δισεκ. ευρώ, αντιστοιχούν στο 2,2% του ΑΕΠ και αφορούν κυρίως επενδύσεις σε ακίνητα και δευτερευόντως σε αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιριών που βρίσκονται στην Ελλάδα.<sup>48</sup> Επίσης, οι συνολικές εισροές κατευθύνονται κατά κύριο λόγο στους κλάδους των υπηρεσιών, πρωτίστως διαχείρισης ακινήτων (από Κίνα και Ρωσία) και χρηματοπιστωτικών και δευτερευόντως μεταφορών-αποθήκευσης και υγείας (βλ. Διάγραμμα IV.28). Τέλος, σημειώνεται ότι σχεδόν το 20% των εισροών ΞΑΕ αφορά ιδιωτικοποιήσεις και επομένως η συνέχιση του σχετικού προγράμματος θα έχει σημαντική συμβολή στις ΞΑΕ.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020 που κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων το Νοέμβριο του 2019, αναμένεται ότι το 2020 θα λάβει χώρα σημαντική αύξηση των εισροών μέσω του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων (ΤΑΙΠΕΔ). Ενδεικτικά αναφέρονται εισροές από την πώληση του 30% του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών Α.Ε. και του 65% των μετοχών της ΔΕΠΑ, αλλά και από τη μακρόχρονη (35 χρόνια) παραχώρηση του δικαιώματος χρηματοδότησης, λειτουργίας και εκμετάλλευσης του αυτοκινητόδρομου "Εγνατία Οδός".

**Διάγραμμα IV.28 Διάρθρωση των ξένων άμεσων επενδύσεων (εισροών) στην Ελλάδα κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας**

(ποσοστά % στο σύνολο των εισροών)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών.  
 1 Λοιπές δραστηριότητες: ορυχεία και λατομεία, γεωργία, δασοκομία και αλιεία, κατασκευές, χονδρικό και λιανικό εμπόριο, ενήμερωση και επικοινωνία, παροχή νερού και ηλεκτρικού ρεύματος και λοιπές υπηρεσίες.

47 Πηγή: [https://ec.europa.eu/commission/strategy/priorities-2019-2024/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/investment-plan-results\\_el](https://ec.europa.eu/commission/strategy/priorities-2019-2024/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/investment-plan-results_el).

48 Οι κυριότερες συναλλαγές αφορούν την εξαγορά της Εθνικής Πανγαία Α.Ε.Ε.Α.Π. από την Invel Real Estate (Ολλανδία), την εξαγορά της ΙΑΣΩ Α.Ε. από την OCM Luxembourg Healthcare Greece S.a.r.l. (Λουξεμβούργο), την πώληση από την Τράπεζα Πειραιώς του 80% των εταιριών INTRUM HELLAS ΑΕΔΑΔΠ και INTRUM HELLAS REO SOLUTIONS ΑΕ στην INTRUM HOLDING SPAIN SAU (Ισπανία) και τη συμμετοχή της Consolidated LAMDA Holdings SA (Λουξεμβούργο) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της LAMDA Development SA.

Στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, η καθαρή αύξηση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού αντανakλά κυρίως την αύξηση (κατά 25,0 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια εξωτερικού. Η αύξηση αυτή στο μεγαλύτερο μέρος της συνδέεται με την τιτλοποίηση δανείων συστημικού πιστωτικού ιδρύματος, η οποία πραγματοποιήθηκε το Σεπτέμβριο του 2019 και συνδυάστηκε με ισόποση αύξηση λοιπών επενδύσεων μη κατοίκων στην Ελλάδα. Η συναλλαγή αυτή δεν επηρέασε την καθαρή θέση του τομέα πιστωτικών ιδρυμάτων. Παράλληλα, η αύξηση των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού οφείλεται κυρίως στην αύξηση (κατά 1,7 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.

Στις λοιπές επενδύσεις, η καθαρή μείωση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού οφείλεται στη μείωση (κατά 7,8 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων κατοίκων σε καταθέσεις και γeros στο εξωτερικό, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη στατιστική προσαρμογή (κατά 4,6 δισεκ. ευρώ) που συνδέεται με τη διακράτηση τραπεζογραμματίων. Η καθαρή αύξηση των υποχρεώσεων τους αντανakλά κυρίως την αύξηση (κατά 21,5 δισεκ. ευρώ) των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε καταθέσεις και γeros στην Ελλάδα (περιλαμβάνονται ο λογαριασμός TARGET και η συναλλαγή που συνδέεται με την τιτλοποίηση δανείων που αναφέρθηκε ανωτέρω) και τη μείωση (κατά 4,9 δισεκ. ευρώ) των δανειακών υποχρεώσεων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα προς μη κατοίκους (περιλαμβάνεται και η πρόωρη αποπληρωμή δόσεων δανείου από τη γενική κυβέρνηση προς το ΔΝΤ). Τέλος, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 7,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 6,6 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2018, κυρίως λόγω μεταβολής στην αποτίμησή τους.

### Πλαίσιο IV.3

#### ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ: ΚΥΚΛΙΚΗ Ή ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΗ;

Η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας χαρακτηρίζεται από τη σημαντική διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών που δημιουργήθηκαν την περίοδο πριν από τη μεγάλη κρίση και αφορά, μεταξύ άλλων, τη διόρθωση της ανισορροπίας του εξωτερικού τομέα της οικονομίας. Ειδικότερα, η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά τη διάρκεια της κρίσης υπήρξε αξιοσημείωτη, δεδομένου ότι το έλλειμμα του μειώθηκε από 15,1% του ΑΕΠ το 2008 σε περίπου 1,4% του ΑΕΠ στο τέλος του 2019. Παρ' όλα αυτά, ένα ζήτημα που έχει προκαλέσει αρκετά μεγάλη συζήτηση<sup>1</sup> είναι σε ποιο βαθμό η προσαρμογή αυτή οφείλεται στον οικονομικό κύκλο, δηλαδή σε παροδικούς (κυκλικούς) παράγοντες, ή σε διαρθρωτικούς (μη κυκλικούς) παράγοντες που έχουν πιο μόνιμο χαρακτήρα. Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα είναι ιδιαίτερα κρίσιμη, δεδομένου ότι, καθώς η οικονομία ανακάμπτει, το πραγματικό ΑΕΠ της χώρας πλησιάζει στο επίπεδο του δυνητικού προϊόντος (δηλαδή το αρνητικό παραγωγικό κενό μηδενίζεται) και διαφαίνεται η προοπτική το παραγωγικό κενό να μετατραπεί –μεσοπρόθεσμα– σε θετικό. Η πιθανότητα επανεμφάνισης των μεγάλων εξωτερικών ελλειμμάτων της προ της κρίσης εποχής συνδέεται με την ποιότητα της συντελεσθείσας διόρθωσης του ελλείμματος του εξωτερικού τομέα. Εξαρτάται δηλαδή από τα σχετικά μεγέθη της κυκλικής και της διαρθρωτικής προσαρμογής, η εκτίμηση των οποίων αποτελεί το βασικό στόχο του παρόντος πλαισίου.

#### Κυκλικοί και διαρθρωτικοί παράγοντες

Η διόρθωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) οφείλεται σε κυκλικούς και μη κυκλικούς (διαρθρωτικούς) παράγοντες. Η διόρθωση που συνδέεται με *κυκλικούς παράγοντες* είναι αποτέλεσμα της μεγάλης ύφεσης της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με τις οικονομίες των βασικών εμπορικών της εταίρων και προσδιορίζεται με βάση το παραγωγικό κενό της χώρας σε σχέση με εκείνο των εμπορικών της εταίρων. Αντιθέτως, η

1 Για παράδειγμα, βλ. IMF (2019): *Greece: Selected Issues*, “The Quality of Greece’s External Adjustment”, IMF Country Report No. 19/341, σελ. 26.

διόρθωση που προέρχεται από *διαρθρωτικούς παράγοντες* αντανακλά μεταβολές στη δομή της ελληνικής οικονομίας και επομένως έχει κατά το μάλλον ή ήττον μόνιμο χαρακτήρα. Οι παράγοντες αυτοί συνδέονται, μεταξύ άλλων, με την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας (σε όρους τιμών/κόστους και μη), την ποιότητα των θεσμών, τη δημογραφική της σύσταση, τη μεσοπρόθεσμη προοπτική ανάπτυξης και την κυκλικά διορθωμένη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας.

Εάν το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής είναι κυκλικό, εξαιτίας της σημαντικής κάμψης της εγχώριας ζήτησης και συνεπώς των εισαγωγών, τότε η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας θα επαναφέρει σε μεγάλο βαθμό το έλλειμμα του ΙΤΣ στα προ της κρίσης επίπεδα. Από την άλλη, όμως, στο βαθμό που η προσαρμογή αντανακλά πρωτίτως την επίδραση διαρθρωτικών παραγόντων, η βελτίωση θα είναι μόνιμη. Στη συνέχεια αναλύεται η μεθοδολογία και τα αποτελέσματα από το διαχωρισμό του κυκλικού μέρους της προσαρμογής από το διαρθρωτικό.

### Μεθοδολογία

Η εκτίμηση του κυκλικού μέρους της προσαρμογής απαιτεί δύο στοιχεία πληροφόρησης.<sup>2</sup> Το πρώτο συνδέεται με τη σχετική ένταση του οικονομικού κύκλου στη χώρα, η οποία, όπως έχει αναφερθεί, μετρείται με βάση το μέγεθος του αρνητικού παραγωγικού κενού σε σχέση με το αντίστοιχο των σημαντικών εμπορικών εταίρων της χώρας. Το δεύτερο αφορά την ευαισθησία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε μεταβολές του παραγωγικού κενού, η οποία σχετίζεται με την ελαστικότητα των εξαγωγών και των εισαγωγών ως προς το ΑΕΠ των εμπορικών εταίρων και της χώρας αντίστοιχα.

Η επίδραση του οικονομικού κύκλου στον εξωτερικό τομέα αποτυπώνεται κυρίως μέσω της επίπτωσής του στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, που αποτελεί το κυριότερο μέρος του ΙΤΣ. Επομένως, στην ανάλυση που ακολουθεί οι μεταβολές στο ΙΤΣ που συνδέονται με τον οικονομικό κύκλο επικεντρώνονται στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών. Οι μεταβολές στα υπόλοιπα δύο μέρη του ΙΤΣ (ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων) θεωρούνται ότι είναι διαρθρωτικού χαρακτήρα.<sup>3</sup> Η επίδραση του κύκλου στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών συνοψίζεται από την εξίσωση:

$$\Delta\left(\frac{TB}{GDP}\right)_{cycl.} = e_x * \frac{X}{GDP} * TPGAP - e_m * \frac{M}{GDP} * GAP \quad (1)$$

όπου:

$e_x$  η εισοδηματική ελαστικότητα των εξαγωγών της Ελλάδος ως προς την εξωτερική ζήτηση,

$e_m$  η εισοδηματική ελαστικότητα των εισαγωγών της Ελλάδος ως προς το ΑΕΠ της χώρας,

$\frac{X}{GDP}$ ,  $\left(\frac{M}{GDP}\right)$  οι εξαγωγές (εισαγωγές) αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας και

$GAP$  (TPGAP) το παραγωγικό κενό της χώρας (των εμπορικών της εταίρων).

Με βάση τη σχέση (1) υπολογίζεται το κυκλικό τμήμα του ΙΤΣ ανά έτος για την περίοδο 2008-2019. Η εισοδηματική ελαστικότητα τόσο των εισαγωγών όσο και των εξαγωγών καθορίστηκε στο 1,5, σύμφωνα και με τη διεθνή βιβλιογραφία.<sup>4</sup> Για το παραγωγικό κενό της Ελλάδος χρησιμοποιήθηκαν οι εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>5</sup> Τέλος, το παραγωγικό κενό των εμπορικών εταίρων έχει σταθμιστεί με το μερίδιο των εξαγωγών της Ελλάδος

2 Η παρούσα ανάλυση ακολουθεί τη μεθοδολογία που παρουσιάζεται στο Haltmaier, J. (2014), "Cyclically Adjusted Current Account Balances", *International Finance Discussion Papers*, No. 1126, Board of Governors of the Federal Reserve System.

3 Άλλωστε, το μεγαλύτερο μέρος των εν λόγω κατηγοριών περιλαμβάνουν αφενός, από την πλευρά των εισπράξεων, κυρίως τις εισροές από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της ΕΕ και αφετέρου, από την πλευρά των δαπανών, κατά κύριο λόγο πληρωμές τόκων προς το μηχανισμό στήριξης για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Επομένως, δεν συνδέονται με τον κύκλο, καθώς είναι διαρθρωτικού χαρακτήρα.

4 Ενδεικτικά, βλ. Salto, M. and A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy, Economic Papers*, 427, September.

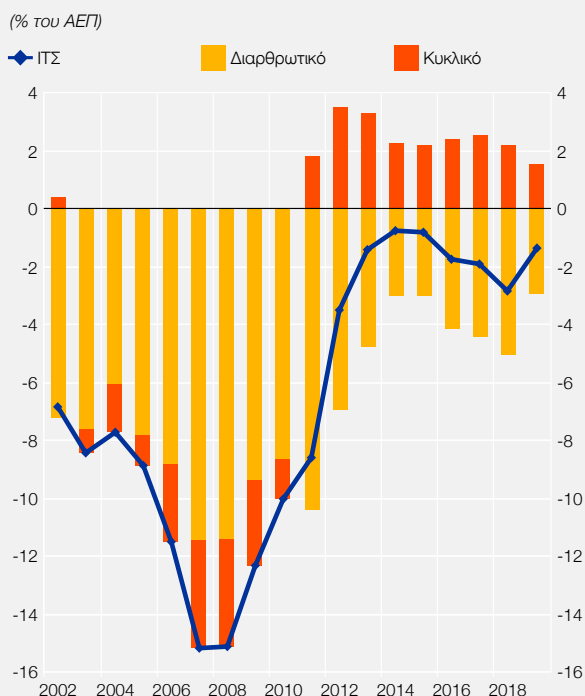
5 Για περισσότερα βλ. *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2018*, Πλαίσιο IV.1, "Οι βασικοί παράγοντες μακροχρόνιας ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας", Δεκέμβριος.

προς τις χώρες αυτές.<sup>6</sup> Ακολούθως, το διαρθρωτικό τμήμα της προσαρμογής προκύπτει ως η διαφορά μεταξύ του πραγματικού ελλείμματος και του κυκλικού τμήματος όπως υπολογίστηκε παραπάνω.

### Ανάλυση

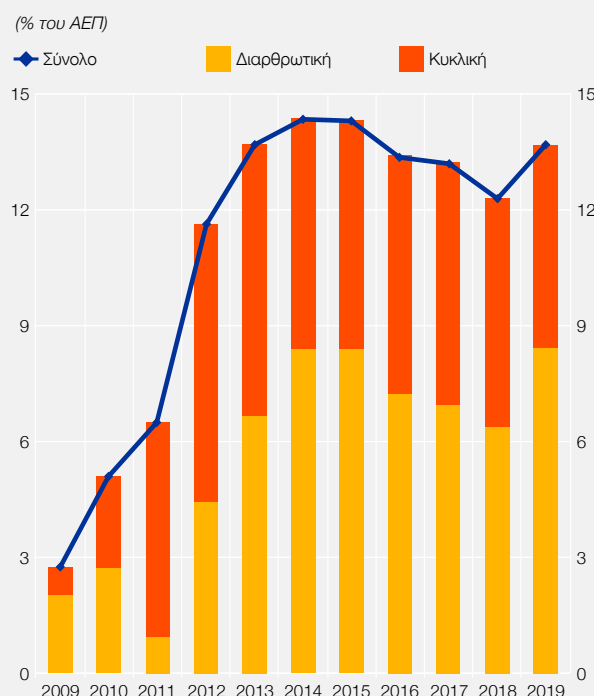
Το υψηλότερο έλλειμμα του ΙΤΣ καταγράφηκε το 2008 και ανέρχόταν σε 36,6 δισεκ. ευρώ, ήτοι 15,1% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Α). Το κυκλικό μέρος του ελλείμματος αυτού ήταν 3,7% του ΑΕΠ, με συνέπεια το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα του ΙΤΣ (δηλ. διορθωμένο για τους κυκλικούς παράγοντες) να ανέλθει στο 11,4% του ΑΕΠ. Το 2019 το έλλειμμα του ΙΤΣ μειώθηκε στο 1,4% του ΑΕΠ, καταγράφοντας βελτίωση πάνω από 13 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ από το 2008. Η βελτίωση αυτή αποδίδεται κατά 5,3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ σε κυκλικούς παράγοντες και κατά 8,4 μονάδες σε διαρθρωτικούς παράγοντες (βλ. Διάγραμμα Β). Συνεπώς, πάνω από το 60% της διόρθωσης του ελλείμματος του ΙΤΣ μπορεί να αποδοθεί σε διαρθρωτικού χαρακτήρα παράγοντες. Ανα-

**Διάγραμμα Α Ανάλυση του ΙΤΣ σε κυκλικό και διαρθρωτικό τμήμα (2002-2019)**



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Β Σωρευτική συμβολή κυκλικών και διαρθρωτικών παραγόντων στη μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ από το 2008**



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

λυτικότερα, η βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών ήταν 10,9 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, με λίγο πάνω από το ήμισυ να συνδέεται με διαρθρωτικούς παράγοντες και το υπόλοιπο με κυκλικούς. Η διαρθρωτική βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων ανήλθε σε 2,8 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.<sup>7</sup> Προκειμένου να διερευνηθεί η ευαισθησία των αποτελεσμάτων ως προς την εισοδηματική ελαστικότητα των εισαγωγών και των εξαγωγών, υπολογίστηκε η προσαρμογή του ΙΤΣ για ένα εύρος τιμών ελαστικότητας (1,0-2,0) γύρω από την κεντρική τιμή που χρησιμοποιήθηκε (1,5). Η επίδραση της εισοδηματικής ελαστικότητας

6 Το παραγωγικό κενό των εμπορικών εταιρών της χώρας έχει αντληθεί από τις βάσεις δεδομένων AMECO της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ([https://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](https://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm)) και του *World Economic Outlook* του ΔΝΤ, Οκτώβριος 2019. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εξαγωγές προϊόντων μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC) των κύριων εμπορικών εταιρών της Ελλάδας για τους οποίους ήταν διαθέσιμα τα στοιχεία του δυνητικού προϊόντος στις παραπάνω βάσεις.

7 Εάν εφαρμοστούν οι εκτιμήσεις της βάσης δεδομένων AMECO για το παραγωγικό κενό της Ελλάδας, τα αποτελέσματα δεν διαφοροποιούνται σημαντικά (32% κυκλικό και 68% διαρθρωτικό).



### Ανάλυση ευαισθησίας ως προς την εισοδηματική ελαστικότητα εισαγωγών και εξαγωγών

(σωρευτικό μερίδιο κυκλικής και διαρθρωτικής προσαρμογής του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008-2019)

Εισοδηματική ελαστικότητα εισαγωγών ( $e_m$ )	Εισοδηματική ελαστικότητα εξαγωγών ( $e_x$ )					
	1,0		1,5		2,0	
	Κυκλική	Διαρθρωτική	Κυκλική	Διαρθρωτική	Κυκλική	Διαρθρωτική
1,0	26	74	25	75	24	76
1,5	39	61	39	61	38	62
2,0	53	47	52	48	51	49

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

των εισαγωγών προκύπτει ότι είναι μεγαλύτερη από ό,τι εκείνη των εξαγωγών. Σε διαρθρωτικού χαρακτήρα παράγοντες μπορεί να αποδοθεί το ήμισυ έως και πάνω από τα 3/4 της διόρθωσης του ελλείμματος του ΙΤΣ, ανάλογα με τις χρησιμοποιούμενες ελαστικότητες (βλ. τον παραπάνω πίνακα).

Ειδικότερα σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, μεγάλο μέρος της βελτίωσης προήλθε από τη σημαντική ανάκαμψη των εξαγωγών, ιδιαίτερα μετά το 2012, η οποία, σε συνδυασμό με το σχεδόν μηδενικό παραγωγικό κενό των οικονομιών των εμπορικών εταίρων της χώρας, ήταν καθαρά διαρθρωτικού χαρακτήρα.<sup>8</sup> Από την άλλη πλευρά, η μείωση των εισαγωγών ήταν πρωτίστως κυκλικού χαρακτήρα και αποτέλεσμα της μείωσης της εγχώριας ζήτησης και της διαμόρφωσης του μεγάλου αρνητικού παραγωγικού κενού. Παρ' όλα αυτά, στο βαθμό που η παρατεταμένη ύφεση συνετέλεσε και στη μείωση του δυνητικού προϊόντος, συνέβαλε στον περιορισμό του κυκλικού τμήματος της συνολικής προσαρμογής. Τέλος, με δεδομένο το υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο των εξαγωγών, η άνοδος των εξαγωγών έχει επίσης συντελέσει στην αύξηση του διαρθρωτικού τμήματος των εισαγωγών.<sup>9</sup> Γενικότερα, οι διαρθρωτικές αλλαγές που συντελούνται τα τελευταία χρόνια στην ελληνική οικονομία και η συνακόλουθη στροφή, έστω και σταδιακή, σε ένα πιο εξωστρεφές πρότυπο ανάπτυξης φαίνεται να αντανakλώνται στη σημαντική διαρθρωτική προσαρμογή του ΙΤΣ.<sup>10</sup>

### Συμπεράσματα

Η παραπάνω ανάλυση καταδεικνύει ότι η προσαρμογή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε μεγάλο βαθμό είναι διαρθρωτική και επομένως θα έχει μόνιμο χαρακτήρα, γεγονός που σημαίνει ότι τα σχετικώς υψηλά ελλείμματα της προ της κρίσης περιόδου δεν αναμένεται να επανέλθουν. Ωστόσο, δεδομένου ότι ένα σημαντικό τμήμα της προσαρμογής προήλθε από κυκλικούς παράγοντες, και λαμβανομένου υπόψη του υψηλά αρνητικού μεγέθους της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης, τα ανωτέρω συμπεράσματα δεν θα πρέπει να οδηγήσουν σε εφησυχασμό. Αντιθέτως, η συνέχιση των διαρθρωτικών αλλαγών για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και η στροφή της παραγωγής προς διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες θα πρέπει να συνεχίσουν να αποτελούν τις κύριες προτεραιότητες της οικονομικής πολιτικής.

8 Βλ. ενδεικτικά Bardaka, I. and C. Papazoglou (2019), "The determinants of Greece's export supply of oil", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49, και Backinezos, C., S. Panagiotou and A. Rentifi (2019), "Greek export performance: A constant market share analysis", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 50.

9 Για τη συμμετοχή της Ελλάδος στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας, βλ. επίσης Gibson, H.D., G. Pavlou, C. Tsochatzi and M. Vasardani (2019), "Greece's integration into global value chains", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 50.

10 Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, την περίοδο 2010-2017 (για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία), ο όγκος των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών έχει καταγράψει σωρευτική αύξηση της τάξεως του 14% συγκριτικά με εκείνον των μη εμπορεύσιμων.



## Πλαίσιο IV.4

**ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

Η ανάλυση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) βασίζεται συχνά στις εξελίξεις της ανταγωνιστικότητας, της εξειδίκευσης της οικονομίας και της θέσης της στις διεθνείς αγορές, που αποτελούν σημαντικούς καθοριστικούς παράγοντες για τις εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Το ΙΤΣ εκφράζεται εναλλακτικά, με βάση τη διαχρονική προσέγγιση, ως το “κενό αποταμίευσης”, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ της αποταμίευσης και των επενδύσεων. Κενό αποταμίευσης μπορεί να προκύψει δεδομένου ότι οι σχετικές αποφάσεις των θεσμικών τομέων της οικονομίας λαμβάνονται ανεξάρτητα, με βάση τις προσδοκίες τους για τις εξελίξεις των διαφόρων μακροοικονομικών μεγεθών (όπως η παραγωγικότητα, το πραγματικό επιτόκιο και η δημοσιονομική πολιτική).<sup>1</sup> Σε μια ανοικτή οικονομία, όπως είναι και η ελληνική, το κενό αποταμίευσης χρηματοδοτείται από το εξωτερικό, με αποτέλεσμα η οικονομία να εξαρτάται από τις εξελίξεις του εξωτερικού τομέα. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τη σχέση μεταξύ ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κενού αποταμίευσης για την περίοδο 2000-2018, κατά τη διάρκεια της οποίας σημειώθηκαν σημαντικές μεταβολές του ΙΤΣ, καθώς το έλλειμμα του ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 7 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2001-2008 και περιορίστηκε κατά 15 ποσοστιαίες μονάδες κατά τη διάρκεια της κρίσης (2009-2018).<sup>2</sup>

**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κενό αποταμίευσης**

Η σύνδεση μεταξύ των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και των ροών του ισοζυγίου πληρωμών εκφράζεται από τις ταυτότητες των Εθνικών Λογαριασμών ως εξής:

Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) ορίζεται ως

$$\text{ΑΕΠ} = C + G + I + (X - M) \quad (1)$$

όπου C και G είναι η ιδιωτική και η δημόσια καταναλωτική δαπάνη αντίστοιχα, I ο ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου (επενδύσεις) του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, X και M οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η διαφορά X-M αντανakλά το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) ορίζεται ως

$$\text{ΙΤΣ} = (X - M) + \text{NY} + \text{NCT} \quad (2)$$

όπου NY και NCT είναι το καθαρό εισόδημα και οι καθαρές τρέχουσες μεταβιβάσεις από το εξωτερικό αντίστοιχα. Δεδομένου ότι το ακαθάριστο εθνικό διαθέσιμο εισόδημα (ΑΕΔΕ) ορίζεται ως  $\text{ΑΕΔΕ} = C + G + I + \text{ΙΤΣ}$  και η ακαθάριστη αποταμίευση ως  $S = \text{ΑΕΔΕ} - C - G$ , μπορούμε να εκφράσουμε το ΙΤΣ ως τη διαφορά μεταξύ αποταμίευσης και επενδύσεων:<sup>3</sup>

$$\text{ΙΤΣ} = S - I = (S_p - I_p) + (S_g - I_g) \quad (3)$$

όπου οι δύο όροι του αθροίσματος αντιστοιχούν στο κενό αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) και της γενικής κυβέρνησης αντίστοιχα. Ο δεύτερος όρος του αθροίσματος στην (3) αντιστοιχεί στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα.<sup>4</sup> Η προσέγγιση του ΙΤΣ με βάση το κενό αποταμίευσης εμφανίζει την αποταμί-

1 Οι καταναλωτές εξομαλύνουν την κατανάλωση-αποταμίευσή τους διαχρονικά με στόχο τη μεγιστοποίηση της ωφέλειάς τους (utility) και οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν επενδύσεις με στόχο τη μεγιστοποίηση της παρούσας αξίας του προϊόντος τους.

2 Για μια εμπειρική ανάλυση για την περίοδο 1960-2007, βλ. Brissimis, S., G. Hondroyannis, C. Papazoglou, N. Tsaveas and M. Vasardani (2012), “Current account determinants and external sustainability in periods of structural change”, *Economic Change and Restructuring*, 45(1), 71-95.

3 Για τον αναλυτικό τρόπο υπολογισμού του ΙΤΣ με βάση την εξίσωση (3), βλ. IMF (2009), *Balance of payments and international investment position manual*, sixth edition (BPM6), Chapter 14.

4 Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται στην παρούσα ανάλυση προέρχονται από τους ετήσιους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της οικονομίας (ΕΛΣΤΑΤ), δηλαδή των νοικοκυριών (νοικοκυριά και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά – S.1M), των επιχειρήσεων (μη χρηματοδοτικές εταιρίες – S.11 και χρηματοδοτικές εταιρίες – S.12), της γενικής κυβέρνησης (S.13) και του εξωτερικού τομέα (αλλοδαπή – S.2).

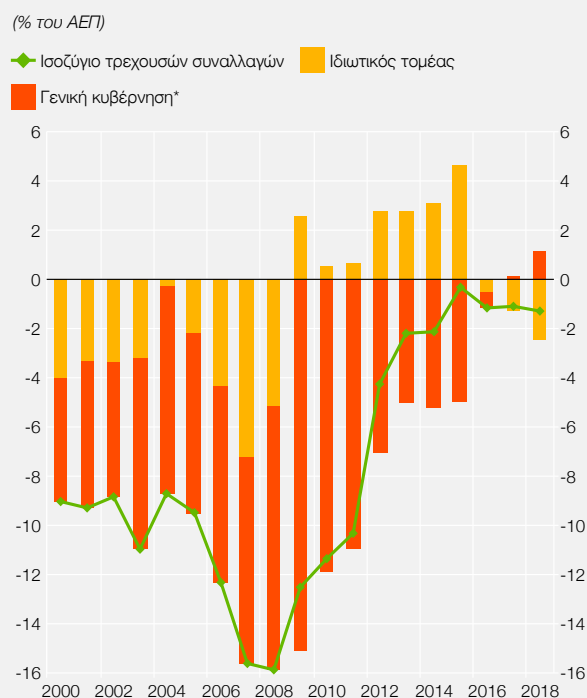
ευση με θετικό πρόσημο και τις επενδύσεις με αρνητικό. Ωστόσο, αυτό δεν σημαίνει ότι η αύξηση των επενδύσεων έχει αρνητική επίδραση στην οικονομία, δεδομένου ότι οι επενδύσεις αποτελούν θετική συνιστώσα στο ΑΕΠ και το διαθέσιμο εισόδημα, όπως ορίζεται ανωτέρω. Οι επενδυτικές ανάγκες που λόγω της χαμηλής αποταμίευσης δεν είναι δυνατόν να χρηματοδοτηθούν από εθνικούς πόρους καλύπτονται με πόρους από το εξωτερικό, με συνέπεια να επιβαρύνεται το ΙΤΣ.

### Παρατηρήσεις

Η εξέλιξη του ελλείμματος του ΙΤΣ κατά την επισκοπούμενη περίοδο αντανακλά, στο μεγαλύτερο μέρος της, το κενό αποταμίευσης (δημοσιονομικό αποτέλεσμα) της γενικής κυβέρνησης,<sup>5</sup> ενώ η συμβολή του ιδιωτικού τομέα είναι μικρότερη και αντιστρέφεται το 2009. Στο Διάγραμμα Α φαίνεται η πορεία των ελλειμμάτων του εξωτερικού και του δημόσιου τομέα (δίδυμα ελλείμματα), καθώς η επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος ανακλάται στην πορεία του ελλείμματος του ΙΤΣ. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ΙΤΣ καταγράφει τη μεγαλύτερη τιμή του το 2008, όταν και το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν σε υψηλό επίπεδο. Οι μεταβολές αυτές είναι αποτέλεσμα των αποφάσεων του ιδιωτικού τομέα και της γενικής κυβέρνησης για αποταμίευση και επένδυση (βλ. Διάγραμμα Β). Η συνεχής αύξηση του κενού αποταμίευσης της γενικής κυβέρνησης και στη συνέχεια ο περιορισμός του οφείλονται κυρίως στις μεταβολές της αρνητικής αποταμίευσής της, η οποία έφθασε στη μέγιστη απόλυτη τιμή της το 2009, και λιγότερο στις μεταβολές των επενδύσεών της, οι οποίες σε όλη την επισκοπούμενη περίοδο εμφάνισαν ελαφρά πτωτική τάση. Το κενό αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα αντανακλά την αδυναμία της ιδιωτικής αποταμίευσης να καλύψει τις επενδυτικές ανάγκες του τομέα, ενώ και τα δύο μεγέθη ακολούθησαν πτωτική τάση μέχρι περίπου το τέλος της περιόδου (2015), με τις επενδύσεις να μειώνονται ταχύτερα από την αποταμίευση. Ωστόσο, η αυξανόμενη θετική διαφορά αποταμίευσης και επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα μετά το 2009 οφείλεται κυρίως στην ταχεία μείωση των επενδύσεων, η οποία ενδεχομένως συνδέεται με την αβεβαιότητα και την ανεπάρκεια χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Τα τελευταία χρόνια, με την ανάκαμψη της οικονομίας, η εικόνα είναι διαφορετική, καθώς η αποταμίευση της γενικής κυβέρνησης είναι θετική και παράλληλα έχουν αρχίσει να ανακάμπτουν οι ιδιωτικές επενδύσεις και να σταθεροποιείται η αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα. Τέλος, η ανάλυση των επενδύσεων ανά είδος επενδυτικού αγαθού (βλ. Διάγραμμα Γ) δείχνει ότι η πτώση τους κατά τη διάρκεια της κρίσης οφείλεται κυρίως στη μεγάλη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες, ενώ αντίθετα οι επενδύσεις σε λοιπές κατασκευές διατήρησαν σημαντικό μερίδιο στο ΑΕΠ σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο.

**Διάγραμμα Α Εξέλιξη ΙΤΣ και κενού αποταμίευσης-επενδύσεων (S-I)**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

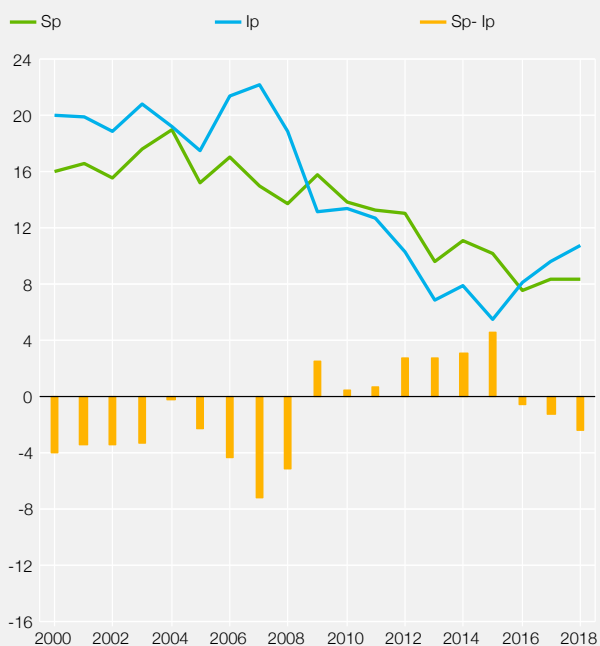
\*Το κενό αποταμίευσης της γενικής κυβέρνησης προσεγγίζει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα.

5 Το κενό αποταμίευσης της γενικής κυβέρνησης είναι, σύμφωνα με τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων, η διαφορά της ακαθάριστης αποταμίευσης (B.8g) και του ακαθάριστου σχηματισμού κεφαλαίου (P.5) της γενικής κυβέρνησης. Η ακαθάριστη αποταμίευση της γενικής κυβέρνησης είναι η διαφορά μεταξύ του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος (B.6g) και της τελικής καταναλωτικής δαπάνης (P.3) της γενικής κυβέρνησης.

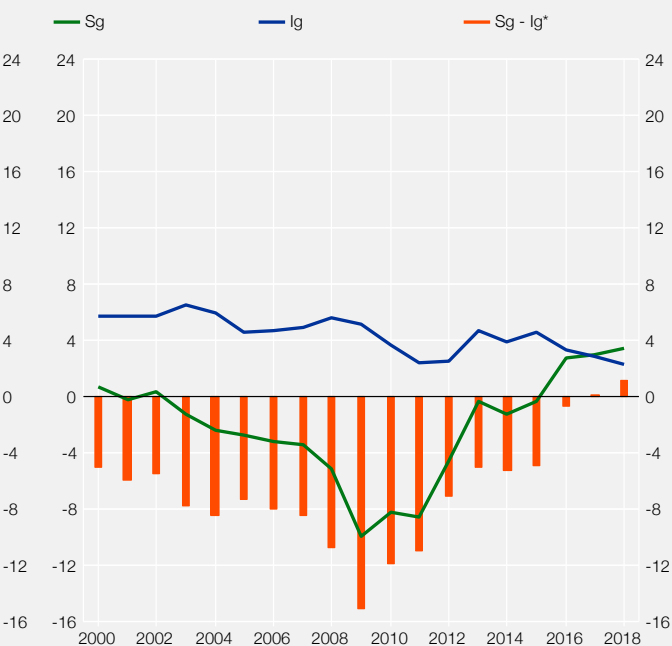
Διάγραμμα Β Εξέλιξη αποταμίευσης (S) και επενδύσεων (I)

(% του ΑΕΠ)

Ιδιωτικός τομέας



Γενική κυβέρνηση



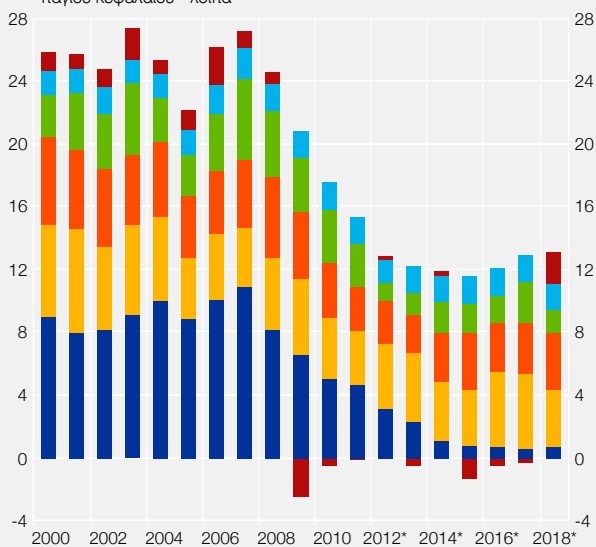
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

\* Το κενό αποταμίευσης της γενικής κυβέρνησης προσεγγίζει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα.

Διάγραμμα Γ Εξέλιξη επενδύσεων κατά επενδυτικό αγαθό

(% του ΑΕΠ)

Κατοικίες Άλλες κατασκευές  
Μεταλλικά προϊόντα, μηχανήματα Εξοπλισμός μεταφορών  
Ακαθάριστος σχηματισμός  
πάγιου κεφαλαίου - λοιπά Μεταβολή αποθεμάτων



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

\* Πρόσωρινά στοιχεία.

### Συμπεράσματα

Η επιδείνωση του ΙΤΣ κατά την περίοδο πριν από την κρίση συνδέεται κυρίως με το αρνητικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (κυρίως λόγω αρνητικής αποταμίευσης της γενικής κυβέρνησης) και σε μικρότερο βαθμό με την αδυναμία της αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα να καλύψει τις ανάγκες των επενδύσεων. Μετά την κρίση, η βελτίωση του ΙΤΣ και η διατήρηση του ελλείμματος σε χαμηλά επίπεδα συνδέονται με τη σταδιακή βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος, το οποίο είναι θετικό τα τελευταία δύο χρόνια, αλλά και με τη συρρίκνωση των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα. Το 2018 εξακολουθεί να υφίσταται κενό αποταμίευσης-επενδύσεων, το οποίο είναι αναγκαίο να καλυφθεί από τον εξωτερικό τομέα, αλλά σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο σε σύγκριση με το 2008. Η διατήρηση της δημοσιονομικής σταθερότητας είναι απαραίτητη για την αποφυγή νέας επιβάρυνσης του ισοζυγίου. Ωστόσο, η αποταμίευση φαίνεται ακόμη χαμηλή σε σχέση με τη διαφαινόμενη άνοδο της επενδυτικής δραστηριότητας, η οποία είναι αναγκαία για την ενίσχυση της αναπτυξιακής πορείας της οικονομίας.<sup>6</sup> Η άνοδος των επενδύσεων θα πρέπει να καλυφθεί από την αύξηση της αποταμίευσης σε μεγαλύτερο βαθμό και επομένως είναι αναγκαία η μεταβολή του καταναλωτικού προτύπου των θεσμικών τομέων της οικονομίας. Εναλλακτικά, η συνεχιζόμενη σταθερή ροή χρηματοδότησης από το εξωτερικό αυξάνει τις καθαρές υποχρεώσεις και επιδεινώνει την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της χώρας.<sup>7</sup> Σημειώνεται ότι η χρηματοδοτική ροή από το εξωτερικό έχει ενισχυθεί τα τελευταία χρόνια από την αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων, που διαμορφώθηκαν σε 1,9% του ΑΕΠ το 2018, το υψηλότερο ποσοστό της εξεταζόμενης περιόδου. Ωστόσο, θα πρέπει να δοθεί προσοχή ώστε να κατευθύνονται σε δραστηριότητες οι οποίες ενισχύουν την εξωστρέφεια της χώρας και συμβάλλουν μεσοπρόθεσμα στην περαιτέρω μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ και στη συνακόλουθη βελτίωση της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης της χώρας.

6 Η αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα ως ποσοστό του ΑΕΠ, η οποία από 16,2% κατά μέσο όρο την περίοδο 2000-2008 μειώθηκε σε 11,2% την περίοδο 2009-2018, είναι χαμηλότερη από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, ο οποίος από 20,5% την περίοδο 2000-2008 αυξήθηκε σε 21,8% την περίοδο 2009-2018.

7 Αν και μεσοπρόθεσμα δεν υπάρχει κίνδυνος από το υψηλό αρνητικό επίπεδο των καθαρών υποχρεώσεων προς το εξωτερικό (βλ. ενότητα 8 του Κεφαλαίου IV).

## 8 ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΧΡΕΟΣ

Στο τέλος του 2019 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 281 δισεκ. ευρώ (150% του ΑΕΠ), καταγράφοντας αύξηση κατά 16,3 δισεκ. ευρώ.<sup>49</sup> Η επιδείνωση αυτή προέρχεται κυρίως από τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου της γενικής κυβέρνησης και από τις άμεσες και λοιπές επενδύσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών (βλ. Πίνακα IV.10).

Αν και η Ελλάδα είναι η χώρα της ΕΕ με τη δεύτερη<sup>50</sup> υψηλότερη αρνητική Καθαρή Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΚΔΕΘ)<sup>51</sup> ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι κίνδυνοι για τη χώρα είναι προς το παρόν

49 Σημειώνεται ότι μεταβολές στη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ) αντανακλούν μεταβολές όχι μόνο στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλαδή τις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αλλά και στην αποτίμηση των επενδύσεων αυτών. Αυτές είναι δύσκολο να υπολογιστούν, καθώς συνδέονται με μεταβολές στις αγοραίες τιμές των περιουσιακών στοιχείων (κυρίως ομολόγων και μετοχών) που απαρτίζουν τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού, καθώς και με διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

50 European Commission, *Alert Mechanism Report 2020*, December 2019.

51 Η ΚΔΕΘ αποτελεί τη διαφορά μεταξύ των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Ανάλογα με το πρόσημο, θετικό ή αρνητικό, χαρακτηρίζει τη χώρα ως καθαρό πιστωτή ή χρεώστη αντίστοιχα έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Η ΔΕΘ αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις αναλύονται στις βασικές κατηγορίες των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των λοιπών επενδύσεων και των συναλλαγματικών διαθεσίμων, καθώς επίσης και ανά τομέα της οικονομίας, όπως γενική κυβέρνηση, Τράπεζα της Ελλάδος, λοιπά νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και λοιποί τομείς. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τους διεθνείς κανονισμούς, η καταγραφή των μεγεθών που αφορούν το ύψος για τις άμεσες επενδύσεις, τα ομόλογα και τις μετοχές πρέπει να γίνεται σε αγοραίες τιμές όπως ισχύουν την τελευταία ημέρα της περιόδου αναφοράς.

Πίνακας IV.10 Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή

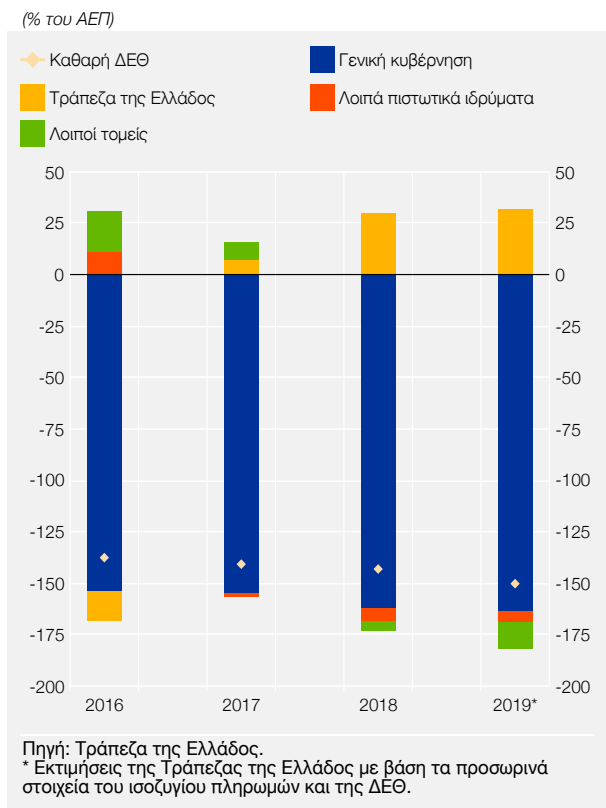
(εκατ. ευρώ)

	2016	2017	2018	2019*
<b>I. ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b>	<b>-6.270</b>	<b>-11.089</b>	<b>-13.362</b>	<b>-18.322</b>
<i>I.1 Κατοίκων στο εξωτερικό</i>	<i>21.218</i>	<i>20.792</i>	<i>20.791</i>	<i>21.366</i>
<i>I.2 Μη κατοίκων στην Ελλάδα</i>	<i>27.488</i>	<i>31.881</i>	<i>34.153</i>	<i>39.689</i>
<b>II. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>72.203</b>	<b>47.822</b>	<b>51.483</b>	<b>59.909</b>
<i>II.1 Απαιτήσεις</i>	<i>125.274</i>	<i>104.828</i>	<i>105.330</i>	<i>132.079</i>
<i>II.2 Υποχρεώσεις</i>	<i>53.071</i>	<i>57.006</i>	<i>53.847</i>	<i>72.170</i>
<b>1. Γενική κυβέρνηση</b>	<b>-34.134</b>	<b>-36.328</b>	<b>-36.862</b>	<b>-47.658</b>
1.1 Απαιτήσεις	55	36	33	45
1.2 Υποχρεώσεις	34.189	36.364	36.895	47.703
<b>2. Τράπεζα της Ελλάδος</b>	<b>52.152</b>	<b>68.859</b>	<b>71.645</b>	<b>70.290</b>
2.1 Απαιτήσεις	52.152	68.859	71.645	70.290
2.2 Υποχρεώσεις	0	0	0	0
<b>3. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα</b>	<b>42.548</b>	<b>7.009</b>	<b>8.500</b>	<b>30.025</b>
3.1 Απαιτήσεις	52.392	17.328	16.677	43.376
3.2 Υποχρεώσεις	9.844	10.319	8.177	13.351
<b>4. Λοιποί τομείς</b>	<b>11.636</b>	<b>8.282</b>	<b>8.200</b>	<b>7.252</b>
4.1 Απαιτήσεις	20.675	18.605	16.975	18.368
4.2 Υποχρεώσεις	9.039	10.323	8.775	11.116
<b>III. ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b>	<b>-315.249</b>	<b>-296.895</b>	<b>-309.406</b>	<b>-330.127</b>
<i>III.1 Απαιτήσεις</i>	<i>76.244</i>	<i>64.752</i>	<i>59.620</i>	<i>62.402</i>
<i>III.2 Υποχρεώσεις</i>	<i>391.493</i>	<i>361.648</i>	<i>369.026</i>	<i>392.529</i>
<b>1. Γενική κυβέρνηση</b>	<b>-237.224</b>	<b>-243.292</b>	<b>-262.897</b>	<b>-258.683</b>
1.1 Απαιτήσεις	2.334	2.334	2.334	2.334
1.2 Υποχρεώσεις	239.558	245.625	265.230	261.016
<b>2. Τράπεζα της Ελλάδος</b>	<b>-83.713</b>	<b>-62.362</b>	<b>-22.652</b>	<b>-18.285</b>
2.1 Απαιτήσεις	1.953	2.019	6.086	10.309
2.2 Υποχρεώσεις	85.666	64.381	28.738	28.594
<b>3. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα</b>	<b>-27.820</b>	<b>-14.361</b>	<b>-24.198</b>	<b>-44.743</b>
3.1 Απαιτήσεις	21.295	17.817	16.819	20.650
3.2 Υποχρεώσεις	49.115	32.178	41.016	65.393
<b>4. Λοιποί τομείς</b>	<b>33.509</b>	<b>23.119</b>	<b>340</b>	<b>-8.416</b>
4.1 Απαιτήσεις	50.663	42.583	34.381	29.110
4.2 Υποχρεώσεις	17.154	19.464	34.041	37.526
<b>IV. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ</b>	<b>6.539</b>	<b>6.509</b>	<b>6.625</b>	<b>7.571</b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ (I+II+III+IV)</b>	<b>-242.777</b>	<b>-253.653</b>	<b>-264.660</b>	<b>-280.969</b>
<b>Καθαρή ΔΕΘ ως % του ΑΕΠ</b>	<b>-137,6</b>	<b>-140,7</b>	<b>-143,3</b>	<b>-149,9</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

1 Στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου περιλαμβάνονται οι επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά παράγωγα.

**Διάγραμμα IV.29 Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση  
ανά τομέα οικονομίας**

περιορισμένοι, αφού η αρνητική ΚΔΕΘ της γενικής κυβέρνησης (163% του ΑΕΠ), που αποτελεί την κύρια συνιστώσα της αρνητικής ΚΔΕΘ της χώρας, αφορά δάνεια της γενικής κυβέρνησης από το μηχανισμό στήριξης με χαμηλό επιτόκιο και μεγάλη διάρκεια.<sup>52</sup> Μεσοπρόθεσμα όμως, η αναγκαία βελτίωση της ΚΔΕΘ απαιτεί είτε υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, ικανούς να υπεραντισταθμίζουν τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, είτε τη διαμόρφωση ικανοποιητικών και μόνιμων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Οι καθαρές υποχρεώσεις από άμεσες επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 5,0 δισεκ. ευρώ το 2019 σε σχέση με το προηγούμενο έτος και αντανakλούν την εισροή άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα από μη κατοίκους (βλ. επίσης ενότητα 7.4 παραπάνω).

Οι καθαρές απαιτήσεις από επενδύσεις χαρτοφυλακίου<sup>53</sup> σημείωσαν άνοδο 8,4 δισεκ. ευρώ, λόγω κυρίως της αύξησης των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία συνδέεται με την τιτλοποίηση δανείων μέσω εταιριών ειδικού σκοπού στο εξωτερικό. Η βελτίωση αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από:

**α)** την αύξηση των υποχρεώσεων της *γενικής κυβέρνησης*, κυρίως σε χρηματοοικονομικά παράγωγα και σε χρεόγραφα (αναφορικά με τα τελευταία, η εξέλιξη αυτή αντανakλά πρωτίστως τη μεταβολή της αποτίμησής τους) και

**β)** τη μείωση των απαιτήσεων της *Τράπεζας της Ελλάδος* σε τίτλους που έχουν εκδοθεί στο εξωτερικό κατά 1,4 δισεκ. ευρώ.

Στις λοιπές επενδύσεις, η αρνητική καθαρή θέση επιδεινώθηκε κατά 20,7 δισεκ. ευρώ το 2019 πρωτίστως λόγω της αύξησης των υποχρεώσεων των *λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων*, η οποία συνδέεται με την προαναφερθείσα τιτλοποίηση δανείων. Επιπροσθέτως, η καθαρή θέση των *λοιπών τομέων της οικονομίας* (κυρίως επιχειρήσεων και νοικοκυριών) επιδεινώθηκε κατά 8,8 δισεκ. ευρώ και αντανakλά αφενός τη μείωση των απαιτήσεών τους σε καταθέσεις και τραπεζογραμμάτια και αφετέρου την αύξηση των υποχρεώσεών τους λόγω της πώλησης δανείων που μεταφέρθηκαν σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού.<sup>54</sup> Η μείωση των καθαρών υποχρεώσεων της *γενικής κυβέρνησης* λόγω της αποπληρωμής δανείων αντισταθμισε εν μέρει την παραπάνω επιδείνωση.

Με βάση την ανάλυση κατά τομέα (βλ. Διάγραμμα IV.29), η επιδείνωση της ΚΔΕΘ το 2019 συνδέεται με την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας κατά 14,5 δισεκ. ευρώ και της γενικής κυβέρνησης κατά 6,6 δισεκ. ευρώ. Βελτίωση κατέγραψε η κα-

<sup>52</sup> Βλ. επίσης Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014, Πλαίσιο V.6.

<sup>53</sup> Σημειώνεται ότι στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται και τα χρηματοοικονομικά παράγωγα της ΔΕΘ.

<sup>54</sup> Σημειώνεται ότι η διαχείριση των δανείων αυτών έχει ανατεθεί στις Εταιρίες Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) του ν. 4354/2015.



Πίνακας IV.11 Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος (τρέχουσες τιμές)

(εκατ. ευρώ)

	2016	2017	2018	2019*
A. Γενική κυβέρνηση	269.539	278.065	298.325	298.955
B. Τράπεζα της Ελλάδος	85.666	64.381	28.738	28.594
Γ. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	49.517	33.731	43.152	68.362
Δ. Λοιποί τομείς	17.608	19.518	34.080	37.606
Ε. Άμεσες επενδύσεις	8.450	9.651	9.093	9.097
<b>Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (A+B+Γ+Δ+Ε)</b>	<b>430.780</b>	<b>405.346</b>	<b>413.389</b>	<b>442.614</b>
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ	244,1	224,9	223,8	236,1
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος γενικής κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ	152,7	154,3	161,5	159,5
<b>Καθαρό εξωτερικό χρέος</b>	<b>238.321</b>	<b>243.774</b>	<b>254.849</b>	<b>255.697</b>
Καθαρό εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ	135,0	135,3	138,0	136,4

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

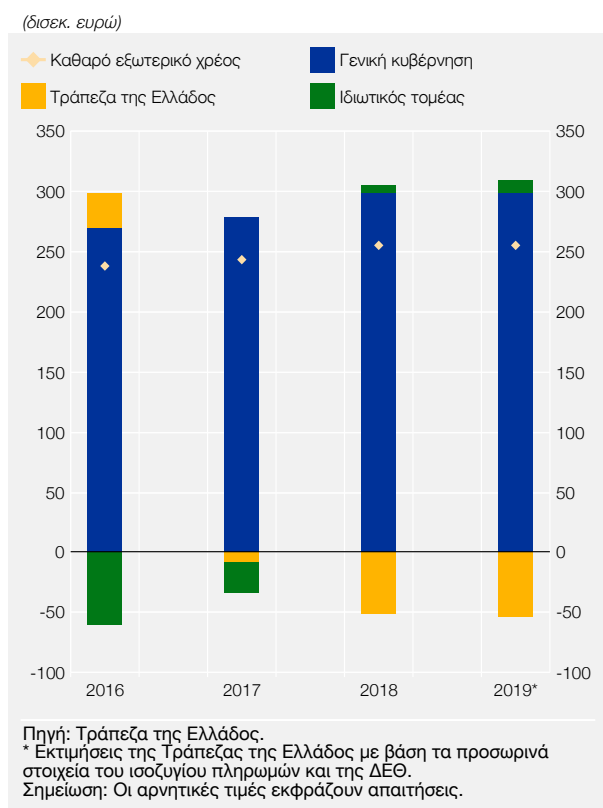
\* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

θαρή θέση πρωτίστως της Τράπεζας της Ελλάδος και σε μικρότερο βαθμό των λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων.

Το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος<sup>55</sup> της χώρας, σε τρέχουσες τιμές, αυξήθηκε κατά 29,2 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 442,6 δισεκ. ευρώ (236% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2019 (βλ. Πίνακα IV.11). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση των υποχρεώσεων των λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων της χώρας (λόγω της προαναφερθείσας τιτλοποίησης) και δευτερευόντως των λοιπών τομέων της οικονομίας.

Το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος<sup>56</sup> διαμορφώθηκε σε 255,7 δισεκ. ευρώ, καταγράφοντας μικρή αύξηση κατά 0,8 δισεκ. ευρώ το 2019. Το γεγονός αυτό αντανakλά κυρίως την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων του ιδιωτικού τομέα, λόγω αφενός της μεταφοράς δανείων του σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού και αφετέρου της μείωσης των καταθέσεων του στο εξωτερικό (βλ. Διάγραμμα IV.30).

Διάγραμμα IV.30 Καθαρό εξωτερικό χρέος ανά τομέα



55 Οι υποχρεώσεις της ΔΕΘ εξαιρουμένων των υποχρεώσεων σε μετοχές και χρηματοοικονομικά παράγωγα αποτελούν το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος της χώρας.

56 Το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος προκύπτει από την ΚΔΕΘ εάν αφαιρέσουμε την καθαρή θέση σε μετοχές προερχόμενες από άμεσες επενδύσεις και από επενδύσεις χαρτοφυλακίου, καθώς επίσης και την καθαρή θέση σε παράγωγα, ειδικά τραπεζικά δικαιώματα, χρυσό και μετοχές που περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα.



## ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ IV ΙΣΧΥΡΟΙ ΘΕΣΜΟΙ, ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: Η ΕΛΛΑΔΑ ΣΕ ΝΕΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΤΡΟΧΙΑ

Η ελληνική οικονομία κατά την τελευταία δεκαετία χρειάστηκε να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά σοβαρές μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες, οι οποίες υπήρξαν και οι αιτίες της κρίσης. Οι ανισορροπίες αυτές συνδέονται όχι μόνο με τις προηγούμενες επιλογές οικονομικής πολιτικής, αλλά και με τις χρόνιες δυσλειτουργίες της οργανωτικής δομής της εγχώριας οικονομίας, όπως αυτές αποτυπώθηκαν στο δαιδαλώδες νομικό σύστημα, τη διόγκωση της ρυθμιστικής παρέμβασης του κράτους στη λειτουργία των αγορών, τη γραφειοκρατία, το μεγάλο και μη αποδοτικό δημόσιο τομέα και ένα περίπλοκο και αντιαναπτυξιακό φορολογικό σύστημα που δεν κατόρθωσε να συμβάλει στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και στη δίκαιη κατανομή των βαρών μεταξύ των πολιτών.

Η δυσκολία απορρόφησης των κραδασμών της παγκόσμιας κρίσης ήταν δηλωτική της αδυναμίας προσαρμογής της εγχώριας οικονομίας στις ανάγκες της παγκόσμιας οικονομίας, με αποτέλεσμα η διόρθωση των διαρθρωτικών ανισορροπιών να διαρκέσει περισσότερο και να πραγματοποιηθεί με μεγάλες απώλειες σε όρους προϊόντος, απασχόλησης και πλούτου. Η προσήλωση σε παρωχημένα σχήματα και δομές οργάνωσης και παραγωγής και η αδυναμία αξιόπιστης εφαρμογής και ολοκλήρωσης μιας μεταρρυθμιστικής πολιτικής έπαιξαν καταλυτικό ρόλο στη δυσκολία άμεσης προσαρμογής και αντιμετώπισης των διαταραχών. Με άλλα λόγια, η ελληνική κρίση προσδιόρισε αλλά και προσδιορίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την κρίση εμπιστοσύνης στη λειτουργία και την αποτελεσματικότητα των θεσμών.

Με τις νομοθετικές πρωτοβουλίες που αναλαμβάνονται και αφορούν τη θεσμική θωράκιση της λειτουργίας του κράτους και τη βελτίωση του επιχειρηματικού και επενδυτικού περιβάλλοντος, η χώρα εισέρχεται σε μια νέα περίοδο ρεαλιστικών αλλαγών, τομών και μεταρρυθμίσεων με ευρωπαϊκό ορίζοντα.<sup>1</sup> Η παρούσα ανάλυση επιχειρεί να αναδείξει τη σημασία του είδους και της ποιότητας των θεσμών για την οικονομική ανάπτυξη. Με δεδομένη μάλιστα τη σταθερή επιδείνωση της ποιότητας των θεσμών της χώρας κατά τα τελευταία χρόνια και την εμφανή υστέρησή της σε σχέση με την ΕΕ-28 –σύμφωνα με τους συναφείς στατιστικούς δείκτες– η ανάλυση τονίζει την αναγκαιότητα της συνεχούς βελτίωσης της ποιότητας των εγχώριων θεσμών και ενδυνάμωσής τους ώστε η μεταρρυθμιστική προσπάθεια να είναι συνεχής και αξιόπιστη.

### Θεσμοί και μεταρρυθμιστική πολιτική

Η ιστορική εμπειρία των χωρών έχει καταστήσει ευρέως αποδεκτό ότι το είδος και η ποιότητα των πολιτικών και οικονομικών θεσμών<sup>2</sup> αποτελούν τη βάση για την επιτυχία μιας χώρας ή την αποτυχία της.<sup>3</sup> Ειδικότερα, στην πολιτική και οικονομική ζωή οι “συμμετοχικοί” ή “ανοικτοί” (in-

1 Το εθνικό σχέδιο μεταρρυθμίσεων περιλαμβάνει 134 πρωτοβουλίες για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των δράσεων κάθε υπουργείου με στόχο τη βελτίωση της καθημερινότητας του πολίτη. Είναι συνδεδεμένο με το εθνικό σχέδιο ανάπτυξης και σε συμφωνία με τις δεσμεύσεις της χώρας στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας.

2 Με τον όρο “θεσμοί” νοούνται οι περιορισμοί ή ευρύτερα το πλαίσιο που διαμορφώνει πολιτικές, οικονομικές, κοινωνικές και τεχνολογικές αλληλεπιδράσεις. Βλ. North, D. (1991), “Institutions”, *Journal of Economic Perspectives*, 5, 97-112. Διακρίνονται σε τυπικούς κανόνες (σύνταγμα, νόμοι, δικαιώματα ιδιοκτησίας) και άτυπους κανόνες (συνήθειες, έθιμα, παραδόσεις, κοινωνικές αξίες και πρότυπα). Βλ. Alesina, A. and P. Giuliano (2015), “Culture and Institutions”, *Journal of Economic Literature*, 53, 898-944.

3 Βλ. Acemoglu, D. and J.A. Robinson (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, Crown Publishing Group, New York, και World Bank (2017), “Enhancing governance for development: Why policies fail?”, *World Development Report 2017: Governance and the Law*, chapter 2, 51-81, the World Bank Group, Washington D.C.

clusive) θεσμοί εξασφαλίζουν ίσους όρους ανταγωνισμού σε όσο το δυνατόν ευρύτερα στρώματα της κοινωνίας, με αποτέλεσμα την προαγωγή της κοινωνικής ευημερίας. Αντίθετα, οι “καταχρηστικοί” ή “κλειστοί” (extractive) θεσμοί ωφελούν κάποια τμήματα της κοινωνίας εις βάρος όμως κάποιων άλλων, με αποτέλεσμα το κοινωνικό όφελος να είναι μικρότερο. Οι “ανοικτοί” ή “καλοί” (good) θεσμοί προστατεύουν το δικαίωμα της ατομικής ιδιοκτησίας, ενθαρρύνουν το επιχειρείν, απλοποιούν το νομικό σύστημα και επιταχύνουν τη διαδικασία διευθέτησης επιχειρηματικών διαφορών, διασφαλίζουν τη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα, διευκολύνουν την ενσωμάτωση της εγχώριας οικονομίας στην παγκόσμια, προσφέρουν πλέγματα ασφαλείας και κοινωνικής προστασίας, προωθούν τη συμμετοχή των πολιτών και κατοχυρώνουν τη λογοδοσία των δημόσιων και πολιτικών λειτουργιών.<sup>4</sup>

Ο βαθμός συγκεντρωτισμού στην οργάνωση του κράτους, το είδος και η έκταση των κρατικών παρεμβάσεων στη λειτουργία της οικονομίας και της κοινωνίας, με σημαντικότερες το πλαίσιο κανονιστικής συμμόρφωσης και τη γραφειοκρατία, ο βαθμός εμπέδωσης του κράτους δικαίου, το επίπεδο της τεχνολογίας και της εκπαίδευσης, αλλά και απρόβλεπτα γεγονότα (πόλεμοι, επαναστάσεις κ.λπ.) καθορίζουν την εξελικτική πορεία των θεσμών σε μια χώρα, δηλαδή την επιλογή συμμετοχικών (καλών) θεσμών αντί των καταχρηστικών, που με τη σειρά της καθορίζει την είσοδο της χώρας σε έναν ενάρετο κύκλο οικονομικής ανάπτυξης και κοινωνικής προόδου ή την παραμονή της σε ένα φαύλο κύκλο οικονομικής στασιμότητας και κοινωνικής οπισθοδρόμησης. Παραδείγματα καλών, συμμετοχικών θεσμών που ενθαρρύνουν την ελευθερία επιλογής και την ατομική πρωτοβουλία και ταυτόχρονα σέβονται τη διαφορετικότητα και φροντίζουν για τη διάχυση των ωφελειών στην κοινωνία είναι: η λειτουργία του νομικού συστήματος χωρίς διακρίσεις, η παροχή της δυνατότητας ισότιμης συμμετοχής των νέων ατόμων και επιχειρήσεων στην οικονομική και κοινωνική ζωή και η θεσμική θωράκιση της λειτουργίας του κράτους ώστε να παρέχει το απαραίτητο ρυθμιστικό πλαίσιο με το μικρότερο δυνατό για τους πολίτες κόστος κανονιστικής συμμόρφωσης.

Είναι φανερό ότι το είδος και η ποιότητα των θεσμών καθορίζουν τη μορφή διάρθρωσης της οικονομίας και ως εκ τούτου προσδιορίζουν το βαθμό αντίδρασής της στην εμφάνιση διαταραχών. Έχει διαπιστωθεί εμπειρικά<sup>5</sup> ότι οικονομίες με δύσκαμπτη λειτουργία και αδύναμες δομές παρουσιάζουν μικρότερο βαθμό ευελιξίας και προσαρμοστικότητας, αφού αγκυλώσεις στην αγορά εργασίας και στις αγορές προϊόντων εμποδίζουν την ανακατανομή των παραγωγικών συντελεστών από τομείς που φθίνουν σε περισσότερο παραγωγικούς τομείς, περιορίζοντας τη συνολική παραγωγικότητα και τις αναπτυξιακές δυνατότητες.

Συγκεκριμένα, δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας, όπως περιγράφονται από ένα άκαμπτο σύστημα προσδιορισμού των μισθών και αυστηρές πολιτικές προστατευτισμού, δεν επιτρέπουν την εύκολη και γρήγορη προσαρμογή της εργασίας, με αποτέλεσμα υψηλή ανεργία και, εν τέλει, μη προστασία της εργασίας.<sup>6</sup> Κατ’ αναλογία, δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων ενισχύουν τον προστατευτισμό εις βάρος του ανταγωνισμού, με αποτέλεσμα υψηλές τιμές και χαμηλή ποιότητα των παραγόμενων αγαθών και παρεχόμενων υπηρεσιών, απροθυμία ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου και μειωμένο ενδιαφέρον για στήριξη της έρευνας και καινοτομίας. Ως άμεση συνέπεια της ύπαρξης δυσκαμψιών στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, η αναγκαία προσαρμογή του κόστους εργασίας δεν αντανάκλαται σε αντίστοιχη προσαρμογή των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών, με αποτέλεσμα η διόρθωση να γίνεται εξ ολοκλήρου μέσω της μείωσης

4 Rodrick, D. (2008), “Second-best institutions”, *American Economic Review*, 98, 100-104.

5 Βλ. Masuch, K., E. Moshhammer and B. Pierluigi (2017), “Institutions, public debt and growth in Europe”, *Public Sector Economics*, 41, 159-206, και Bluhm, R., D. de Crombrughe and A. Szirmai (2016), “Do weak institutions prolong crises? On the identification, characteristics and duration of declines during economic slumps”, *UNU-MERIT Working Paper Series on Institutions and Economic Growth*, No. 069.

6 Βλ. Bouis, R. and R. Duval (2011), “Raising potential growth after the crisis: a quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond”, *OECD Economics Department Working Paper No. 835*.

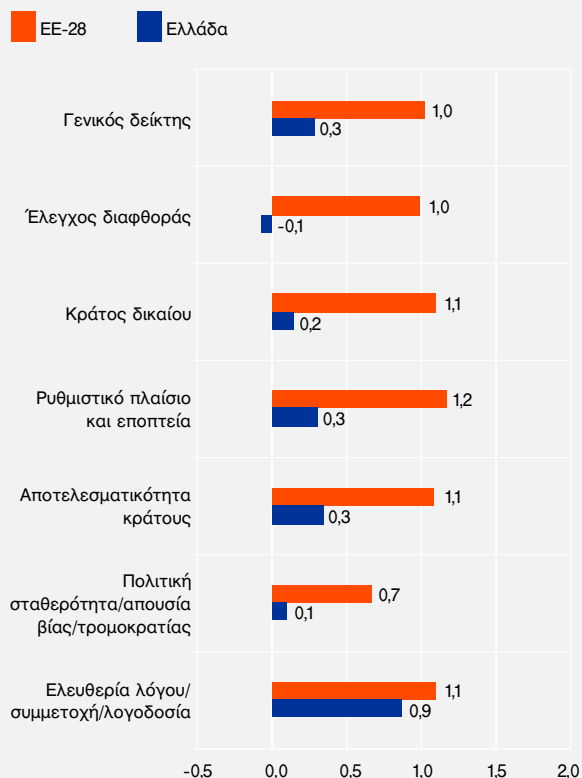
του διαθέσιμου εισοδήματος.<sup>7</sup> Η ύπαρξη επομένως διαρθρωτικών αδυναμιών οδηγεί σε μειωμένη ανθεκτικότητα της οικονομίας, η οποία εκδηλώνεται με τη συχνότερη εμφάνιση διαταραχών και τη μεγαλύτερη δυσκολία απορρόφησής τους. Ως εκ τούτου, το κόστος διόρθωσης σε οικονομικούς όρους είναι υψηλό.<sup>8</sup>

Η ποιότητα των θεσμών και ο βαθμός αξιοπιστίας της μεταρρυθμιστικής πολιτικής προσδιορίζουν την ικανότητα μιας οικονομίας όχι μόνο να απορροφά με μικρό κόστος τις διαταραχές του οικονομικού κύκλου, αλλά και να επεκτείνει τις παραγωγικές της δυνατότητες. Και αυτό διότι ο τρόπος λειτουργίας των θεσμών επηρεάζει τις θεμελιώδεις αποφάσεις των οικονομούντων απόρων που αφορούν, μεταξύ άλλων, την κατανάλωση, την αποταμίευση και τις επενδύσεις.<sup>9</sup>

Στην περίπτωση της Ελλάδος, και τα τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής απαιτούσαν το συνδυασμό λήψης μέτρων πολιτικής για τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και ταυτόχρονης υλοποίησης ενός προγράμματος μεταρρυθμίσεων με σκοπό τη διασφάλιση της μακροοικονομικής ισορροπίας σε μονιμότερη βάση, τη μείωση του υφιστάμενου παραγωγικού κενού και την αύξηση του δυναμικού προϊόντος. Εντούτοις, αρκετά συχνά επικράτησε η άποψη ότι οι μεταρρυθμίσεις θα έβλαπταν το κοινωνικό κράτος και θα δρούσαν ανταγωνιστικά και όχι συμπληρωματικά προς τις οικονομικές πολιτικές διόρθωσης των μακροοικονομικών ανισορροπιών και διαχείρισης του υψηλού δημόσιου χρέους.<sup>10</sup> Έτσι, σε ορισμένες περιπτώσεις το μεταρρυθμιστικό έργο είτε δεν ολοκληρώθηκε είτε ακυρώθηκε εν μέρει.<sup>11</sup>

Οι οικονομικές και κοινωνικές δυσκολίες που αντιμετώπισε η Ελλάδα κατά τη δεκαετία της οικονομικής προσαρμογής δεν ήταν μόνο απόρροια της κρίσης, αλλά σε μεγάλο βαθμό και συμπτώματα της ύπαρξης δομικών αδυναμιών που συνδέονται άμεσα με το είδος και την ποιότητα των υφιστάμενων θεσμών. Η νέα κυβερνητική πολιτική, με κύρια χαρακτηριστικά τη φιλοαναπτυξιακή κατεύθυνση της οικονομικής πολιτικής,<sup>12</sup> τον εκσυγχρονισμό της δημόσιας διοίκησης και την κατοχύρωση της θεσμικής λειτουργίας του κράτους,<sup>13</sup> δημιούργησε προσδοκίες για επιτάχυνση και βάθυνση του μεταρρυθμιστικού έργου, οι οποίες συνακόλουθα διαμόρφωσαν υψηλές προσδοκίες για επαναφορά της χώρας σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

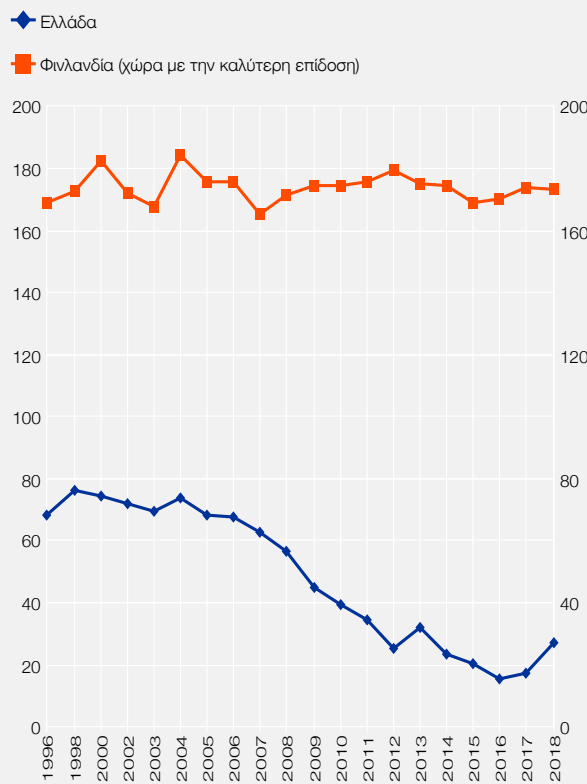
- 
- 7 Βλ. Boulès, R., G. Cette, J. Lopez, J. Mairesse and G. Nicoletti (2013), "Do product market regulations in upstream sectors curb productivity growth? Panel data evidence for OECD countries", *The Review of Economics and Statistics*, 95, 1750-1768.
- 8 Βλ. Sondermann, D. (2016), "Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures", *ECB Working Paper Series*, No. 1984, Duval, R. and L. Vogel (2008), "Economic resilience to shocks. The role of structural policies", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2008, 1-38, και Blanchard, O. and J. Wofers (2000), "The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: the aggregate evidence", *The Economic Journal*, 110, 1-33.
- 9 Η αναγνώριση της σημασίας της ποιότητας των θεσμών για την ομαλή προσαρμογή της οικονομίας στις εκάστοτε ανάγκες ώστε να ενισχύεται η θέση της στο διεθνή ανταγωνισμό και να προάγεται η οικονομική και κοινωνική ευημερία ανάγεται στον *Πλούτο των Εθνών* του Adam Smith (1776) ως αντίδραση στην επικράτηση της εμποροκρατίας (mercantilism) ως κυρίαρχης οικονομικής σκέψης στην Ευρώπη μεταξύ 16ου και 18ου αιώνα, η οποία, υποστηρίζοντας πολιτικές εσωστρέφειας και οικονομικού απομονωτισμού, βύθισε τις ευρωπαϊκές κοινωνίες στην απόλυτη φτώχεια. Βλ. επίσης Acemoglu, D. (2005), "The rise of Europe: Atlantic trade, institutional change and economic growth", *American Economic Review*, 95, 546-578.
- 10 Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων αποτελεί συμβατική υποχρέωση της χώρας στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας και αξιολογείται ως προϋπόθεση για την ενεργοποίηση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που τελούν υπό αιρεσιμότητα.
- 11 Για μια αξιολόγηση των μεταρρυθμίσεων που υλοποιήθηκαν στο πλαίσιο του πρώτου και δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, βλ. European Commission (2019), "Structural reforms in Greece 2010-2018. Final report", DG GROW, KEPE and WIFO, March.
- 12 Αλλαγή μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής με μείωση του φορολογικού βάρους, προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων με τη δημιουργία ευέλικτου και απλούστερου αδειοδοτικού πλαισίου, απλοποίηση της πτωχευτικής διαδικασίας, βελτίωση του μηχανισμού εξωδικαστικής ρύθμισης οφειλών και αναδιάρθρωσης επιχειρηματικών δανείων, επίλυση αστικών και εμπορικών υποθέσεων μέσω της διαμεσολάβησης. Βλ. ν. 4635/2019 "Επενδύω στην Ελλάδα και άλλες διατάξεις", ν. 4640/2019 "Διαμεσολάβηση σε αστικές και εμπορικές υποθέσεις" και ν. 4646/2019 "Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο".
- 13 Βλ. ν. 4622/2019 "Επιτελικό κράτος: Οργάνωση, λειτουργία και διαφάνεια της Κυβέρνησης, των Κυβερνητικών Οργάνων και της Κεντρικής Δημόσιας Διοίκησης". Ειδικότερα, το άρθρο 82 παρέχει εχέγγυα διαφάνειας με την ίδρυση της Ανεξάρτητης Εθνικής Αρχής Διαφάνειας με ρόλο όχι μόνο κατασταλτικό, αλλά και προληπτικό.

**Διάγραμμα Α Ποιότητα διακυβέρνησης στην Ελλάδα και στην ΕΕ-28 (2018)**

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων από τη βάση δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας, Aggregate governance indicators, 1996-2018, 2019.  
 Σημειώσεις: ΕΕ-28 = μη σταθμισμένος μέσος όρος, γενικός δείκτης = μη σταθμισμένος μέσος όρος των 6 επιμέρους δεικτών. Όλοι οι δείκτες λαμβάνουν τιμές μεταξύ -2,5 (χαμηλή ποιότητα) και +2,5 (υψηλή ποιότητα).

**Διάγραμμα Β Χάσμα Ελλάδος και ΕΕ-28: εξέλιξη γενικού δείκτη ποιότητας διακυβέρνησης (1996-2018)**

(γενικός μέσος δείκτης, ΕΕ-28=100)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων από τη βάση δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας, Aggregate governance indicators, 1996-2018, 2019.

### Ποιότητα θεσμών και οικονομική ανάπτυξη

Παρά την επιτυχή διόρθωση πολλών μακροοικονομικών ανισορροπιών, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει διαρθρωτικές αδυναμίες που αποτυπώνονται, μεταξύ άλλων, στο μεγάλο επενδυτικό κενό και την αδύναμη εγχώρια επιχειρηματικότητα, την τεχνολογική υστέρηση, τη χαμηλή προστιθέμενη αξία στη μεταποίηση και τη φυγή των νέων επιστημόνων στο εξωτερικό και συνιστούν ενδεχόμενους κινδύνους τόσο για τη διασφάλιση της μακροοικονομικής ισορροπίας όσο και για την επίτευξη υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης. Η εμπειρία χωρών έχει δείξει ότι η αντιμετώπιση αυτών των διαρθρωτικών αδυναμιών επιτυγχάνεται σταδιακά με την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων, τα οφέλη των οποίων γίνονται ορατά με σημαντική χρονική υστέρηση, ενώ ο βαθμός επιτυχίας τους εξαρτάται από την ποιότητα των θεσμών και το είδος της διακυβέρνησης.<sup>14,15</sup>

14 Frankel, J.A. (2011), "A solution to fiscal procyclicality: The structural budget institutions pioneered by Chile", NBER Working Paper No. 16945, και Fatás, A. and L.H. Summers (2018), "The permanent effects of fiscal consolidations", *Journal of International Economics*, 102, 238-250.

15 Με τον όρο "διακυβέρνηση" νοείται η διαδικασία με την οποία κρατικοί και μη κρατικοί φορείς αλληλεπιδρούν για το σχεδιασμό και την υλοποίηση πολιτικών σε ένα πλαίσιο τυπικών και άτυπων κανόνων, δηλαδή θεσμών, με στόχο την κοινωνική ανάπτυξη. Βλ. World Bank (1992), *Governance and Development*, World Bank, Washington D.C., σελ. 1. Οι φορείς αυτοί συγκροτούν την "κυβέρνηση" ως ένα σύνολο τυπικών κρατικών θεσμών (κανόνων και οργανισμών) για την επιβολή και εφαρμογή των πολιτικών αυτών. Βλ. World Bank (2017), "What is governance?", *World Development Report 2017: Governance and the Law*, World Bank, Washington D.C., Box 1, σελ. 3.



Για τη μέτρηση της ποιότητας των θεσμών και της διακυβέρνησης μιας χώρας<sup>16</sup> χρησιμοποιούνται ευρέως από τους ερευνητές δύο σύνολα δεικτών που συνθέτουν επιμέρους οικονομικούς και πολιτικούς δείκτες: α) οι δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας (Worldwide Governance Indicators) και β) οι δείκτες του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ για την παγκόσμια ανταγωνιστικότητα.

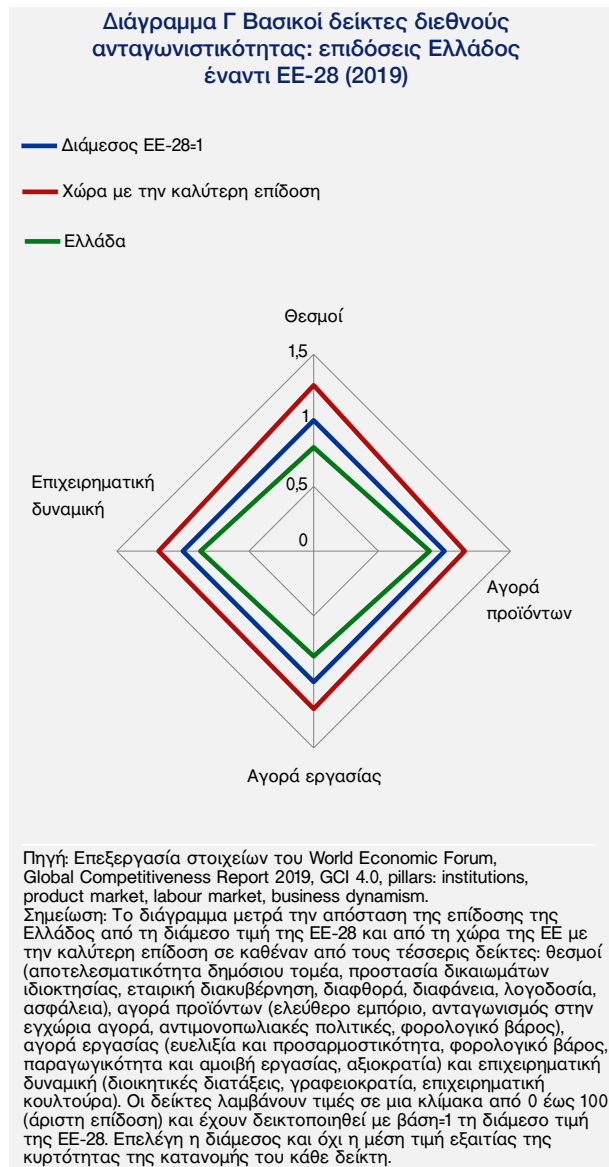
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, που μετρά την ποιότητα της διακυβέρνησης στην Ελλάδα με βάση τους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας, ο γενικός δείκτης καθώς και οι έξι επιμέρους δείκτες μαρτυρούν σαφή υστέρηση της χώρας σε σχέση με την ΕΕ-28. Συγκριμένα, για το έτος 2018 η Ελλάδα κατέγραψε μία από τις χειρότερες επιδόσεις σε όλους σχεδόν τους επιμέρους δείκτες. Αν και το χάσμα από τη μέση επίδοση της ΕΕ-28 είναι εμφανές σε όλη την περίοδο για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία (1996-2018), στα χρόνια της κρίσης επιταχύνθηκε η απόκλιση, με αποτέλεσμα την παρατηρούμενη σταθερή επιδείνωση της ποιότητας της διακυβέρνησης (βλ. Διάγραμμα Β).

Εξάλλου, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Γ, μεγάλη είναι η απόσταση που πρέπει να διανύσει η Ελλάδα για να προσεγγίσει τη διάμεσο επίδοση της ΕΕ-28 στις τέσσερις βασικές ομάδες δεικτών που συνδέονται με την ποιότητα της λειτουργίας του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα, την αποδοτικότητα της αγοράς προϊόντων και της αγοράς εργασίας και την επιχειρηματική δυναμική και οι οποίες αποτελούν, μεταξύ άλλων, τους κύριους προσδιοριστικούς παράγοντες του δείκτη του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ για τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Η σημασία της ποιότητας της διακυβέρνησης και γενικότερα των θεσμών για την οικονομική και κοινωνική ευημερία μπορεί εύκολα να φανεί με μια απλή επισκόπηση των χρονοσειρών αφενός του γενικού δείκτη της ποιότητας της διακυβέρνησης και αφετέρου της οικονομικής ευημερίας, όπως προσεγγίζεται από το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, και της κοινωνικής ευημερίας, όπως προσεγγίζεται από ένα σύνθετο δείκτη εννέα επιμέρους δεικτών με οικονομικό και κοινωνικό περιεχόμενο (Legatum Prosperity Index) (βλ. Διάγραμμα Δ). Αν και η σχέση μεταξύ των χρονοσειρών δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως αιτιώδης, η διασύνδεσή τους είναι στενή: οι χώρες που έχουν υψηλή ποιότητα διακυβέρνησης απολαμβάνουν υψηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ και υψηλότερο δείκτη κοινωνικής ευημερίας.

### Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Η σύνδεση του είδους και της ποιότητας των θεσμών και της διακυβέρνησης με την οικονομική και κοινωνική ευημερία είναι άμεση. Ισχυροί, σαφείς, σταθεροί και κοινωνικά αποδεκτοί θεσμοί δημιουργούν μια σχέση αμοιβαίας εμπιστοσύνης (social trust) μεταξύ πολιτών και κράτους,<sup>17</sup> η οποία συνιστά βασική προϋπόθεση για την



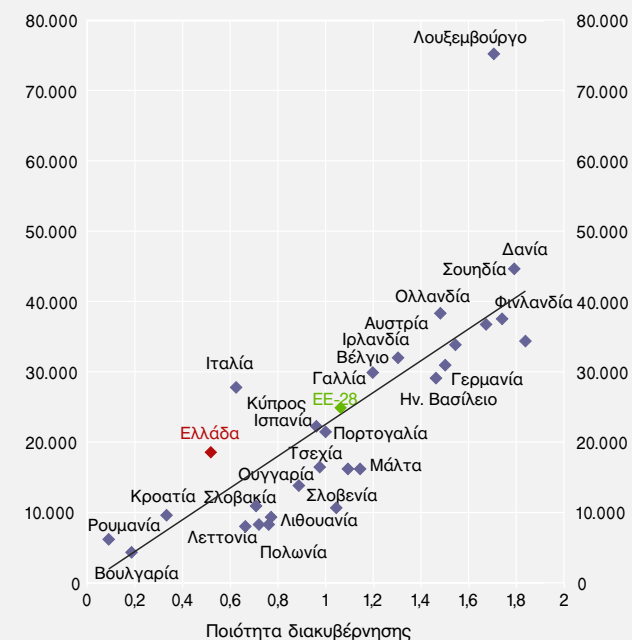
<sup>16</sup> Η έννοια των θεσμών είναι ευρύτερη και δεν είναι ταυτόσημη με την έννοια της διακυβέρνησης. Η ποιότητα της διακυβέρνησης εξαρτάται από την ποιότητα των θεσμών.

<sup>17</sup> Arrow, K. (1972), "Gifts and exchanges", *Philosophy and Public Affairs*, 1, 343-367. Για το πώς η εμπιστοσύνη μειώνει το κόστος των συναλλαγών και συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση, βλ. OECD (2013), "Trust in government, policy effectiveness and the governance agenda", in *Government at a glance 2013*, ch. 1, 19-37. Για μια ανασκόπηση του ρόλου της αμοιβαίας εμπιστοσύνης στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας, βλ. Algan, Y. and P. Cahuc (2014), "Trust, growth and well-being. New evidence and policy implications", in P. Aghion and S.N. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Vol. 2A, 49-120, Elsevier.

## Διάγραμμα Δ Διακυβέρνηση και ευημερία στην Ελλάδα και στις χώρες της ΕΕ

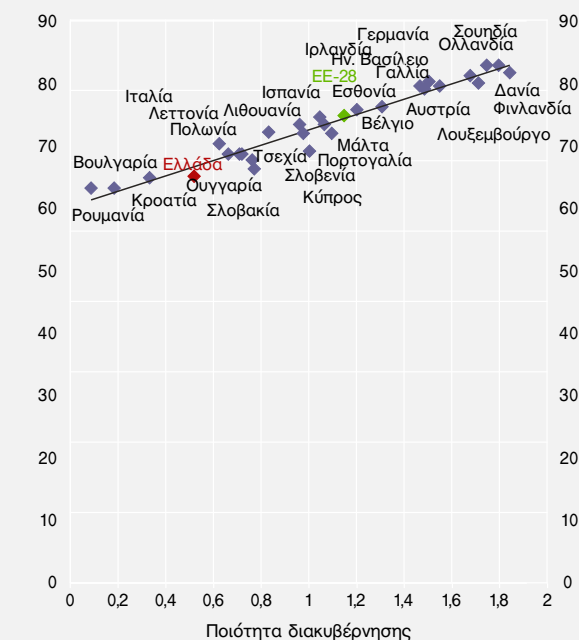
Α. Ποιότητα διακυβέρνησης και οικονομική ευημερία  
Μέσος όρος 1996-2018

Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (ευρώ ανά άτομο)



Β. Ποιότητα διακυβέρνησης και κοινωνική ευημερία  
Μέσος όρος 2009-2018

Δείκτης κοινωνικής ευημερίας



Πηγές: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat, Παγκόσμια Τράπεζα και Legatum prosperity index (score).

Σημείωση: Κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε σταθερές τιμές 2010 (μέσος όρος περιόδου 1996-2018), δείκτης κοινωνικής ευημερίας (μέσος όρος 2007-2018), ποιότητα διακυβέρνησης, γενικός δείκτης (μέσος όρος περιόδου 1996-2018). Ως δείκτης κοινωνικής ευημερίας χρησιμοποιείται ο global Legatum prosperity index, ο οποίος είναι σύνθετος δείκτης εννέα επιμέρους δεικτών που μετρούν τις επιδόσεις κάθε χώρας όσον αφορά το βαθμό οικονομικής ανισότητας, την προστασία του φυσικού περιβάλλοντος, τη διακυβέρνηση, την προστασία και ασφάλεια των πολιτών, την υγεία και την παιδεία, την προσωπική ελευθερία, το επιχειρηματικό περιβάλλον και τις υποδομές σε κοινωνικά δίκτυα.

επιτυχία της μεταρρυθμιστικής στρατηγικής και την επιβεβαίωση των υψηλών προσδοκιών για επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης.

Δεδομένης της χαμηλής ποιότητας των υφιστάμενων εγχώριων θεσμών, όπως φαίνεται από τη χαμηλή θέση της χώρας στις διεθνείς κατατάξεις, απαιτείται η συνέχιση και ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αφορούν τέσσερις κυρίως βασικούς άξονες: α) την ψηφιακή διασύνδεση του δημόσιου τομέα και την αξιολόγηση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών,<sup>18</sup> β) την ανταγωνιστική λειτουργία των αγορών, γ) το διαχωρισμό της δημόσιας διοίκησης και των αγορών από το πολιτικό σύστημα και την κυβέρνηση και δ) το σεβασμό της αρχής της διάκρισης των εξουσιών (νομοθετικής, εκτελεστικής, δικαστικής) ως μιας από τις πλέον θεμελιώδεις οργανωτικές αρχές του φιλελεύθερου συνταγματικού κράτους.

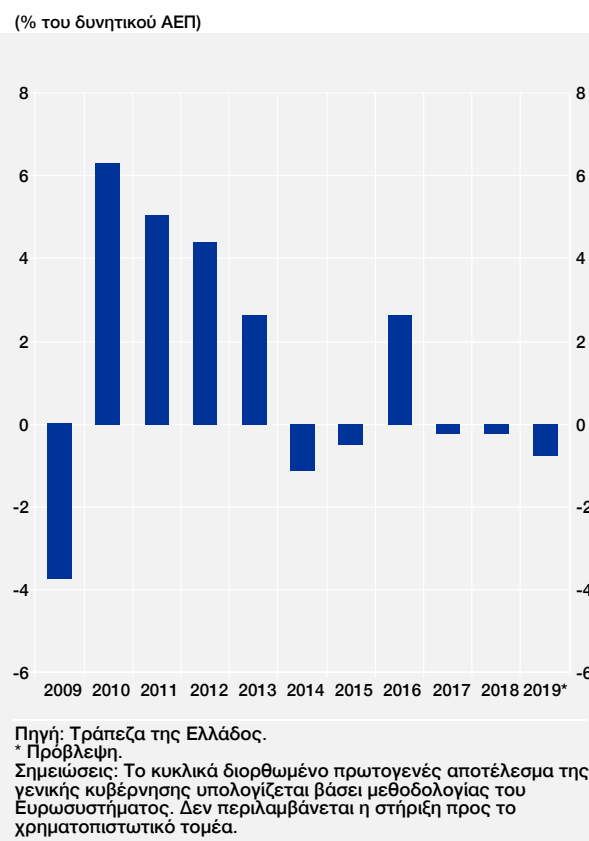
Η ολοκλήρωση του μετασχηματισμού των υφιστάμενων δομών αποτελεί αναγκαία και ικανή συνθήκη για να αποκτήσει η νέα μεταρρυθμιστική στρατηγική την απαραίτητη δυναμική και να ενισχυθεί περαιτέρω η αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής. Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια θα πρέπει να είναι συνεχής και αδιάκοπη, χωρίς καθυστερήσεις, αναβολές και παλινωδίες, αφού μόνον έτσι αυξάνεται μεταξύ άλλων και η εμπιστοσύνη των πολιτών στην οικονομική πολιτική της κυβέρνησης, η οποία λειτουργεί ως θεμέλιος λίθος για την εκδήλωση μιας υγιούς και διατηρήσιμης αναπτυξιακής δυναμικής.

<sup>18</sup> Όπως, για παράδειγμα, οι δράσεις για την ψηφιακή διασύνδεση των υπηρεσιών της ΑΑΔΕ με άλλες υπηρεσίες του ευρύτερου δημόσιου τομέα.

# ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το 2019 η εφαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής δεν ήταν απρόσκοπτη. Το πρώτο εξάμηνο παρατηρήθηκε απόκλιση από τα συμφωνηθέντα στο πλαίσιο του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η οποία δημιούργησε αβεβαιότητα. Το κλίμα αντιστράφηκε το δεύτερο εξάμηνο, μετά τις ευρωεκλογές και τις εθνικές εκλογές, όταν επιβεβαιώθηκαν η προσήλωση της οικονομικής πολιτικής στην εφαρμογή του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η δέσμευση στην τήρηση των συμφωνηθέντων στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας. Παράλληλα, μεταβλήθηκε η σύνθεση του δημοσιονομικού μίγματος στην κατεύθυνση μιας πολιτικής περισσότερο φιλικής προς την ανάπτυξη. Ως εκ τούτου, επιτεύχθηκε σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, που επέτρεψε την άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους και την πρόωρη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ. Ωστόσο, ο ετήσιος στόχος των δαπανών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων το 2019 αναθεωρήθηκε προς τα κάτω, ως αντιστάθμισμα της λήψης των έκτακτων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων το Μάιο του 2019. Η τόνωση των δημόσιων επενδύσεων σε συνδυασμό με την ενίσχυση της αναπτυξιακής διάστασης του δημοσιονομικού μίγματος καθώς και με την ολοκλήρωση του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής τους αποτελούν τις κρίσιμες προϋποθέσεις για την καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης. Κύρια πρόκληση για το 2020 αποτελεί ο περιορισμός των επιπτώσεων της πανδημίας του κορωνοϊού.

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



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Η δημοσιονομική προσαρμογή της περιόδου 2010-2016 στο πλαίσιο των τριών προγραμμάτων οικονομικής στήριξης ήταν πρωτοφανής. Υπήρξε όμως επιβαρυντική για την οικονομική δραστηριότητα, όπως δηλώνουν οι θετικές μεταβολές του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης (εξαιρουμένου του κόστους στήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων) ως ποσοστού του δυνητικού ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.1). Το 2017 και το 2018, η δημοσιονομική πολιτική υπήρξε οριακά μόνο υποστηρικτική και δεν έδωσε την απαραίτητη ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα στο βαθμό που θα ήταν εφικτό, καθώς οδήγησε στην

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 16.03.2020.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2016	2017	2018	2019*
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης <sup>1</sup> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	0,5	0,7	1,0	1,2
- Κεντρική κυβέρνηση	-0,9	-1,2	-1,2	0,2
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	1,4	1,9	2,1	0,9
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	3,7	3,8	4,3	4,1
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας	3,8	4,1	4,16	3,73
Στόχος Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας	0,5	1,75	3,5	3,5

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

\* Προσωρινά στοιχεία (ΓΛΚ, Εισηγητικές Εκθέσεις Προϋπολογισμού).

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

επίτευξη πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης σημαντικά υψηλότερου από το στόχο της ενισχυμένης εποπτείας στερώντας πόρους από την οικονομική δραστηριότητα επιπλέον του απαιτούμενου για την επίτευξη του στόχου.

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2019, το 2018 καταγράφηκε για τρίτη συνεχή χρονιά πλεόνασμα στη γενική κυβέρνηση (ΓΚ), ύψους 1,0% του ΑΕΠ, έναντι 0,7% το 2017. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2018 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,8% του ΑΕΠ το 2017. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της ΓΚ το 2018, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας,<sup>2</sup> διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,16% του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας σημαντικά το στόχο για πλεόνασμα ύψους 3,5% του ΑΕΠ. Στην υπέρβαση του στόχου συνετέλεσε η υποεκτέλεση των δαπανών για ενδιάμεση κατανάλωση και για δημόσιες επενδύσεις (βλ. Πίνακα V.1).

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.<sup>3</sup>

Η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου τα τελευταία έτη, αν και συνέβαλε στη συγκράτηση του δημόσιου χρέους, άσκησε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Και τούτο διότι η μεγαλύτερη από την απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή, η οποία μάλιστα συντελέστηκε κυρίως με αύξηση των φόρων και υποεκτέλεση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, είχε ως αποτέλεσμα να αποδυναμωθεί η παραγωγική διαδικασία και να περιοριστεί η φοροδοτική ικανότητα των πολιτών.

### 1.1 Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις

Το 2019 δημοσιεύθηκαν η δεύτερη, η τρίτη και η τέταρτη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας το Φεβρουάριο, Ιούνιο και Νοέμβριο αντίστοιχα.

Αρχικά, στη δεύτερη έκθεση το Φεβρουάριο του 2019 εντοπίστηκαν εκκρεμότητες στην υλοποίηση των συμφωνημένων μεταρρυθμίσεων, οι οποίες αφορούσαν μεταξύ άλλων τις αποκρατι-

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2018-2019*, Πλαίσιο V.1, σελ. 127-131.

κοποιήσεις, τη στελέχωση της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων και την εξυγίανση του τραπεζικού κλάδου. Το διάστημα που ακολούθησε, παρατηρήθηκε πρόοδος, η οποία αναγνωρίστηκε τον Απρίλιο του 2019 στην επικαιροποιημένη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>4</sup> με βάση την οποία το Eurogroup ενέκρινε στις 5 Απριλίου 2019 την ενεργοποίηση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους συνολικής αξίας 970 εκατ. ευρώ.

Εντούτοις, επισημάνθηκε ότι η αβεβαιότητα γύρω από την πιθανή ανατροπή προνομοθετημένων περικοπών στις συντάξεις κατόπιν των αποφάσεων του Συμβουλίου της Επικρατείας αποτελεί κίνδυνο διατάραξης της δημοσιονομικής ισορροπίας, 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.<sup>5</sup> 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 παράβαση 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 ποσοστό ανεργίας και τους χαμηλούς ρυθμούς δυνητικής μεγέθυνσης και ανόδου της παραγωγικότητας.

Τον Απρίλιο του 2019, με το ν. 4607/2019<sup>6</sup> ψηφίστηκαν ρυθμίσεις για την καταπολέμηση της φοροαποφυγής. Στη συνέχεια, το Μάιο, με το ν. 4613/2019,<sup>7</sup> επαναπροσδιορίστηκε το ύψος της μείωσης του ΕΝΦΙΑ για ακίνητη περιουσία φυσικών προσώπων άνω των 60.000 ευρώ. Επίσης το Μάιο του 2019, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, κατατέθηκαν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή 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 δε Πρόγραμμα Σταθερότητας καθορίζονται οι μεσοπρόθεσμοι δημοσιονομικοί στόχοι,<sup>8</sup> οι οποίοι πρέπει να είναι συμβατοί με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας.

Το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019 προέβλεπε την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων 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

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

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

6 Ν. 4607/2019, “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”.

7 Ν. 4613/2019, “Κύρωση της σύμβασης δωρεάς μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου, του Γενικού Νοσοκομείου Παίδων Πεντέλης και των συνεκτελεστών της διαθήκης της Ελισάβετ Παπαγιαννοπούλου”.

8 Ο μεσοπρόθεσμος δημοσιονομικός στόχος (medium-term budgetary objective – MTO) όπως ορίζεται από τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1466/97 του Συμβουλίου εκφράζεται ως το διαρθρωτικά προσαρμοσμένο αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, το οποίο αφαιρεί από το δημοσιονομικό αποτέλεσμα 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 έξοδό της από το πρόγραμμα στήριξης σε 0,25% του ΑΕΠ για την περίοδο 2020-2022.



2022, μεγαλύτερων έναντι των στόχων της ενισχυμένης εποπτείας. Με βάση το δημοσιονομικό χώρο που προβλεπόταν για το 2019 στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019, ψηφίστηκε το Μάιο σειρά επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων ύψους περίπου 0,7% του ΑΕΠ.<sup>9</sup>

Ειδικότερα, το Μάιο ψηφίστηκε ο ν. 4611/2019,<sup>10</sup> ο οποίος μεταξύ άλλων προέβλεπε: α) τη δυνατότητα ρύθμισης οφειλών που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες έως και τις 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 2019 και για κάθε επόμενο έτος, δ) τη μετάταξη σε μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ 13%, αντί του ισχύοντος 24%, βασικών ειδών διατροφής και υπηρεσιών εστίασης (με εξαίρεση τη διάθεση αλκοολούχων και μη αλκοολούχων ποτών, χυμών και ροφημάτων), καθώς και τη μείωση από 13% σε 6% του συντελεστή του φόρου για την ηλεκτρική ενέργεια, το φυσικό αέριο και την τηλεθέρμανση, και 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 κατέβαλαν οι οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) και ο Οργανισμός Περίθαλψης Ασφαλισμένων του Δημοσίου (ΟΠΑΔ) κατά τα έτη 2006-2008.

Στην τρίτη έκθεσή της τον Ιούνιο του 2019 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διατήρησε επιφυλάξεις σχετικά με τις προβλέψεις του Προγράμματος Σταθερότητας και εξέφρασε την ανησυχία ότι τα νέα μέτρα θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου το 2019 και τα επόμενα έτη, υπό την προϋπόθεση της πλήρους εκτέλεσης του σκέλους των επενδυτικών δαπανών. Παρόμοιο κίνδυνο επισήμανε και η Τράπεζα της Ελλάδος στην έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική του Ιουλίου 2019. Παράλληλα, η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής έκρινε ότι οι πρόσθετες επεκτατικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις δημιουργούσαν αβεβαιότητα 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 εντόπισε καθυστερήσεις, μεταξύ άλλων, στην πρόοδο των αποκρατικοποιήσεων, την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών και την κοινωνική πρόνοια, ενώ αναγνώρισε 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 Ιουνίου<sup>11</sup> η κατάργηση της νομοθετημένης μείωσης του αφορολόγητου ορίου στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων (ΦΕΦΠ) από το 2020, με μόνιμη απώλεια εσόδων ύψους 1,0% του ΑΕΠ, αλλά και η κατάργηση των αντισταθμιστικών μέτρων όπως η μείωση 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. Μετά τις πρόωρες εθνικές εκλογές, ψηφίστηκαν τον Ιούλιο του 2019<sup>12</sup> η περαιτέρω μείωση του ΕΝΦΙΑ και η τροποποίηση των διατάξεων για τη ρύθμιση βεβαιωμένων οφειλών με αύξηση των κινήτρων υπαγωγής σε αυτήν. Τον Αύγουστο ψηφίστηκε ο ν. 4622/2019<sup>13</sup> για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης. Οι διατάξεις του νόμου στοχεύουν μεταξύ άλλων

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

10 Ν. 4611/2019, "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".

11 Ν. 4618/2019, "Κύρωση των επιμέρους συμβάσεων για τα έργα V και VI της από 6.9.2018 Σύμβασης Δωρεάς μεταξύ του Ιδρύματος 'Κοινωφελές Ίδρυμα Σταύρος Σ. Νιάρχος' και του Ελληνικού Δημοσίου για την ενίσχυση και αναβάθμιση των υποδομών στον τομέα της Υγείας και άλλες διατάξεις".

12 Ν. 4621/2019, "Μείωση ΕΝ.Φ.Ι.Α. και βελτιώσεις στη ρύθμιση οφειλών προς τη Φορολογική Διοίκηση του ν. 4611/2019 (Α' 73) και άλλες διατάξεις".

13 Ν. 4622/2019, "Επιτελικό Κράτος: Οργάνωση, λειτουργία και διαφάνεια της Κυβέρνησης, των Κυβερνητικών Οργάνων και της Κεντρικής Δημόσιας Διοίκησης".



στην ενίσχυση της διαφάνειας, την κεντρική ηλεκτρονική παρακολούθηση της πορείας του κυβερνητικού έργου, την αντιμετώπιση της κακονομίας και της πολυνομίας, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας και την εισαγωγή κανόνων αμεροληψίας σε όλα τα επίπεδα διακυβέρνησης.

Στις 4 Οκτωβρίου δημοσιεύθηκαν περιλήψεις των αποφάσεων του Συμβουλίου της Επικρατείας (ΣτΕ)<sup>14</sup> σχετικά με τη συνταγματικότητα ρυθμίσεων του ασφαλιστικού νόμου του 2016.<sup>15</sup> Το ΣτΕ έκρινε συνταγματικό τον επανυπολογισμό των συντάξεων από 1.1.2019, περιορίζοντας έτσι μόνο σε αναδρομικές απαιτήσεις το κόστος από τις διεκδικήσεις συνταξιούχων για τις περικοπές στις συντάξεις που είχαν νομοθετηθεί βάσει των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Το θέμα των απαιτήσεων των συνταξιούχων για αναδρομικά θα επιλυθεί οριστικά και αμετάκλητα εντός των επόμενων μηνών, οπότε και αναμένεται η απόφαση του ΣτΕ μετά την “πιλοτική δίκη” που διεξήγαγε για το θέμα των αναδρομικών στις 10.1.2020. Επίσης, το ΣτΕ έκρινε συνταγματική την υπόσταση του ΕΦΚΑ ως ενιαίου ασφαλιστικού φορέα και την υπαγωγή σε αυτόν του συνόλου των ασφαλισμένων, εργαζομένων και συνταξιούχων.

Αντίθετα, κρίθηκαν αντισυνταγματικές οι ρυθμίσεις σχετικά με: α) το νέο τρόπο υπολογισμού των επικουρικών συντάξεων, β) τις εισφορές κύριας ασφάλισης που προβλέπονταν για τους αυτοαπασχολούμενους και τους ελεύθερους επαγγελματίες και γ) τα ποσοστά αναπλήρωσης που εφαρμόζονται για τον υπολογισμό του αναλογικού τμήματος της σύνταξης, διότι παραβιάζουν την αρχή της ανταποδοτικότητας. Οι διατάξεις αυτές τροποποιούνται στο νέο ασφαλιστικό νομοσχέδιο “Ασφαλιστική μεταρρύθμιση και ψηφιακός μετασχηματισμός Εθνικού Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ε-Ε.Φ.Κ.Α.)”, που κατατέθηκε το Φεβρουάριο, όπως περιγράφεται παρακάτω.

Το Νοέμβριο κατατέθηκε η Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2020, η οποία προβλέπει υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου το 2019 και το 2020, σε μικρότερο όμως βαθμό, μέσω της υιοθέτησης ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής. Για το 2020 προβλέπεται η υιοθέτηση αναπτυξιακών παρεμβάσεων με εκτιμώμενο δημοσιονομικό κόστος 1,2 δισεκ. ευρώ, καθώς και παρεμβάσεων βελτίωσης του δημοσιονομικού αποτελέσματος με ισόποσο εκτιμώμενο δημοσιονομικό όφελος. Στις κυριότερες αναπτυξιακές παρεμβάσεις του προϋπολογισμού συγκαταλέγονται η μείωση των συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος των φυσικών και των νομικών προσώπων, η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών για τους εργαζομένους πλήρους απασχόλησης και η θέσπιση επιδόματος 2.000 ευρώ για κάθε παιδί που γεννιέται στην Ελλάδα. Αντίστοιχα, οι κυριότερες παρεμβάσεις για τη βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος σχετίζονται με την αύξηση του συντελεστή των απαιτούμενων δαπανών με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής στη δήλωση φορολογίας εισοδήματος, τον εξορθολογισμό του συστήματος προσδιορισμού αξιών ακινήτων και την επισκόπηση δαπανών και εσόδων της γενικής κυβέρνησης (βλ. ενότητα 3 παρακάτω).

Με το ν. 4646/2019<sup>16</sup> θεσμοθετήθηκαν οι φορολογικές παρεμβάσεις του προϋπολογισμού οι οποίες αφορούν τη μείωση των συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος των φυσικών και των νομικών προσώπων (για το σύνολο των φορολογικών μεταρρυθμίσεων, βλ. Φορολογικό Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου). Επιπλέον, καταβλήθηκε κοινωνικό μέρισμα το 2019 προς στήριξη των οικονομικά αδύναμων προσώπων και ευάλωτων νοικοκυριών. Το συνολικό κόστος αρχικά προσδιορίστηκε σε 175 εκατ. ευρώ και αυξήθηκε μεταγενέστερα σε 215 εκατ. ευρώ.<sup>17</sup> Επίσης, με το ν. 4659/2020<sup>18</sup> θεσμοθετήθηκε το επίδομα γέννησης.

14 Αποφάσεις 1880,1882 και 1888-1891 της Ολομέλειας του ΣτΕ.

15 Ν. 4387/2016, “Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης – Μεταρρύθμιση ασφαλιστικού-συνταξιοδοτικού συστήματος – Ρυθμίσεις φορολογίας εισοδήματος και τυχερών παιγνίων και άλλες διατάξεις”.

16 Ν. 4646/2019, “Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο”.

17 Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου (ΦΕΚ Α΄ 212/24.12.2019) “Κατεπείγουσες ρυθμίσεις για την αύξηση του ποσού του Κοινωνικού Μερισματος για το έτος 2019, την παράταση ισχύος του εξωδικαστικού μηχανισμού ρύθμισης οφειλών και την παράταση της προθεσμίας κατάργησης Υποθηκοφυλακείων και Κτηματολογικών Γραφείων”.

18 “Επίδομα γέννησης και λοιπές διατάξεις”.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στο πλαίσιο των διαδικασιών του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, ενέκρινε τον Προϋπολογισμό για το 2020. Παράλληλα, στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, δημοσίευσε στις 20 Νοεμβρίου την τέταρτη έκθεση αξιολόγησης.<sup>19</sup> Στην έκθεση αναγνωρίζεται ότι η Ελλάδα έχει προβεί σε όλες τις απαραίτητες ενέργειες για την τήρηση των ειδικών μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων έως τα μέσα του 2019. Επιπλέον, εκτιμάται η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου το 2019 με την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος 3,8% του ΑΕΠ και προβλέπεται η εκπλήρωση του στόχου 3,5% του ΑΕΠ το 2020. Η αλλαγή του δημοσιονομικού μίγματος αναμένεται να επηρεάσει θετικά την οικονομική ανάπτυξη και να βελτιώσει την ποιότητα των δημόσιων οικονομικών. Ως κύριοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι αναγνωρίζονται το πιθανό κόστος εξαιτίας των δικαστικών αποφάσεων που σχετίζονται με την ασφαλιστική μεταρρύθμιση του 2016, καθώς και η διόγκωση του μισθολογικού κόστους του Δημοσίου εξαιτίας της αύξησης του έκτακτου προσωπικού. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην εν λόγω έκθεση επισημαίνει τη σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων και ποσοτικοποιεί τα δυνητικά οφέλη για τη βιωσιμότητα του χρέους από μια παρατεταμένη διατήρησή τους σε χαμηλά επίπεδα. Σε σχέση με το βασικό σενάριο της επικαιροποιημένης ανάλυσης βιωσιμότητας, τα οφέλη εκτιμώνται σε μείωση των ετήσιων ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών κατά περίπου 4% του ΑΕΠ μέχρι το 2060. Με βάση την παραπάνω έκθεση, στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 4 Δεκεμβρίου 2019, αποφασίστηκε η αποδέσμευση της δεύτερης δόσης των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 767 εκατ. ευρώ.

Το Φεβρουάριο του 2020 ψηφίστηκε στη Βουλή ο νέος νόμος για το ασφαλιστικό,<sup>20</sup> ο οποίος, με κύριο γνώμονα τη συμμόρφωση με τις προαναφερθείσες αποφάσεις του ΣτΕ, αντιμετωπίζει την αντισυνταγματικότητα ορισμένων διατάξεων της τελευταίας ασφαλιστικής μεταρρύθμισης και, υπό αυτό το πρίσμα, κινείται προς τη σωστή κατεύθυνση. Οι τρεις σχετικές παρεμβάσεις είναι: α) αναπροσαρμόζονται, αναδρομικά από 1.10.2019, τα ποσοστά αναπλήρωσης των κύριων συντάξεων για πάνω από 30 έτη ασφάλισης, ώστε να ενισχυθεί ο βαθμός ανταποδοτικότητας των συντάξεων, β) αναστέλλονται, αναδρομικά από 1.10.2019, οι περικοπές που είχαν διενεργηθεί στις επικουρικές συντάξεις το 2016 εφόσον το άθροισμα κύριας και επικουρικής σύνταξης υπερέβαινε τα 1.300 ευρώ και γ) οι εισφορές (κύριας και επικουρικής ασφάλισης, εφάπαξ και υγείας) των αυτοτελώς απασχολούμενων, ελεύθερων επαγγελματιών και αγροτών αποσυνδέονται, αναδρομικά από 1.1.2020, από το εισόδημα και τον κατώτατο μισθό και υιοθετείται ένα ανταποδοτικό σύστημα ελεύθερης και ευέλικτης επιλογής ασφαλιστικών εισφορών. Σημειώνεται ότι η δαπάνη που προκύπτει από την εφαρμογή των ανωτέρω καλύπτεται από ήδη εγγεγραμμένες πιστώσεις στον προϋπολογισμό του 2020. Επιπλέον, το νομοσχέδιο συνοδεύεται από τεκμηριωμένες μελέτες σύμφωνα με τις οποίες διασφαλίζεται η βιωσιμότητα του συστήματος μέχρι το 2070 όσο και η επάρκεια των συντάξεων για ένα αξιοπρεπές επίπεδο διαβίωσης. Ωστόσο, πρέπει να διευκρινιστεί ότι ο βαθμός ανταποδοτικότητας των συντάξεων ενισχύεται από τα 30 έως 45 έτη ασφάλισης, καθώς για παραπάνω έτη –με εξαίρεση τους ένστολους– το νέο σύστημα χορηγεί χαμηλότερες συντάξεις σε σχέση με το παλαιό καθεστώς. Επίσης, η αποσύνδεση των εισφορών αυτοτελώς απασχολούμενων και ελεύθερων επαγγελματιών από το εισόδημα, παρότι είναι πιθανόν να ελαττώσει τα κίνητρα για απόκρυψη εισοδήματος, μειώνει παράλληλα την προοδευτικότητα του φορολογικού συστήματος και εισάγει ανόμοια μεταχείριση στο καθεστώς εισφορών των μισθωτών και των αυτοαπασχολούμενων ελεύθερων επαγγελματιών.

Όσον αφορά τις λοιπές ρυθμίσεις του νόμου, ιδιαίτερα θετική εξέλιξη είναι η ψηφιοποίηση όλων των λειτουργιών της κοινωνικής ασφάλισης, η οποία σηματοδοτείται με τη μετονομασία του ΕΦΚΑ σε e-ΕΦΚΑ. Στον e-ΕΦΚΑ εντάσσονται από 1.3.2020 και οι κλάδοι επικουρικής ασφάλισης και εφάπαξ του Ενιαίου Ταμείου Επικουρικής Ασφάλισης και Εφάπαξ Παροχών (ΕΤΕΑΕΠ), το οποίο καταργείται. Η ψηφιοποίηση των λειτουργιών της κοινωνικής ασφάλισης αναμένεται να

19 *Enhanced Surveillance Report – Greece*, November 2019.

20 Ν. 4670/2020, "Ασφαλιστική μεταρρύθμιση και ψηφιακός μετασχηματισμός Εθνικού Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (e-Ε.Φ.Κ.Α.)".

συμβάλει θετικά στην αποτελεσματικότητα του συστήματος μέσω της μείωσης της γραφειοκρατίας, της επίσπευσης της διαδικασίας απονομής των παροχών και της αποφυγής λαθών. Άλλες σημαντικές παρεμβάσεις αφορούν τη μείωση (κατά 0,9 της ποσοστιαίας μονάδας), από 1.6.2020, των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών πλήρους απασχόλησης, τη μείωση για μειωμένες εισφορές για νέους ελεύθερους επαγγελματίες και αυτοαπασχολούμενους, τη μειωμένη “ποινή” για τους συνταξιούχους που επιθυμούν να εργαστούν, την προαιρετική –για όσους ασφαλισμένους δεν προβλέπεται εκ του νόμου σχετική υποχρέωση– υπαγωγή στην ασφάλιση για λήψη επικουρικής και εφάπαξ παροχής, την απαλλαγή από την υποχρέωση καταβολής διπλών εισφορών από μισθωτούς με παράλληλη αυτοαπασχόληση ή άσκηση ελεύθερου επαγγέλματος (υπό την προϋπόθεση κάλυψης του ποσού της δεύτερης ασφαλιστικής κατηγορίας) και την απαλοιφή της προϋπόθεσης ύπαρξης ελάχιστου χρόνου ασφάλισης για τη θεμελίωση αυτοτελούς δικαιώματος εφάπαξ παροχής.

Τέλος, το Φεβρουάριο του 2020 δημοσιεύθηκε η πέμπτη έκθεση αξιολόγησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής<sup>21</sup> στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας. Η έκθεση αναγνωρίζει την απαιτούμενη πρόοδο στην εφαρμογή των ειδικών μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων έως το τέλος του 2019, καθώς και την πιθανότητα έγκαιρης ολοκλήρωσης των επιπλέον ανακοινωθέντων μέτρων για την επόμενη αξιολόγηση το Μάιο. Σε σχέση με το Νοέμβριο, προβλέπει υψηλότερο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ το 2020, 2,4% (από 2,2%), και διεύρυνση της υπέρβασης του δημοσιονομικού στόχου το 2019 με την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος 4,0% του ΑΕΠ (από 3,8% του ΑΕΠ) λόγω καλύτερης πορείας των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές και φόρους, μέρος των οποίων εκτιμάται ότι δεν θα επαναληφθεί το 2020, και μικρότερης δημόσιας κατανάλωσης. Εντούτοις, επισημαίνεται η επαναλαμβανόμενη μείωση των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις και γίνεται αναφορά στις σχετικές ενέργειες της κυβέρνησης για την καλύτερη παρακολούθηση της εκτέλεσης του ΠΔΕ. Ως κύριοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι αναγνωρίζονται τα πιθανά κόστη εξαιτίας των δικαστικών αποφάσεων που εκκρεμούν σχετικά με την αναδρομικότητα των διεκδικήσεων συνταξιούχων για περικοπές στις συντάξεις που είχαν νομοθετηθεί το 2012, τις απαιτήσεις έναντι της Εταιρείας Ακινήτων του Δημοσίου και το επικουρικό ταμείο της Εθνικής Τράπεζας. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην εν λόγω έκθεση επισημαίνει τη σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων και επικαιροποιεί την ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους, η οποία εμφανίζεται βελτιωμένη υπό την επίδραση των αναθεωρημένων εκτιμήσεων για υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη και για χαμηλότερο κόστος δανεισμού.

## 1.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2019

Στις αρχές του 2019 η βελτίωση του διεθνούς επενδυτικού κλίματος επέτρεψε την έκδοση πενταετούς ομολόγου το Φεβρουάριο του 2019 ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ, με απόδοση 3,6%. Παράλληλα, το Ελληνικό Δημόσιο ακύρωσε συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων αναπόσβεστης αξίας 4,03 δισεκ. ευρώ έναντι έκδοσης ομολόγων 3,31 δισεκ. ευρώ, μειώνοντας το δημόσιο χρέος κατά 724 εκατ. ευρώ.<sup>22</sup> Το Μάρτιο του 2019 το Ελληνικό Δημόσιο προέβη στην πρώτη έκδοση δεκαετούς ομολόγου μετά το 2010, ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ με απόδοση 3,9%.

Με τη θετική αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας τον Απρίλιο του 2019 ενεργοποιήθηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, τα οποία 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 και η ΕΚΤ στα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP, ύψους 970 εκατ. ευρώ. Κατόπιν τούτου, το Ελληνικό Δημόσιο εισέπραξε το Μάιο του 2019 644 εκατ. ευρώ που αφορούν τη δόση ANFA και SMP, 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

21 European Commission, Enhanced Surveillance Report – Greece, February 2020.

22 Βλ. Υπουργική Απόφαση προεξόφλησης δανείου και έκδοσης ομολόγων, ΦΕΚ Β' 460/2019.

κατάργηση του εν λόγω περιθωρίου επιτοκίου το δεύτερο εξάμηνο του 2018 και το πρώτο εξάμηνο του 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 απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου περιορίστηκε σε 3,2% στις 30.4.2019 από 4,5% στην αρχή του έτους. 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 ΔΝΤ για την πρόωρη αποπληρωμή μέρους δανείων του.

Εντούτοις, το Μάιο ανακοινώθηκαν νέα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα για το 2019 και το 2020, που 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 για το 2019 και τα επόμενα έτη. Οι εξελίξεις στο εγχώριο περιβάλλον συνδυάστηκαν με αύξηση της μεταβλητότητας στο διεθνές επενδυτικό περιβάλλον και μετρίασαν τη θετική δυναμική που είχε δημιουργηθεί το πρώτο τετράμηνο του έτους. Ως εκ τούτου, καθυστέρησε η ολοκλήρωση της διαδικασίας έγκρισης από τις χώρες-μέλη της ευρωζώνης του ελληνικού αιτήματος για πρόωρη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ και εντάθηκε η αβεβαιότητα σχετικά με την έκβαση της επικείμενης τότε αξιολόγησης στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2019, μετά τις ευρωεκλογές και τις πρόωρες εθνικές εκλογές, το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον σημείωσε βελτίωση. Σε αυτό συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, η μικρής διάρκειας προεκλογική περίοδος, η δέσμευση της νέας κυβέρνησης στην απαρένγκλιτη τήρηση των συμφωνηθέντων στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας και η υιοθέτηση ενός αναπτυξιακού μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής. Άμεση συνέπεια του θετικού περιβάλλοντος ήταν ο σημαντικός περιορισμός του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, όπως αποτυπώθηκε στη ραγδαία αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Ενδεικτική είναι η μείωση της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου κατά τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2019, η οποία από περίπου 3,5% στα μέσα Μαΐου έφθασε το 1,28% στο τέλος Οκτωβρίου. Παράλληλα, στη δημοπρασία εντόκων γραμματίων διάρκειας 13 εβδομάδων στις 9.10.2019 η απόδοση διαμορφώθηκε για πρώτη φορά σε αρνητικό έδαφος (-0,02%) και έγινε εντονότερα αρνητική (-0,08%) στις 6.11.2019. Αρνητική ήταν η απόδοση και στη δημοπρασία εντόκων γραμματίων εξάμηνης διάρκειας στις 4.12.2019 (-0,02%). Επίσης, μειώθηκε η διαφορά της απόδοσης (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού και περιορίστηκε σημαντικά η απόσταση από τις υπολοίπες χώρες της ευρωζώνης (βλ. Πλαίσιο ΙΧ.1 και Διαγράμματα ΙΧ.1 και ΙΧ.3).

Εκμεταλλευόμενο την ευνοϊκή συγκυρία, το Ελληνικό Δημόσιο πραγματοποίησε τον Ιούλιο νέα έξοδο στις αγορές, αντλώντας 2,5 δισεκ. ευρώ μέσω έκδοσης επταετούς ομολόγου με επιτόκιο 1,9%. Τον Οκτώβριο αντλήθηκε επιπλέον 1,5 δισεκ. ευρώ από την επανέκδοση του δεκαετούς ομολόγου του Μαρτίου με χαμηλότερο επιτόκιο επανέκδοσης (1,5%). Παράλληλα, ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poor's προχώρησε στην αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου κατά μία βαθμίδα.

Το Νοέμβριο ολοκληρώθηκε η διαδικασία για την πρόωρη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ, ύψους 2,7 δισεκ. ευρώ, μέσω των πρόσφατων εκδόσεων ελληνικών ομολόγων. Η ενέργεια αυτή μειώνει τις δαπάνες για τόκους και ισχυροποιεί το θετικό μήνυμα προς τις αγορές για τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Η θετική τέταρτη έκθεση αξιολόγησης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας επέτρεψε το Δεκέμβριο την αποδέσμευση της δεύτερης δόσης των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 767 εκατ. ευρώ. Από αυτά, το Ελληνικό Δημόσιο εισέπραξε 644 εκατ. ευρώ που αφορούν τη δόση ANFA και SMP. Τα υπόλοιπα 122 εκατ. ευρώ αφορούν εξοικονόμηση από την κατάργηση του εν λόγω περιθωρίου επιτοκίου το δεύτερο εξάμηνο του 2019.

Στις αρχές του 2020, το επενδυτικό κλίμα παρέμεινε ευνοϊκό. Στις 24.1.2020 ο οίκος αξιολόγησης Fitch αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του Ελληνικού Δημοσίου κατά μία βαθμίδα, μειώνοντας την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία στις δύο βαθμίδες. Αμέσως μετά, το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε ομόλογο δεκαπενταετούς διάρκειας, για πρώτη φορά από την αρχή της κρίσης, με ιδιαίτερα χαμηλό επιτόκιο, 1,875%, μέσω του οποίου άντλησε 2,5 δισεκ. ευρώ, με έντονη ζήτηση και ισχυρή επενδυτική βάση. Η επιτυχία της έκδοσης είναι το αποτέλεσμα της ανάκτησης της εμπιστοσύνης των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών στις βελτιωμένες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και σηματοδοτεί την επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου με βιώσιμους όρους στις διεθνείς αγορές, περιορίζοντας με αυτό τον τρόπο την εξάρτησή του από το βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Στο διάστημα που επακολούθησε, το επενδυτικό κλίμα βελτιώθηκε περαιτέρω, με την απόδοση του δεκαετούς ομολόγου να υποχωρεί στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 0,95% στις 14.2.2020. Παράλληλα, μειώθηκε περαιτέρω η διαφορά της απόδοσης (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού. Ωστόσο, από τα μέσα Φεβρουαρίου, λόγω της εξάπλωσης του νέου κορωνοϊού (Covid-19), παρατηρήθηκε αναταραχή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές που επηρέασε και τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική επίδοση για το έτος 2019, τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία παραπέμπουν στην υπέρβαση του στόχου ενισχυμένης εποπτείας, με το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης να διαμορφώνεται γύρω στο 4,0% του ΑΕΠ. Ειδικότερα, η υιοθέτηση της δέσμης επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων το Μάιο του 2019 κατέστησε αναγκαία την προσαρμογή των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβέρνησης, με έμφαση στην περικοπή των επενδυτικών δαπανών, όπως άλλωστε αποτυπώθηκε και στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, ώστε να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος. Σε συνδυασμό με την καλύτερη από την αρχικά αναμενόμενη πορεία των εσόδων ΦΠΑ και των ασφαλιστικών εισφορών, εκτιμάται η υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου το 2019. Τόσο τα εθνικολογιστικά στοιχεία του εννεαμήνου του 2019 όσο και τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το 2019, προσαρμοσμένα ως προς τα στοιχεία εσόδων και δαπανών που δεν θα επηρεάσουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας, είναι συμβατά με την εκτίμηση αυτή. Παράλληλα, το 2019 προβλέπεται η δημοσιονομική πολιτική να είναι επεκτατική και να δώσει ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα (βλ. Διάγραμμα V.1).

Για το 2020 το δημοσιονομικό αποτέλεσμα υπόκειται σε σημαντικές αβεβαιότητες αναφορικά με την επίπτωση της πανδημίας του κορωνοϊού στην πραγματική οικονομία και τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων, τόσο για τη στήριξη του συστήματος υγείας όσο και για την ενίσχυση των πληγέντων νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Στη συνεδρίαση του Eurogroup της 16ης Μαρτίου 2020 αποφασίστηκε η εξαίρεση από το δημοσιονομικό στόχο του κόστους των έκτακτων μέτρων περιορισμού των κοινωνικών και οικονομικών επιπτώσεων από την εξάπλωση του κορωνοϊού, καθώς και των δαπανών για την αντιμετώπιση του μεταναστευτικού προβλήματος.

Σημαντικές προκλήσεις επίσης παραμένουν η μείωση των απλήρωτων υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της, το απόθεμα των οποίων εξακολουθούσε να ανέρχεται σε 2 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2019, και η ενίσχυση της εισπραξιμότητας των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορολογουμένων προς το Δημόσιο, οι οποίες αυξήθηκαν σε 105,6 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2019. Η συσώρευση των υποχρεώσεων σε συνδυασμό με την επαναλαμβανόμενη περικοπή του ΠΔΕ στερούν πόρους από την πραγματική οικονομία και μεγεθύνουν το πρόβλημα της ανεπαρκούς χρηματοδότησης της ιδιωτικής οικονομίας, επιβαρύνοντας το μεσομακροπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης.



### 1.3 Προτάσεις πολιτικής

Η άνοδος της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για να καταστούν τα ελληνικά ομόλογα επιλέξιμα από την ΕΚΤ και να ενταχθούν στο νέο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης. Το γεγονός αυτό θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και θα επιφέρει περαιτέρω αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η έμφαση της δημοσιονομικής πολιτικής στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν στην τόνωση της αναπτυξιακής δυναμικής της ελληνικής οικονομίας θα πρέπει να διατηρηθεί και να ενισχυθεί.

Απαραίτητη για το σκοπό αυτό είναι η διαμόρφωση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου με έντονη αναπτυξιακή διάσταση. Η παρατηρούμενη αναδιάρταξη του δημοσιονομικού μίγματος με μείωση των φορολογικών συντελεστών, ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και εξορθολογισμό των δημόσιων δαπανών μέσω της επισκόπησης δαπανών, όπως προβλέπεται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, κρίνεται προς τη σωστή κατεύθυνση.

Ειδικότερα, και όσον αφορά την πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση, εκτιμάται, με βάση σχετική ανάλυση, ότι η εκλογίκευση του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων, η οποία αποτελεί βασική προτεραιότητα της νέας φορολογικής πολιτικής, έχει εξαιρετικά ευνοϊκές επιδράσεις τόσο στο ρυθμό αύξησης του εθνικού προϊόντος όσο και στο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα.<sup>23</sup> Επίσης, σχετική ανάλυση δείχνει ότι μια μόνιμη ελάφρυνση του φορολογικού βάρους στη μισθωτή εργασία επιφέρει *ceteris paribus* μόνιμο θετικό αποτέλεσμα στην οικονομική δραστηριότητα. Στην περίπτωση μάλιστα που η φορολογική ελάφρυνση συνδυάζεται με παράλληλη υλοποίηση διαρθρωτικών δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων, όπως η βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης, η θετική επίδραση ενισχύεται περαιτέρω, ενώ η όποια βραχυπρόθεσμη οριακή επιδείνωση στα δημοσιονομικά μεγέθη αντισταθμίζεται πλήρως από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης.<sup>24</sup> Επιπλέον, η ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα αυξήσει τα έσοδα ΦΠΑ. Όπως έχει επισημανθεί παλαιότερα,<sup>25</sup> η αυξημένη χρήση πλαστικού χρήματος οδήγησε σε βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης, συμβάλλοντας θετικά στην πορεία των εσόδων ΦΠΑ. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι μια αύξηση κατά μία ποσοστιαία μονάδα στο μερίδιο της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης που πραγματοποιείται μέσω καρτών πληρωμών οδηγεί σε αύξηση εσόδων κατά 1% λόγω βελτιωμένης φορολογικής συμμόρφωσης.<sup>26</sup> Παρά την έντονη αύξηση της χρήσης πλαστικού χρήματος κατά τα τελευταία έτη, τα περιθώρια περαιτέρω αύξησης είναι σημαντικά, καθώς το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης που δαπανήθηκε μέσω πλαστικού χρήματος στην Ελλάδα το 2018 ήταν το δεύτερο χαμηλότερο μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Επομένως, αποτιμάται θετικά η έμφαση που δίνει ο νέος φορολογικός νόμος στην ενίσχυση της χρήσης ηλεκτρονικών πληρωμών.

Στη μείωση του φορολογικού βάρους θα μπορούσε επίσης να συμβάλει η αναδιοργάνωση του κρατικού μηχανισμού με σκοπό την ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς του και την εξοικονόμηση πόρων. Στο πλαίσιο αυτό, ο ψηφιακός μετασχηματισμός της ελληνικής δημόσιας διοίκησης αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και από την πλευρά των δαπανών.<sup>27</sup> Τα κυριότερα οφέλη αναμένεται να προέλθουν από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης, καθώς και από την καλύτερη παρακολούθηση του ύψους και της εκτέλεσης των δημόσιων δαπανών. Η καθιέρωση

23 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Πλαίσιο V.1, σελ. 127-131.

24 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2018*, Πλαίσιο V.1, σελ. 128-133.

25 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2016*, Ειδικό Θέμα V.1, σελ. 109-112.

26 Hondroyannis, G. and D. Papaoikonomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, 17-20, και Hondroyannis, G. and D. Papaoikonomou (2020), "The effect of card payments on VAT revenue in the euro area: Evidence from a panel VECM", *Journal of Economic Studies*, Volume 47, Issue 6, forthcoming.

27 Βλ. Albani, M., S. Anyfantaki and S. Lazaretou (2019), "How do digital technologies drive Greece's economic growth? Opportunities and challenges", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49, 73-92.



της ηλεκτρονικής τιμολόγησης και τήρησης βιβλίων, καθώς και του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου, εξυπηρετεί το σκοπό αυτό. Αν μάλιστα οι ενέργειες αυτές συνδυαστούν με εντατικοποίηση των φορολογικών ελέγχων και βελτίωση της αποτελεσματικότητας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, τα ευεργετικά αποτελέσματα επαυξάνονται. Η ένταση της προσπάθειας της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων για την αυτόματη διασύνδεση των ταμειακών μηχανισμών με τη φορολογική διοίκηση (taxisnet) έως τον Ιούνιο αποτελεί σημαντικό βήμα προς αυτή την κατεύθυνση.

Παράλληλα, η ενίσχυση των παραγωγικών επενδύσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την απαραίτητη ώθηση που χρειάζεται η ελληνική οικονομία ώστε να επανέλθει σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η ανακατανομή των δημόσιων δαπανών υπέρ των επενδύσεων σε υποδομές, η αξιοποίηση των πόρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η επέκταση του θεσμού των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) αποτελούν σημαντικά εργαλεία για την άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας. Ειδικότερα, ο θεσμός των ΣΔΙΤ θα μπορούσε να ενισχυθεί και σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση και να συμβάλει στην αποτελεσματικότερη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου με σημαντικά οικονομικά οφέλη, καθώς τα έργα μέσω ΣΔΙΤ, μεταξύ άλλων, επιτρέπουν στο δημόσιο τομέα να αξιοποιήσει περισσότερους οικονομικούς πόρους (βλ. Πλαίσιο V.2).

Αναπτυξιακή ώθηση θα μπορούσε να δώσει και η υιοθέτηση πολιτικών που ενθαρρύνουν την έρευνα και την καινοτομία,<sup>28</sup> διευκολύνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και ενισχύουν την επιχειρηματικότητα. Επιπλέον, η αποτελεσματική αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η άμεση αντιμετώπιση των προβλημάτων που οδηγούν στη συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορέων της γενικής κυβέρνησης προς τρίτους θεωρούνται πρωταρχικοί στόχοι για την ενίσχυση ιδιωτικών επενδύσεων που θα τροφοδοτήσουν έναν ενάρετο κύκλο ανάπτυξης. Η ενεργοποίηση ηλεκτρονικών πλατφορμών για τον έλεγχο και την επίσπευση των διαδικασιών πληρωμών από το Ελληνικό Δημόσιο στους προμηθευτές του κρίνεται προς τη σωστή κατεύθυνση.

Τέλος, η προσπάθεια για την επίτευξη συμφωνίας με τους εταίρους για τη μείωση του στόχου των πρωτογενών πλεονασμάτων θα πρέπει να συνεχιστεί. Σε συνδυασμό με την υλοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, με προτεραιότητα στην ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων και στη μείωση της φορολογίας, η μείωση του στόχου θα μπορούσε να δώσει σημαντική ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα (βλ. Πλαίσιο V.1) και, με την επιπλέον συμβολή του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, δεν θα υπονόμει τη βιωσιμότητα του χρέους.<sup>29</sup> Η εκτίμηση αυτή ενισχύεται από το μειωμένο κόστος δανεισμού λόγω της συνεχούς αποκλιμάκωσης των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων, καθώς και από την πρόωρη αποπληρωμή μέρους των δανείων του ΔΝΤ που πραγματοποιήθηκε το Νοέμβριο. Εξάλλου, τα δυνητικά οφέλη για τη βιωσιμότητα του χρέους από μια παρατεταμένη διατήρηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων σε χαμηλά επίπεδα ενσωματώθηκαν και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην έκθεσή της για τη βιωσιμότητα του χρέους τον Ιανουάριο του 2020<sup>30</sup> (βλ. και ενότητα 2.4 του παρόντος κεφαλαίου).

Οι δράσεις που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Μεταρρυθμίσεων, το οποίο υιοθετήθηκε στο τέλος Ιανουαρίου του 2020, μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην προώθηση των παραπάνω πολιτικών. Η στενή παρακολούθηση της πορείας των δράσεων, όπως προβλέπεται, είναι απαραίτητη για την άμεση υλοποίησή τους που θα οδηγήσει στην ταχύτερη ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων.

28 Βλ. Αλμπάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2018), "Έρευνα και Καινοτομία στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 46.

29 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Πλαίσιο V.2, σελ. 136-137.

30 European Commission, "Debt Sustainability Monitor 2019", January 2020.

## Πλαίσιο V.1

**ΜΕΙΩΣΗ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

Η Ελλάδα βρίσκεται σε στάδιο οικονομικής ανάταξης με στόχο την επιτάχυνση της ανάπτυξης τα αμέσως επόμενα έτη. Η πολιτική σταθερότητα, η διασφάλιση δημοσιονομικής ισορροπίας και η διαφαινόμενη προσήλωση της κυβέρνησης στην υλοποίηση μεταρρυθμιστικών αλλαγών διαμορφώνουν τους όρους και τις προϋποθέσεις για ένα άλμα οικονομικής ανάπτυξης και προόδου. Ο στόχος όμως του πρωτογενούς πλεονάσματος 3,5% του ΑΕΠ μέχρι και το 2022 θεωρείται υπερβολικά υψηλός, καθώς λειτουργεί ανασταλτικά στην αναπτυξιακή δυναμική. Η διατήρηση υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων για μεγάλο χρονικό διάστημα αποτρέπει εκείνες τις δαπάνες που είναι αναγκαίες για την κάλυψη του μεγάλου επενδυτικού κενού και την τόνωση της κοινωνικής προστασίας, ενώ παράλληλα οδηγεί σε φορολογική κόπωση και λειτουργεί εν τέλει ανασχετικά στην οικονομική ανάπτυξη και στη βιωσιμότητα του χρέους μακροπρόθεσμα. Η μείωση του ύψους του δημοσιονομικού στόχου δημιουργεί επαρκή δημοσιονομικό χώρο για φοροελαφρύνσεις και παραγωγικές επενδύσεις που ενισχύουν το μεσοπρόθεσμο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Εξάλλου, η μείωση του δημοσιονομικού στόχου δύο χρόνια νωρίτερα από ό,τι προβλέπεται στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας δεν υπονομεύει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.<sup>1</sup>

Η αναγκαιότητα της ευελιξίας της δημοσιονομικής πολιτικής με τη διεύρυνση του δημοσιονομικού χώρου καθίσταται σήμερα περισσότερο πρόδηλη από ποτέ εν όψει των δύο εξωτερικών διαταραχών που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία: των αρνητικών επιπτώσεων από την εξάπλωση του κορωνοϊού στα δημοσιονομικά μεγέθη και στην οικονομία, καθώς και της πρόσφατης όξυνσης του προσφυγικού-μεταναστευτικού προβλήματος.

Η παρούσα ανάλυση επιχειρεί να αναδείξει τη σημασία της μείωσης των πρωτογενών πλεονασμάτων για την επιτάχυνση της ανάπτυξης. Προς το σκοπό αυτό, διερευνώνται εμπειρικά οι επιδράσεις στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ από μια μείωση του πρωτογενούς πλεονάσματος.

**Γιατί είναι αναγκαία η μείωση των πρωτογενών πλεονασμάτων;**

Ισχυροί και διατηρήσιμοι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης ενισχύουν τη φοροδοτική επάρκεια της οικονομίας και διευκολύνουν την επίτευξη του επιδιωκόμενου δημοσιονομικού στόχου και την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Ωστόσο, η επιδίωξη πολύ υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων, όταν μάλιστα επαναλαμβάνεται επί σειρά ετών, γίνεται τροχοπέδη στην ανάπτυξη, αφού αντλεί πόρους από την παραγωγική οικονομία. Απόρροια αυτής της επιλογής είναι η καταγραφή ρυθμού ανάπτυξης σαφώς μικρότερου του δυνητικού, η φοροδοτική ανεπάρκεια και η αναγκαιότητα καταβολής ολοένα εντατικότερης προσπάθειας για την επίτευξη του στόχου.

Έχει υποστηριχθεί ότι σε οικονομίες με μικρή εξαγωγική βάση και ανεπαρκώς ανεπτυγμένους θεσμούς η εμμονή σε υπερβολικά μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα για τη μείωση του δημόσιου χρέους τροφοδοτεί πολιτικές λιτότητας που βλάπτουν εν τέλει την ανάπτυξη και αυξάνουν το χρέος.<sup>2</sup> Πράγματι, η ένταση της προσπάθειας που κατέβαλε η ελληνική οικονομία στο πλαίσιο της δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως μετρείται από τη μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος ως ποσοστού του δυνητικού ΑΕΠ, συνοδεύθηκε από βαθιά και παρατεταμένη ύφεση (βλ. Διάγραμμα Α). Μάλιστα, η αναπτυξιακή δυναμική που καταγράφεται τα τελευταία χρόνια έχει μετριαστεί από τις συνεχείς υπερβάσεις των πραγματοποιηθέντων πρωτογενών πλεονασμάτων έναντι των συμφωνηθέντων, αφού το κράτος μέσω φόρων και εισφορών απομυζά ρευστότητα, με αποτέλεσμα να εμποδίζονται οι επενδύσεις και να μειώνεται η κατανάλωση.

Προτεραιότητα για την ελληνική οικονομία και κοινωνία μετά από μια μακρόχρονη βαθιά ύφεση είναι η επίτευξη ισχυρής ανάπτυξης. Με τη βαθμιαία αποκατάσταση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής και την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών, όπως αποτυπώθηκαν στη ραγδαία μείωση του κόστους δανεισμού του

1 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Δεκέμβριος 2019, Πλαίσιο V.2.

2 Βλ. Eichengreen, B. and U. Panizza (2016), "A surplus of ambition: Can Europe rely on large primary surpluses to solve its debt problem?", *Economic Policy*, 31, 5-49, και Greiner, A. and B. Fincke (2015), *Public debt sustainability and economic growth. Theory and Empirics*, ch. 2, 5-71, Springer.

Ελληνικού Δημοσίου και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας τόσο του Δημοσίου όσο και των μεγάλων επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, το πρώτο βήμα για την επιτάχυνση της ανάπτυξης έχει γίνει. Μάλιστα, η επιτυχής έκδοση του 15ετούς ομολόγου, το οποίο είναι το πρώτο μακροπρόθεσμο ομολόγο που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο από την αρχή της κρίσης, καταδεικνύει την ανάκτηση σε μεγάλο βαθμό της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών στην ελληνική οικονομία. Αντικατοπτρίζει την εκτίμηση των επενδυτών ότι ο κίνδυνος χώρας έχει μειωθεί και ότι η χώρα δύναται να αποπληρώνει το δημόσιο χρέος της σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Το χαμηλό επιτόκιο έκδοσης, η ισχυρή ζήτηση και η βελτίωση της επενδυτικής βάσης με συντριπτική συμμετοχή μακροπρόθεσμων επενδυτών συνιστούν σημαντικά οφέλη για την ελληνική οικονομία.

Η υλοποίηση μεγάλων επενδυτικών σχεδίων αποτελεί το δεύτερο βήμα. Απαραίτητες προϋποθέσεις είναι ο αναπτυξιακός προσανατολισμός της φορολογικής πολιτικής και ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης. Η νέα φορολογική μεταρρύθμιση, με κύρια χαρακτηριστικά την εκλογίκευση του φορολογικού βάρους και τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης (ν. 4646/2019), και η νομοθετική ρύθμιση για την κατοχύρωση της θεσμικής λειτουργίας του κράτους (ν. 4622/2019) αποσκοπούν στην ενθάρρυνση της επενδυτικής πρωτοβουλίας.

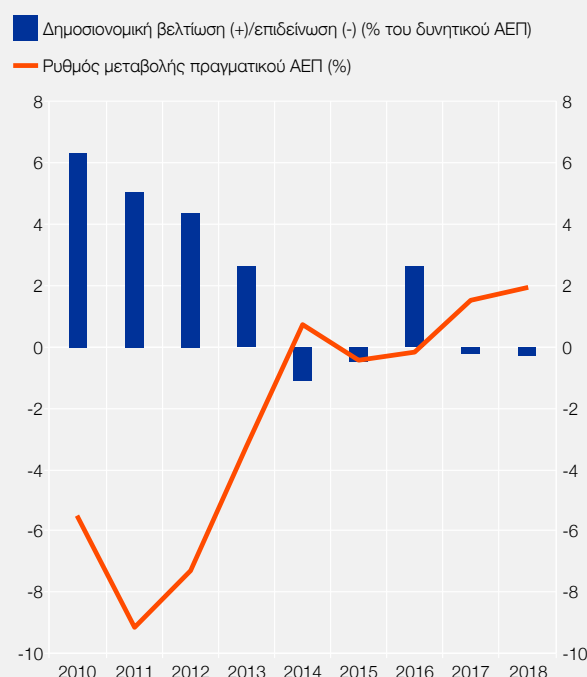
Για να καταστεί όμως εφικτή η μείωση του φορολογικού βάρους, πρέπει ο δημοσιονομικός χώρος να είναι επαρκής ώστε η κυβέρνηση να είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει γενναίες παρεμβάσεις, όπως η μείωση του μη μισθολογικού κόστους, η σταδιακή κατάργηση της εισφοράς αλληλεγγύης και η περαιτέρω μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης της ακίνητης περιουσίας, αλλά και παράλληλα να κατευθύνει πόρους σε έργα δημόσιας υποδομής. Ειδικότερα, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί σε εκείνες τις δημοσιονομικές παρεμβάσεις που συμβάλλουν σημαντικά στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, όπως εκτιμάται παρακάτω.

Παράλληλα, η δημοσιονομική πολιτική θα κληθεί να φέρει το κύριο βάρος της αντιμετώπισης των οικονομικών επιπτώσεων από την εξάπλωση του κορωνοϊού. Για την ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων αυτών και την αντιστάθμισή τους θα πρέπει να διατηρηθεί όσο το δυνατόν μεγαλύτερος δημοσιονομικός χώρος.

### Εμπειρική διερεύνηση

Η επίδραση διαφορετικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων στην οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται με τη χρήση ενός διανυσματικού αυτοπαλινδρόμου υποδείγματος κατά Bayes (Bayesian Vector Autoregressive Model – BVAR).<sup>3</sup>

**Διάγραμμα Α Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης και οικονομική δραστηριότητα**



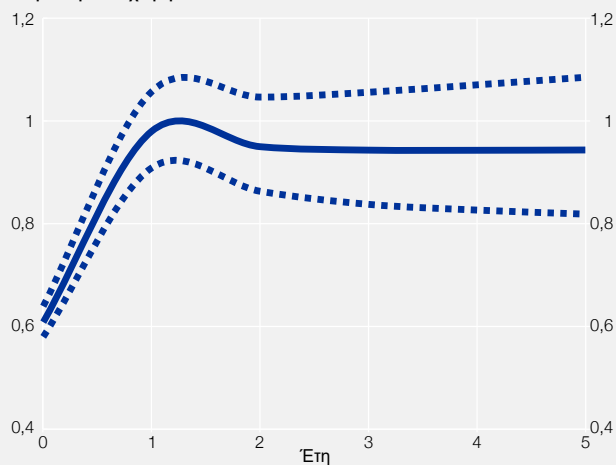
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος. Σημειώσεις: Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα υπολογίζεται βάσει μεθοδολογίας του Ευρωστατιστήματος. Δεν περιλαμβάνεται η στήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα.

3 Το υπόδειγμα περιλαμβάνει τις ακόλουθες ενδογενείς μεταβλητές: πραγματικό ΑΕΠ, ποσοστό ανεργίας, δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, διαφορά απόδοσης (spread) 10ετούς ομολόγου έναντι της Γερμανίας, λόγος χρέους προς ΑΕΠ, δείκτης χρηματοοικονομικών συνθηκών, δείκτης οικονομικού κλίματος, δείκτης εγχώριας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και δείκτης παγκόσμιας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής. Οι εξωγενείς δημοσιονομικές διαταραχές υπολογίζονται ως μεταβολές του λόγου προς το ΑΕΠ των εξής κυκλικά διορθωμένων δημοσιονομικών μεγεθών: άμεσοι φόροι επιχειρήσεων, δημόσιες επενδύσεις, δημόσια κατανάλωση, καθαρές μεταβιβάσεις προς νοικοκυριά και έμμεσοι φόροι. Η κυκλική διόρθωση ακολουθεί τη μεθοδολογία του Ευρωστατιστήματος. Ετήσια στοιχεία για την περίοδο 2000-2018. Τα πρωτογενή στοιχεία προέρχονται από τις βάσεις δεδομένων της ΕΛΣΤΑΤ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Τράπεζας της Ελλάδος, Thomson Reuters, Hardouvelis, G.A., G.I. Karalas, D.I. Karanastasis and P.K. Samartzis (2018), "Economic policy uncertainty, political uncertainty and the Greek economic crisis", ([http://www.policyuncertainty.com/HKKS\\_Monthly.html](http://www.policyuncertainty.com/HKKS_Monthly.html)) και Global Economic Policy Uncertainty Index ([http://www.policyuncertainty.com/global\\_monthly.html](http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html)).

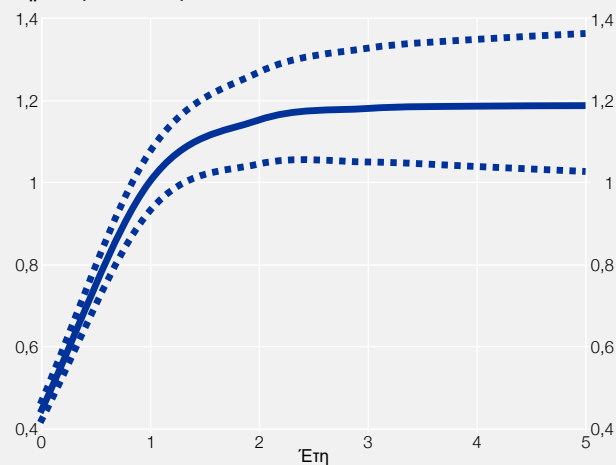
Διάγραμμα Β Σωρευτική ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ ως αποτέλεσμα της αύξησης δαπανών ή της μείωσης εσόδων κατά 1% του ΑΕΠ

..... 95%    — ΑΕΠ

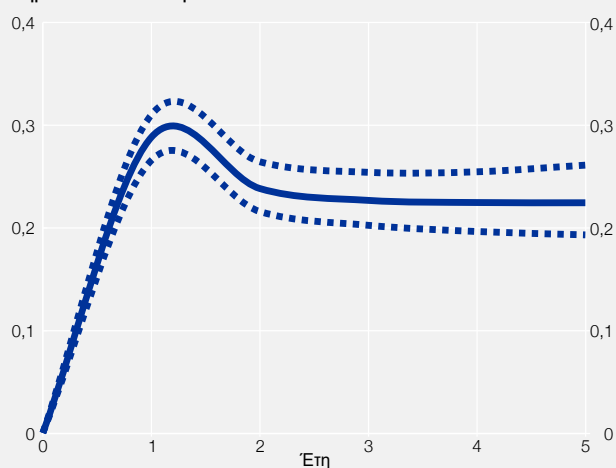
Φορολογία επιχειρήσεων



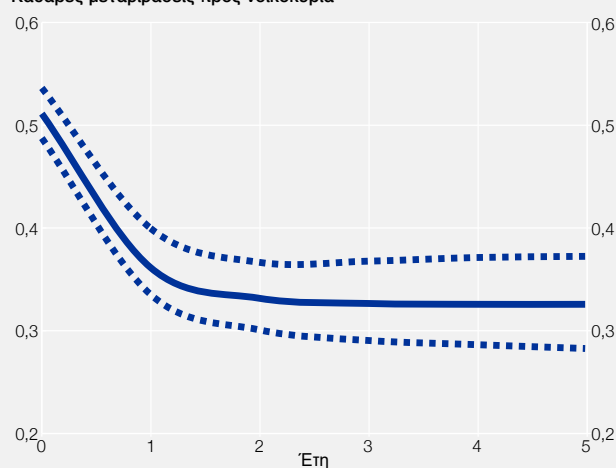
Δημόσιες επενδύσεις



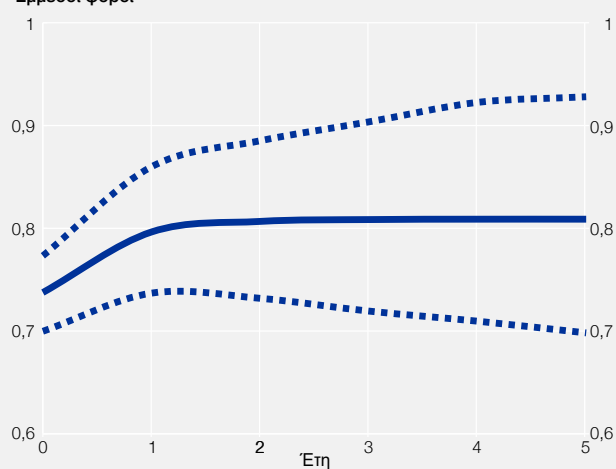
Δημόσια κατανάλωση



Καθαρές μεταβιβάσεις προς νοικοκυριά



Έμμεσοι φόροι



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Γενικευμένες αποκρίσεις διαταραχών (generalized impulse responses) στο πλαίσιο ενός BVAR.

Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει την εκτιμώμενη επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ σε ορίζοντα πενταετίας από μια αύξηση των δημόσιων δαπανών ή μείωση των φορολογικών εσόδων κατά 1% του ΑΕΠ.

Όλες οι υπό εξέταση δημοσιονομικές παρεμβάσεις εκτιμάται ότι επιδρούν θετικά στο πραγματικό ΑΕΠ, εντούτοις παρατηρείται σημαντική ανομοιογένεια ως προς το μέγεθος της επίδρασης. Η μεγαλύτερη θετική επίδραση εκτιμάται για τις δημόσιες επενδύσεις, καθώς μια αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης κατά 1% του ΑΕΠ εκτιμάται ότι οδηγεί, σε ορίζοντα πενταετίας, σε υψηλότερο πραγματικό ΑΕΠ κατά περίπου 1,2%. Σημαντικά οφέλη εκτιμώνται επίσης από μια μείωση της φορολογίας των επιχειρήσεων και –σε μικρότερο βαθμό– από μια μείωση των έμμεσων φόρων. Μια ίδιου μεγέθους δημοσιονομική επέκταση εκτιμάται ότι έχει μικρότερα οφέλη όταν διοχετεύεται μέσω της δημόσιας κατανάλωσης ή μέσω μη στοχευμένων καθαρών μεταβιβάσεων προς τα νοικοκυριά.<sup>4,5</sup>

### Συμπεράσματα

Ενδεχόμενη μείωση του δημοσιονομικού στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα μπορεί να δώσει σημαντική ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα. Εντούτοις, τα οφέλη από την αξιοποίηση του πρόσθετου δημοσιονομικού χώρου εξαρτώνται από το μίγμα της δημοσιονομικής επέκτασης. Με βάση την παραπάνω εμπειρική διερεύνηση, η ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων καθώς και η μείωση του φορολογικού βάρους, κυρίως των επιχειρήσεων, εκτιμάται ότι έχουν σημαντικά αναπτυξιακά οφέλη. Σε συνδυασμό μάλιστα με την επιτάχυνση και τη διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, μια δημοσιονομική επέκταση βασισμένη στις δημόσιες επενδύσεις και στη μείωση της φορολογίας θα μπορούσε να συμβάλει στην αύξηση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης, επιδρώντας θετικά στη μακροχρόνια βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

- 4 Οι παραπάνω εκτιμήσεις υπόκεινται σε σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας και τελούν υπό τους συνήθεις περιορισμούς που διέπουν την εμπειρική διερεύνηση των επιδράσεων της δημοσιονομικής πολιτικής με τη χρήση υποδειγμάτων BVAR και κυκλικά διορθωμένων δημοσιονομικών μεγεθών. Τα ευρήματα συνάδουν με υφιστάμενες εκτιμήσεις για την ελληνική οικονομία βασισμένες σε δυναμικά στοχαστικά υποδείγματα γενικής ισορροπίας, ειδικότερα όσον αφορά την ισχυρή επίδραση των δημόσιων επενδύσεων και της φορολογίας του κεφαλαίου. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Δεκέμβριος 2019, Πλαίσιο V.1, και *Νομισματική Πολιτική 2018-2019*, Ιούλιος 2019, Πλαίσιο V.1.
- 5 Οι καθαρές μεταβιβάσεις προς τα νοικοκυριά υπολογίζονται ως το σύνολο των κοινωνικών δαπανών αφού αφαιρεθούν οι ασφαλιστικές εισφορές και η άμεση φορολογία φυσικών προσώπων.

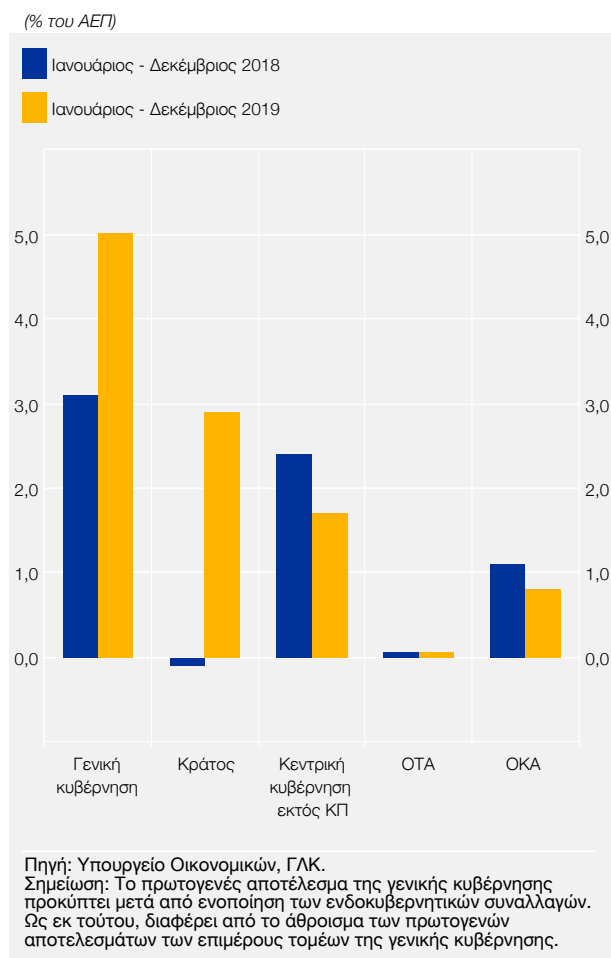
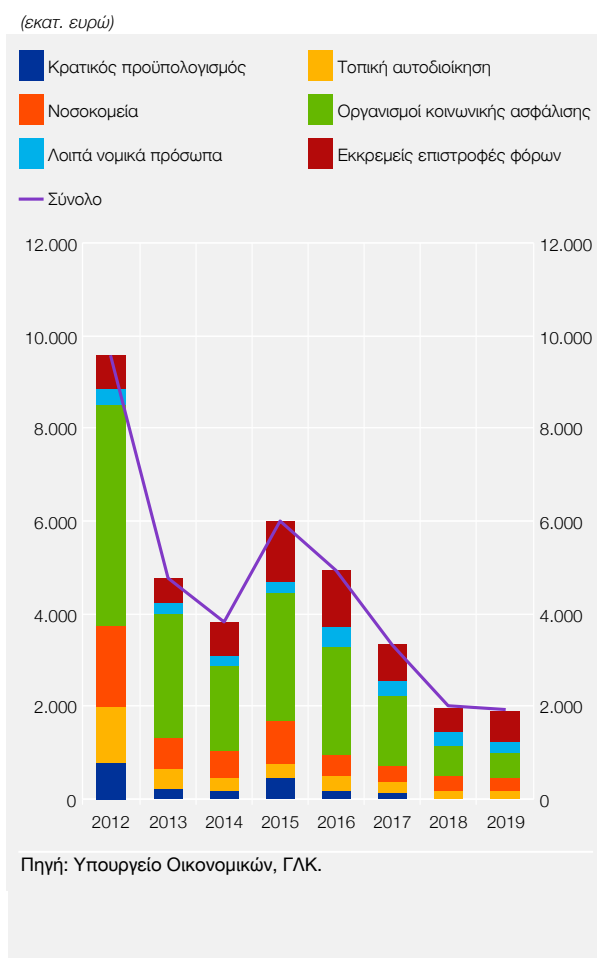
## 2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2019

### 2.1 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, το 2019 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση και κατέγραψε πλεόνασμα 2,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,5% του ΑΕΠ το 2018. Το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 5,0% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,1% το 2018 (βλ. Διάγραμμα V.2).

Τα συνολικά έσοδα της ΓΚ παρουσίασαν αύξηση το 2019 (5,8%), που οφείλεται κυρίως σε αυξημένα έσοδα από μεταβιβάσεις (μεταξύ άλλων και των εσόδων ANFA/SMP στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους), από ασφαλιστικές εισφορές και από λοιπά έσοδα, στα οποία περιλαμβάνονται και τα έσοδα αποκρατικοποιήσεων από την επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του αερολιμένα Ελ. Βενιζέλος. Τα έσοδα από φόρους παρουσίασαν σταθεροποίηση, καθώς η αύξηση των εσόδων από έμμεσους φόρους αντισταθμίστηκε από τη μείωση των εσόδων από άμεσους φόρους.

Οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν κατά 1,2% λόγω της καταβολής της 13ης σύνταξης και της αύξησης των δαπανών για αμοιβές προσωπικού, των επιδοτήσεων και των δαπανών για αγορές μη χρηματοοικονομικών παγίων.

**Διάγραμμα V.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση****Διάγραμμα V.3 Ληξιπρόθεσμες οφειλές γενικής κυβέρνησης προς προμηθευτές**

Μετά τη μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου κατά 1,3 δισεκ. ευρώ εντός του 2018, το απόθεμά τους μειώθηκε μόνο οριακά το 2019, κατά 60 εκατ. ευρώ, και διαμορφώθηκε σε 1.945 εκατ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου του 2019 (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων, αλλά όχι των εκκρεμών αιτημάτων συνταξιοδότησης) (βλ. Διάγραμμα V.3).

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για τις πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης από ειδική πίστωση, την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2019 διοχετεύθηκαν προς την πραγματική οικονομία 237 εκατ. ευρώ.

## 2.2 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Το 2019 αποτελεί το πρώτο έτος εφαρμογής της λογιστικής μεταρρύθμισης, η οποία στοχεύει στη δημιουργία ενιαίου λογιστικού σχεδίου για όλους τους φορείς της ΓΚ, έτσι ώστε να βελτιωθεί περαιτέρω η ποιότητα και η αξιοπιστία των δημοσιονομικών στοιχείων. Ως πρώτο βήμα, εισάγεται νέα οικονομική και διοικητική ταξινόμηση για την κεντρική διοίκηση.<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Με τη νέα ταξινόμηση, στον υπολογισμό του αποτελέσματος του ΚΠ περιλαμβάνονται: α) η επίπτωση του προγράμματος εξόφλησης υποχρεώσεων παρελθόντων ετών και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης και β) οι τόκοι σε ακαθάριστη βάση και απαλλαγμένοι από τις πληρωμές τόκων συμφωνιών ανταλλαγής που αποτελούν χρηματοοικονομικές συναλλαγές και ως εκ τούτου δεν συμπεριλαμβάνονται στο αποτέλεσμα του ΚΠ.



Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού<sup>1</sup>

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία			Ποσοστιαίες μεταβολές	
	2018		2019	2019/2018	
	Πραγμ.	Πραγμ.*	Εκτιμήσεις	Πραγμ.*	Εκτιμήσεις
<b>1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)</b>	<b>51.793</b>	<b>55.097</b>	<b>55.026</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>
<b>α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII)</b>	<b>57.373</b>	<b>60.142</b>	<b>60.057</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
I. Φόροι	51.263	51.415	51.362	0,3	0,2
II. Κοινωνικές εισφορές	65	55	55	-15,4	-15,4
III. Μεταβιβάσεις	2.779	4.407	4.759	58,6	71,2
IV. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	740	1.728	1.776		
V. Λοιπά τρέχοντα έσοδα	2.509	2.527	2.080	0,7	-17,1
εκ των οποίων: <i>ι. επιστροφές δαπανών για τόκους</i>	5	40	5		
VI. Πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	18	10	26	-44,4	44,4
VII. Πωλήσεις τιμαλφών	0	0	0		
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	<b>5.580</b>	<b>5.044</b>	<b>5.032</b>	<b>-9,6</b>	<b>-9,8</b>
Πληροφοριακά στοιχεία:					
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	2.638	2.857	3.549	8,3	34,5
<b>2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII+IX+X+XI)</b>	<b>56.372</b>	<b>55.265</b>	<b>55.865</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,9</b>
<b>Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)</b>	<b>51.696</b>	<b>50.041</b>	<b>50.619</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,1</b>
I. Παροχές σε εργαζομένους	13.121	13.247	13.346	1,0	1,7
II. Κοινωνικές παροχές	1.978	653	272	-67,0	-86,2
III. Μεταβιβάσεις	28.179	28.205	27.938	0,1	-0,9
IV. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.532	1.458	1.514	-4,8	-1,2
V. Επιδοτήσεις	75	224	225		
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.676	5.225	5.244	11,7	12,1
VII. Λοιπές δαπάνες	32	50	92	56,3	
VIII. Πιστώσεις υπό κατανομή (πλην ΠΔΕ) <sup>3</sup>	0	0	462		
IX. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	542	562	620	3,7	14,4
X. Αποκτήσεις τιμαλφών	0	0	0		
XI. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	6.237	5.642	6.150	-9,5	-1,4
<b>3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)<sup>4</sup></b>	<b>-4.580</b>	<b>-168</b>	<b>-839</b>		
<b>% του ΑΕΠ</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>		
<b>4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI-1.Vi)</b>	<b>91</b>	<b>5.017</b>	<b>4.400</b>		
<b>% του ΑΕΠ</b>	<b>0,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2019.

\* 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 ν. 4575/2018 που δεν ολοκληρώθηκαν εντός του 2018.

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

Το αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) το 2019 παρουσίασε βελτίωση έναντι του 2018, κατά 2,4 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,5% του ΑΕΠ το 2018. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,6% του ΑΕΠ, από ισοσκελισμένο αποτέλεσμα το 2018. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται κυρίως στα αυξημένα έσοδα του ΚΠ και δευτερευόντως στις μειωμένες δαπάνες του ΚΠ. Έναντι του ετήσιου αναθεωρημένου στόχου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού

Πίνακας V.3 Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού<sup>1</sup>

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία			Ποσοστιαίες μεταβολές	
	2018		2019	2019/2018	
	Πραγμ.	Πραγμ.*	Εκτιμήσεις	Πραγμ.*	Εκτιμήσεις
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	51.793	55.097	55.026	6,4	6,2
<b>α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII)</b>	<b>57.373</b>	<b>60.141</b>	<b>60.058</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
<b>I. Φόροι (Α+Β+Γ+Δ+Ε+ΣΤ+Ζ)</b>	<b>51.263</b>	<b>51.415</b>	<b>51.362</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
Α. Φόροι επί αγαθών και υπηρεσιών (1+2+3+4+5+6+7)	27.437	28.014	27.916	2,1	1,7
1. ΦΠΑ	17.184	17.792	17.802	3,5	3,6
2. Ειδικοί φόροι κατανάλωσης - ΕΦΚ	7.184	7.125	7.124	-0,8	-0,8
3. Φόροι με μορφή χαρτοσήμου	381	328	329	-13,9	-13,6
4. Φόροι επί χρηματοοικονομικών και κεφαλαιακών συναλλαγών	505	491	479	-2,8	-5,1
5. Φόροι ταξινόμησης οχημάτων	261	287	280	10,0	7,3
6. Λοιποί φόροι επί συγκεκριμένων υπηρεσιών	1.848	1.921	1.834	4,0	-0,8
7. Λοιποί φόροι επί αγαθών	73	68	67	-6,8	-8,2
Β. Φόροι και δασμοί επί εισαγωγών	232	298	304	28,4	31,0
Γ. Τακτικοί φόροι ακίνητης περιουσίας	3.082	2.786	2.796	-9,6	-9,3
Δ. Λοιποί φόροι επί παραγωγής	1.238	991	986	-20,0	-20,4
Ε. Φόρος εισοδήματος	16.548	16.716	16.739	1,0	1,2
ΣΤ. Φόροι κεφαλαίου	161	245	264	52,2	64,0
Ζ. Λοιποί τρέχοντες φόροι	2.564	2.365	2.358	-7,8	-8,0
<b>II. Κοινωνικές εισφορές</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>-15,4</b>	<b>-15,4</b>
<b>III. Μεταβιβάσεις</b>	<b>2.779</b>	<b>4.407</b>	<b>4.759</b>	<b>58,6</b>	<b>71,2</b>
<b>IV. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών</b>	<b>740</b>	<b>1.728</b>	<b>1.776</b>		
<b>V. Λοιπά τρέχοντα έσοδα</b>	<b>2.509</b>	<b>2.527</b>	<b>2.080</b>	<b>0,7</b>	<b>-17,1</b>
<i>εκ των οποίων: i. επιστροφές δαπανών για τόκους</i>	<i>5</i>	<i>40</i>	<i>5</i>		
<b>VI. Πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>-44,4</b>	<b>44,4</b>
<b>VII. Πωλήσεις τιμαλφών</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	<b>5.580</b>	<b>5.044</b>	<b>5.032</b>	<b>-9,6</b>	<b>-9,8</b>
<b>Πληροφοριακά στοιχεία:</b>					
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	2.638	2.857	3.549	8,3	34,5

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2019.

\* 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".

2020, το αποτέλεσμα του ΚΠ το 2019 σημείωσε υπέρβαση, λόγω της είσπραξης εσόδων ΑΝΦΑ ύψους 644 εκατ. ευρώ το Δεκέμβριο. Σημαντική υποεκτέλεση έναντι του ετήσιου στόχου παρουσίασαν οι δαπάνες του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) (βλ. κατωτέρω Δαπάνες Κρατικού Προϋπολογισμού), που αντισταθμίστηκε από μεγάλη υστέρηση των εσόδων ΠΔΕ (βλ. Πίνακα V.2).

### Έσοδα Κρατικού Προϋπολογισμού

Το 2019 τα έσοδα του ΚΠ (προ μείωσης επιστροφών φόρων) παρουσίασαν μικρή υπέρβαση κατά 84 εκατ. ευρώ έναντι του ετήσιου αναθεωρημένου στόχου που περιλαμβανόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, κυρίως λόγω της υπέρβασης των λοιπών τρεχόντων εσόδων και της οριακής μόνο υπέρβασης των φόρων. Εντούτοις, περιλαμβάνουν στην

κατηγορία “Μεταβιβάσεις” μία επιπλέον δόση εσόδων ANFA/SMP, ύψους 644 εκατ. ευρώ, που δεν περιλαμβανόταν στο στόχο του προϋπολογισμού. Μετά τη σχετική προσαρμογή, τα έσοδα του ΚΠ εμφανίζουν υστέρηση έναντι του στόχου, η οποία οφείλεται σε χαμηλότερες μεταβιβάσεις στο πλαίσιο του ΠΔΕ. Έναντι του 2018 κατέγραψαν αύξηση (+4,8%), που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εσόδων από μεταβιβάσεις και από πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών και πολύ λιγότερο στην αύξηση των φόρων, που ήταν οριακή (βλ. Πίνακα V.3).

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, η εξέλιξη των κυριότερων κατηγοριών των εσόδων του ΚΠ έναντι του 2018 έχει ως εξής:

Τα έσοδα από φόρους αυξήθηκαν κατά 0,3% και υπερέβησαν το στόχο κατά 53 εκατ. ευρώ. Ειδικότερα:

- Τα έσοδα από φόρους επί αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 2,1%, λόγω κυρίως της αύξησης των εσόδων από τον ΦΠΑ (+3,5%). Έναντι του στόχου σημείωσαν υπέρβαση κατά 98 εκατ. ευρώ.
- Τα έσοδα από το φόρο εισοδήματος αυξήθηκαν κατά 1,0%, λόγω της αύξησης των εσόδων από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων (+1,2%) και νομικών προσώπων (+5,0%). Καταγράφηκε μικρή υστέρηση κατά 23 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.
- Τα έσοδα από τακτικούς φόρους ακίνητης περιουσίας παρουσίασαν μείωση κατά 9,6%, που οφείλεται κυρίως στη μείωση των εσόδων από τον ΕΝΦΙΑ (-10,5%) λόγω της μείωσης των συναφών συντελεστών φορολογίας μέσα στο έτος. Επίσης, σημείωσαν οριακή υστέρηση κατά 10 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

Τα έσοδα από μεταβιβάσεις παρουσίασαν σημαντική αύξηση κατά 58,6%, που οφείλεται κυρίως στην επιπλέον είσπραξη ποσού ύψους 1.391 εκατ. ευρώ από τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, εκ των οποίων τα 644 εκατ. αφορούν τη δόση που εισπράχθηκε το Δεκέμβριο του 2019 και δεν προβλέπονταν στον προϋπολογισμό. Έναντι του στόχου σημείωσαν υστέρηση κατά 352 εκατ. ευρώ (ή 996 εκατ. ευρώ αν συμπεριληφθεί στο στόχο η δόση του Δεκεμβρίου), λόγω της υστέρησης εσόδων που σχετίζονται με το συγχρηματοδοτούμενο σκέλος του ΠΔΕ.

Τα έσοδα από πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασαν μεγάλη αύξηση κατά 133,5%, που οφείλεται κυρίως στην είσπραξη ποσού ύψους 1.121 εκατ. ευρώ από την επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών. Εντούτοις, σημείωσαν μικρή υστέρηση κατά 47 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

Τα λοιπά τρέχοντα έσοδα παρουσίασαν αύξηση κατά 0,7%, υπερβαίνοντας το στόχο κατά 446 εκατ. ευρώ, κυρίως χάρη στην υπέρβαση των επιστροφών δαπανών σχετικών με το εθνικό σκέλος του ΠΔΕ.

Συνολικά, τα έσοδα ΠΔΕ<sup>32</sup> παρουσίασαν αύξηση κατά 8,3%, αλλά μεγάλη υστέρηση κατά 691 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

Τέλος, το 2019 οι επιστροφές φόρων μειώθηκαν κατά 9,6% και παρουσίασαν μικρή υπέρβαση κατά 12 εκατ. ευρώ έναντι του ετήσιου στόχου (βλ. Πίνακα V.2).

#### **Δαπάνες Κρατικού Προϋπολογισμού**

Το 2019 οι δαπάνες του ΚΠ μειώθηκαν κατά 2,0% έναντι του 2018, και διαμορφώθηκαν κατά 598 εκατ. ευρώ χαμηλότερα του ετήσιου στόχου λόγω της υποεκτέλεσης των δαπανών του ΠΔΕ

32 Τα έσοδα από το ΠΔΕ περιλαμβάνονται στις κατηγορίες “Μεταβιβάσεις” και “Λοιπά τρέχοντα έσοδα”.

Πίνακας V.4 Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού<sup>1</sup>

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία			Ποσοστιαίες μεταβολές	
	2018		2019	2019/2018	
	Πραγμ.	Πραγμ.*	Εκτιμήσεις	Πραγμ.*	Εκτιμήσεις
1. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII+IX+X+XI)	56.372	55.265	55.865	-2,0	-0,9
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (1-VI)	51.696	50.041	50.619	-3,2	-2,1
I. Παροχές σε εργαζομένους (A+B)	13.121	13.247	13.346	1,0	1,7
A. Μικτές αποδοχές	11.654	11.506	11.561	-1,3	-0,8
B. Εργοδοτικές εισφορές	1.467	1.741	1.785	18,7	21,7
II. Κοινωνικές παροχές	1.978	653	272	-67,0	-86,2
III. Μεταβιβάσεις (A+B+Γ+Δ+E+ΣΤ)	28.179	28.205	27.938	0,1	-0,9
A. Τρέχουσες εγχώριες μεταβιβάσεις	24.814	25.024	24.822	0,8	0,0
B. Τρέχουσες μεταβιβάσεις προς οργανισμούς και κράτη-μέλη της ΕΕ	1.887	1.935	1.953	2,5	3,5
Γ. Τρέχουσες μεταβιβάσεις σε φορείς του εξωτερικού	157	142	160	-9,6	1,9
Δ. Επιχορηγήσεις επενδύσεων εσωτερικού	190	197	197	3,7	3,7
Ε. Επιχορηγήσεις επενδύσεων εξωτερικού	0	0	4		
ΣΤ. Λοιπές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις	1.131	907	801	-19,8	-29,2
IV. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.532	1.458	1.514	-4,8	-1,2
V. Επιδοτήσεις	75	224	225		
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.676	5.225	5.244	11,7	12,1
VII. Λοιπές δαπάνες	32	50	92	56,3	
VIII. Πιστώσεις υπό κατανομή (πλην ΠΔΕ)	0	0	462		
IX. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	542	562	620	3,7	14,4
X. Αποκτήσεις τιμαλφών	0	0	0		
XI. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	6.237	5.642	6.150	-9,5	-1,4

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2019.

\* Προσωρινά στοιχεία.

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

(βλ. Πίνακα V.4). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, η εξέλιξη των κυριότερων κατηγοριών των δαπανών του ΚΠ έχει ως εξής:

Οι παροχές εργαζομένων κατέγραψαν αύξηση (1,0%) έναντι του 2018, εν μέρει λόγω αποζημιώσεων για έκτακτη απασχόληση κατά την περίοδο των εκλογών, και συγκράτηση κατά 99 εκατ. ευρώ έναντι του ετήσιου στόχου.

Οι κοινωνικές παροχές σημείωσαν σημαντική μείωση (-67,0%) έναντι του 2018, κυρίως λόγω της καταβολής των οικογενειακών επιδομάτων εφεξής από τον Οργανισμό Προνοιακών Επιδομάτων και Κοινωνικής Αλληλεγγύης (ΟΠΕΚΑ) και ως εκ τούτου της καταγραφής τους στην κατηγορία "Μεταβιβάσεις", ενώ το 2018 ήταν στην κατηγορία "Κοινωνικές παροχές", καθώς και της καταβολής μικρότερου κοινωνικού μερίσματος το 2019 έναντι του 2018. Σε σχέση με τον ετήσιο στόχο, κατέγραψαν υπέρβαση κατά 381 εκατ. ευρώ, λόγω κυρίως της χορήγησης του κοινωνικού μερίσματος, ύψους 186 εκατ. ευρώ, που δεν είχε προϋπολογιστεί. Η υπέρβαση αυτή εξουδετερώθηκε σε μεγάλο βαθμό από την ανάλωση του αποθεματικού.

Οι μεταβιβάσεις αυξήθηκαν οριακά κατά 0,1% και σημείωσαν υπέρβαση του στόχου κατά 268 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω της πληρωμής Υπηρεσιών Κοινής Ωφελείας περιόδου 2007-2011 ύψους 150 εκατ. ευρώ. Όπως και στην περίπτωση των κοινωνικών παροχών, η υπέρβαση αυτή

εξουδετερώθηκε σε μεγάλο βαθμό από την ανά-  
λωση του αποθεματικού.

Οι αγορές αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκαν  
κατά 4,8% και σημείωσαν μικρή συγκράτηση 57  
εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

Οι τόκοι αυξήθηκαν κατά 11,7% και σημείωσαν  
μικρή συγκράτηση 20 εκατ. ευρώ έναντι του στό-  
χου.

Οι αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων,  
που περιλαμβάνουν κυρίως εξοπλιστικά προ-  
γράμματα του Υπουργείου Εθνικής Άμυνας, αυ-  
ξήθηκαν κατά 3,7% και σημείωσαν μικρή  
συγκράτηση 58 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

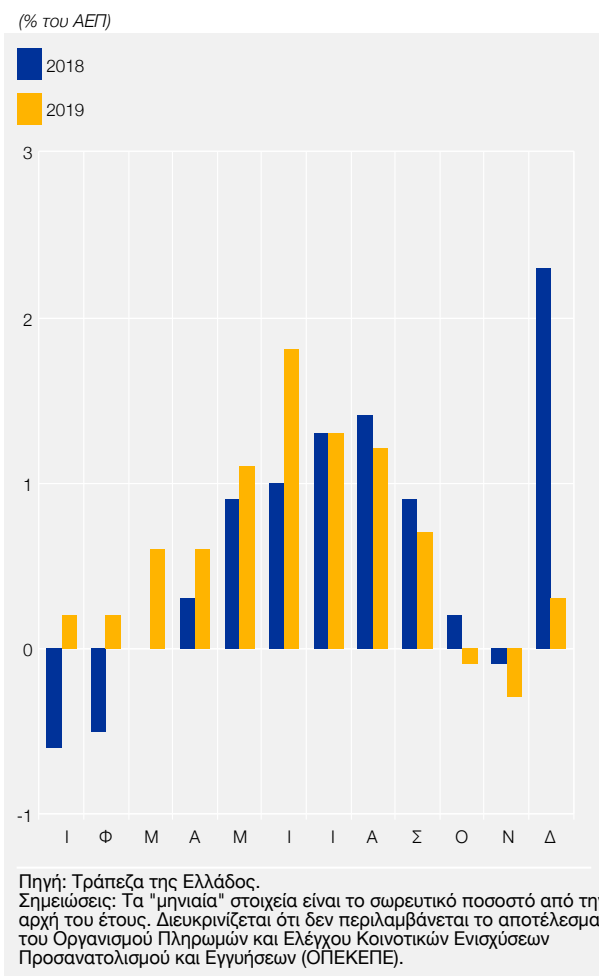
Τέλος, οι δαπάνες ΠΔΕ παρουσίασαν σημαντική  
μείωση κατά 595 εκατ. ευρώ (-9,5%) έναντι του  
2018. Επίσης, σημείωσαν σημαντική συγκρά-  
τηση έναντι του στόχου κατά 508 εκατ. ευρώ. Εν-  
τούτοις, τόσο η μείωση όσο και η συγκράτηση  
αφορά τη μη πραγματοποίηση προβλεπόμενης  
ενδοκυβερνητικής μεταβίβασης (από το Κράτος  
προς άλλους φορείς της γενικής κυβέρνησης) και  
όχι την πραγματική δαπάνη για επενδύσεις της  
γενικής κυβέρνησης<sup>33</sup> (βλ. Πίνακα V.2).

### 2.3 Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το 2019 το ταμειακό έλλειμμα (δανειακές ανάγ-  
κες) του ΚΠ<sup>34</sup> μειώθηκε έναντι του 2018 κατά  
2,0% του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε 0,3% του  
ΑΕΠ, έναντι 2,3% του ΑΕΠ το 2018 (βλ. Πίνακα  
V.5 και Διάγραμμα V.4). Το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνα-  
σμα 2,9% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 0,8% το 2018. Σημαντική βελτίωση παρουσίασε ο Τακτικός  
Προϋπολογισμός (ΤΠ), λόγω εσόδων αποκρατικοποιήσεων από την επέκταση της σύμβασης πα-  
ραχώρησης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών και εσόδων από τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυν-  
σης του χρέους. Επίσης, βελτίωση παρουσίασε και ο ΠΔΕ, λόγω αυξημένων εσόδων και  
μειωμένων δαπανών για επενδύσεις.

Η χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του ΚΠ έγινε μέσω: α) εξόδου στις αγορές συνολικού  
ύψους 9,1 δισεκ. ευρώ, β) επανεκδόσεων εντόκων γραμματίων τρίμηνης, εξαμήνης και ετήσιας  
διάρκειας (έως συνολικού ύψους περίπου 12,7 δισεκ. ευρώ) και γ) σύναψης βραχυπρόθεσμων  
δανειακών πράξεων πώλησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς  
(repos) (βλ. Πίνακα V.6).

**Διάγραμμα V.4 Καθαρές δανειακές ανάγκες της  
κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση  
(Ιανουάριος 2018 - Δεκέμβριος 2019)**



33 Η πρακτική αυτή αποσκοπεί στην καλύτερη αποτύπωση των πραγματικών δαπανών για επενδύσεις. Το πρόβλημα της καταγραφής αυξημένων μεταβιβάσεων για επενδύσεις από το Κράτος προς λοιπούς φορείς της ΓΚ χωρίς τελικά οι πόροι αυτοί να δαπανώνται για επενδύσεις σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης είχε αποτυπωθεί στην τρίτη έκθεση αξιολόγησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Ιούνιο του 2019 (βλ. European Commission (2019), *Enhanced Surveillance Report, Greece*, June).

34 Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

Πίνακας V.5 Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση<sup>1,2</sup>

(εκατ. ευρώ)

	2015	2016	2017	2018	2019*
Κρατικός προϋπολογισμός	3.359	3.569	4.434	4.180	477
% του ΑΕΠ	1,9	2,0	2,5	2,3	0,3
- Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	1.788 <sup>4</sup>	1.464 <sup>5</sup>	925 <sup>6</sup>	516 <sup>7</sup>	-2.376 <sup>8</sup>
- Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	1.571	2.105	3.510	3.664	2.853

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

3 Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 236 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 350 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 555,6 εκατ. ευρώ που προέρχονται από το ΤΧΣ και δ) 263 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 55 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Δεν περιλαμβάνονται συμμετοχές του Ε.Δ. ύψους 1 εκατ. ευρώ σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 331,5 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 775 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 458 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 43 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.850 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 2 δισεκ. ευρώ που αφορούν μεταφορά από το ΤΧΣ (έσοδα Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος από την πώληση της Finansbank) για την αποπληρωμή δανείου προς τον ΕΜΣ και δ) 1.353,9 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Δεν περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 32 εκατ. ευρώ από τη μεταφορά των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Securities Markets Programme – SMP). Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και 319 εκατ. ευρώ για τη συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εταιριών.

7 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. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.182 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

8 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 271,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 352,7 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος, γ) 1.206,1 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις και δ) 1.391,8 εκατ. ευρώ από τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους.

Πίνακας V.6 Πηγές κάλυψης ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	2016		2017		2018		2019*	
	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή	Ποσά	Ποσοστιαία συμμετοχή
Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου <sup>1</sup>	-3.049	-85,4	-6.514	-146,9	1.408	33,7	1.687	353,7
Μεταβολή λογαριασμών κεντρικής κυβέρνησης στο πιστωτικό σύστημα <sup>2</sup>	329	9,2	5.844	131,8	-16.272	-389,3	7.905	1.657,2
Εξωτερικός δανεισμός <sup>3</sup>	-4.011	-112,4	-3.396	-76,6	-2.656	-63,5	-9.115	-1.910,9
Δανεισμός από το Μηχανισμό Στήριξης	10.300	288,6	8.500	191,7	21.700	519,1	0	0,0
- Από ΕΕ	10.300		8.500		21.700		0	
- Από ΔΝΤ	0		0		0		0	
Σύνολο	3.569	100,0	4.434	100,0	4.180	100,0	477	100,0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Περιλαμβάνονται τα έντοκα γραμμάτια, οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι και τα ομόλογα του Δημοσίου που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό, καθώς και τα προμήτοχα.

2 Περιλαμβάνονται οι μεταβολές των λογαριασμών της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ δεν περιλαμβάνεται η μεταβολή του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

3 Περιλαμβάνονται οι εκδόσεις τίτλων και η σύναψη δανείων στο εξωτερικό (σε οποιοδήποτε νόμισμα). Δεν περιλαμβάνεται η διακράτηση τίτλων από κατοίκους του εξωτερικού που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό της χώρας.



Πίνακας V.7 Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup>

(εκατ. ευρώ)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	17.800	13.036	14.560	12.393	12.285	16.297	13.385
- τίτλοι	15.309	10.872	12.190	10.884	10.087	14.261	11.144
- δάνεια	2.491	2.164	2.370	1.509	2.198	2.036	2.241
Μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	286.230	306.374	298.695	293.790	296.737	295.179	315.091
- τίτλοι	78.123	68.322	57.276	50.200	47.075	40.677	41.738
- δάνεια	208.107	238.052	241.419	243.590	249.662	254.502	273.353
Κέρματα και καταθέσεις	1.055	1.088	6.374	5.546	5.987	6.008	6.245
<b>Σύνολο</b>	<b>305.085</b>	<b>320.498</b>	<b>319.629</b>	<b>311.729</b>	<b>315.009</b>	<b>317.484</b>	<b>334.721</b>
<b>% του ΑΕΠ</b>	<b>159,6</b>	<b>177,4</b>	<b>178,9</b>	<b>175,9</b>	<b>178,5</b>	<b>176,2</b>	<b>181,2</b>
- χρέος σε ευρώ	295.098	307.248	305.794	300.571	305.071	308.843	327.287
<i>εκ του οποίου:</i>							
προς την Τράπεζα της Ελλάδος	(5.193)	(4.721)	(4.249)	(3.777)	(2.742)	(2.833)	(2.361)
προς το Μηχανισμό Στήριξης	(174.557)	(199.915)	(204.472)	(209.660)	(218.106)	(224.365)	(245.714)
- χρέος σε νομίσματα εκτός ευρώ <sup>2</sup>	9.987	13.250	13.835	11.158	9.938	8.641	7.434
<i>εκ του οποίου: προς το Μηχανισμό Στήριξης</i>	<i>(8.541)</i>	<i>(13.237)</i>	<i>(13.453)</i>	<i>(10.771)</i>	<i>(9.555)</i>	<i>(8.594)</i>	<i>(7.391)</i>

Πηγές: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και ΟΔΔΗΧ.

<sup>1</sup> Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.<sup>2</sup> Αποτίμηση με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 31.12 εκάστου έτους.

## 2.4 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Στον Προϋπολογισμό του 2020 εκτιμάται ότι το δημόσιο χρέος μειώθηκε σε 329,3 δισεκ. ευρώ το 2019, από 334,7 δισεκ. ευρώ το 2018 (βλ. Πίνακα V.7). Η ονομαστική αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει, μεταξύ άλλων, τη μείωση του αποθέματος των βραχυπρόθεσμων τίτλων και την αποπληρωμή δανείων του μηχανισμού στήριξης, συμπεριλαμβανομένης της πρόωρης εξόφλησης μέρους των δανείων του ΔΝΤ.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι το 2019 μειώθηκε σε 173,3%, από 181,2% το 2018, καθώς η ονομαστική μείωση του χρέους ενισχύθηκε από τη μειωτική επίδραση της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.<sup>35</sup> Η αρνητική διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι διευρύνθηκε, συμβάλλοντας στην αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ κατά 2,1 ποσοστιαίες μονάδες, έναντι συμβολής κατά μία μονάδα το 2018, αντανακλώντας τόσο την εκτιμώμενη επιτάχυνση του ονομαστικού ΑΕΠ όσο και τη μείωση των δαπανών για τόκους (βλ. Πίνακα V.8).

Επισημαίνεται ότι στη διάρκεια της περιόδου 2010-2018 η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ αποτέλεσε τον κύριο επιβαρυντικό παράγοντα, συμβάλλοντας σωρευτικά κατά 79,6 ποσοστιαίες μονάδες στην αύξηση του λόγου χρέους/ΑΕΠ. Συγκριτικά, η σωρευτική επιβάρυνση από το πρωτογενές αποτέλεσμα την ίδια περίοδο ανήλθε σε 10,5 ποσοστιαίες μονάδες. Η συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ επέδρασε καθοριστικά, εξουδετερώνοντας τη θετική επίδραση από τη σημαντική μείωση του έμμεσου ονομαστικού επιτοκίου, από 4,5% το 2009 σε 1,9% το 2018.

Κατά τη διάρκεια του 2019, συνεχίστηκε η αύξηση στο μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου, το οποίο στο τέλος Δεκεμβρίου ανήλθε σε 94,6% του χρέους της κεντρικής διοίκησης, έναντι 89,2% στο τέλος του 2018.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Βάσει των διαθέσιμων στοιχείων κατά ESA, το χρέος της ΓΚ στο τέλος του γ' τριμήνου του 2019 διαμορφώθηκε σε 334.261 εκατ. ευρώ (ή 175,9% του ΑΕΠ).

<sup>36</sup> Βλ. ΓΛΚ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους 96, Δεκέμβριος 2019.

Πίνακας V.8 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ<sup>1</sup>

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ	126,7	146,2	172,1	159,6	177,4	178,9	175,9	178,5	176,2	181,2	173,3
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ	17,3	19,5	25,8	-12,5	17,9	1,5	-3,0	2,6	-2,3	5,0	-7,9
- Επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	10,1	5,3	3,0	3,8	9,1	-0,3	2,1	-3,7	-3,8	-4,3	-4,1
- Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	7,1	12,3	20,7	19,3	13,3	5,9	5,0	3,9	-0,6	-1,0	-2,1
- Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους <sup>2</sup>	0,1	1,9	2,1	-35,7	-4,6	-4,0	-10,1	2,3	2,1	10,3	-1,7

Πηγές: Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού για το έτος 2020 και ΕΛΣΤΑΤ.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

$$\left( \frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left( \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου  $D_t$  = χρέος γενικής κυβέρνησης $PB_t$  = πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα (+) ή πλεόνασμα (-)) $Y_t$  = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές $g_t$  = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ $i_t$  = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου $SF_t$  = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους

2 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

Η έκδοση δεκαετούς ομολόγου το Μάρτιο του 2019 και η επανέκδοσή του με χαμηλότερο επιτόκιο τον Οκτώβριο του ίδιου έτους, αλλά και η πιο πρόσφατη επιτυχής έκδοση δεκαπενταετούς ομολόγου το Φεβρουάριο του 2020, σηματοδοτούν την επιστροφή του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές για την κάλυψη των χρηματοδοτικών του αναγκών με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους. Αξίζει να σημειωθεί ότι το επιτόκιο όλων των μέχρι σήμερα ομολογιακών εκδόσεων διαμορφώθηκε πολύ χαμηλότερα από τις υποθέσεις του βασικού σεναρίου της έκθεσης βιωσιμότητας που συνόδευε την τελευταία Έκθεση Αξιολόγησης του Προγράμματος του ESM.

Η βελτίωση των συνθηκών στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, το αυξημένο ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών και οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους αξιολόγησης, σε συνδυασμό με τη συνέχιση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, δημιούργησαν ένα ευνοϊκό περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, που μείωσε τους κινδύνους βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Περαιτέρω βελτίωση της βιωσιμότητας του χρέους επιτυγχάνεται από την πρόωρη εξόφληση μέρους των δανείων του ΔΝΤ, η οποία ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο και αποτελεί ένα ακόμη θετικό μήνυμα προς τις αγορές. Επιπλέον, η αξιόπιστη τήρηση των δεσμεύσεων στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας επέτρεψε το Δεκέμβριο του 2019 την εκταμίευση από τον ESM των επιλέξιμων κερδών από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP ύψους 644 εκατ. ευρώ, στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναθεώρησε προς τα κάτω τις υποθέσεις σχετικά με το επιτόκιο αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους στις αγορές κεφαλαίων.<sup>37</sup> Η μείωση του επιτοκίου αναχρηματοδότησης συμβάλλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους, λόγω της μεγαλύτερης ευνοϊκής επίδρασης από τη διαφορά μεταξύ έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect).

Σύμφωνα με τις αναθεωρημένες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το δημόσιο χρέος προβλέπεται να μειωθεί κάτω από το 100% του ΑΕΠ ένδεκα χρόνια νωρίτερα σε σχέση με την

37 European Commission, *Enhanced Surveillance Report – Greece*, November 2019 & February 2020, και "Debt Sustainability Monitor 2019", January 2020.

ανάλυση βιωσιμότητας του Νοεμβρίου 2018. Συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος προβλέπεται να παραμείνει πάνω από το 100% του ΑΕΠ μέχρι το 2039, ενώ στην ανάλυση βιωσιμότητας του Νοεμβρίου 2018 προβλεπόταν ότι το χρέος θα παρέμενε πάνω από το 100% του ΑΕΠ μέχρι το 2050. Ως αποτέλεσμα, το δημόσιο χρέος προβλέπεται να είναι μικρότερο κατά περίπου 20 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2060.

Η σημαντική μείωση του κόστους δανεισμού έχει θετική επίδραση και στις ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες μετά το 2032. Συγκεκριμένα, οι ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες θα παραμείνουν περίπου στο 10% του ΑΕΠ μέχρι το 2032. Για την περίοδο 2032-2060, οι ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες προβλέπεται να αυξηθούν σταδιακά και να φθάσουν το 12% του ΑΕΠ το 2060, χαμηλότερες κατά 6 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ σε σχέση με την ανάλυση βιωσιμότητας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του Νοεμβρίου 2018.

Οι εξελίξεις αυτές βελτιώνουν τη βιωσιμότητα του χρέους και συνηγορούν υπέρ της διευρυμένης δυνατότητας του Ελληνικού Δημοσίου να αντλεί πόρους από τις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους. Εντούτοις, η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους εξαρτάται καίρια από τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας σύμφωνα με τις δεσμεύσεις που έχουν αναληφθεί.

### 3 ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2020

Το Νοέμβριο του 2019 κατατέθηκε η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, η οποία προβλέπει υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου για το 2019 και σε μικρότερο βαθμό για το 2020, μέσω της υιοθέτησης ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής. Συγκεκριμένα, προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της ΓΚ, σύμφωνα με τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας, ύψους 3,73% του ΑΕΠ το 2019 και 3,58% του ΑΕΠ το 2020, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ κατ' έτος.

Οι παραπάνω εκτιμήσεις στηρίζονται στην πρόβλεψη για επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2020 με ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ 2,8%, που αποδίδεται κυρίως στην πρόβλεψη για αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (13,4%) και της ιδιωτικής κατανάλωσης (1,8%). Επιπλέον, δεν περιλαμβάνονται έσοδα από τα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP πλην αυτών της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς η απόδοση των εν λόγω κερδών από τα υπόλοιπα μέλη του Ευρωσυστήματος συναρτάται με την έκβαση των αξιολογήσεων στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας. Προβλέπονται επίσης έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 2,4 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 300 εκατ. ευρώ αφορούν την αξιοποίηση της έκτασης του Ελληνικού.

Στις προβλέψεις του 2020 έχει ενσωματωθεί η αναπροσαρμογή των οροφών δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού (εξοικονόμηση 500 εκατ. ευρώ), ενώ παράλληλα έχει ενισχυθεί το συγχρηματοδοτούμενο σκέλος του ΠΔΕ (εξοικονόμηση 170 εκατ. ευρώ). Συνδυαστικά οι δύο αυτοί παράγοντες εξοικονομούν δαπάνες της τάξεως του 0,3% του ΑΕΠ.

Για το 2020 προβλέπεται η υιοθέτηση αναπτυξιακών παρεμβάσεων με εκτιμώμενο δημοσιονομικό κόστος 1,2 δισεκ. ευρώ, καθώς και παρεμβάσεων βελτίωσης του δημοσιονομικού αποτελέσματος με ισόποσο εκτιμώμενο δημοσιονομικό όφελος.

Στις αναπτυξιακές παρεμβάσεις του προϋπολογισμού συγκαταλέγονται: α) η αναμόρφωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων με εισαγωγικό συντελεστή 9% και αύξηση του αφορολόγητου για κάθε τέκνο, β) η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών για τους εργαζομένους πλήρους απασχόλησης, γ) η μείωση του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων από το 28% στο 24%, δ) η μείωση της φορολογίας διανεμόμενων κερδών από το 10% σε 5%, ε) η αναστολή ΦΠΑ στις νέες οικοδομές για 3 έτη, στ) η αναστολή του φόρου υπεραξίας ακινήτων για 3 έτη, ζ) η επιστροφή δαπανών για ανακαινίσεις και αναβάθμιση κτιρίων, η) η καταβολή επιδόματος

ύψους 2.000 ευρώ για κάθε παιδί που γεννιέται στην Ελλάδα και θ) η μετάταξη των ειδών βρεφικής ηλικίας και των κρανών ασφαλείας στο χαμηλό συντελεστή ΦΠΑ.

Οι παρεμβάσεις για τη βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος αφορούν: α) την επισκόπηση δαπανών και εσόδων των φορέων της ΓΚ, β) τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των φορέων της ΓΚ, γ) την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης με μέτρα προώθησης των ηλεκτρονικών συναλλαγών, δ) τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και την αύξηση της εισπραξιμότητας εσόδων από ακίνητη περιουσία μέσω του εξορθολογισμού του συστήματος προσδιορισμού αξιών ακινήτων και τον έλεγχο στα εισοδήματα από βραχυχρόνιες μισθώσεις τύπου Airbnb, ε) την επιτάχυνση της επίλυσης φορολογικών διαφορών που εκκρεμούν στα διοικητικά δικαστήρια και στ) την αύξηση των εσόδων από διαδικτυακά παίγνια.

Όσον αφορά το δημόσιο χρέος, για το 2020 ο Προϋπολογισμός προβλέπει περαιτέρω σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε 167,0%, λόγω της ισχυρής μειωτικής επίδρασης από την εκτιμώμενη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Σε ονομαστικούς όρους, το χρέος της ΓΚ αναμένεται να αυξηθεί οριακά κατά 0,2 δισεκ. ευρώ, αντιστακώνοντας μεταξύ άλλων την επιδείνωση του ταμειακού δημοσιονομικού αποτελέσματος και τη συσσώρευση διαθεσίμων. Η σχεδιαζόμενη μείωση του αποθέματος των βραχυπρόθεσμων τίτλων της κεντρικής διοίκησης και η αποπληρωμή δανείων προβλέπεται να υπερκαλυφθούν οριακά από νέες εκδόσεις ομολόγων.

## Πλαίσιο V.2

### ΣΥΜΠΡΑΞΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΚΑΙ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι περιορισμένοι δημόσιοι πόροι και οι αυξανόμενες ανάγκες για σύγχρονες και αποτελεσματικές υποδομές αποτελούν θεμελιώδεις λόγους για την προσφυγή των κυβερνήσεων σε εναλλακτικές μεθόδους όσον αφορά την εκτέλεση δημόσιων έργων. Οι συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) βασίζονται στην εξεύρεση και κινητοποίηση πόρων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, με σκοπό να ενισχυθούν οι επενδύσεις και εν τέλει να προκύψουν πολλαπλές ωφέλειες για το σύνολο της οικονομίας και της κοινωνίας.

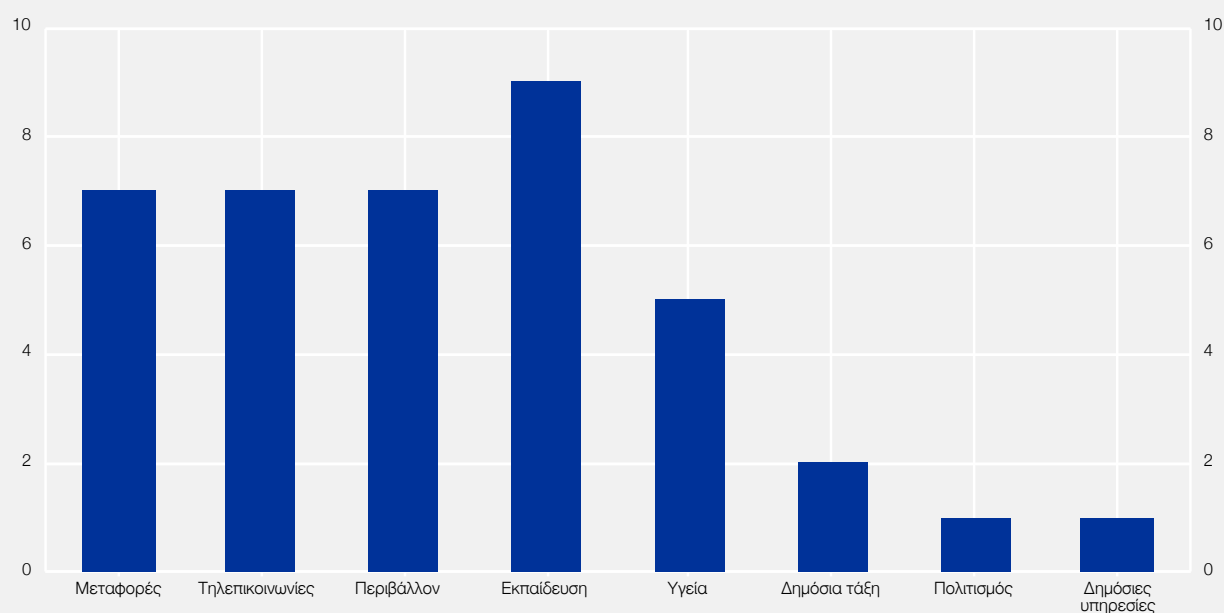
Σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Κέντρο Τεχνογνωσίας σε θέματα ΣΔΙΤ (European PPP Expertise Centre – EPEC), για το 2018 η ευρωπαϊκή αγορά έργων ΣΔΙΤ ανήλθε στα 14,6 δισεκ. ευρώ (μείωση κατά 4% σε σχέση με το προηγούμενο έτος) με το χρηματοοικονομικό κλείσιμο συνολικά 39 έργων (έναντι 44 το 2017). Παρόλο που αυτός είναι ο χαμηλότερος αριθμός έργων ΣΔΙΤ από το 1997, αξίζει να σημειωθεί ότι η μέση αξία των έργων αυξήθηκε στα 375 εκατ. ευρώ από 345 εκατ. ευρώ το 2017. Σε τομεακό επίπεδο, ο τομέας των μεταφορών παρέμεινε το 2018 πρώτος σε όρους αξίας, με δεύτερο τον τομέα των τηλεπικοινωνιών. Σημαντική αύξηση σημειώθηκε στην αξία των έργων ΣΔΙΤ στον τομέα του περιβάλλοντος, με την αξία να ανέρχεται στα 2 δισεκ. ευρώ το 2018 από 462 εκατ. ευρώ το 2017 (βλ. Διαγράμματα Α και Β).<sup>1</sup>

Τα έργα ΣΔΙΤ, παρά την ποικιλομορφία τους, παρουσιάζουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Αποτελούν μακροπρόθεσμες συμβατικές συμφωνίες μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού φορέα με στόχο την υλοποίηση ενός έργου ή/και την παροχή μιας υπηρεσίας. Ο ιδιωτικός φορέας συμμετέχει είτε ως εταίρος που συνεργάζεται με το δημόσιο φορέα υλοποίησης του έργου είτε ως πάροχος υπηρεσιών προς το δημόσιο φορέα. Τα έργα ΣΔΙΤ διακρίνονται επίσης σε δύο κατηγορίες: α) έργα ανταποδοτικού χαρακτήρα, τα οποία αφορούν συνήθως αξιοποίηση δημόσιας περιουσίας

<sup>1</sup> Παρ' όλα αυτά, όπως τονίζεται στην Ειδική έκθεση αριθ. 09/2018 του Ευρωπαϊκού Ελεγκτικού Συνεδρίου με τίτλο "Συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα στην ΕΕ: Πολλαπλές αδυναμίες και περιορισμένα οφέλη", τα ταμεία της ΕΕ έχουν αξιοποιηθεί ελάχιστα στο πλαίσιο των ΣΔΙΤ. Για την περίοδο 2000-2014, μόλις 84 έργα ΣΔΙΤ συνολικού κόστους 29,2 δισεκ. ευρώ χρηματοδοτήθηκαν από την ΕΕ, με κεφάλαια ύψους 5,6 δισεκ. ευρώ.

Διάγραμμα Α Η αγορά ΣΔΙΤ της ΕΕ το 2018: αριθμός έργων

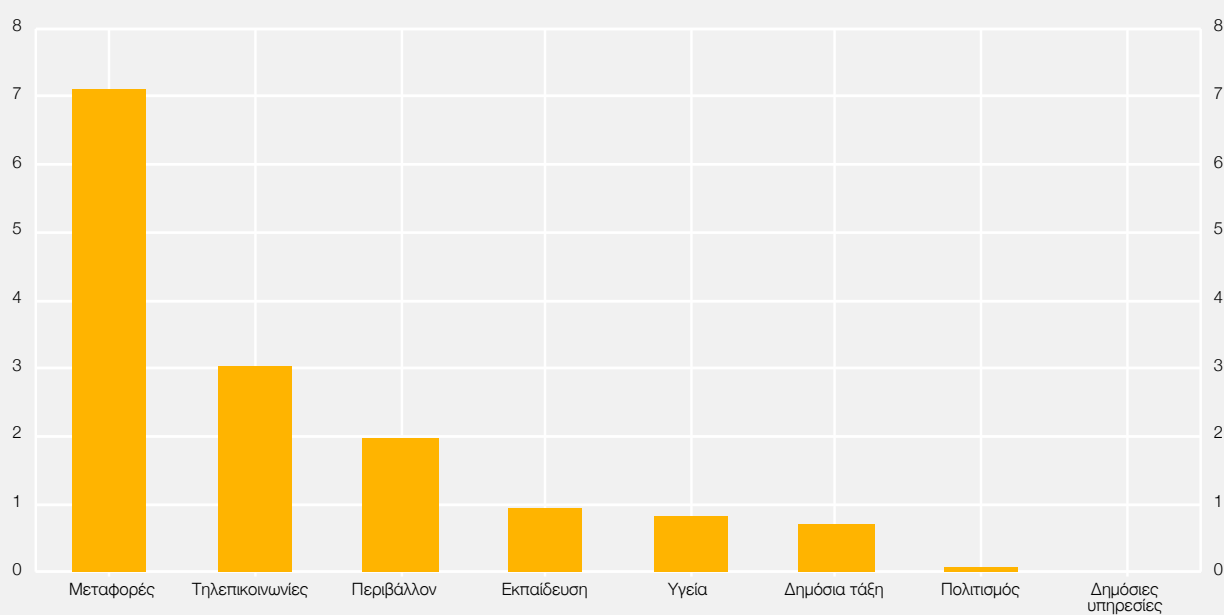
(αριθμός έργων)



Πηγή: European PPP Expertise Centre (EPEC), Market Update - Review of the European PPP Market in 2018.

Διάγραμμα Β Η αγορά ΣΔΙΤ της ΕΕ το 2018: αθροιστική αξία έργων

(αθροιστική αξία έργων σε δισεκ. ευρώ)



Πηγή: European PPP Expertise Centre (EPEC), Market Update Review of the European PPP Market in 2018.

(π.χ. λιμάνια, αυτοκινητόδρομοι, αεροδρόμια) και όπου ο ιδιωτικός φορέας, πέρα από τη χρηματοδότηση, το σχεδιασμό, την κατασκευή και τη συντήρηση του έργου, αναλαμβάνει επίσης την εμπορική εκμετάλλευσή του μέσω της είσπραξης σχετικού αντιτίμου από τους χρήστες/καταναλωτές, και β) έργα με “πληρωμές διαθεσιμότητας”, τα οποία αφορούν συνήθως έργα παροχής υπηρεσιών κάποιου δημόσιου αγαθού (π.χ. σχολεία, φοιτητικές εστίες, αθλητικά κέντρα) και όπου οι αποπληρωμές πραγματοποιούνται απευθείας από το δημόσιο φορέα σε βάθος χρόνου μετά τη διαθεσιμότητα του έργου και βάσει προκαθορισμένων προδιαγραφών λειτουργίας. Στόχος των συνεργασιών είναι σε κάθε περίπτωση η ενεργοποίηση πόρων για την παροχή καλύτερων υπηρεσιών προς τους πολίτες.

Σε ένα σχήμα ΣΔΙΤ, ο ιδιωτικός φορέας φέρει ολόκληρο ή ένα μέρος από το κόστος υλοποίησης του έργου, καθώς και σημαντικό μέρος των κινδύνων που συνδέονται με την κατασκευή και τη λειτουργία του έργου. Η ορθολογική κατανομή και διαχείριση των κινδύνων έχει θεμελιώδη σημασία για τη ζωή του έργου, καθώς ο ιδιωτικός φορέας θα τιμολογήσει τις προσφερόμενες υπηρεσίες με βάση το ύψος των κινδύνων που έχει αναλάβει. Ο δημόσιος φορέας από την πλευρά του καθορίζει βάσει της σύμβασης μια δέσμη προδιαγραφών σχετικά με τα τεχνικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά του έργου και το μηχανισμό αποπληρωμής είτε μέσω πληρωμών που συνδέονται με τη διαθεσιμότητα του έργου είτε μέσω πληρωμών απευθείας από τους τελικούς χρήστες με τη μορφή τελών. Βασική αρχή των συμπράξεων μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα αποτελεί η επίτευξη οικονομικής αποδοτικότητας (value for money). Οι συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα πρέπει να είναι οικονομικώς βιώσιμα σχήματα για την προσέλκυση επενδύσεων από τον ιδιωτικό τομέα και υπάρχουν ήδη οδηγίες για το πώς πρέπει να επιλέγονται ώστε να αποτελέσουν “value for money”.<sup>2</sup>

#### Πλεονεκτήματα και προκλήσεις από την εφαρμογή έργων ΣΔΙΤ

Στη βιβλιογραφία υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επιστημονικών ερευνών που έχουν εξετάσει τα οφέλη από την εφαρμογή έργων ΣΔΙΤ.

**Πρώτον**, τα έργα ΣΔΙΤ επιτρέπουν στο δημόσιο τομέα να αξιοποιήσει περισσότερους οικονομικούς πόρους. Δεδομένου ότι δεν υπάρχει άμεση εκταμίευση δημόσιων πόρων, το δημόσιο χρέος δεν αυξάνεται και το κόστος της δημόσιας χρηματοδότησης μειώνεται, και αυτό με τη σειρά του επιτρέπει την ανακατανομή των πόρων για επενδύσεις σε άλλους τομείς δημόσιου ενδιαφέροντος που διαφορετικά δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν.

**Δεύτερον**, σε οποιοδήποτε σχήμα ΣΔΙΤ, ο ιδιωτικός φορέας αναλαμβάνει σημαντικό μέρος των συναφών κινδύνων. Επομένως, ο ιδιωτικός φορέας έχει συμφέρον να εξασφαλίσει το σωστό σχεδιασμό, την αποτελεσματική και εμπρόθεσμη υλοποίηση του έργου, αλλά και τα ποιοτικά εκείνα χαρακτηριστικά τα οποία θα διασφαλίσουν την ελαχιστοποίηση των αστοχιών κατά τη διάρκεια της λειτουργίας του έργου ή της παροχής των υπηρεσιών. Παράλληλα, η διαφοροποιημένη μορφή συμβάσεων-υποχρεώσεων, σε σχέση με τις τυπικές εργολαβικές συμβάσεις μεταξύ Δημοσίου και ιδιωτών, οδηγεί στον περιορισμό της δυνατότητας παρέκκλισης από τον αρχικό προϋπολογισμό των έργων προς όφελος του Δημοσίου, δίνοντας όμως τη δυνατότητα στον ιδιωτικό φορέα να καθορίσει τον τρόπο, τα μέσα και τους πόρους που θα χρησιμοποιήσει ώστε να παραδώσει το συμβατικά προδιαγεγραμμένο ποιοτικό αποτέλεσμα.

**Τρίτον**, ο εμπλεκόμενος ιδιωτικός φορέας φέρει την ευθύνη για την ορθή συντήρηση του έργου ή της υπηρεσίας. Για την παρακολούθηση του έργου χρησιμοποιούνται δείκτες απόδοσης, οι οποίοι συνδέονται με τους όρους και τις προϋποθέσεις πληρωμής που καθορίζονται στη σύμβαση. Στην περίπτωση που ορισμένοι στόχοι δεν εκπληρωθούν, τότε ο ιδιωτικός φορέας υπόκειται σε κυρώσεις (συνήθως μείωση ή παρακράτηση πληρωμών) οπότε έχει έτσι ένα ισχυρό κίνητρο να εξασφαλίσει μακροπρόθεσμα την αξιόπιστη λειτουργία του έργου και την παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας.

2 Βλ. μεταξύ άλλων: IMF (2006), “Public-Private Partnerships, Government Guarantees and Fiscal Risk”, OECD (2008), “Public-Private Partnerships: In Pursuit of Risk Sharing and Value for Money”, OECD (2012), “Principles for Public Governance of Public-Private Partnerships”, United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (ESCAP) (2011), “A Guidebook on Public-Private Partnership in Infrastructure”, European Investment Bank – EPEC (2011), “The Guide to Guidance – How to Prepare, Procure and Deliver PPP Projects”, World Bank (2017), “Public-Private Partnerships Reference Guide”.



**Τέταρτον**, ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των συμβάσεων ΣΔΙΤ έχει ως έμμεσο αποτέλεσμα τη δημιουργία βιώσιμων επιχειρήσεων. Ο στόχος είναι να εξασφαλιστεί όχι μόνο πρόσθετη χρηματοδότηση, αλλά και να αξιοποιηθούν αποτελεσματικά οι δυνατότητες του ιδιωτικού τομέα, όπως είναι η τεχνογνωσία, το εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό, καθώς και η καινοτόμος προσέγγιση και η ικανότητα διαχείρισης σύνθετων έργων για το κοινό όφελος.

**Πέμπτον**, τα έργα ΣΔΙΤ έχουν τη δυνατότητα να διαδραματίσουν θεμελιώδη ρόλο στην επίτευξη των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης. Η Ατζέντα 2030 των Ηνωμένων Εθνών για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη απαιτεί μια ανανεωμένη και ενισχυμένη παγκόσμια συνεργασία για αειφόρο ανάπτυξη και, όπως αναφέρει ο Στόχος 17, θα απαιτηθούν συνεργασίες σε όλα τα επίπεδα.

Οι συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα ολοένα κερδίζουν έδαφος τα τελευταία χρόνια, αλλά αντιμετωπίζουν αρκετά εμπόδια και προκλήσεις.<sup>3</sup> Εντούτοις, το πλήθος των επιτυχημένων έργων υποδομής τα οποία πραγματοποιήθηκαν με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα αυξάνεται, καθώς αυξάνεται και η εμπειρία στην αντιμετώπιση και αποτροπή προβλημάτων που προέκυψαν κατά την εφαρμογή των πρώτων συμβάσεων ΣΔΙΤ. Η εμπιστοσύνη στη χρήση μεθόδων συνεργασίας για τη χρηματοδότηση, την κατασκευή, τη λειτουργία και τη συντήρηση των υποδομών πράγματι αυξάνεται, ωστόσο όπως επισημαίνεται από τα Ηνωμένα Έθνη, οι χώρες θα πρέπει να εξασφαλίσουν το θεσμικό υπόβαθρο για τη δημιουργία, τη διαχείριση, την αξιολόγηση και την παρακολούθηση των έργων. Αυτές οι τέσσερις αλληλένδετες πτυχές εξασφαλίζουν ότι τα έργα ΣΔΙΤ αναλαμβάνονται για το “σωστό” λόγο, δηλαδή με στόχο τη βελτίωση της ποιότητας του παρεχόμενου έργου ή υπηρεσίας προς τους πολίτες και την αποτελεσματική μείωση του κόστους.<sup>4</sup> Ο σχεδιασμός ενός κατάλληλου νομικού πλαισίου είναι ζωτικής σημασίας για να καταστούν τα έργα ΣΔΙΤ αποτελεσματικά σχήματα.

Η οικοδόμηση επιτυχημένων εταιρικών σχέσεων είναι ταυτόσημη με την οικοδόμηση εμπιστοσύνης μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών φορέων. Δεδομένου ότι στις εταιρικές σχέσεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα είναι πολύ δύσκολο να επιτευχθεί ένας κοινός στόχος, η έμφαση πρέπει να δοθεί σε “συμπληρωματικούς στόχους”. Η ύπαρξη μη ευθυγραμμισμένων ή/και αντικρουόμενων στόχων και κινήτρων μεταξύ των εταίρων αναγνωρίζεται στη βιβλιογραφία ως ένας από τους λόγους για την αποτυχία των στρατηγικών εταιρικών σχέσεων. Επ’ αυτού οι κυβερνήσεις καλούνται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο. Θα πρέπει να δημιουργήσουν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για την ανάπτυξη εταιρικών σχέσεων μέσω θέσπισης σαφών προδιαγραφών και ακριβούς περιγραφής στόχων και, επιπλέον, θα πρέπει να διαθέτουν επαρκή ρυθμιστικά εργαλεία και μηχανισμούς αξιολόγησης μέσω των οποίων θα διασφαλίζεται ότι τα έργα προσφέρουν όντως ένα δημόσιο αγαθό με συμφέροντες όρους. Όσο πιο διαφανείς είναι οι στόχοι και όσο πιο προκαθορισμένα είναι τα προσδοκώμενα αποτελέσματα των έργων, τόσο πιο αποτελεσματική θα είναι η εταιρική σχέση.

### Έργα ΣΔΙΤ στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, τα τελευταία δέκα χρόνια, τα σχήματα ΣΔΙΤ έχουν συμβάλει αποφασιστικά στην υλοποίηση σημαντικών έργων σε διάφορους τομείς.<sup>5</sup> Συγκεκριμένα, το Ελληνικό Δημόσιο συμμετέχει σε 14 συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα διάφορων τύπων και μεγεθών, που μεταφράζονται σε επενδύσεις ύψους 822 εκατ. ευρώ για τα έτη 2009-2019, εκ των οποίων τα 318 εκατ. ευρώ αφορούν επιχορηγήσεις της ΕΕ και τα 504 εκατ. ευρώ αφορούν ιδιωτικά κεφάλαια.<sup>6</sup> Επιπλέον, 12 έργα ΣΔΙΤ βρίσκονται στο στάδιο της προετοιμασίας και έχουν ήδη εγκριθεί. Η έμφαση δίνεται σε τομείς με υψηλή κοινωνική προτεραιότητα, όπως είναι η διαχείριση αποβλήτων, η

3 Στη Λευκή Βίβλο για τις μεταφορές του 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτρέπει τα κράτη-μέλη στην προώθηση έργων ΣΔΙΤ, αλλά αναγνωρίζει παράλληλα ότι ο συγκεκριμένος μηχανισμός δεν είναι εξίσου κατάλληλος για όλα τα έργα. Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011), Λευκή Βίβλος, “Χάρτης πορείας για έναν Ενιαίο Ευρωπαϊκό Χώρο Μεταφορών – Για ένα ανταγωνιστικό και ενεργειακά αποδοτικό σύστημα μεταφορών”.

4 United Nations (2016), “Public-Private Partnerships and the 2030 Agenda for Sustainable Development: Fit for Purpose”, DESA Working Paper No. 148.

5 Ο ν. 3389/2005 αποτέλεσε την αφετηρία που άνοιξε το δρόμο της συνεργασίας δημόσιου και ιδιωτικού τομέα.

6 Σε αυτά περιλαμβάνονται ενδεικτικά 7 πυροσβεστικοί σταθμοί και 14 σχολικές μονάδες στην Αττική, το έργο για τη δημιουργία ενός ολοκληρωμένου συστήματος διαχείρισης απορριμμάτων του Νομού Σερρών, το έργο “Τηλεματική Αστικών Συγκοινωνιών Αττικής” και το έργο για το ηλεκτρονικό εισιτήριο για τις αστικές συγκοινωνίες στην Αττική <http://www.sdit.mnec.gr/>.

εξοικονόμηση ενέργειας (π.χ. έργα φωτισμού), οι υποδομές (π.χ. σχολεία και νοσοκομεία) και οι τεχνολογίες πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) (π.χ. το έργο Ultrafast Broadband), και σε έργα παραχώρησης που δεν επιβαρύνουν το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων.<sup>7</sup>

Την προσεχή διετία εκτιμάται ότι στην Ελλάδα οι επενδύσεις θα αυξηθούν σημαντικά. Τα έργα ΣΔΙΤ μπορούν να συντείνουν στην κινητοποίηση αποταμιευτικών πόρων και στην προσέλκυση ξένων επενδυτών. Η προώθηση των έργων αυτών δύναται να αποτελέσει βασικό μοχλό περιφερειακής ανάπτυξης, δημιουργίας θέσεων εργασίας, ταχύτερης και αποτελεσματικότερης αξιοποίησης των ανθρώπινων πόρων και ποιοτικής αναβάθμισης των δημόσιων υποδομών και υπηρεσιών. Η επίσπευση δε των έργων ΣΔΙΤ θα συμβάλει μεταξύ άλλων και στην κάλυψη του επενδυτικού κενού της ελληνικής οικονομίας, το οποίο φθάνει το 10% του ΑΕΠ σε ετήσια βάση.

### Προτεινόμενες δράσεις πολιτικής

Με βάση όσα προαναφέρθηκαν, οι δράσεις πολιτικής για την προώθηση των έργων ΣΔΙΤ θα πρέπει να περιλαμβάνουν κατ' ελάχιστον τα ακόλουθα:<sup>8</sup>

**Πρώτον**, θα πρέπει να δοθεί έμφαση στην ορθή διακυβέρνηση, στην ποιότητα των θεσμών, στο σεβασμό των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και στη δημιουργία ενός σταθερού και προβλέψιμου νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου.

**Δεύτερον**, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η δημιουργία του κατάλληλου επιχειρηματικού περιβάλλοντος, μέσα στο οποίο η ιδιωτική πρωτοβουλία θα λειτουργήσει αποτελεσματικά και, εκμεταλλευόμενη τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της χώρας, θα εξασφαλίσει διατηρήσιμη οικονομική μεγέθυνση. Μέχρι τώρα, το επιχειρηματικό περιβάλλον στην Ελλάδα δεν θεωρήθηκε φιλικό προς τις επενδύσεις, αλλά μάλλον τις αποθάρρυνε. Αυτό οφείλεται κυρίως στο συχνά μεταβαλλόμενο φορολογικό πλαίσιο, στους υψηλούς φορολογικούς συντελεστές, στη χαμηλή αποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα, στη γραφειοκρατία και στις καθυστερήσεις στην απονομή της δικαιοσύνης. Εάν η Ελλάδα επιθυμεί να προσελκύσει περισσότερες ξένες άμεσες επενδύσεις, τότε θα πρέπει να εντείνει το ρυθμό των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την αντιμετώπιση των παραπάνω παθογενειών. Συνδυαστικά θα συνέβαλλε και η επίσπευση των ιδιωτικοποιήσεων.

**Τρίτον**, ο θεσμός των ΣΔΙΤ θα μπορούσε να ενισχυθεί και σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινωνική ασφάλιση και να συμβάλει στην αποτελεσματικότερη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου. Το μοντέλο ΣΔΙΤ στην υγεία και στην κοινωνική ασφάλιση έχει ήδη εφαρμοστεί σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες και αλλού (π.χ. σχεδιασμός και κατασκευή νοσοκομείων, διοίκηση και διαχείριση δημόσιων νοσοκομείων, παροχή υπηρεσιών ιατρικής φροντίδας, παροχή υποστηρικτικών υπηρεσιών όπως σίτιση και καθαριότητα, εκσυγχρονισμός υπηρεσιών κοινωνικής ασφάλισης).<sup>9</sup> Ο τομέας της υγείας αποτελεί σήμερα μια από τις μεγαλύτερες δημοσιονομικές προκλήσεις στις ανεπτυγμένες κοινωνίες, με τις δαπάνες υγείας να αυξάνονται ραγδαία. Μέσω των σχημάτων ΣΔΙΤ οι ιδιωτικοί πόροι συμπληρώνουν τους δημόσιους, και ο δε ιδιωτικός τομέας εποπτεύεται, ελέγχεται και αδειοδοτείται από το Δημόσιο. Επιπλέον, το ελληνικό κράτος, για ιστορικούς λόγους, κατέχει ακίνητη περιουσία σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι τα υπόλοιπα κράτη του ΟΟΣΑ ή τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Αυτά τα ακίνητα του Δημοσίου θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την έναρξη μεγάλων επενδυτικών σχεδίων (καθώς και για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων), με τη μορφή μακροχρόνιας εκμίσθωσης σε ιδιώτες επενδυτές που θα αναλάβουν να τα διαμορφώσουν και να τα αξιοποιήσουν.

7 Ειδική Γραμματεία Συμπράξεων Δημοσίου-Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ), Υπουργείο Οικονομίας, Υποδομών, Ναυτιλίας και Τουρισμού. <http://www.sdit.mnec.gr/>.

8 Βλ. Γ. Στουρνάρας, "Building Public-Private Partnerships", ομιλία στο συνέδριο υψηλού επιπέδου που διοργανώθηκε στη Λωζάννη με θέμα την ανταγωνιστικότητα, με την ευκαιρία της 30ής επετείου από την έναρξη λειτουργίας του IMD World Competitiveness Center, 4.10.2019.

9 Σχήματα ΣΔΙΤ στον τομέα της υγείας και της κοινωνικής ασφάλισης έχουν εφαρμοστεί μεταξύ άλλων στη Βρετανία, στην Ισπανία, στην Πορτογαλία, στη Γερμανία, στη Δανία, στη Σουηδία, στον Καναδά και στην Αυστραλία. Βλ. για παράδειγμα ΙΝΕΓΣΕΕ (2015), "Υγεία και μακροχρόνια φροντίδα στην Ελλάδα".

**Τέταρτον**, η αξιοποίηση τεχνολογικών εφαρμογών θα μπορούσε να συμβάλει θετικά στην ενίσχυση των ΣΔΙΤ. Η χρήση των ΤΠΕ διευκολύνει τις συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα, διότι καταργεί πολλούς από τους φυσικούς περιορισμούς. Η σχέση μεταξύ ΣΔΙΤ και ΤΠΕ μπορεί συνεπώς να περιγραφεί ως συμβιωτική. Οι ΤΠΕ παρέχουν δυνατότητες που μπορούν να αξιοποιηθούν για την προσφορά καλύτερων υπηρεσιών στους πολίτες σε τομείς υψίστης σπουδαιότητας για τη ζωή τους, όπως η παιδεία, οι μεταφορές, η δημόσια ασφάλεια, η υγειονομική περίθαλψη και η κοινωνική φροντίδα. Για να βελτιωθεί ο τρόπος παροχής αυτών των δημόσιων υπηρεσιών, οι κυβερνήσεις μπορούν να συνεργαστούν με ιδιωτικές εταιρίες για την ανάπτυξη πρωτοβουλιών όπως η ηλεκτρονική διακυβέρνηση, η τηλεϊατρική και οι “έξυπνες” μεταφορές.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V

### ΜΕΤΡΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Τα μέτρα φορολογικής πολιτικής που ελήφθησαν κατά το 2019<sup>1</sup> αφορούν κυρίως φορολογικές ελαφρύνσεις για το σύνολο των νοικοκυριών, τις επιχειρήσεις και τους ιδιοκτήτες ακινήτων. Οι κυριότερες από τις νέες φορολογικές διατάξεις περιλαμβάνουν τον επανακαθορισμό της κλίμακας φορολογίας εισοδήματος, τη μείωση του φορολογικού συντελεστή των κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα των νομικών προσώπων και των αγροτικών συνεταιρισμών, τη μείωση του φόρου στα μερίσματα, τη μείωση του ΦΠΑ βασικών ειδών διατροφής και υπηρεσιών εστίασης, βρεφικών ειδών κ.ά., την ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και τη μείωση του ΕΝΦΙΑ. Αναλυτικότερα:

Με το ν. **4611/2019**<sup>2</sup> του Μαΐου μεταξύ άλλων προβλέπονται:

- Η δυνατότητα ρύθμισης οφειλών προς τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, τη φορολογική διοίκηση και τους ΟΤΑ α' βαθμού που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες έως και τις 31.12.2018, σε έως και 120 μηνιαίες δόσεις, καθώς και απαλλαγές από τις προσαυξήσεις και τους τόκους εκπρόθεσμης καταβολής.
- Η μετάταξη σε μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ 13%, από 24%, βασικών ειδών διατροφής και υπηρεσιών εστίασης (με εξαίρεση τη διάθεση αλκοολούχων και μη αλκοολούχων ποτών, χυμών και ροφημάτων).
- Η μείωση από 13% σε 6% του συντελεστή του φόρου για την ηλεκτρική ενέργεια, το φυσικό αέριο και την τηλεθέρμανση.

Με διάταξη του ν. **4613/2019**<sup>3</sup> του Μαΐου επαναπροσδιορίστηκε το ύψος της μείωσης του ΕΝΦΙΑ για ακίνητη περιουσία φυσικών προσώπων άνω των 60.000 ευρώ.<sup>4</sup> Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι, στην περίπτωση που το ποσό της μείωσης κατά 30% είναι μικρότερο ή ίσο με 100 ευρώ, αυτή θα λαμβάνεται ολόκληρη, ενώ παράλληλα αυξάνεται ο αριθμός των υποχρέων που θα επωφεληθούν από 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.

Τον Ιούνιο ψηφίστηκε ο ν. **4618/2019**,<sup>5</sup> ο οποίος προβλέπει την κατάργηση της μείωσης του αφορολόγητου ορίου στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων (ΦΕΦΠ) από το 2020, αλλά και την κατάργηση των αντισταθμιστικών μέτρων, όπως η μείωση του συντελεστή ΦΕΦΠ και της εισφοράς αλληλεγγύης, που είχαν νομοθετηθεί το 2017 με το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021.<sup>6</sup>

1 Τα φορολογικά μέτρα μέχρι τον Ιανουάριο του 2019 περιγράφονται στην *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018*, σελ. 191-194.

2 "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".

3 "Κύρωση της σύμβασης δωρεάς μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου, του Γενικού Νοσοκομείου Παίδων Πεντέλης και των συνεκτελεστών της διαθήκης της Ελισάβετ Παπαγιαννοπούλου και άλλες διατάξεις".

4 Τροποποιούνται οι διατάξεις του ν. 4223/2013. Είχε προηγηθεί τροποποίησή του το Δεκέμβριο του 2018 με το ν. 4579/2018. Βλ. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018*, σελ. 193.

5 "Κύρωση των επιμέρους συμβάσεων για τα έργα V και VI της από 6.9.2018 Σύμβασης Δωρεάς μεταξύ του Ιδρύματος 'Κοινωφελές Ίδρυμα Σταύρος Σ. Νιάρχος' και του Ελληνικού Δημοσίου για την ενίσχυση και αναβάθμιση των υποδομών στον τομέα της Υγείας και άλλες διατάξεις".

6 Βλ. προγενέστερο νόμο 4472/2017, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2017*, σελ. 179.

Με την υπουργική απόφαση Α.1229/2019<sup>7</sup> του Ιουνίου παρατείνεται από 1.7.2019 έως και 31.12.2019 η μείωση κατά 30% των συντελεστών του ΦΠΑ για τα νησιά Λέρο, Λέσβο, Κω, Σάμο και Χίο. Στη συνέχεια, με την υπουργική απόφαση Α.1470/2019 του Δεκεμβρίου παρατείνεται η μείωση από 1.1.2020 έως και 30.6.2020.<sup>8</sup>

Με το ν. **4621/2019**<sup>9</sup> του Ιουλίου τροποποιείται εκ νέου ο ν. 4223/2013 ως προς τη μείωση του ΕΝΦΙΑ και διευρύνεται η δυνατότητα υπαγωγής στη ρύθμιση βεβαιωμένων φορολογικών οφειλών. Συγκεκριμένα:

- Επαναπροσδιορίζεται, ειδικά για το 2019, η προβλεπόμενη μείωση του συνολικού ποσού του ΕΝΦΙΑ φυσικών προσώπων. Ειδικότερα, χορηγείται ποσοστιαία έκπτωση στο συνολικό (κύριο και συμπληρωματικό) φόρο φυσικών προσώπων ανάλογα με τη συνολική αξία της ακίνητης περιουσίας, από την οποία εξαιρείται η αξία των γηπέδων εκτός σχεδίου πόλης ή οικισμού.
- Τροποποιούνται οι διατάξεις του ν. 4611/2019 σχετικά με τη ρύθμιση βεβαιωμένων οφειλών προς τη φορολογική διοίκηση,<sup>10</sup> παρέχοντας ευνοϊκά κίνητρα προς τους φορολογούμενους. Μεταξύ άλλων, διευκρινίζεται ότι η ρύθμιση αυτή είναι η τελευταία, διευρύνεται η δυνατότητα υπαγωγής στη ρύθμιση σε περισσότερα νομικά πρόσωπα ή νομικές οντότητες κερδοσκοπικού χαρακτήρα, μειώνεται το ποσό της ελάχιστης μηνιαίας δόσης από 30 σε 20 ευρώ και μειώνεται από 5% σε 3% ο τόκος επιβάρυνσης των βασικών υπό ρύθμιση οφειλών.

Με το ν. **4646/2019**<sup>11</sup> του Δεκεμβρίου θεσμοθετήθηκαν οι φορολογικές παρεμβάσεις που προβλέπονταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020. Ειδικότερα:

- Επανακαθορίζεται η κλίμακα συντελεστών φορολογίας εισοδήματος για μισθωτούς, συνταξιούχους, ελεύθερους επαγγελματίες και αγρότες για τα εισοδήματα που αποκτώνται στα φορολογικά έτη που αρχίζουν από 1.1.2020 με συντελεστές 9%, 22%, 28%, 36% και 44%.<sup>12</sup> Στη νέα φορολογική κλίμακα φορολογούνται και τα χαμηλά εισοδήματα (πραγματικό εισόδημα μέχρι 6.000 ευρώ και τεκμαρτό μέχρι 9.500 ευρώ), εφόσον τα φυσικά πρόσωπα δεν ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα. Η κλίμακα διαμορφώνεται ως εξής:

**Κλίμακα φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων για όλους τους φορολογούμενους  
για τα εισοδήματα που αποκτώνται από 1.1.2020**

(ποσά σε ευρώ)

Κλίμακιο εισοδήματος	Φορολογικός συντελεστής	Φόρος κλιμακίου	Συνολικό εισόδημα	Συνολικός φόρος
Έως 10.000	9%	900	10.000	900
Επόμενα 10.000	22%	2.200	20.000	3.100
Επόμενα 10.000	28%	2.800	30.000	5.900
Επόμενα 10.000	36%	3.600	40.000	9.500
Υπερβάλλον	44%		>40.000	

7 “Παράταση μείωσης συντελεστών ΦΠΑ για τα νησιά Λέρο, Λέσβο, Κω, Σάμο και Χίο”.

8 Αρχικά, με διάταξη του ν. 4336/2016, προβλεπόταν η πλήρης κατάργηση των μειωμένων συντελεστών του ΦΠΑ σε όλα τα νησιά έως το τέλος του 2016. Με διάταξη του μεταγενέστερου ν. 4446/2016 αναστάλη μέχρι το τέλος του 2017 η κατάργηση της μείωσης των συντελεστών ΦΠΑ για τα νησιά των νομών Λέσβου, Χίου, Δωδεκανήσου (με εξαίρεση τη Ρόδο και την Κάλυμνο) και Σάμου, καθώς και για τη Σαμοθράκη. Με διάταξη του ν. 4509/2017 το μέτρο των μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ για τα νησιά Λέρο, Λέσβο, Κω, Σάμο και Χίο παρατάθηκε αρχικά μέχρι τις 30.6.2018 και στη συνέχεια, με διάταξη του ν. 4576/2018, μέχρι τις 31.12.2018. Με την υπουργική απόφαση 2/95717 του 2018 παρατάθηκε η μείωση μέχρι τις 30.6.2019.

9 “Μείωση ΕΝ.Φ.Ι.Α. και βελτιώσεις στη ρύθμιση οφειλών προς τη Φορολογική Διοίκηση του ν. 4611/2019 (Α’ 73) και άλλες διατάξεις”.

10 Βλ. υποσημείωση 2.

11 “Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο”.

12 Οι φορολογικοί συντελεστές της προγενέστερης κλίμακας (ν. 4387/2016) είχαν ως εξής: 22% για εισοδήματα από 0-20.000 ευρώ, 29% για 20.001-30.000, 37% για 30.001-40.000 και 45% για 40.001 και πάνω. Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016, σελ. 168.



- Μειώνεται ο φορολογικός συντελεστής των κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα στο 24% από 28% για το 2019 και εφεξής. Επίσης μειώνεται από 13% σε 10% ο φορολογικός συντελεστής των κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα των αγροτικών συνεταιρισμών και των νομικών οντοτήτων που αναγνωρίζονται από το Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων ως ομάδες και οργανώσεις παραγωγών.<sup>13</sup>
- Μειώνεται η προκαταβολή φόρου εισοδήματος στο 95% του φόρου που προκύπτει για τα νομικά πρόσωπα για το φορολογικό έτος 2018.
- Μειώνεται η ετήσια έκπτωση φόρου εισοδήματος από τα 1.900 ευρώ στα 777 ευρώ για τους μισθωτούς και τους συνταξιούχους χωρίς εξαρτώμενα τέκνα. Η έκπτωση του φόρου ανέρχεται σε 810 ευρώ για τους φορολογούμενους με ένα εξαρτώμενο τέκνο, σε 900 ευρώ για δύο εξαρτώμενα τέκνα, σε 1.120 ευρώ για τρία εξαρτώμενα τέκνα και σε 1.340 ευρώ για τέσσερα εξαρτώμενα τέκνα. Για κάθε επιπλέον εξαρτώμενο τέκνο μετά το τέταρτο, η μείωση του φόρου αυξάνεται κατά 220 ευρώ. Εάν το ποσό του φόρου είναι μικρότερο των ποσών αυτών, η μείωση του φόρου περιορίζεται στο ποσό του αναλογούντος φόρου. Επίσης, προβλέπεται σταδιακή μείωση της ισχύουσας κατά περίπτωση έκπτωσης φόρου κατά 20 ευρώ για κάθε 1.000 ευρώ εισοδήματος για φορολογητέα εισοδήματα από μισθωτές υπηρεσίες και συντάξεις πάνω από 12.000 ευρώ. Η ρύθμιση δεν ισχύει για πολύτεκνους με πέντε εξαρτώμενα τέκνα και πάνω.
- Το απαιτούμενο ποσό δαπανών με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής ορίζεται σε ποσοστό 30% του πραγματικού εισοδήματος από μισθωτή εργασία, συντάξεις και επιχειρηματική δραστηριότητα και μέχρι 20.000 ευρώ δαπανών. Στον υπολογισμό του πραγματικού εισοδήματος δεν περιλαμβάνεται το ποσό της εισφοράς αλληλεγγύης. Καθιερώνεται φορολογικός συντελεστής 22% για τη θετική διαφορά μεταξύ του απαιτούμενου και του δηλωθέντος ποσού δαπανών με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής. Το απαιτούμενο ποσό δαπανών μειώνεται σε 20% για ορισμένες κατηγορίες φορολογουμένων (όπως σε περίπτωση που οι δαπάνες που έχουν πραγματοποιηθεί και αφορούν καταβολές φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων και ΕΝΦΙΑ, δανειακές υποχρεώσεις προς χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ενοίκια υπερβαίνουν το 60% του πραγματικού εισοδήματος), ενώ για κάποιους φορολογούμενους αναστέλλεται εντελώς (π.χ. για άτομα άνω των 70 ετών, άτομα με ποσοστό αναπηρίας 80% και πάνω, για φορολογικούς κατοίκους αλλοδαπής με υποχρέωση υποβολής δήλωσης στην Ελλάδα κ.ά.).
- Προστίθενται στις μη εκπιπτόμενες επιχειρηματικές δαπάνες και οι δαπάνες ενοικίων, εφόσον η εξόφλησή τους δεν έχει πραγματοποιηθεί με τη χρήση ηλεκτρονικών μέσων πληρωμής.
- Απαλλάσσονται από την εισφορά αλληλεγγύης τα εισοδήματα των φυσικών προσώπων που παρουσιάζουν αναπηρίες κάθε μορφής σε ποσοστό από 80% και άνω.
- Μειώνεται ο ΦΠΑ για βρεφικά είδη (παρασκευάσματα για τη διατροφή βρεφών και παιδιών, απορροφητικές πάνες και καθίσματα αυτοκινήτου για παιδιά), καθώς και για τα κράνη των δικυκλιστών από 24% στο 13%.
- Ορίζεται ότι το εισόδημα που προκύπτει για έναν εργαζόμενο ή εταίρο ή μέτοχο σε νομικό πρόσωπο, με τη μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης απόκτησης μετοχών (stock options), αποτελεί εισόδημα από υπεραξία και φορολογείται αυτοτελώς με συντελεστή 15%, εφόσον οι μετοχές μεταβιβαστούν μετά τη συμπλήρωση 24 μηνών από την απόκτηση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Το ως άνω εισόδημα φορολογείται με συντελεστή 5% όταν προκύπτει από νεοσύστατες μικρές ή πολύ μικρές επιχειρήσεις υπό τους προβλεπόμενους όρους.
- Μειώνεται ο συντελεστής φορολόγησης των μερισμάτων από το 10% στο 5%.
- Αναστέλλεται η επιβολή ΦΠΑ 24% στις μεταβιβάσεις ακινήτων κατά τα οικονομικά έτη 2020-2022 για οικοδομές με άδεια από 1.1.2006.

13 Άρθρο 27 του Κανονισμού της ΕΕ 1305/2013.

- Αναστέλλεται μέχρι 31.12.2022 η φορολόγηση της υπεραξίας μεταβίβασης με επαχθή αιτία ακίνητης περιουσίας που προβλέπεται από το άρθρο 41 του ν. 4172/2013.<sup>14</sup>
- Χορηγείται έκπτωση φόρου λόγω δαπανών για ενεργειακή, λειτουργική και αισθητική αναβάθμιση κτιρίων. Οι δαπάνες αυτές, με συνολικό ανώτατο όριο τα 16.000 ευρώ, μειώνουν ισόποσα κατανεμημένες σε περίοδο 4 ετών, σε ποσοστό 40% του ύψους τους, το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων. Απαραίτητη προϋπόθεση για τη μείωση φόρου είναι η έκδοση νόμιμων παραστατικών (αποδείξεων, τιμολογίων) και η εξόφληση των δαπανών με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής ή μέσω παρόχου υπηρεσιών πληρωμών.
- Αυξάνεται ο μέγιστος αριθμός των μηνιαίων δόσεων της πάγιας ρύθμισης οφειλών από 12 σε 24 και σε ειδικές περιπτώσεις έκτακτων οφειλών (όπως φόροι κληρονομιάς ή φόροι που βεβαιώνονται έπειτα από έλεγχο) από 24 σε 48. Οι βεβαιωμένες οφειλές εντάσσονται στη ρύθμιση ανεξάρτητα από το αν έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες ή όχι και υπό την προϋπόθεση ότι δεν έχουν υπαχθεί σε ρύθμιση η οποία κατά την 1.11.2019 ήταν σε ισχύ. Υπάγονται εφεξής στη ρύθμιση και οι οφειλές στα ελεγκτικά κέντρα και τα τελωνεία. Για τη ρύθμιση έκτακτων φορολογικών οφειλών το πλήθος των δόσεων προκύπτει με βάση εισοδηματικά κριτήρια και ανάλογα με τον αριθμό των τέκνων που βαρύνουν το φορολογούμενο υπό τον περιορισμό της ελάχιστης μηνιαίας δόσης των 30 ευρώ. Επαναπροσδιορίζεται ο τρόπος υπολογισμού των τόκων και προσαυξήσεων εκπρόθεσμης καταβολής της υπό ρύθμισης βασικής οφειλής. Στους οφειλέτες που είναι συνεπείς στην εκπλήρωση της ρύθμισης μέχρι το πέρας αυτής, επιστρέφεται το 25% των τόκων που επιβάρυναν τη ρυθμιζόμενη οφειλή.
- Δίνονται κίνητρα για τη μεταφορά της φορολογικής κατοικίας στην Ελλάδα σε φυσικά πρόσωπα που επιθυμούν να επενδύσουν ποσά άνω των 500.000 ευρώ. Παρέχεται η δυνατότητα σε φορολογούμενο φυσικό πρόσωπο που μεταφέρει τη φορολογική κατοικία στην Ελλάδα να υπαχθεί σε εναλλακτικό τρόπο φορολόγησης για το εισόδημα που προκύπτει στην αλλοδαπή, εφόσον πληρούνται οι οριζόμενες προϋποθέσεις. Σε περίπτωση που γίνει δεκτή η υπαγωγή του στον εναλλακτικό τρόπο φορολόγησης, το φυσικό πρόσωπο καταβάλλει φόρο κατ' αποκοπή 100.000 ευρώ για κάθε φορολογικό έτος και 20.000 ευρώ για κάθε συγγενικό του πρόσωπο στο οποίο κατ' αίτησή του επεκτείνεται αυτό το καθεστώς.
- Απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος οι τόκοι εταιρικών ομολογιών εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά. Ισχύει για τόκους αποκτώμενους από φυσικά πρόσωπα που δεν είναι φορολογικοί κάτοικοι Ελλάδος, αλλά και για νομικά πρόσωπα που δεν είναι φορολογικοί κάτοικοι Ελλάδος και δεν διατηρούν στην Ελλάδα μόνιμη εγκατάσταση. Επίσης, εξαιρούνται από την υποχρέωση επιβολής εισφοράς αλληλεγγύης τα φυσικά πρόσωπα που δεν είναι φορολογικοί κάτοικοι Ελλάδος, για το εισόδημα από τόκους κρατικών ομολόγων και εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και για το εισόδημα από τόκους εταιρικών ομολογιών.
- Διαγράφονται από τη φορολογική διοίκηση βεβαιωμένες ανείσπρακτες οφειλές στις Δ.Ο.Υ. έως 1 ευρώ υπόλοιπο ανά βασική οφειλή και υπόλοιπα βεβαιωμένων βασικών οφειλών έως 10 ευρώ, συνολικά ανά οφειλέτη, φυσικό ή νομικό πρόσωπο, που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες μέχρι την ημερομηνία κατάθεσης του νόμου.
- Τροποποιούνται και συμπληρώνονται διατάξεις του ν. 2961/2001<sup>15</sup> σχετικά με τη φορολογία κληρονομιών, δωρεών, γονικών παροχών, προικών και κερδών από τυχερά παίγνια. Ειδικότερα, διαγράφεται ο όρος "προίκα" και οι λοιποί σχετικοί όροι στον τίτλο και σε όλες τις επιμέρους διατάξεις του Κώδικα και καταργούνται οι σχετικές διατάξεις, επικαιροποιείται το νομοθετικό πλαίσιο σχετικά με το χρόνο γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης και για την

<sup>14</sup> "Φορολογία εισοδήματος, επείγοντα μέτρα εφαρμογής του ν. 4046/2012, του ν. 4093/2012 και του ν. 4127/2013 και άλλες διατάξεις". Με διάταξη του ν. 4509/2017 η εφαρμογή του είχε ανασταλεί έως τις 31.12.2018, ενώ με διάταξη του ν. 4583/2018 είχε ανασταλεί και για το έτος 2019.

<sup>15</sup> "Κύρωση του Κώδικα Διατάξεων Φορολογίας Κληρονομιών, Δωρεών, Γονικών Παροχών, Προικών και Κερδών από Τυχερά Παίγνια".

επιβολή του αντίστοιχου φόρου παύει να θεωρείται ως δωρεά η κτήση περιουσίας που συνιστά εισόδημα κατά τις διατάξεις του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος.

- Εξαιρούνται από την καταβολή του ειδικού ετήσιου φόρου 15% επί της αξίας των ακινήτων και οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ).
- Επιβάλλεται τέλος υπέρ του Δημοσίου σε όλα τα υπό ελληνική σημαία αλιευτικά πλοία και πλοιάρια, καθώς και στα ρυμουλκά των οποίων ο χρόνος δραστηριοποίησης σε υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών δεν υπερβαίνει το 50% του συνολικού χρόνου δραστηριοποίησής τους.
- Επανακαθορίζονται θέματα σχετικά με τη φορολογία πλοίων υπό ξένη σημαία. Ειδικότερα, στις εταιρίες τις οποίες βαρύνει ο οριζόμενος φόρος προστίθενται και οι ναυλώτριες εταιρίες γυμνού πλοίου ή οι μισθώτριες εταιρίες πλοίων υπό χρηματοδοτική μίσθωση ή οι εταιρίες στις οποίες ανήκει η κυριότητα του πλοίου για τα πλοία υπό ξένη σημαία.

Τέλος, με το ν. **4664/2020**<sup>16</sup> διευρύνονται οι περιπτώσεις ειδικών απαλλαγών από το ΦΠΑ με την προσθήκη νέας η οποία αφορά στην παράδοση αγαθών και παροχών υπηρεσιών που αφορούν δωρεές, στο πλαίσιο σύμβασης δωρεάς που συνάπτονται με φορέα του δημόσιου τομέα ή με ΝΠΙΔ που έχουν συσταθεί με ειδικό νόμο για το δημόσιο συμφέρον ή με άλλες οντότητες που εποπτεύονται από τους παραπάνω φορείς.

16 "Κύρωση της από 24.12.2019 Π.Ν.Π. 'Κατεπείγουσες ρυθμίσεις για την αύξηση του ποσού του Κοινωνικού Μέρισματος για το έτος 2019, την παράταση ισχύος του εξωδικαστικού μηχανισμού ρύθμισης οφειλών και την παράταση της προθεσμίας κατάργησης Υποθηκοφυλακείων και Κτηματολογικών Γραφείων' (Α' 212) και άλλες διατάξεις".

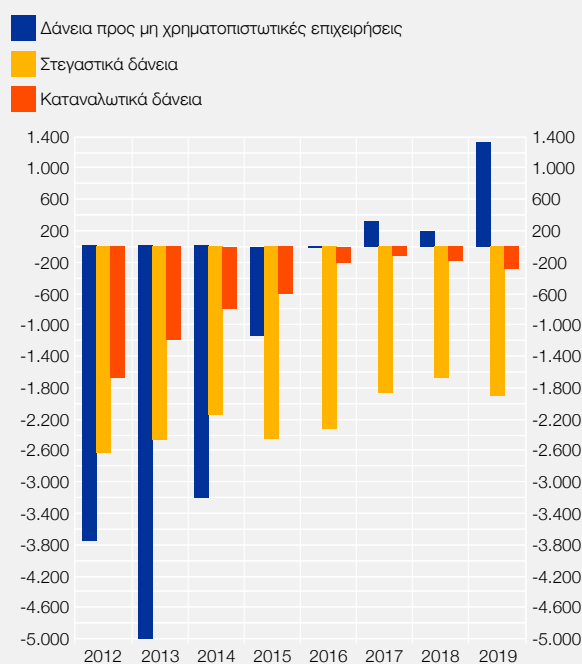


Ο περιορισμός του ακόμη πολύ υψηλού αποθέματος μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί βασική πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα. Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής” θα συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του αποθέματος αυτού. Το εν λόγω σχέδιο αναμένεται, σε επόμενο στάδιο και αφού αξιολογηθούν τα αποτελέσματά του, να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος.

Το 2019 εξακολούθησε η ανάκαμψη της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VI.1), ωστόσο το εύρος της παραμένει, όπως και κατά το 2018, σχετικά περιορισμένο, αφορά δηλαδή κυρίως τις μεγάλες επιχειρήσεις. Είναι σκόπιμο η αναζωογόνηση της τραπεζικής πίστης να επηρεάσει περισσότερο τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους και τελικά να επεκταθεί και στα νοικοκυριά. Βεβαίως, τα τελευταία έτη τα ονομαστικά επιτόκια τραπεζικού δανεισμού αυξάνονται για τα νοικοκυριά, ενώ υποχωρούν για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Μάλιστα, κατά το 2019 η εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού ήταν ευνοϊκότερη για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, με τη βοήθεια και της στήριξης από δημόσιους πόρους που παρέχουν φορείς όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Επίσης, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα σημείωσαν άνοδο, με ελαφρά επιταχυνόμενο ρυθμό για τις καταθέσεις των νοικοκυριών και επιβραδυνόμενο για τις καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Υποχώρηση, και μάλιστα σημαντικού μεγέθους, κατέγραψαν οι καταθέσεις του Δημοσίου στις εμπορικές τράπεζες.

**Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά (2012 - 2019)**

(ετήσια σωρευτική καθαρή ροή, εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το 2019 συντελέστηκε περαιτέρω πρόοδος ως προς τη μείωση του υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων, που συνιστά τη βασική πρόκληση στο τραπεζικό σύστημα. Σε σχέση με το μέγιστο καταγραφέν ύψος (Μάρτιος 2016) το εν λόγω υπόλοιπο έχει περιοριστεί κατά 39,2 δισεκ. ευρώ, δηλαδή άνω του 1/3. Οι τράπεζες στοχεύουν σε διαμόρφωση του μεριδίου των μη εξυπηρετούμενων στο σύνολο των δανείων κάτω του 20% μέχρι το τέλος του 2021. Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής”, το οποίο έχει καταρτίσει η κυβέρνηση, θα συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού αυτού. Το εν λόγω σχέδιο αναμένεται, σε επόμενο στάδιο και αφού αξιολογηθούν τα αποτελέσματά του, να

<sup>1</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 6.3.2020.

πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος. Η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος, εκτός από το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αντιμετωπίζει και το ζήτημα που προκύπτει από τη σημερινή κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών, με την αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (DTC) να αποτελεί δυσανάλογα μεγάλο μέρος των συνολικών κεφαλαίων.

Όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, το 2019 η περιστολή των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους τραπεζικούς ισολογισμούς επιτεύχθηκε κυρίως με πωλήσεις και διαγραφές δανείων, ενώ περιορισμένη απόδοση είχαν οι στρατηγικές είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων και αναδιάρθρωσης δανείων. Επίσης, εξακολούθησε να παρατηρείται το φαινόμενο δανειοδοτήσεις για τις οποίες έχει συνομολογηθεί ρύθμιση για τους δανειολήπτες γρήγορα να περιπίπτουν και πάλι σε καθυστέρηση. Τέλος, όσον αφορά την κερδοφορία και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, και τα δύο αυτά μεγέθη βελτιώθηκαν το εννεάμηνο του 2019 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

Η έστω και μερική απάλυνση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων συνέβαλε σε κάποια βελτίωση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης στην ελληνική οικονομία. Συγκεκριμένα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής της επιχειρηματικής πίστης (εκτός επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα) είχε θετικό πρόσημο κατά το 2019, σε αντίθεση με ό,τι συνήθως παρατηρείτο κατά τα προηγούμενα έτη. Επισημαίνεται όμως ότι η εικόνα αυτή αφορά κυρίως τις μεγάλες επιχειρήσεις. Η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης βελτιώθηκε σε σύγκριση με το παρελθόν και για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, αλλά οι εκταμιεύσεις νέων τραπεζικών δανείων για αυτές τις επιχειρήσεις συνέχισαν να υπολείπονται των αποπληρωμών των υφιστάμενων χρεών τους προς το τραπεζικό σύστημα (αρνητική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης). Οι σχετικές έρευνες πεδίου SAFE και Banking Lending Survey δείχνουν αύξηση της ζήτησης και της προσφοράς, όπως και βελτίωση για τους πιστούχους των όρων χορήγησης επιχειρηματικής πίστης έναντι των προηγούμενων ετών (βλ. Πλαίσια VI.1 και VI.2).

Επίσης πρέπει να σημειωθεί ότι η ακαθάριστη ροή τραπεζικών πιστώσεων δεν αυξήθηκε το 2019 έναντι του 2018 ούτε για τις μεγάλες ούτε για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, αν και ήταν αυξημένη έναντι των δύο αμέσως προηγούμενων ετών. Τούτο σημαίνει ότι η βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών το 2019 οφείλεται εν μέρει στο γεγονός ότι και οι αποπληρωμές χρεολυσίων εκ μέρους των επιχειρήσεων ήταν μικρότερες από ό,τι το 2018. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια και την καταναλωτική πίστη, τόσο η καθαρή ροή όσο και ο ρυθμός ετήσιας μεταβολής έλαβαν αρνητικές τιμές και κατά το 2019. Πάντως, η ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης προς νοικοκυριά σημείωσε μικρή άνοδο, αλλά το υπόλοιπο των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια υποχώρησε. Η αναμενόμενη επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης και της εξυγίανσης των ισολογισμών των τραπεζών από μη εξυπηρετούμενα δάνεια θα επιτρέψει η παρατηρηθείσα κατά το 2019 (και το προηγούμενο έτος) αναζωογόνηση της πιστοδότησης των μεγάλων επιχειρήσεων να εξαπλωθεί στις μικρότερες επιχειρήσεις και τελικά και στα νοικοκυριά.

Το 2019 συνεχίστηκε η καθοδική τάση των επιτοκίων τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, με μειωμένο όμως ρυθμό σε σύγκριση με το παρελθόν. Μάλιστα, οι μεγαλύτερες μειώσεις αφορούσαν τις σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις, αναδεικνύοντας την ευεργετική για το κόστος χρηματοδότησης επίδραση των προγραμμάτων του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και διαδικασιών αντίστοιχων με αυτές που διενεργούσε στο παρελθόν το ΕΤΕΑΝ. Εντούτοις, σε πραγματικούς όρους το επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκε έναντι του 2018. Αύξηση σημείωσαν επίσης τα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων και η απόκλισή τους από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ διευρύνθηκε, ιδίως όσον αφορά τη στεγαστική πίστη.

Η ενιαία νομισματική πολιτική δημιουργεί κατάλληλες συνθήκες για μείωση των επιτοκίων τραπεζικού δανεισμού και στη χώρα μας. Οι παράγοντες ωστόσο που ασκούν ανοδική πίεση στα



τραπεζικά επιτόκια είναι ο εναπομένων πιστωτικός κίνδυνος εν γένει και ειδικότερα το υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων, δηλ. το απόθεμα στοιχείων ενεργητικού που δεν γεννούν αποδόσεις και ταμειακές ροές για τις τράπεζες. Η οικονομική ανάπτυξη και οι στρατηγικές εξυγίανσης των τραπεζικών ισολογισμών θα περιορίσουν την επίδραση των προαναφερόμενων παραγόντων.

Η εξέλιξη των τραπεζικών καταθέσεων των νοικοκυριών ήταν ευνοϊκότερη το 2019 από ό,τι το 2018, σε συνέπεια με την επιτάχυνση του διαθέσιμου εισοδήματος. Αντιθέτως, η δυναμική των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων εξασθένησε, σε συνέπεια με τη μείωση του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος των επιχειρήσεων, και το υπόλοιπο των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα (εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος) υποχώρησε.<sup>2</sup>

Πάντως, οι συνολικές καταθέσεις στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα αυξήθηκαν, παρά την περαιτέρω συρρίκνωση της συνολικής πιστωτικής επέκτασης, σε συνέπεια με τις αυξημένες επανακαταθέσεις τραπεζογραμματίων και τον επαναπατρισμό κεφαλαίων τα οποία ήταν επενδεδυμένα σε χρηματοοικονομικά στοιχεία στο εξωτερικό. Η μερική μέχρι στιγμής αποκατάσταση της καταθετικής βάσης των τραπεζών σε επίπεδα προοδευτικώς εγγύτερα προς αυτά που καταγράφονταν πριν από την κρίση επέτρεψε στα πιστωτικά ιδρύματα να τερματίσουν την προσφυγή στον έκτακτο μηχανισμό ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος (ELA), να περιορίσουν την άντληση ρευστότητας μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και να συγκρατήσουν την κατ' έτος υποχώρηση των πιστοδοτήσεων προς την πραγματική οικονομία, αυξάνοντας μάλιστα τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

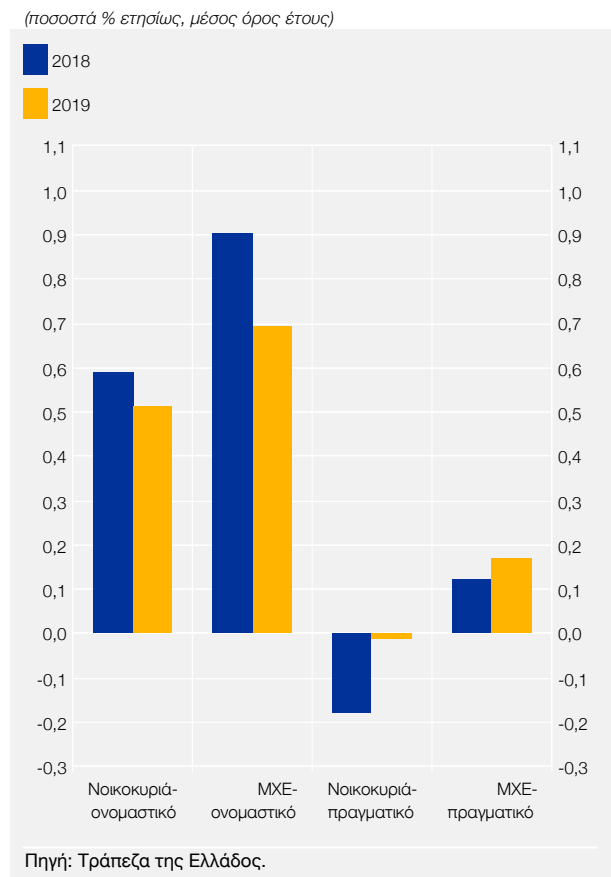
Τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων υποχώρησαν το 2019 έναντι του προηγούμενου έτους στις καταθέσεις προθεσμίας (βλ. Διάγραμμα VI.2), ενώ έμειναν κατ' ουσίαν στο ίδιο επίπεδο στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Η διαμόρφωση των επιτοκίων καταθέσεων προθεσμίας σε χαμηλότερα επίπεδα είναι συνεπής με τη μακρόχρονη διατήρηση των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα και προσφάτως με την περαιτέρω μείωση του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Παράλληλα, η εμπιστοσύνη των καταθετών στην εγχώρια οικονομία και ειδικότερα στο τραπεζικό σύστημα συνέβαλε ώστε να μην παρατηρηθούν εκροές καταθέσεων, παρά την πλήρη άρση το Σεπτέμβριο του 2019 των περιορισμών που είχαν επιβληθεί στην κίνηση κεφαλαίων.

Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών διαμορφώθηκε το 2019 κατά μέσο όρο σε 0,51% (μ.ό. 2018: 0,59%, μ.ό. 2010-2017: 2,64% και Ιανουάριος 2020: 0,33%) και το αντίστοιχο για τις καταθέσεις προθεσμίας των επιχειρήσεων σε 0,69% (μ.ό. 2018: 0,90%, μ.ό. 2010-2017: 2,41% και Ιανουάριος 2020: 0,40%). Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας παρέμεινε αμετάβλητο σε 0,09% και 0,16% στα νοικοκυριά και στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αντίστοιχα (μ.ό. 2011-2017, νοικοκυριά: 0,31%, μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: 0,32%). Σε πραγματικούς όρους, το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρήθηκε θετικό κατά μέσο όρο το 2019, καθώς ο ρυθμός πληθωρισμού υπολειπόταν του ύψους των ονομαστικών επιτοκίων, ενώ το αντίστοιχο για τα νοικοκυριά σχεδόν μηδενίστηκε (βλ. Διάγραμμα VI.2).

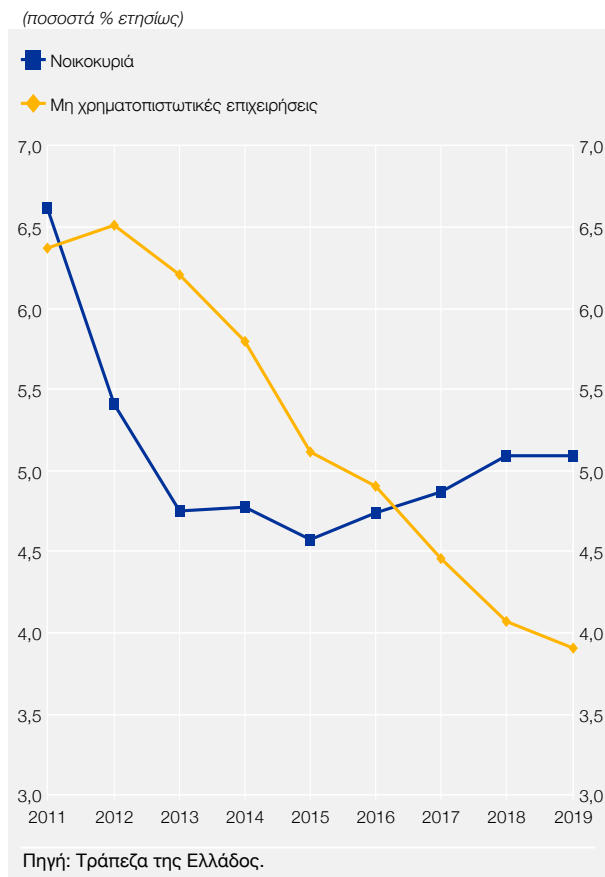
Το κόστος τραπεζικού δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε το 2019 σε χαμηλότερο επίπεδο έναντι του προηγούμενου έτους, σχεδόν σε όλες τις υποκατηγορίες, και από τα μέσα του 2018 κυμαίνεται σε ιστορικά χαμηλές τιμές (βλ. Διάγραμμα VI.3). Ανα-

<sup>2</sup> Ωστόσο, το υπόλοιπο των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος διατηρήθηκε το 2019 σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο κατά μέσο όρο σε σύγκριση με το 2018.

**Διάγραμμα VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (MXE)**



**Διάγραμμα VI.3 Ονομαστικό επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (2011 - 2019)**



λυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια, τα οποία περιλαμβάνουν τους αλληλόχρεους λογαριασμούς (94% του υπολοίπου των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια για το 2019) και τις υπεραναλήψεις από τους λογαριασμούς όψεως (6% του υπολοίπου των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια για το 2019), μειώθηκε σε 4,88% κατά μέσο όρο το 2019 έναντι 5,20% το 2018 (μ.ό. 2011-2017: 6,72%). Αντίστοιχα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια καθορισμένης διάρκειας διαμορφώθηκε σε 3,78% κατά μέσο όρο το 2019, κατά 15 μονάδες βάσης (μ.β.) χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2018 (μ.ό. 2011-2017: 5,36% και Ιανουάριος 2020: 3,49%).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών, αξιόλογη μείωση παρουσίασε το κόστος δανεισμού στις συγκριτικά μικρότερες επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Το επιτόκιο των εν λόγω επιχειρηματικών δανείων (41% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το 2019) μειώθηκε κατά 29 μ.β. το 2019 έναντι του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 3,99%. Η εν λόγω παρατήρηση είναι συνεπής με τα συμπεράσματα της πρόσφατης έρευνας για την πρόσβαση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ (SAFE),<sup>3</sup> στην οποία η πλειονότητα των επιχειρήσεων ανέφερε αξιοσημείωτη υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικής χρηματοδότησης. Αξιόλογη μείωση επιτοκίου (41 μ.β.) επίσης παρατηρήθηκε στα δάνεια ποσού άνω των 250.000 και έως 1 εκατ. ευρώ (11% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το 2019).

3 Για το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2019. Αναλυτικότερα για τα συμπεράσματα της έρευνας, βλ. Πλαίσιο VI.1.

Τεκμαίρεται ότι μειωτική επίδραση στο κόστος δανεισμού για τις παραπάνω κατηγορίες δανείων ασκήθηκε από τα προγράμματα του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και διαδικασίες αντίστοιχες με αυτές τις οποίες διενεργούσε στο παρελθόν το ΕΤΕΑΝ. Οι σωρευτικές εκταμιεύσεις δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία των ανωτέρω φορέων ανήλθαν το 2019 σε 2,2 δισεκ. ευρώ, ποσό που ισοδυναμούσε περίπου με τα 2/3 της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς ΜΜΕ και το 30% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το έτος αυτό. Σημαντικό μερίδιο των εν λόγω εκταμιεύσεων (περίπου 60%) αφορούσε προγράμματα με προνομιακούς όρους υπέρ των δανειοληπτών όσον αφορά το επιτόκιο δανεισμού και σε ορισμένες περιπτώσεις συνοδευόταν από απαλλαγή από την εισφορά του ν. 128.<sup>4</sup>

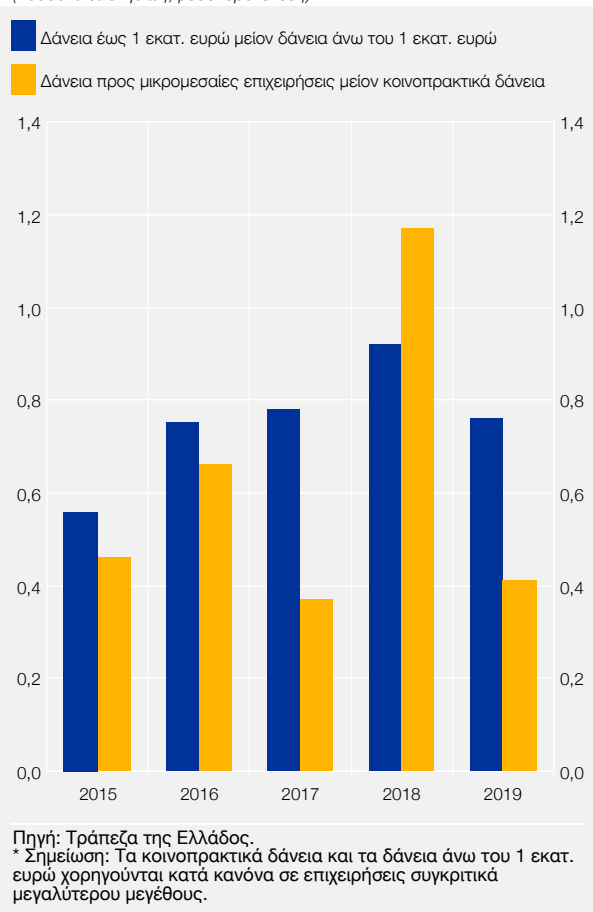
Αντίθετα, το κόστος δανεισμού στα κοινοπρακτικά δάνεια (που συνιστούν τη μοναδική κατηγορία επιχειρηματικής πίστης στην οποία δεν παρατηρήθηκε υποχώρηση του επιτοκίου δανεισμού) αυξήθηκε κατά 46 μ.β. το 2019 έναντι του 2018. Η απόκλιση του μεσοσταθμικού κόστους τραπεζικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται ως συγκριτικά μεγαλύτερες, 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 συγκριτικά μικρότερες, δηλ. του επιτοκίου δανεισμού των ΜΜΕ για δάνεια με καθορισμένη λήξη (ή του επιτοκίου για δάνεια ύψους έως 1 εκατ. ευρώ) περιορίστηκε το 2019 έναντι του προηγούμενου έτους (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η απόκλιση επιτοκίου μεταξύ κοινοπρακτικών δανείων και δανείων προς ΜΜΕ υποτριπλασιάστηκε το 2019 (41 μ.β.) έναντι μέσης απόκλισης 117 μ.β. το 2018.

Από την άλλη πλευρά, το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατέγραψε μικρή αύξηση το 2019 σε σύγκριση με το 2018. Το επιτόκιο αυτό διαμορφώθηκε σε 3,38% το 2019, έναντι 3,30% το 2018 και μέσης τιμής 5,34% κατά τα προηγούμενα έτη 2011-2017.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η αυξητική τάση που κατέγραφε το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης από τις αρχές του 2015, και νωρίτερα σε ορισμένες κατηγορίες, φαίνεται να ανακόπηκε περί τα τέλη του 2019, σε συνέπεια με την παρατηρούμενη σταθεροποίηση ή και μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων στα σχετικά δανειακά χαρτοφυλάκια. Συνολικά ωστόσο, το κόστος τραπεζικού δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το 2019 σε υψηλότερο επίπεδο έναντι του προηγούμενου έτους τόσο στα στεγαστικά όσο και στα καταναλωτικά δάνεια. Αναλυτικότερα,

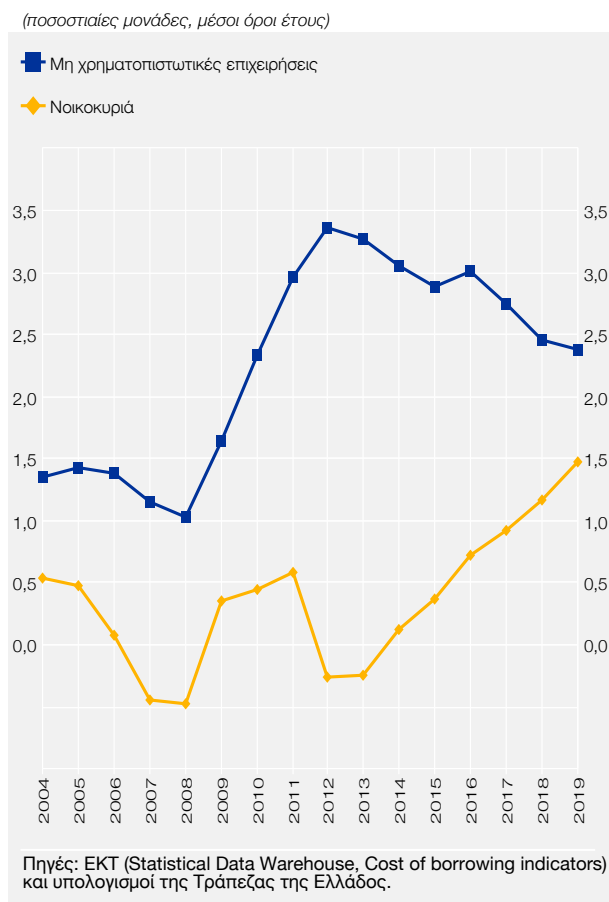
**Διάγραμμα VI.4 Διαφορά επιτοκίου τραπεζικού δανεισμού μεταξύ μεγάλων\* και μικρών επιχειρήσεων (2011 - 2019)**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι έτους)



4 Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με το άρθρο 1 του ν. 128/1975, τα νέα δάνεια που χορηγούν τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα επιβαρύνονται με εισφορά υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία συνεπάγεται προσαύξηση του επιτοκίου το οποίο καταβάλλει ο δανειολήπτης κατά 60 μονάδες βάσης όσον αφορά τα επιχειρηματικά και τα καταναλωτικά δάνεια και κατά 12 μονάδες βάσης όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια.

**Διάγραμμα VI.5 Απόκλιση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ Ελλάδας και ζώνης του ευρώ**



το επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας, που συνιστά τη σημαντικότερη κατηγορία τραπεζικής πίστης προς τα νοικοκυριά σε όρους ακαθάριστων ροών (59% της ετήσιας ακαθάριστης ροής νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά για το 2019), ανήλθε σε 9,46% κατά μέσο όρο το 2019 (μ.ό. 2018: 9,13%, μ.ό. 2015-2017: 8,47% και Ιανουάριος 2020: 9,85%). Το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων αυξήθηκε σε 3,11% κατά μέσο όρο (μ.ό. 2018: 3,01%, μ.ό. 2015-2017: 2,71% και Ιανουάριος 2020: 2,86%). Σε πραγματικούς όρους, το μέσο επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 4,57%, από 4,32% το 2018 και 4,82% την περίοδο 2011-2017.

Σε σύγκριση με τις λοιπές χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, τα τελευταία έτη το κόστος χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα έχει συγκλίνει περισσότερο προς το μέσο όρο στη Νομισματική Ένωση. Η απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού<sup>5</sup> μεταξύ Ελλάδας και ζώνης του ευρώ για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε σε 238 μ.β. κατά μέσο όρο τόσο το 2019 όσο περίπου και το 2018, έναντι 300 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2017 (βλ. Διάγραμμα VI.5). Αντίθετα, η απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου διευρύνθηκε το 2019 σε 148 μ.β. (2011-2017: 32 μ.β., 2018: 117 μ.β.), που συνιστά τη μέγιστη τιμή από το 2003, οπότε άρχισαν να δημοσιεύονται εναρ-

μονισμένες χρονολογικές σειρές επιτοκίων μεταξύ των χωρών-μελών.

Η εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής επιδρά μειωτικά στο κόστος των επιμέρους πηγών άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και ακολούθως στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων. Οι συνθήκες ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών έχουν καλυτερεύσει, καθώς αφενός από τα μέσα του 2019, για πρώτη φορά από τα τέλη του 2010, ο λόγος των καταθέσεων πελατών (περιλαμβανομένων των καταθέσεων της γενικής κυβέρνησης) προς το σύνολο των δανείων υπερβαίνει τη μονάδα και αφετέρου καταγράφεται βελτίωση της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού και στις τρεις κατηγορίες δανειακών χαρτοφυλακίων, με την υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε όρους αποθέματος και σε όρους ποσοστού. Η παρατηρούμενη βελτίωση στα ονομαστικά εισοδήματα και την αγορά εργασίας ενδυναμώνει την πιστοληπτική ικανότητα των υποψήφιων δανειοληπτών και συνηγείται υπέρ της συγκράτησης του ασφαλιστρου κινδύνου που ενσωματώνεται στα δανειακά επιτόκια. Επιπρόσθετα, η προοδευτική βελτίωση που παρατηρείται στην αγορά ακινήτων σε όρους αξίας, η οποία ισοδυναμεί με ενίσχυση της αξίας των προσφερόμενων εξασφαλίσεων για τη λήψη δανείων, καθώς και ο εξορθολογισμός του λειτουργικού κόστους των τραπεζών δημιουργούν προϋποθέσεις για συρρίκνωση του περιθωρίου επιτοκίου.

<sup>5</sup> Το κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εκτιμάται από τους σύνθετους δείκτες κόστους δανεισμού, οι οποίοι βασίζονται στα στατιστικά στοιχεία των τραπεζικών επιτοκίων και σχεδιάζονται κατά τρόπο ώστε να επιτρέπεται η συγκρισιμότητα μεταξύ των χωρών. Βλ. ECB, Statistical Data Warehouse, Cost of borrowing indicators.

### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

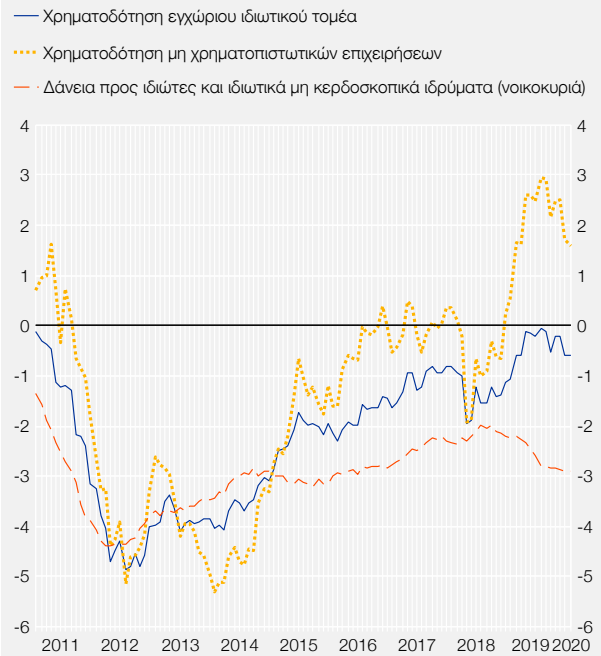
Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς το σύνολο του ιδιωτικού τομέα εξασθένησε το 2019, κατά μέσο όρο σε -0,4% από -1,3% το 2018 (Ιανουάριος 2020: -0,6%). Η συγκράτηση του εν λόγω ρυθμού αντανάκλα την ανάκαμψη των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Το 2019, η χρηματοδότηση εκ μέρους των τραπεζών προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου 2,2%, έναντι υποχώρησης του υπολοίπου της κατά -0,6% το 2018 (Ιανουάριος 2020: 1,6%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Ο εν λόγω ρυθμός μεταβολής έγινε θετικός για πρώτη φορά μετά το 2011 (μέσος όρος 2011-2018: -1,9%). Παρομοίως, η μέση μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης το 2019 αυξήθηκε σε 110 εκατ. ευρώ, έναντι 17 εκατ. ευρώ το 2018. Αντίθετα, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή των τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς τις ΜΧΕ (όπως προκύπτει από τα στοιχεία νέων δανειακών συμβάσεων), η οποία διαμορφώθηκε σε 666 εκατ. ευρώ το 2019, ήταν χαμηλότερη κατά 30% σε σύγκριση με την αντίστοιχη ροή το 2018 (952 εκατ. ευρώ). Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ μειώθηκε κατά 90 εκατ. ευρώ, δηλαδή κατά 1,1%, το 2019 έναντι του 2018. Τέλος, οι σωρευτικές ροές δωδεκαμήνου (βλ. Διαγράμματα VI.1 και VI.7) καταδεικνύουν ότι το 2019 η μεν καθαρή ροή χρηματοδότησης αυξήθηκε σημαντικά έναντι του 2018, σε 1.319 εκατ. ευρώ (2018: 199 εκατ. ευρώ), η δε ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης μειώθηκε σε 8,0 δισεκ. ευρώ, από 11,4 δισεκ. ευρώ το 2018 (και διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο έναντι του 2017). Επισημαίνεται ότι η σωρευτική –και αντιστοίχως η μέση μηνιαία– ακαθάριστη ροή για το 2018 είχε διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο επειδή αποτελείτο (κατά 34%) από αυξημένες ροές νέων δανείων τα οποία είχαν συνομολογηθεί έπειτα από επαναδιαπραγμάτευση μεταξύ τραπεζών και πιστούχων και τροποποίηση των όρων σε υφιστάμενα δάνεια που δεν είχαν περιέλθει σε καθυστέρηση. Όμως, το 2019 η σωρευτική ροή των δανείων με ευνοϊκότερους για τις επιχειρήσεις όρους ως αποτέλεσμα νέας διαπραγμάτευσης μειώθηκε σχεδόν στο 1/3 της σωρευτικής ετήσιας ροής δανείων τα οποία αναδιαρθρώθηκαν το 2018.

Η ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, όπως αποτυπώνεται στην εξέλιξη των ετήσιων ρυθμών μεταβολής και των καθαρών ροών<sup>6</sup> το 2019, είχε ήδη αρχίσει να προ-

**Διάγραμμα VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιανουάριος 2011 - Ιανουάριος 2020)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

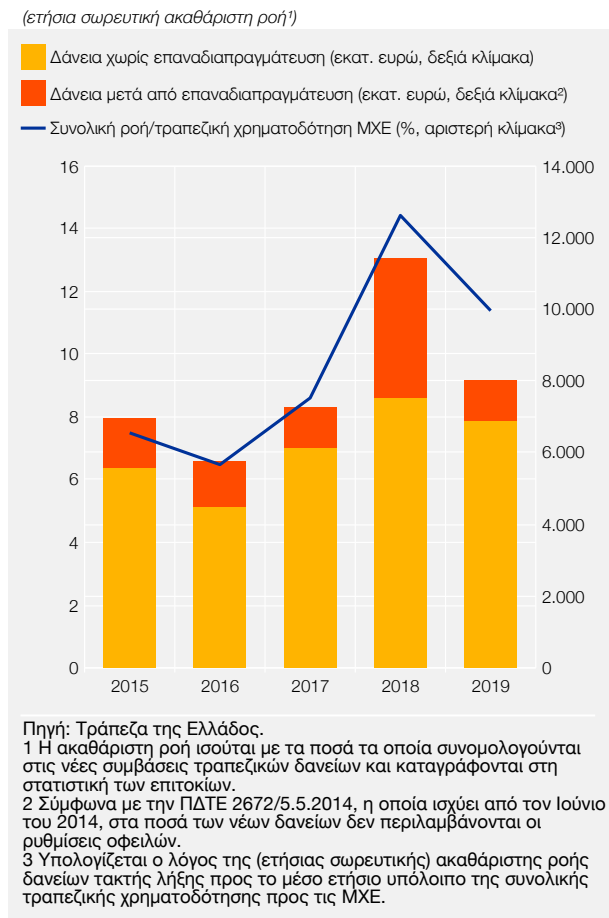


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

6 Οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των πιστωτικών μεγεθών υπολογίζονται με βάση τις καθαρές ροές τραπεζικής χρηματοδότησης. Οι καθαρές ροές προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων της χρηματοδότησης (δηλ. των δανείων και εταιρικών ομολόγων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών) στις λογιστικές καταστάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων, αφού εξουδετερωθεί η επίδραση των διαγραφών δανείων, των μεταβολών της αξίας των εταιρικών χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, των συναλλαγματικών διαφορών και τυχόν αναταξινόμησης/μεταβιβάσεων δανείων. Γενικότερα, η μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης ισούται με τη διαφορά μεταξύ του ύψους των εκταμιεύσεων νέων δανείων (δηλ. της "ακαθάριστης ροής δανείων") και του ύψους των πληρωμών χρεολυσίων εντός του μηνός, σε εξόφληση των υφιστάμενων δανείων. Ωστόσο, οι εκταμιεύσεις των νέων δανείων και οι πληρωμές χρεολυσίων δεν καταγράφονται χωριστά στις λογιστικές καταστάσεις οι οποίες χρησιμοποιούνται στη στατιστική των πιστωτικών ιδρυμάτων.



**Διάγραμμα VI.7 Τραπεζικά δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) με καθορισμένη διάρκεια (2015 - 2019)**



μηνύεται με την ανάκαμψη των ακαθάριστων ροών<sup>7</sup> (δηλ. των συνομολογηθέντων νέων δανείων) το 2018. Ειδικότερα, ορισμένες νέες πιστοδοτήσεις με υψηλό υπόλοιπο, αφού πρώτα καταγράφηκαν στις ακαθάριστες ροές με στοιχεία συμβάσεων οι οποίες είχαν συναφθεί το 2018, εκταμιεύθηκαν και επομένως λογίστηκαν στις καθαρές ροές μεταγενέστερα, το Φεβρουάριο του 2019. Επίσης, ένα μέρος της παρατηρούμενης ανόδου των πιστώσεων, σε όρους καθαρών ροών, αντανακλά το οικονομικό όφελος που παρείχαν οι τράπεζες σε ορισμένες επιχειρήσεις μέσω των αναχρηματοδοτήσεων οι οποίες είχαν λάβει χώρα το 2018, με βελτιωμένους όρους. Δηλαδή προκύπτει απευθείας από περιορισμό των καταβαλλόμενων χρεολυσίων εκ μέρους των δανειοληπτών βάσει συμφωνίας με την τράπεζα χωρίς όμως να έχουν προηγηθεί δυσχέρειες στην εξυπηρέτηση των δανείων. Γενικότερα, η καθαρή ροή χρηματοδότησης είναι δυνατόν να αυξηθεί λόγω της παροχής νέων δανείων ή/και λόγω της μείωσης των ροών αποπληρωμών από τους πιστούχους. Εκτιμάται ότι το 2019 η εν λόγω ροή πράγματι επηρεάστηκε θετικά και από τις σχετικά χαμηλότερες αποπληρωμές δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων κατόπιν των εκτεταμένων αναδιαρθρώσεων υφιστάμενων δανείων το 2018, όπως προαναφέρθηκε. Το ύψος των μηνιαίων καταβολών δανειακών δόσεων από τις επιχειρήσεις στις τράπεζες περιορίστηκε, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα παρείχαν μακρότερη διάρκεια σε νέα

δάνεια και σε υφιστάμενα δάνεια τα οποία αναδιαρθρώθηκαν.

Στην ενδυνάμωση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ συνέβαλε ως επί το πλείστον η έντονη επιτάχυνση του ρυθμού της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις το 2019 (μ.ό. 2019: 6,4%, μ.ό. 2018: 3,1%). Το υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις<sup>8</sup> (ΜΜΕ) συνέχισε να περιορίζεται, όμως με λιγότερο

7 Η ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης, σε μηνιαία βάση, ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων, χωρίς να αφαιρείται η αντίρροπη ροή αποπληρωμών εκ μέρους των δανειοληπτών που είχαν συνάψει δάνεια κατά το παρελθόν. Τα εν λόγω ποσά καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων και αφορούν τα δάνεια τακτικής λήξης. Στα νέα δάνεια περιλαμβάνονται και όσα χορηγούνται για την αναχρηματοδότηση/αναδιάρθρωση παλαιών χρεών των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων/νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Σύμφωνα με την ΠΔΤΕ 2672/5.5.2014, η οποία ισχύει από τον Ιούνιο του 2014, στα ποσά των νέων δανείων δεν περιλαμβάνονται οι ρυθμίσεις δανείων σε σχέση με τα οποία έχουν αντιμετωπιστεί δυσκολίες εξυπηρέτησης. Οι ρυθμίσεις αυτές συνίστανται στη συνομολόγηση νέων όρων, ενίοτε σε συνδυασμό με μεταβολή του ύψους του κεφαλαίου του δανείου. Η ρύθμιση ακολουθείται από νέα σύμβαση (σε αντικατάσταση εκείνης του μη εξυπηρετούμενου δανείου), το ποσό της οποίας, προ του 2014, θα περιλαμβανόταν στην ακαθάριστη ροή νέων δανείων.

8 Για τους σκοπούς της στατιστικής των πιστωτικών ιδρυμάτων, 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 της ανεξαρτησίας και να μην ανήκουν κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο σε επιχείρηση που δεν είναι μικρομεσαία. Ο ορισμός αυτός δεν ταυτίζεται με αυτόν που χρησιμοποιεί η έρευνα SAFE, βλ. Πλαίσιο VI.1.



αρνητικό ετήσιο ρυθμό κατά μέσο όρο το 2019 (Ιανουάριος 2020: -1,2%). Επίσης, η θετική σωρευτική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ το δωδεκάμηνο μέχρι το Δεκέμβριο του 2019 προήλθε εξ ολοκλήρου από εκείνη προς τις μεγάλες επιχειρήσεις<sup>9</sup> (κατά 1,5 δισεκ. ευρώ), ενώ εκείνη προς τις ΜΜΕ ήταν αρνητική (-213 εκατ. ευρώ). Το μερίδιο των τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς μεγάλες επιχειρήσεις στη σωρευτική ακαθάριστη ροή (ύψους 8,0 δισεκ. ευρώ) δανείων προς τις ΜΧΕ το 2019 ήταν 59%. Το υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις ως ποσοστό του συνόλου των πιστώσεων προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε κατά 1,1 ποσοστιαία μονάδα σε 46,8% το 2019 έναντι του 2018, παρέμεινε όμως χαμηλότερο του μεριδίου χρηματοδότησης προς τις ΜΜΕ (53%) (σημειώνεται ότι από το 2015 και έπειτα το εν λόγω μερίδιο υπερβαίνει εκείνο των μεγάλων επιχειρήσεων). Τα αποτελέσματα της έρευνας SAFE, σχετικής με τις συνθήκες χρηματοδότησης των ΜΜΕ στην Ελλάδα, τα οποία σχολιάζονται στο Πλαίσιο VI.1, καταγράφουν αύξηση στη διαθεσιμότητα των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΜΕ το διάστημα Οκτωβρίου 2018-Σεπτεμβρίου 2019. Επίσης, η έρευνα έδειξε μικρή βελτίωση στις συνθήκες ζήτησης δανείων, καθώς περισσότερες ΜΜΕ ως ποσοστό του συνόλου υπέβαλαν αιτήσεις.

Η παροχή χρηματοδότησης από τα πιστωτικά ιδρύματα το 2019 κατευθύνθηκε προς επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους κλάδους της οικονομίας με θετικούς οικονομικούς δείκτες και ευνοϊκές προοπτικές. Οι κλάδοι αυτοί περιλαμβάνουν τις μεταφορές (πλην ναυτιλίας), την ενέργεια, τον τουρισμό, τις επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές-διοικητικές-υποστηρικτικές δραστηριότητες και τις δραστηριότητες που σχετίζονται με τη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας. Αναλυτικότερα, η τραπεζική χρηματοδότηση προς επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στον τομέα των μεταφορών (πλην ναυτιλίας) συνέβαλε κατά 47,6%, ή 628 εκατ. ευρώ, στη σωρευτική καθαρή ροή πιστώσεων προς τις ΜΧΕ κατά το 2019 και ακολουθούν οι επιχειρήσεις οι οποίες κατατάσσονται στον κλάδο της ενέργειας με συμβολή 23,7%, ο τουρισμός (20,9%), οι επαγγελματικές κ.ά. δραστηριότητες (12,3%) και η διαχείριση ακίνητης περιουσίας (12,2%). Επίσης, η συμβολή της ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς τη βιομηχανία διαμορφώθηκε θετική (4,8%). Πάντως, η αντίστοιχη συμβολή από τη ροή τραπεζικών πιστώσεων προς επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στο εμπόριο ήταν χαμηλή (1,4%) και στις κατασκευές αρνητική, (-26,3%), γεγονός που μάλλον οφείλεται στα υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων που εμφανίζουν οι εν λόγω κλάδοι παρά τη βελτίωση που κατέγραψαν ορισμένοι από τους οικονομικούς δείκτες. Ειδικότερα, οι σχετικοί με το εμπόριο οικονομικοί δείκτες εμφάνισαν άνοδο της δραστηριότητας, ενώ για τον κλάδο των κατασκευών, οι μεν επενδύσεις στον κατασκευαστικό τομέα, σε εθνολογιστική βάση, το 2019 σημείωσαν πτώση (η οποία προέρχεται από τις “λοιπές κατασκευές”, καθώς οι επενδύσεις σε κατοικίες ενισχύθηκαν), η δε (από την προσέγγιση της παραγωγής) ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του εν λόγω κλάδου αυξήθηκε σημαντικά.

Η ανάκαμψη των ροών τραπεζικών δανείων συμβαδίζει με γενικότερη άνοδο, κατά το εννεάμηνο του 2019, της συνολικής καθαρής ροής εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ (βλ. στοιχεία εθνικών χρηματοοικονομικών λογαριασμών στο Κεφάλαιο IV, ενότητα 2). Οι δύο εξελίξεις αντικατοπτρίζουν εν μέρει κοινούς παράγοντες και ιδίως τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, κυρίως επειδή η οικονομική δραστηριότητα ενισχύεται. Δεν πρέπει ωστόσο να παραβλέπεται ότι οι ΜΧΕ, καθώς βελτίωναν τη θέση τους, εν μέρει υποκατέστησαν τις τραπεζικές πιστώσεις με άλλες πηγές χρηματοδότησης, δηλαδή νέες ομολογιακές εκδόσεις το 2019 (βλ. Κεφάλαιο IX) και πόρους από ξένες άμεσες επενδύσεις (βλ. Κεφάλαιο IV.2). Κατά συνέπεια, δημιουργείται υπόβαθρο ώστε οι τράπεζες να αρχίσουν να στρέφονται σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν προς τις σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις, των οποίων εξάλλου η πρόσβαση σε εμπορικές πιστώσεις από τις μεγάλες επιχειρήσεις επίσης διευρύνεται.

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 ΜΜΕ.

Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα βελτίωσαν τη δυνατότητά τους να διοχετεύσουν δάνεια προς τις επιχειρήσεις το 2019, καθώς α) οι συνθήκες άντλησης τραπεζικής ρευστότητας έγιναν ευνοϊκότερες (μείωση κόστους χρηματοδότησης και βελτίωση της σύνθεσης των πηγών της), β) τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια συνέχισαν να υποχωρούν σύμφωνα με τους τραπεζικούς στόχους και γ) οι τράπεζες εκτιμούν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος των ελληνικών επιχειρήσεων βαίνει μειούμενος. Αναλυτικότερα, το 2019 η τραπεζική ρευστότητα ενισχύθηκε σημαντικά λόγω της εισροής καταθέσεων από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Τα πιστωτικά ιδρύματα μηδένισαν (το Μάρτιο) τη χρηματοδότησή τους μέσω της προσφυγής στο μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης (ELA) από την Τράπεζα της Ελλάδος και συνέχισαν να αντλούν πόρους μέσω των στοχευμένων πράξεων του Ευρωσυστήματος, ενώ διατήρησαν την πρόσβασή τους στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά. Το 2019 οι τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν μέσω εκδόσεων τραπεζικών ομολόγων, σε μικρό βαθμό, αλλά και μέσω τιτλοποιήσεων. Τέλος, ο πιστωτικός κίνδυνος, όπως μπορεί να εκτιμηθεί με βάση την τιμολόγηση στην τραπεζική αγορά, διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα: η διαφορά επιτοκίων στα νέα δάνεια προς τις ΜΧΕ μεταξύ Ελλάδος και Γερμανίας μειώθηκε περαιτέρω κατά 16 μ.β. (δηλ. κατά 1/15) κατά μέσο όρο από το 2018 μέχρι το 2019.<sup>10</sup>

Όσον αφορά τη ζήτηση νέων δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων, η ετήσια άνοδος του ΑΕΠ το 2019 και η ετήσια μείωση (κατά 17 μ.β., σε ονομαστικούς όρους) του μέσου επιτοκίου στα δάνεια προς επιχειρήσεις το 2019 είχαν θετική επίδραση.

Τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις στην Ελλάδα (βλ. Πλαίσιο VI.2) συνηγορούν στη βελτίωση των συνθηκών ζήτησης και προσφοράς τραπεζικών δανείων, καθώς καταδεικνύουν ότι και τα τέσσερα τρίμηνα του 2019 η ζήτηση τραπεζικών δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων συνολικά αυξήθηκε, ενώ, σε ό,τι αφορά την προσφορά, οι όροι και οι προϋποθέσεις χορήγησης δανείων από τις τράπεζες έγιναν ευνοϊκότεροι το α' τρίμηνο του 2019 και παρέμειναν σε αυτό το επίπεδο κατά το υπόλοιπο του έτους.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά το 2019 έγινε εντονότερος και διαμορφώθηκε σε -2,6%, έναντι -2,2% το 2018 (Ιανουάριος 2020: -2,9%). Ο ετήσιος ρυθμός της συρρίκνωσης της καταναλωτικής πίστης επιταχύνθηκε κατά μέσο όρο την περίοδο αυτή σε -1,0% σε σύγκριση με το 2018 (-0,6%, Ιανουάριος 2020: -1,6%), όπως επίσης και, οριακά, ο αντίστοιχος ρυθμός των στεγαστικών δανείων (-3,1% από -3,0%, Ιανουάριος 2020: -3,4%). Επίσης, η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικών πιστώσεων για καταναλωτικές δαπάνες (βλ. Διάγραμμα VI.1), καθώς και εκείνη των στεγαστικών δανείων, ήταν πιο αρνητική το 2019 (καταναλωτικά: -24 εκατ. ευρώ, στεγαστικά: -159 εκατ. ευρώ) έναντι του 2018 (-15 εκατ. ευρώ και -140 εκατ. ευρώ αντίστοιχα).

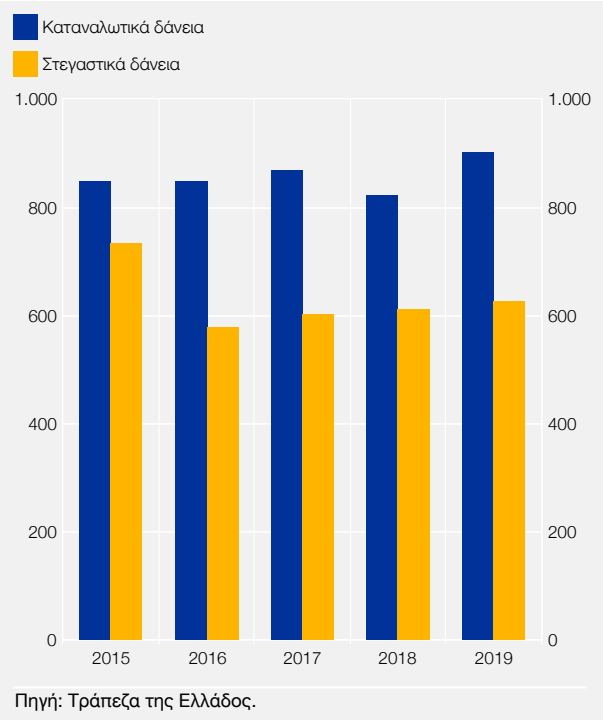
Πάντως, η ακαθάριστη μέση μηνιαία ροή καταναλωτικών δανείων (βλ. Διάγραμμα VI.8) αυξήθηκε κατά 9% το 2019 σε σύγκριση με το 2018 σε 75 εκατ. ευρώ, ενώ η αντίστοιχη ροή των στεγαστικών δανείων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη (52 εκατ. ευρώ, έναντι 51 εκατ. ευρώ). Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά μειώθηκε κατά 220 εκατ. ευρώ (-7,7%) το 2019 έναντι του 2018.

<sup>10</sup> Γενικότερα, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ μεταξύ μιας χώρας “υψηλότερου” –κατά τη διάρκεια της κρίσης– κινδύνου (Ελλάδα) στη ζώνη του ευρώ έναντι εκείνων σε μια οικονομία “χαμηλότερου” κινδύνου (Γερμανία) προσεγγίζει τις διαφορές ως προς: α) τον πιστωτικό κίνδυνο των επιχειρήσεων σε κάθε χώρα, β) το κόστος άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών της χώρας και γ) την κεφαλαιακή διάρθρωση (ίδια κεφάλαια/ενεργητικό) των τραπεζών της χώρας. Αυτά τα τρία ασφάλιστρα κινδύνου ενσωματώνουν και (τη διαφορά ως προς) το ασφάλιστρο κινδύνου χώρας. Στην περίπτωση της Ελλάδος, η εξέλιξη της εν λόγω μεταβλητής (η οποία προσδιορίζεται από την αγορά) κατά τη διάρκεια της κρίσης παρατηρείται ότι αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό την εξέλιξη άλλων μεταβλητών, οι οποίες προσεγγίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο των ελληνικών επιχειρήσεων, δηλ. α) το ποσοστό των χρεοκοπιών των ελληνικών επιχειρήσεων και β) την “αναμενόμενη συχνότητα αθέτησης” (expected default frequency) των δανείων τους από τις ελληνικές επιχειρήσεις (όπως αυτή μπορεί να εκτιμηθεί από τους οίκους αξιολόγησης).

Η ζήτηση τραπεζικών δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών επηρεάστηκε κατ' αρχήν θετικά από την άνοδο του δείκτη τιμών των κατοικιών και την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Όμως, η διατήρηση του μέσου επιτοκίου των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά σε υψηλό επίπεδο, καθώς και η εύλογη επιθυμία των καταναλωτών να αποφύγουν περαιτέρω δανειακές επιβαρύνσεις επέδρασαν ανασταλτικά στη ζήτηση πιστώσεων. Από την πλευρά της προσφοράς δανείων από τα πιστωτικά ιδρύματα προς τα νοικοκυριά, το υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων των νοικοκυριών συνεχίζει να αποτελεί τον επικρατέστερο περιοριστικό παράγοντα, παρά τη γενικότερη βελτίωση της ρευστότητας των τραπεζών. Οι τράπεζες εκτιμούν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος των νοικοκυριών, παρά τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης, παραμένει αυξημένος, τουλάχιστον στο μέτρο που αυτό κρίνεται με βάση την εμπειρία του παρελθόντος όπως αυτή αντικατοπτρίζεται από το συναφές χαρτοφυλάκιο προβληματικών δανείων. Η εκτίμηση αυτή υποδηλώνεται, ενδεικτικά, από την ετήσια άνοδο της διαφοράς μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου δανεισμού για τα νοικοκυριά και του αντίστοιχου επιτοκίου στη Γερμανία<sup>11</sup> (επιτόκιο περιορισμένου κινδύνου) κατά 37 μ.β. (δηλ. κατά σχεδόν 1/6) κατά μέσο όρο το 2019 (ενώ και το 2018 η διαφορά αυτή είχε αυξηθεί).

**Διάγραμμα VI.8 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια (2015 - 2019)**

(ετήσια σωρευτική ακαθάριστη ροή, εκατ. ευρώ)



Η εξέλιξη των νέων καταναλωτικών δανείων είναι συνεπής με την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2019 και τη –σχετική με τις δαπάνες για αγορά αυτοκινήτου– άνοδο των δεικτών πωλήσεων και αδειών των αυτοκινήτων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μέση τριμηνιαία ακαθάριστη ροή καταναλωτικών δανείων κατέγραψε προοδευτικά αύξηση και τα τέσσερα τρίμηνα του 2019. Οι ακαθάριστες ροές στεγαστικών δανείων ήταν πολύ αδύναμες για να συμβάλουν επαρκώς στη χρηματοδότηση των συναλλαγών στην αγορά κατοικιών (αν και το δ' τρίμηνο του 2019 αυξήθηκαν), οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν σε σημαντική έκταση από ξένες άμεσες επενδύσεις. Σύμφωνα με τα στοιχεία των λογαριασμών του ισοζυγίου πληρωμών (βλ. Κεφάλαιο IV, ενότητα 7.4) οι εισροές από κατοίκους του εξωτερικού για την απόκτηση ιδιωτικών ακινήτων συνέχισαν να αυξάνονται το 2019. Τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις (βλ. Πλαίσιο VI.2) καταγράφουν αύξηση της ζήτησης στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων το 2019 και ευνοϊκή τροποποίηση των όρων και κριτηρίων στα δάνεια αυτά το β' τρίμηνο του 2019.

Για την προσεχή περίοδο, οι προοπτικές της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα είναι θετικές. Η αναθέρμανση της οικονομίας αναμένεται να συνεχίσει να βελτιώνει τη χρηματοοικονομική κατάσταση τόσο των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών όσο και των τραπεζών. Η βελτίωση των οικονομικών δεικτών των εταιρικών ισολογισμών, από την πλευρά των επιχειρήσεων, και από την πλευρά των τραπεζών της κερδοφορίας τους και της ρευστότητάς τους –μέσω και της αναμενόμενης περαιτέρω επιστροφής καταθέσεων– θα διευκολύνει την παροχή τραπεζικών πιστώσεων. Η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης θα πρέπει να επεκταθεί προς επιχειρήσεις όλων των μεγεθών καθώς ο κίνδυνος θα αμβλύνεται. Η πιστωτική

11 Βλ. υποσημείωση 10.

συστολή προς τις ΜΜΕ και τα νοικοκυριά αναμένεται να αναστραφεί. Η ενίσχυση της καταναλωτικής πίστης θα υποβοηθηθεί από την αναμενόμενη ενδυνάμωση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η χορήγηση στεγαστικής πίστης θα διευκολυνθεί από τις προοπτικές περαιτέρω ανόδου του δείκτη τιμών των κατοικιών και την αναθεώρηση του νομοθετικού πλαισίου για την αφερεγγυότητα ιδιωτών. Παράλληλα, η διαφαινόμενη διατήρηση χαμηλών επιτοκίων στο διεθνές περιβάλλον, και ειδικότερα η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, θα συνεχίσει να δημιουργεί ευνοϊκές συνθήκες για τη χρηματοδότηση του ελληνικού ιδιωτικού τομέα. Οι θετικές αυτές εξελίξεις θα υποβοηθηθούν από τη ριζική περαιτέρω μείωση των μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων κατ' αρχάς μέσω του σχεδίου "Ηρακλής" και σε επόμενο στάδιο αφού το σχέδιο έχει αρχίσει να παράγει αποτελέσματα, εφόσον πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος (βλ. ενότητα 5 στο παρόν κεφάλαιο).

## Πλαίσιο VI.1

### ΟΙ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ SAFE

Η έρευνα SAFE (Survey on the Access to Finance of Enterprises) για τις συνθήκες χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων παρέχει ενδείξεις αναζωογόνησης της προσφοράς τραπεζικών χρηματοδοτικών προϊόντων. Στην πλέον πρόσφατη έρευνα η πλειοψηφία των επιχειρήσεων διαπιστώνει αυξημένη διαθεσιμότητα όλων των μορφών τραπεζικών πιστώσεων. Οι αποκρινόμενες επιχειρήσεις αποδίδουν αυτή την αύξηση εν μέρει στη συνεχιζόμενη προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν χρηματοδότηση, αλλά και στο ότι οι προοπτικές των υποψήφιων δανειοληπτών καθίστανται ολοένα ευνοϊκότερες, καθώς και, για πρώτη φορά από την έναρξη της έρευνας το έτος 2009, στη βελτίωση των γενικότερων προοπτικών της οικονομίας.

Τα αποτελέσματα αφορούν τις εκτιμήσεις των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα στην πλέον πρόσφατη επανάληψη της έρευνας SAFE, η οποία καλύπτει την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2019 (εφεξής περίοδος 2019Α<sup>1</sup>). Στην εξεταζόμενη περίοδο το δείγμα της έρευνας αριθμούσε 482 ελληνικές επιχειρήσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονται ως μικρομεσαίες επειδή απασχολούσαν λιγότερους από 250 εργαζομένους.

#### Διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις

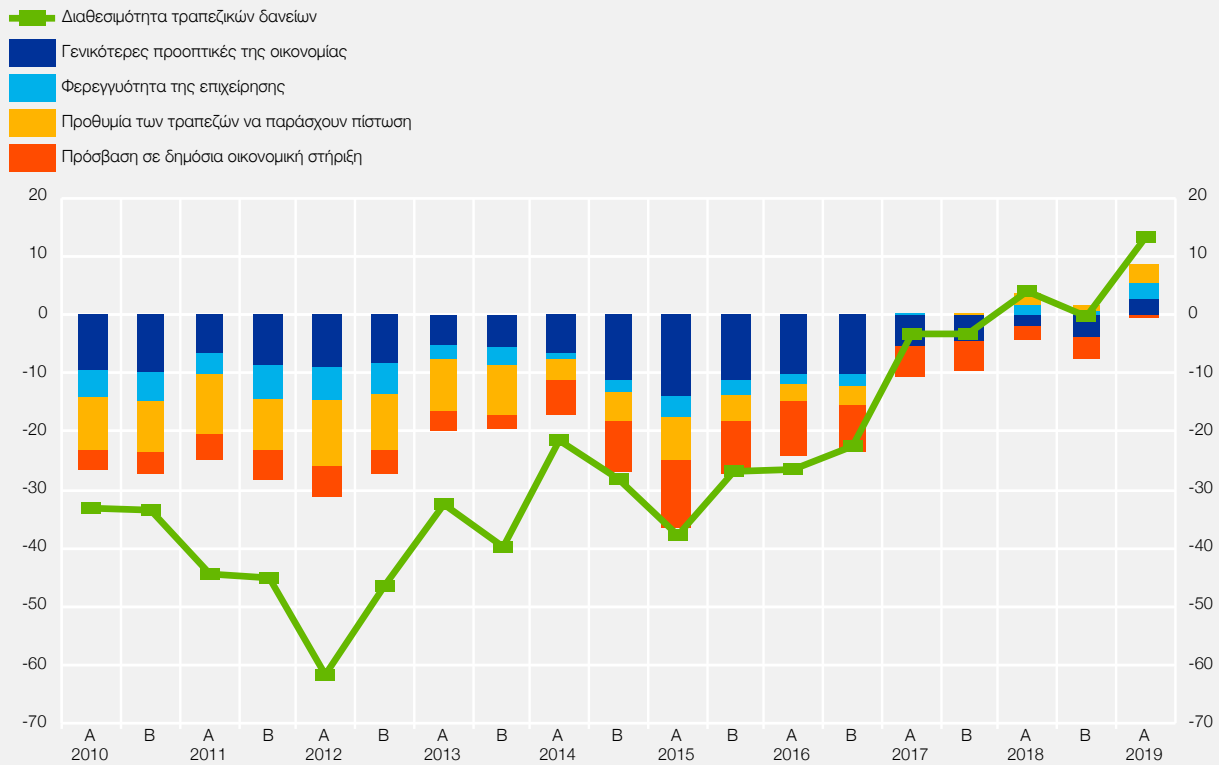
Στην πλέον πρόσφατη επανάληψη της έρευνας, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα ανέφεραν αύξηση της διαθεσιμότητας (δηλ. της προσφοράς) τραπεζικών δανείων (καθαρό ποσοστό<sup>2</sup> 2019Α: 13%, έναντι 2018Β: 0%) (βλ. Διάγραμμα Α). Ομοίως, οι επιχειρήσεις αποκρίθηκαν ότι η διαθεσιμότητα πιστωτικών γραμμών ή υπεραναλήψεων βελτιώθηκε σε καθαρή βάση (2019Α: 15%, έναντι 2018Β: -1%). Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ανέφεραν, σε καθαρή βάση, ενισχυμένη βελτίωση της διαθεσιμότητας εμπορικών πιστώσεων (2019Α: 15%, έναντι 2018Β: 8%) και υπηρεσιών χρηματοδοτικής μίσθωσης<sup>3</sup> (2019Α: 15%, έναντι 2018Β: 10%).

Σχετικά με τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα αναφέρουν, για πρώτη φορά από την έναρξη της έρευνας, θετικό καθαρό ποσοστό για την επίδραση των γενικότερων προοπτικών της οικονομίας<sup>4</sup> (2019Α: 16%, έναντι 2018Β: -23% και αρνητικών καθαρών ποσοστών καθ' όλο το διάστημα Απριλίου 2009-Μαρτίου 2019). Επίσης, για πέμπτη διαδο-

- <sup>1</sup> Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).
- <sup>2</sup> Το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης (π.χ. η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων) αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.
- <sup>3</sup> Η έρευνα θεωρεί τη χρηματοδοτική μίσθωση ή ενοικιαγορά ως πηγή χρηματοδότησης, καθώς δίνει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα χρήσης (χωρίς κυριότητα) πάγιων περιουσιακών στοιχείων, π.χ. οχημάτων ή μηχανολογικού εξοπλισμού, έναντι τακτικών πληρωμών.

### Διάγραμμα Α Μεταβολή της διαθεσιμότητας τραπεζικών δανείων και των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα

(κατά την αντίστοιχη εξαμηνιαία περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων,<sup>2</sup> σταθμισμένο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων<sup>3</sup>)



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).

2 Για τη διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων, το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι μειώθηκε. Ως προς τους παράγοντες, το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας που επηρεάζει τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης εξελίχθηκε προς κατεύθυνση που συντείνει σε αύξηση της διαθεσιμότητας, μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο παράγοντας εξελίχθηκε προς την αντίθετη κατεύθυνση.

3 Στους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, για λόγους συγκρισιμότητας της συνολικής επίδρασης των παραγόντων με τη διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων, εμφανίζεται το σταθμισμένο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που υπολογίζεται μέσω της διαίρεσης του αρχικού καθαρού ποσοστού επιχειρήσεων με το πλήθος των παραγόντων (έξι). Επιπλέον, το ποσοστό για τη "φερεγγυότητα της επιχείρησης" υπολογίζεται ως ο μέσος όρος των σταθμισμένων καθαρών ποσοστών τριών παραγόντων: α) του πιστωτικού ιστορικού της επιχείρησης, β) των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης και γ) των προοπτικών της επιχείρησης.

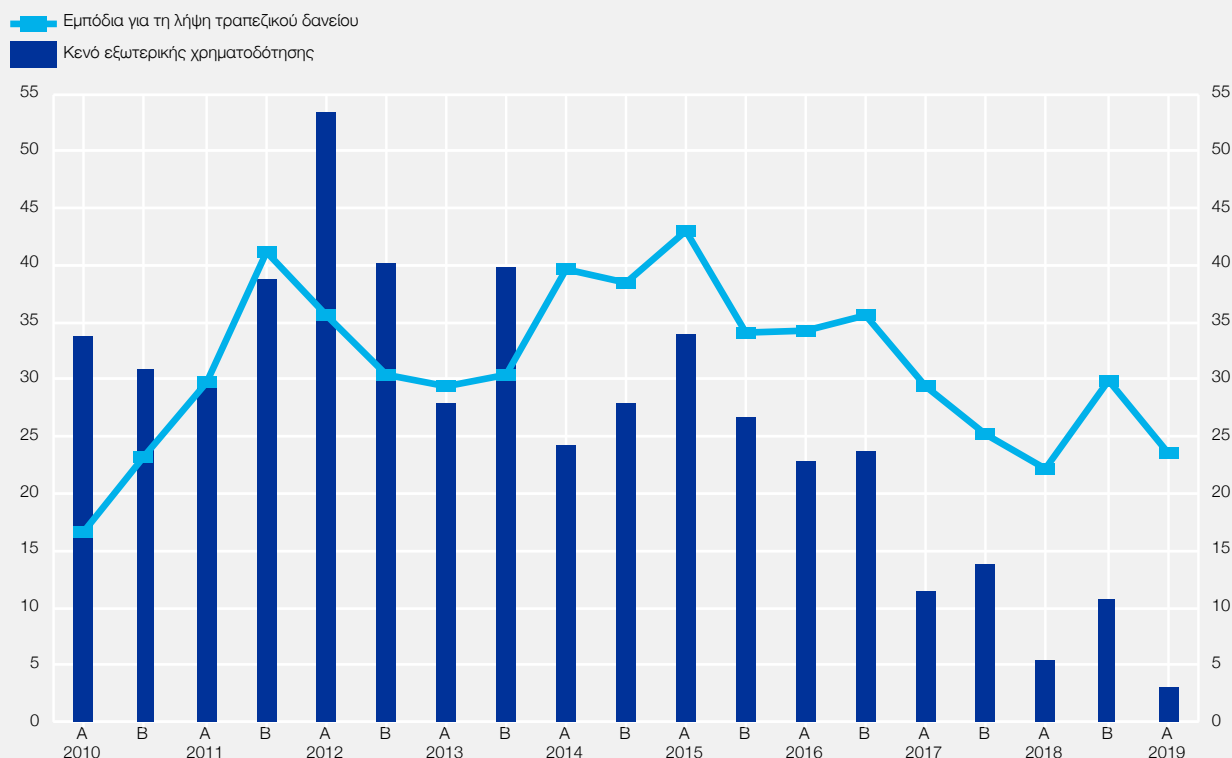
χική επανάληψη καταγράφεται θετικό καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που υποδηλώνει τον υποστηρικτικό ρόλο της προθυμίας των τραπεζών να παράσχουν πίστωση (2019Α: 19%, έναντι 2018Β: 5%). Θετική, σε καθαρή βάση, αναφέρεται και η επίδραση των τριών παραγόντων που σχετίζονται με τη φερεγγυότητα της επιχείρησης, δηλαδή του πιστωτικού ιστορικού της επιχείρησης (2019Α: 15%, έναντι 2018Β: 12%), των εν γένει προοπτικών της επιχειρηματικής δραστηριότητας (2019Α: 28%, έναντι 2018Β: 8%) και, για πρώτη φορά, των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης (2019Α: 5%, έναντι 2018Β: -7%). Αντίθετα, μολονότι σημαντικά ασθενέστερη, αρνητική θεωρεί το δείγμα την επίδραση της πρόσβασης των επιχειρήσεων σε δημόσια οικονομική στήριξη<sup>5</sup> (2019Α: -4%, έναντι 2018Β: -23%) (βλ. Διάγραμμα Α).

4 Τούτο σημαίνει ότι ο αριθμός των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι μακροοικονομικές εξελίξεις συνέβαλαν σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της τρέχουσας εξαμηνιαίας περιόδου ήταν μεγαλύτερος από τον αριθμό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι μακροοικονομικές συνθήκες δεν συνετέλεσαν σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας.

5 Η πρόσβαση των επιχειρήσεων σε δημόσια οικονομική στήριξη συμπεριλαμβάνει τις συγχρηματοδοτούμενες ή καλυπτόμενες με εγγυήσεις από δημόσιους φορείς τραπεζικές πιστώσεις.

### Διάγραμμα Β Μεταβολή του συνολικού δείκτη εμποδίων για τη λήψη τραπεζικού δανείου και του συνολικού δείκτη κενού εξωτερικής χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα

(κατά την αντίστοιχη εξάμηνη περίοδο,<sup>1</sup> σταθμισμένο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων,<sup>2</sup> άθροισμα ποσοστών επιχειρήσεων<sup>3</sup>)



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).

1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).

2 Ο συνολικός δείκτης κενού εξωτερικής χρηματοδότησης υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των κενών χρηματοδότησης (ανάγκες μείον διαθεσιμότητα) για καθεμία από τις πέντε πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης: α) τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης, β) πιστωτικές γραμμές ή τραπεζικές υπεραναλήψεις, γ) εμπορικές πιστώσεις, δ) μετοχικό κεφάλαιο και ε) έκδοση χρεογράφων.

3 Ο συνολικός δείκτης εμποδίων για τη λήψη τραπεζικού δανείου υπολογίζεται ως το άθροισμα των ποσοστών των επιχειρήσεων που ανέφεραν ότι απορρίφθηκε η αίτησή τους ή ότι έλαβαν μόνο ένα μικρό μέρος από το ποσό που ζητούσαν και των επιχειρήσεων που αρνήθηκαν να λάβουν το δάνειο λόγω πολύ υψηλού κόστους ή που δεν έκαναν αίτηση φοβούμενες ότι θα απορριφθεί.

Η γενικότερη βελτίωση στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης αντανακλάται και στην ταυτόχρονα διαφανόμενη τάση αποκλιμάκωσης του συνολικού δείκτη κενού εξωτερικής χρηματοδότησης<sup>6</sup> (2019Α: 3%, έναντι 2018Β: 11%) (βλ. Διάγραμμα Β).

#### Ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα συνέχισαν να αναφέρουν, σε καθαρή βάση, αύξηση των αναγκών (δηλ. της ζήτησης) για τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης (2019Α: 18%, έναντι 2018Β: 26%), καθώς επίσης για πι-

6 Ο συνολικός δείκτης κενού εξωτερικής χρηματοδότησης συνυπολογίζει το κενό χρηματοδότησης (καθαρό ποσοστό μεταβολής των αναγκών μείον καθαρό ποσοστό μεταβολής της διαθεσιμότητας) για καθένα από τα πέντε μέσα εξωτερικής χρηματοδότησης: α) τραπεζικά δάνεια (τακτής λήξης), β) πιστωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις, γ) εμπορικές πιστώσεις, δ) μετοχικό κεφάλαιο και ε) έκδοση χρεογράφων. Για καθένα από τα πέντε χρηματοδοτικά μέσα, το κενό χρηματοδότησης σταθμίζεται με την τιμή 1 (-1) όταν σημειώνεται καθαρό ποσοστό αύξησης (μείωσης) των αναγκών γι' αυτόν τον τύπο χρηματοδότησης και ταυτόχρονα καθαρό ποσοστό μείωσης (αύξησης) της διαθεσιμότητας του ίδιου μέσου. Όταν οι ανάγκες και η διαθεσιμότητα ενός τύπου χρηματοδότησης μεταβάλλονται, σε καθαρή βάση, προς την ίδια κατεύθυνση, δηλαδή σημειώνεται ταυτόχρονη αύξηση (μείωση) και των δύο, τότε το κενό χρηματοδότησης αυτού του χρηματοδοτικού μέσου σταθμίζεται με την τιμή 0,5 (-0,5). Ο συνολικός δείκτης κενού εξωτερικής χρηματοδότησης είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των κενών χρηματοδότησης των πέντε προαναφερόμενων μέσων εξωτερικής χρηματοδότησης. Οι θετικές τιμές του δείκτη υποδηλώνουν αύξηση του κενού, που σημαίνει έλλειμμα χρηματοδότησης.



στωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις (2019Α: 22%, έναντι 2018Β: 32%). Σημειώνεται ότι αυτά τα καθαρά ποσοστά έχουν μετριαστεί σημαντικά σε σύγκριση με το παρελθόν: το καθαρό ποσοστό όσον αφορά τα τραπεζικά δάνεια και τις πιστωτικές γραμμές ή τις υπεραναλήψεις ήταν 51% κατά την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2012. Θετικό παρέμεινε και το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων που αποκρίνονται ότι αυξάνονται οι ανάγκες τους για άλλες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, όπως οι εμπορικές πιστώσεις (2019Α: 25%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2018Β) και η χρηματοδοτική μίσθωση (2019Α: 8%, έναντι 2018Β: 15%).

Όσον αφορά το σκοπό για τον οποίο χρησιμοποίησαν τη χρηματοδότηση που έλαβαν, μεγαλύτερο ήταν το ποσοστό του δείγματος που συνέχισε να αναφέρει ως συχνότερη χρήση τη δημιουργία αποθεμάτων και άλλων κεφαλαίων κίνησης (2019Α: 43%, αμετάβλητο έναντι της περιόδου 2018Β). Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις συνέχισαν να καταγράφουν υψηλότερα ποσοστά, συγκριτικά με παλαιότερες έρευνες, όσον αφορά τη χρήση χρηματοδοτικών κεφαλαίων για επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (2019Α: 37%, έναντι 2018Β: 35%), καθώς και προκειμένου να αναπτύξουν και να διαθέσουν νέα προϊόντα ή υπηρεσίες (2019Α: 35%, έναντι 2018Β: 37%). Σε υψηλά επίπεδα παραμένουν επίσης τα ποσοστά των επιχειρήσεων που αναφέρουν ότι χρησιμοποίησαν τη χρηματοδότηση που έλαβαν για αναχρηματοδότηση ή εξόφληση υποχρεώσεων (2019Α: 32%, έναντι 2018Β: 37%).

#### **Συνθήκες πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε εξωτερική χρηματοδότηση**

Η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση συνέχισε να θεωρείται συνολικά το κυριότερο πρόβλημα για τις περισσότερες –ως ποσοστό επί του συνόλου– επιχειρήσεις (2019Α: 21%, έναντι 2018Β: 25%). Σημειώνεται ότι το ποσοστό έχει μετριαστεί σημαντικά σε σύγκριση με το παρελθόν – ήταν 40% την περίοδο Οκτωβρίου 2013-Μαρτίου 2014.

Το ποσοστό –επί του συνόλου– των επιχειρήσεων που υπέβαλαν αίτηση για τραπεζικό δάνειο παρουσιάζει ελαφρά αύξηση, μολοντί διατηρήθηκε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (2019Α: 25%, έναντι 2018Β: 23%). Στην πλέον πρόσφατη επανάληψη της έρευνας μειώθηκε ο αριθμός των επιχειρήσεων που δεν υπέβαλαν αίτηση φοβούμενες ότι αυτή θα απορριφθεί (2019Α: 15%, έναντι 2018Β: 21%), ενώ ενισχύθηκε το ποσοστό των επιχειρήσεων που δεν υπέβαλαν αίτηση λόγω επάρκειας εσωτερικών πόρων (2019Α: 36%, έναντι 2018Β: 31%). Σημειώνεται ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που δεν υπέβαλαν αίτηση φοβούμενες ότι θα απορριφθεί έχει μετριαστεί σημαντικά σε σύγκριση με το παρελθόν – ήταν 37% την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2015. Αντίθετα, ιδιαίτερα ενισχυμένο είναι το ποσοστό των επιχειρήσεων που δεν υπέβαλαν αίτηση λόγω επάρκειας εσωτερικών πόρων – ενδεικτικά την περίοδο Οκτωβρίου 2010-Μαρτίου 2011 είχε καταγραφεί ποσοστό 14%.

Όσον αφορά την έκβαση των αιτημάτων για δάνειο που υπέβαλαν οι ελληνικές επιχειρήσεις στις τράπεζες, στην πλέον πρόσφατη επανάληψη αυξήθηκε το ποσοστό –επί του συνόλου– των επιχειρήσεων που ανέφεραν πλήρη ικανοποίηση του αιτήματός τους (2019Α: 45%, έναντι 2018Β: 33%), όμως παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα συγκριτικά με τη ζώνη του ευρώ (2019Α: 72%). Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα συνέχισαν να καταγράφουν υψηλά επίπεδα, συγκριτικά με τη ζώνη του ευρώ (2019Α: 6%), στα ποσοστά απόρριψης (2019Α: 14%, έναντι 2018Β: 20%) των αιτημάτων τους για λήψη δανείου από τις τράπεζες. Επιπρόσθετα, ο συνολικός δείκτης εμποδίων για τη λήψη τραπεζικού δανείου (βλ. Διάγραμμα Β) παρουσιάζει σημαντική αποκλιμάκωση (2019Α: 24%, έναντι 2018Β: 30%), σε σύγκριση με παλαιότερα υψηλά επίπεδα (2015Α: 43%).

#### **Όροι και προϋποθέσεις τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις**

Στα ερωτήματα της έρευνας σχετικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις λήψης τραπεζικής χρηματοδότησης, στην πλέον πρόσφατη επανάληψη της έρευνας η πλειονότητα των επιχειρήσεων ανέφερε<sup>7</sup> αξιοσημείωτη υποχώρηση των επιτοκίων τραπεζικής χρηματοδότησης γενικά (καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων 2019Α: -19%, έναντι 2018Β: -2%). Σημειώνεται ότι, με εξαίρεση την περίοδο Οκτωβρίου 2017-Μαρτίου 2018, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα κατέγραφαν, σε καθαρή βάση, διαδοχικές αυξήσεις των επιτοκίων

<sup>7</sup> Στο συγκεκριμένο ερώτημα ζητείται από τις επιχειρήσεις να αναφέρουν αν αυξήθηκε από την τράπεζα το ύψος των επιτοκίων για τραπεζικά δάνεια, υπεραναλήψεις και πιστωτικές γραμμές.

τραπεζικής χρηματοδότησης από την πρώτη επανάληψη της έρευνας, η οποία κάλυπτε την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2009.

Όσον αφορά τους λοιπούς όρους και τις προϋποθέσεις λήψης τραπεζικής χρηματοδότησης, για τέταρτη διαδοχική επανάληψη οι ελληνικές επιχειρήσεις ανέφεραν, σε καθαρή βάση, αύξηση στο ύψος των προσφερόμενων τραπεζικών πιστώσεων (2019Α: 25%, έναντι 2018Β: 7%). Επιπρόσθετα, για πέμπτη διαδοχική επανάληψη καταγράφεται, σε καθαρή βάση, αύξηση στη διαθέσιμη διάρκεια των τραπεζικών πιστώσεων (2019Α: 13%, έναντι 2018Β: 9%).

## Πλαίσιο VI.2

### Η ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ 2019

Η έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στην Ελλάδα παρέχει ενδείξεις ότι διατηρείται η τάση αναθέρμανσης της ζήτησης τραπεζικών χρηματοδοτικών προϊόντων. Από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, οι όροι χορήγησης χρηματοδότησης κατέστησαν χαλαρότεροι τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά. Τα πιστοδοτικά κριτήρια παρέμειναν αμετάβλητα για τα επιχειρηματικά δάνεια και γενικότερα για τα καταναλωτικά και λοιπά δάνεια, αλλά αυστηροποιήθηκαν σε μικρή σχετικά έκταση για τα στεγαστικά δάνεια.

Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων (Bank Lending Survey) διεξάγεται ανά τρίμηνο από το Ευρωσύστημα σε δείγμα περίπου 140 τραπεζών από όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, το οποίο περιλαμβάνει τα τέσσερα συστημικά πιστωτικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα. Στην έρευνα περιγράφονται οι εκτιμήσεις των τραπεζών σχετικά με τις μεταβολές στη ζήτηση δανείων, στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης πιστώσεων και στα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών, καθώς επίσης και στις επιδράσεις των παραγόντων που προκαλούν αυτές τις μεταβολές.

#### Ζήτηση δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά

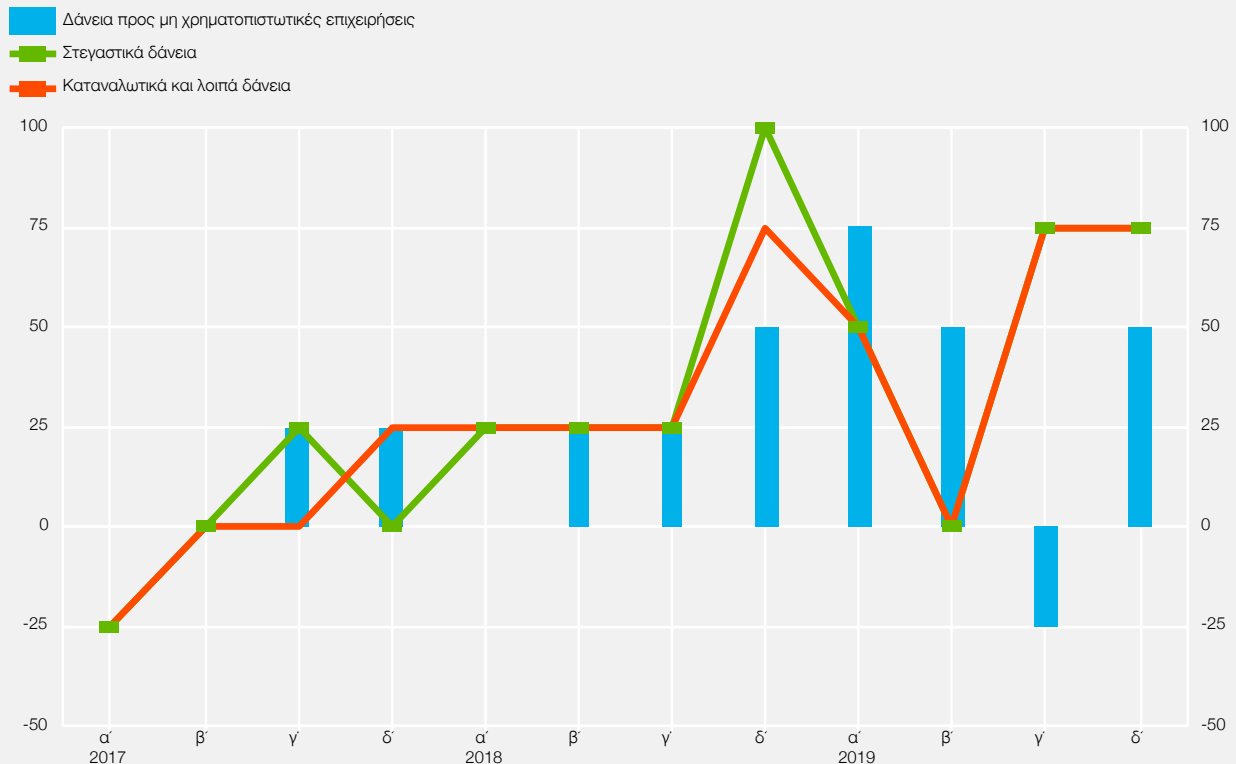
Οι τράπεζες στην Ελλάδα εκτιμούν γενικά ότι για το μεγαλύτερο διάστημα του 2019 η ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων ενισχύθηκε. Ειδικότερα, για τα επιχειρηματικά δάνεια, με εξαίρεση το αρνητικό καθαρό ποσοστό το γ' τρίμηνο (-25%), το δείγμα αναφέρει, σε καθαρή βάση, ευρέως κατανεμημένες αυξήσεις της ζήτησης στις λοιπές επαναλήψεις της έρευνας (α' τρίμηνο: 75%, β' τρίμηνο: 50% και δ' τρίμηνο: 50%) (βλ. Διάγραμμα Α).

Όσον αφορά τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση επιχειρηματικών δανείων, οι τράπεζες αναφέρουν, σε καθαρή βάση, ευνοϊκή επίδραση προερχόμενη κυρίως από τις ανάγκες χρηματοδότησης πάγιων επενδύσεων και αναδιάρθρωσης χρέους, καθώς επίσης σε μικρότερο βαθμό από τις ανάγκες χρηματοδότησης αποθεμάτων και κεφαλαίων κίνησης, από τα απαιτούμενα κεφάλαια για λόγους συγχωνεύσεων/εξαγορών και αναδιάρθρωσης και τέλος από την έλλειψη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Επίσης, για πρώτη φορά μετά το γ' τρίμηνο του 2015, το δείγμα δεν κατέγραψε ουδέτερη επίδραση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων, αλλά ανέφερε ότι συνέβαλε στην αύξηση της ζήτησης κατά το δ' τρίμηνο του 2019 (καθαρό ποσοστό<sup>1</sup>: 25%).

Για τα στεγαστικά, όπως και για τα καταναλωτικά και λοιπά δάνεια, οι τράπεζες ανέφεραν ως επί το πλείστον αύξηση της ζήτησης το 2019, σε καθαρή βάση (α' τρίμηνο: 50%, β' τρίμηνο: αμετάβλητη, γ' τρίμηνο: 75%, δ' τρίμηνο: 75%) (βλ. Διάγραμμα Α). Οι παράγοντες των οποίων η εξέλιξη επηρέασε ευνοϊκά τη ζήτηση στεγαστικών δανείων είναι κυρίως η εμπιστοσύνη των καταναλωτών, καθώς επίσης και οι προοπτικές της αγοράς κατοικίας και, για πρώτη φορά, το γενικό επίπεδο των επιτοκίων<sup>2</sup> (καθαρό ποσοστό δ' τρίμηνο: 50%,

1 Η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που ανέφεραν ότι ένας συγκεκριμένος παράγοντας συνέβαλε "σημαντικά" ή "σε κάποιο βαθμό" σε αύξηση της ζήτησης και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησε ότι ο παράγοντας αυτός συνέβαλε "σε κάποιο βαθμό" ή "σημαντικά" σε μείωση της ζήτησης.

2 Ο παράγοντας "γενικό επίπεδο επιτοκίων" άρχισε να ξετάζεται στην έρευνα μόλις από το α' τρίμηνο του 2015.

**Διάγραμμα Α Μεταβολή στη ζήτηση δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα**(κατά την αντίστοιχη τρίμηνη περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό τραπεζών<sup>2</sup>)

Πηγή: EKT, Bank Lending Survey.

<sup>1</sup> Εκτιμήσεις των τραπεζών για τη μεταβολή της ζήτησης δανείων στο αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο.<sup>2</sup> Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι η ζήτηση δανείων ή πιστωτικών γραμμών "αυξήθηκε σημαντικά" ή "αυξήθηκε σε κάποιο βαθμό" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι "μειώθηκε σε κάποιο βαθμό" ή "μειώθηκε σημαντικά".

μετά από διαδοχικές περιόδους ουδέτερης επίδρασης). Στην αύξηση της ζήτησης καταναλωτικών και λοιπών δανείων συνέβαλε κυρίως η εξέλιξη της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, καθώς και των δαπανών αγοράς διαρκών αγαθών.

#### Όροι και προϋποθέσεις τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά

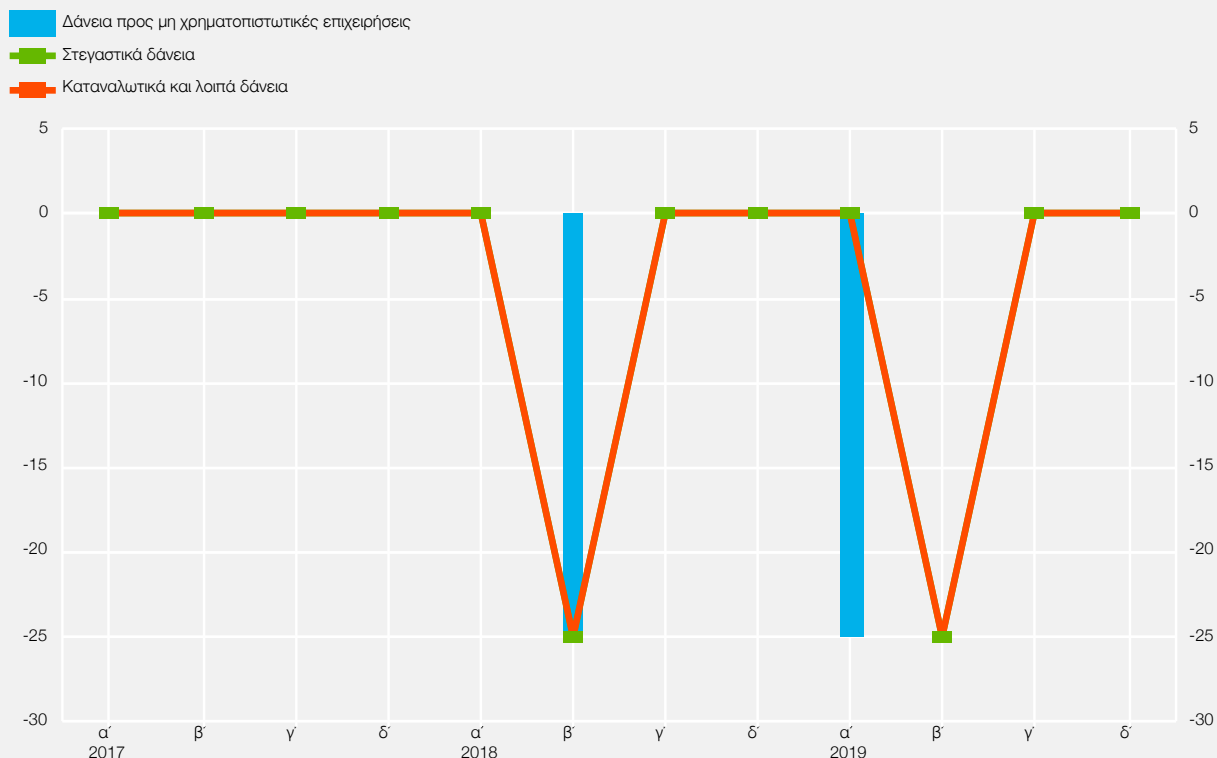
Από την πλευρά της προσφοράς και όσον αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης επιχειρηματικών δανείων, το δείγμα ανέφερε χαλάρωση (καθαρό ποσοστό: -25%) το α' τρίμηνο και σταθεροποίηση κατόπιν (βλ. Διάγραμμα Β).

Η βελτίωση το α' τρίμηνο προήλθε κατά κύριο λόγο από τη συρρίκνωση του περιθωρίου των τραπεζών και τη μείωση των απαιτούμενων εξασφαλίσεων, καθώς και από ευνοϊκές μεταβολές στη διάρκεια και στις ρήτρες των δανείων. Για τους παράγοντες που επηρεάζουν τους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης επιχειρηματικών δανείων, το δείγμα ανέφερε ότι η άσκηση πιέσεων από τον ανταγωνισμό συνέβαλε προς την κατεύθυνση της χαλάρωσης.

Για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, μετά το β' τρίμηνο του 2018 οι τράπεζες δεν έχουν καταγράψει μεταβολές, σε καθαρή βάση, στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης πιστώσεων, με εξαίρεση το β' τρίμηνο του 2019 κατά το οποίο ανέφεραν ότι έγιναν έως ένα βαθμό πιο χαλαροί (καθαρό ποσοστό: -25%), καθώς και ότι η βελτίωση αυτή προήλθε κατά κύριο λόγο από τη συρρίκνωση του περιθωρίου των τραπεζών (βλ. Διάγραμμα Β).

### Διάγραμμα Β Μεταβολή στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα

(κατά την αντίστοιχη τριμήνη περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό τραπεζών<sup>2</sup>)



Πηγή: EKT, Bank Lending Survey.

1 Εκτιμήσεις των τραπεζών για τη μεταβολή στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων, στο αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο.

2 Το καθαρό ποσοστό των τραπεζών ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι οι όροι και οι προϋποθέσεις έγιναν "σημαντικά αυστηρότεροι" ή "σε κάποιο βαθμό αυστηρότεροι" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι έγιναν "σε κάποιο βαθμό χαλαρότεροι" ή "σημαντικά χαλαρότεροι".

### Κριτήρια χορήγησης τραπεζικών πιστοδοτήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά

Τα πιστοδοτικά κριτήρια<sup>3</sup> των τραπεζών για τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα παρέμειναν αμετάβλητα, σε καθαρή βάση, στις επαναλήψεις της έρευνας το 2019, μολονότι το α' τρίμηνο του 2019 είχαν εκφραστεί προσδοκίες ότι επρόκειτο να επακολουθήσει αυστηροποίηση των κριτηρίων για το β' τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα Γ).

Ως προς τους παράγοντες που επηρεάζουν τα κριτήρια χορήγησης επιχειρηματικών δανείων, για πρώτη φορά μετά το α' τρίμηνο του 2014 και κατόπιν διαδοχικών επαναλήψεων που υποδείκνυαν, σε καθαρή βάση, ουδέτερη συμβολή για τη συνολική περίοδο δ' τρίμηνο 2016-β' τρίμηνο 2019, το γ' τρίμηνο του 2019 αναφέρθηκε ότι η επίδραση της κεφαλαιακής θέσης συνέβαλε στη χαλάρωση (καθαρό ποσοστό<sup>4</sup>: -25%) των κριτηρίων χρηματο-

3 Ο προσδιορισμός σε γενικές γραμμές: α) των νέων δανείων που είναι επιθυμητά για την τράπεζα, β) των γεωγραφικών περιοχών στις οποίες θα δραστηριοποιηθεί η τράπεζα, γ) των εξασφαλίσεων οι οποίες είναι αποδεκτές και αυτών που πρέπει να αποκλειστούν κ.λπ. συνιστά τα πιστοδοτικά κριτήρια. Ειδικότερα περιγράφονται τα επιθυμητά χαρακτηριστικά των δανειοληπτών όσον αφορά π.χ. την ποιότητα του ισολογισμού τους, το εισόδημα, την ηλικία και την επαγγελματική τους κατάσταση. Ενίοτε οι τράπεζες, χωρίς να αλλάζουν την τυχόν γραπτή διατύπωση των πιστοδοτικών κριτηρίων, μεταβάλλουν την αυστηρότητα με την οποία την ερμηνεύουν στην πράξη, γεγονός που λογίζεται επίσης ως μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων για τους σκοπούς της έρευνας.

4 Η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας συνέβαλε "σημαντικά" ή "σε κάποιο βαθμό" σε αυστηροποίηση των κριτηρίων μείον το ποσοστό εκείνων που απάντησαν ότι συνέβαλε "σε κάποιο βαθμό" ή "σημαντικά" σε χαλάρωση.

### Διάγραμμα Γ Μεταβολή στα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα

(κατά την αντίστοιχη τριμηνιαία περίοδο,<sup>1</sup> καθαρό ποσοστό τραπεζών<sup>2</sup>)



Πηγή: ΕΚΤ, Bank Lending Survey.

1 Εκτιμήσεις των τραπεζών για τη μεταβολή στα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων, στο αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο.

2 Το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα κριτήρια έγιναν "σημαντικά αυστηρότερα" ή "σε κάποιο βαθμό αυστηρότερα" και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι έγιναν "σε κάποιο βαθμό χαλαρότερα" ή "σημαντικά χαλαρότερα".

δότησης, αλλά είχε ουδέτερη επίδραση το δ' τρίμηνο 2019. Επίσης, για πρώτη φορά μετά τα τέλη του 2014, αναφέρεται κατά το α' τρίμηνο του 2019 άμβλυνση του κινδύνου που ενέχουν οι προσφερόμενες από τους δανειολήπτες εξασφαλίσεις, η οποία συντέινει σε χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων, αλλά κατά τα τρία επόμενα τρίμηνα η επίδραση του συγκεκριμένου κινδύνου ήταν ουδέτερη. Προς την κατεύθυνση της χαλάρωσης συνέβαλε και το επίπεδο του ανταγωνισμού από άλλα πιστωτικά ιδρύματα το α' τρίμηνο. Για τους υπόλοιπους παράγοντες, οι τράπεζες συνέχισαν να αναφέρουν ότι η συμβολή τους ήταν ουδέτερη, σε καθαρή βάση.

Για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, το δείγμα ανέφερε αυστηροποίηση των κριτηρίων το γ' τρίμηνο (καθαρό ποσοστό: 25%), μετά από διαδοχικά τρίμηνα σταθεροποίησης τη συνολική περίοδο γ' τρίμηνο 2018-β' τρίμηνο 2019. Οι τράπεζες δεν ανέφεραν μεταβολές των κριτηρίων για τα στεγαστικά δάνεια το δ' τρίμηνο, αλλά την ίδια περίοδο καταγράφηκε χαλάρωση των κριτηρίων χορήγησης καταναλωτικών και λοιπών δανείων (καθαρό ποσοστό: -25%).

Το 2019 οι τράπεζες γενικότερα δεν κατέγραψαν μεταβολές στην επίδραση των παραγόντων που επηρεάζουν τα πιστωτικά κριτήρια για τα στεγαστικά δάνεια, με εξαίρεση την ανοχή των τραπεζών στον κίνδυνο για την οποία αναφέρθηκε ότι συνέβαλε προς την κατεύθυνση αυστηροποίησης το γ' τρίμηνο (καθαρό ποσοστό: 25%). Για τα καταναλωτικά και λοιπά δάνεια, το δείγμα ανέφερε μεταβολές στην ανοχή των τραπεζών στον κίνδυνο που συνέβαλαν προς την κατεύθυνση αυστηροποίησης το γ' τρίμηνο (καθαρό ποσοστό: 25%), αλλά προς την αντίθετη κατεύθυνση το δ' τρίμηνο του 2019 (καθαρό ποσοστό: -25%). Επίσης, για πρώτη φορά μετά τα μέσα του 2010, το δείγμα αποκρίθηκε ότι οι μεταβολές στο επίπεδο του ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων συνέ-

βαλαν στην παρατηρηθείσα χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων για τα καταναλωτικά και λοιπά δάνεια το 8<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2019 (καθαρό ποσοστό: -25%).

Τέλος, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα αποκρίθηκαν ότι το ποσοστό απόρριψης των αιτήσεων για δάνεια προς επιχειρήσεις παρέμεινε αρχικά αμετάβλητο, αλλά αυξήθηκε το 8<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2019 (καθαρό ποσοστό: 25%). Για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, στις επαναλήψεις του 2019 το ποσοστό απόρριψης παρέμεινε αμετάβλητο, σε καθαρή βάση, για τα στεγαστικά δάνεια, ενώ για τα καταναλωτικά και λοιπά δάνεια περιορίστηκε το 9<sup>ο</sup> τρίμηνο (καθαρό ποσοστό<sup>5</sup>: -25%).

5 Η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι το ποσοστό απόρριψης των αιτήσεων “αυξήθηκε σημαντικά” ή “αυξήθηκε σε κάποιο βαθμό” και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι “μειώθηκε σε κάποιο βαθμό” ή “μειώθηκε σημαντικά”.

## 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Το 2019 συνεχίστηκε σταθερά η άνοδος των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα στις ελληνικές τράπεζες, η οποία έχει αρχίσει να καταγράφεται από τα μέσα του 2016. Παρά το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, η ευνοϊκή εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας τα τελευταία τρία έτη, που αποτυπώνεται πλέον και στην εξέλιξη του διαθέσιμου εισοδήματος, και η εδραίωση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος συνέβαλαν σε ενίσχυση της ζήτησης καταθέσεων. Η συνακόλουθη βελτίωση της ρευστότητας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων συνέβαλε, μεταξύ άλλων, στη δημιουργία των κατάλληλων προϋποθέσεων για την πλήρη άρση, από το Σεπτέμβριο του 2019, των τελευταίων υφιστάμενων περιορισμών στις διεθνείς πληρωμές και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό.<sup>12</sup> Η αποκατάσταση της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων στηρίζει την ανάπτυξη και συμβάλλει στην προσέλκυση άμεσων επενδύσεων στην ελληνική οικονομία.

Ωστόσο, η δυναμική της άνοδου των καταθέσεων παραμένει συγκρατημένη, καθώς η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα εξακολουθεί να είναι συνολικά αρνητική και έτσι δεν συμβάλλει άμεσα στη δημιουργία χρήματος στην οικονομία. Επιπρόσθετα, το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους και η αύξηση της χρησιμότητας των καταθέσεων ως μέσου πληρωμών τα τελευταία έτη συντελούν γενικότερα στην ενίσχυση της προτίμησης για διακράτηση των πιο ρευστών μορφών καταθέσεων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Αναλυτικότερα, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα<sup>13</sup> σημείωσαν το 2019 σωρευτική αύξηση κατά 8,9 δισεκ. ευρώ ή 6,6% (2018: 7,9 δισεκ. ευρώ ή 6,3%, 2017: 5,7 δισεκ. ευρώ ή 4,7%) και η άνοδος προήλθε, όπως και το προηγούμενο έτος, κατά κύριο λόγο από την ενισχυμένη συμβολή του τομέα των νοικοκυριών. Ωστόσο, ως ποσοστό του ΑΕΠ οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα ανήλθαν σε 76% στο τέλος του 2019, έναντι 73% το 2018 και 70% το 2017. Τα ποσοστά αυτά υπολείπονται ακόμη σημαντικά των αντίστοιχων πριν από την εκδήλωση της κρίσης (μέσος όρος ετών 2003-2009: 83%, 2009: 100%).

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών, που αποτελούν πάνω από τα 2/3 της συνολικής καταθετικής βάσης των τραπεζών, κατέγραψαν άνοδο κατά 6,6 δισεκ. ευρώ το 2019 (2018: 5,8 δισεκ. ευρώ, 2017: 3,7 δισεκ. ευρώ, βλ. Διάγραμμα VI.9), ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησής τους επιτα-

12 Σύμφωνα με το ν. 4624/2019, άρθρο 86 (ΦΕΚ Α' 137/29.8.2019).

13 Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα απαρτίζονται από τις καταθέσεις των νοικοκυριών (82%), των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (15%) και των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (δηλ. ασφαλιστικών επιχειρήσεων και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εξαιρουμένων των τραπεζών) (3%).

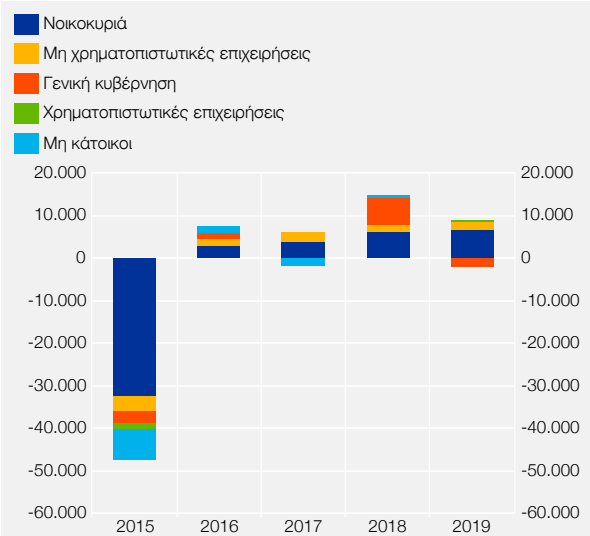


χύνθηκε ελαφρά σε σύγκριση με το 2018 (2019: 6,1%, 2018: 5,9%, 2017: 2,1% και Ιανουάριος 2020: 5,6%). Η ανοδική πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από την επέκταση της μισθωτής απασχόλησης, καθώς και από την επιταχυνόμενη ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος (βλ. Διάγραμμα VI.10). Αρνητική επίδραση στην εξέλιξη των εν λόγω καταθέσεων συνέχισε να ασκεί η συρρίκνωση των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων προς τα νοικοκυριά.

Οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) σημείωσαν το 2019 συνολικά άνοδο κατά 1,9 δισεκ. ευρώ (2018: 1,8 δισεκ. ευρώ, 2017: 2,3 δισεκ. ευρώ), η οποία ωστόσο οφείλεται στην εποχική άνοδο του Δεκεμβρίου.<sup>14</sup> Η δυναμική των επιχειρηματικών καταθέσεων εξασθένησε το 2019, όπως αποτυπώνεται και με βάση το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησής τους, ο οποίος σταδιακά περιορίστηκε στη διάρκεια του έτους (2019: 5,5%, 2018: 11,5%, 2017: 16,7% και Ιανουάριος 2020: 8,5%). Η επιβράδυνση της ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων τα δύο τελευταία έτη αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αποκλιμάκωση του ρυθμού περαιτέρω εξάπλωσης των συναλλαγών με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμών έπειτα από την απότομη αύξηση που σημείωσαν τα πρώτα έτη μετά την επιβολή των περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών και στις διεθνείς πληρωμές στα μέσα του 2015. Επίσης, η εξέλιξη των επιχειρηματικών καταθέσεων ενδεχομένως σχετίζεται με τη σημαντική αύξηση των εισαγωγών διαρκών καταναλωτικών αγαθών, ενδιάμεσων αγαθών και μεταφορικού εξοπλισμού το 2019 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, καθώς και με την υποχώρηση του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος των ΜΧΕ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2019 (-4,3%), κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (+10%). Στην εξέλιξη των εν λόγω καταθέσεων συνετέλεσε επίσης το γεγονός ότι το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας από ΜΧΕ (οι οποίες αποτελούν το 18% των συνολικών καταθέσεων των ΜΧΕ) υποχώρησε σταδιακά τα δύο τελευταία έτη, σε ένα περιβάλλον όπου οι περιορισμοί στο τραπεζικό σύστημα σταδιακά καταργούνταν. Ενδεικτικά, η διαφορά επιτοκίου προθεσμίας για τις επιχειρήσεις από το αντίστοιχο επιτόκιο που προσφέρεται από τις τράπεζες προς τα νοικοκυριά, η οποία είχε φθάσει το μέγιστο

**Διάγραμμα VI.9 Ετήσια ροή καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες (2015 - 2019)**

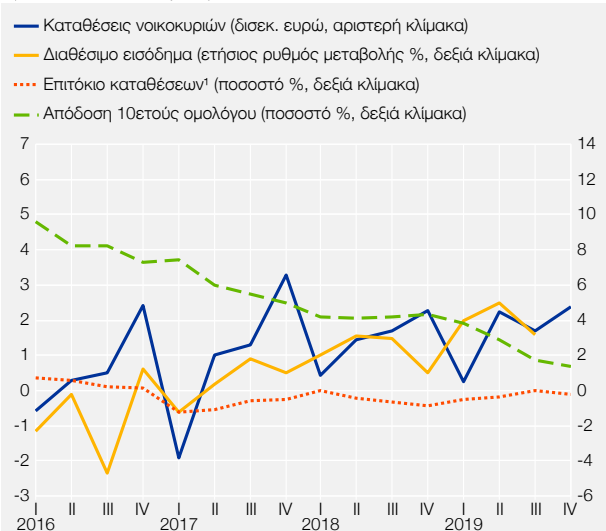
(ετήσια σωρευτική καθαρή ροή, εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

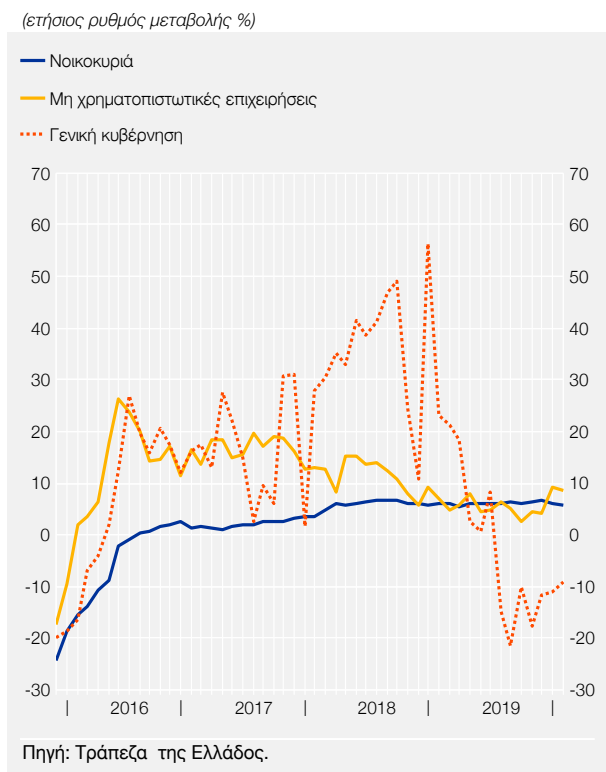
**Διάγραμμα VI.10 Καταθέσεις νοικοκυριών, πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων και απόδοση 10ετούς ομολόγου (α' τρίμηνο 2016 - δ' τρίμηνο 2019)**

(τριμηνιαία σωρευτική ροή σε δισεκ. ευρώ, ετήσιος ρυθμός μεταβολής %, μέσο ποσοστό % ετησίως)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ και Refinitiv/Datastream.  
1 Δηλ. το ονομαστικό επιτόκιο καταθέσεων μείον το δωδεκάμηνο ρυθμό πληθωρισμού.

14 Το Δεκέμβριο εκάστου έτους τα ταμειακά διαθέσιμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων εμφανίζουν σημαντική αύξηση που συνδέεται με παράγοντες όπως το κλείσιμο των ετήσιων λογιστικών τους καταστάσεων ή οι αυξημένες αγορές των καταναλωτών κατά την εορταστική περίοδο.

**Διάγραμμα VI.11 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες  
(Δεκέμβριος 2015 - Ιανουάριος 2020)**

επίπεδο των 35 μ.β. στις αρχές του 2018, στη συνέχεια συρρικνώθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2019 (Δεκέμβριος 2019: 14 μ.β.).

Κατά το 2019 καταγράφηκε μείωση των καταθέσεων του τομέα της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες. Ειδικότερα, οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες υποχώρησαν το 2019 κατά 1,8 δισεκ. ευρώ ή κατά 15%, σε σχέση με το προηγούμενο έτος, και οι καταθέσεις των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) και των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση αποτελούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, επίσης μειώθηκαν ελαφρά κατά 0,2 δισεκ. ευρώ ή κατά 3% (βλ. Διαγράμματα VI.9 και VI.11). Όσον αφορά τους λοιπούς τομείς, οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκαν, συμβάλλοντας θετικά στην καταθετική βάση των τραπεζών κατά 0,4 δισεκ. ευρώ ή 14% (2018: 0,3 δισεκ. ευρώ, 2017: -0,2 δισεκ. ευρώ), και οι καταθέσεις των μη κατοίκων αυξήθηκαν κατά 0,2 δισεκ. ευρώ ή 2% (2018: 0,6 δισεκ. ευρώ, 2017: -1,8 δισεκ. ευρώ).

Όπως προαναφέρθηκε, η άνοδος των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να προέρχεται κυρίως από την ενίσχυση των καταθέσεων με τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας, δηλ. των καταθέσεων μίας ημέρας (καταθέσεις όψεως, τρεχούμενοι λογαριασμοί και λογαριασμοί ταμειοτηρίου, βλ. Διάγραμμα VI.12). Πράγματι, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων μίας ημέρας επιταχύνθηκε στη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών (2019: 9,3%, 2018: 6,1%, 2017: 3,5% και Ιανουάριος 2020: 11,3%). Αντίθετα, ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας επιβραδύνθηκε σταδιακά από το δεύτερο εξάμηνο του 2018 και εξής, μεταστράφηκε μάλιστα από το Σεπτέμβριο του 2019 σε αρνητικό. Η προτίμηση για διακράτηση ρευστότητας συνεχίστηκε και το 2019, λόγω της ευρείας πλέον χρήσης των ηλεκτρονικών πληρωμών στις καθημερινές συναλλαγές σε σχέση με το παρελθόν, ενώ επιπλέον συνδέεται και με την επιταχυνόμενη αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Η απόκλιση μεταξύ της εξέλιξης των καταθέσεων μίας ημέρας και αυτής των καταθέσεων προθεσμίας είναι επίσης συνέπεια του πολύ χαμηλού κόστους ευκαιρίας των καταθέσεων: η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων μίας ημέρας από επιχειρήσεις και νοικοκυριά, αφού παρέμεινε σχετικά αμετάβλητη την περίοδο από τα μέσα του 2017 μέχρι τις αρχές του 2019 γύρω στις 54 μ.β., συρρικνώθηκε στη συνέχεια περίπου κατά το ήμισυ και διαμορφώθηκε στο τέλος του 2019 σε 29 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VI.12).

Τη γενικότερη βελτίωση του κλίματος στην ελληνική οικονομία επιβεβαιώνουν και τα στοιχεία του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Το 2019 καταγράφηκε περαιτέρω επιστροφή κεφαλαίων στη χώρα μας από καταθέσεις Ελλήνων (επιχειρήσεων και νοικοκυριών) σε τράπεζες του εξωτερικού ύψους περίπου 3,6 δισεκ. ευρώ (2018: 2,1 δισεκ. ευρώ, 2017: 0,03 δισεκ. ευρώ, 2016: 2,7 δισεκ. ευρώ).

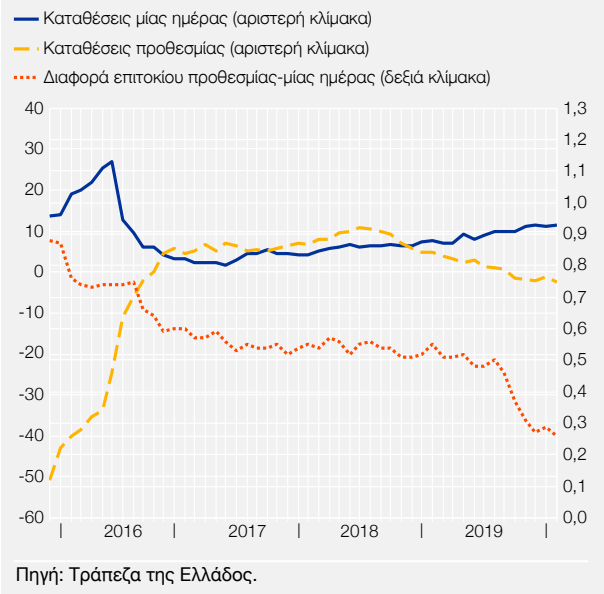
Κατά το 2019 συνεχίστηκαν να καταγράφονται συστηματικά καθαρές εισροές τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα, όπως παρατηρείται σχεδόν ανελλιπώς στο χρονικό διάστημα μετά τα μέσα του 2015: η μέση μηνιαία καθαρή εισροή τραπεζογραμματίων το 2019 διαμορφώθηκε

σε περίπου 630 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 610 εκατ. ευρώ τόσο το 2018 όσο και το 2017, και ήταν αισθητά εντονότερη στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους.<sup>15</sup> Ως ποσοστό του ΑΕΠ, η εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα συνέχισε να υποχωρεί με ταχύ ρυθμό και διαμορφώθηκε σε 11% στο τέλος του 2019, από 15% αντίστοιχα το 2018 (2003-2009: 7%, 2009: 8%). Ο περαιτέρω περιορισμός της αβεβαιότητας για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, που αναστέλλει το κίνητρο για αποθησαυρισμό τραπεζογραμμάτων, και η χρήση ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών, που υποκαθιστά τη χρήση μετρητών στις καθημερινές συναλλαγές, εκτιμάται ότι συμβάλλουν σε υποχώρηση της ζήτησης χρήματος σε φυσική μορφή στην Ελλάδα. Παράλληλα, οι εισροές τραπεζογραμμάτων στο τραπεζικό σύστημα αντανakλούν το γεγονός ότι οι ξένοι επισκέπτες χρησιμοποιούν μετρητά που φέρνουν από τις χώρες τους για τις δαπάνες τους στη χώρα μας.

Η συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης και η βελτίωση των προοπτικών του τραπεζικού συστήματος, ως αποτέλεσμα της αντιμετώπισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αναμένεται να δημιουργήσουν κατάλληλες συνθήκες για περαιτέρω ενίσχυση της ζήτησης καταθέσεων στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Εξάλλου, η ενδυνάμωση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα θα στηρίξει περαιτέρω την άνοδο των καταθέσεων το προσεχές διάστημα.

**Διάγραμμα VI.12 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων μίας ημέρας (Δεκέμβριος 2015 - Ιανουάριος 2020)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και διαφορά σε ποσοστιαίες μονάδες)



## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το 2019 χαρακτηρίστηκε από: α) βελτιωμένη λειτουργική κερδοφορία, η οποία στηρίχθηκε ωστόσο σε σημαντικό βαθμό σε μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις, β) διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο, γ) βελτίωση στη χρηματοδότηση των τραπεζών και διαφοροποίηση των πηγών της και δ) περαιτέρω αποκλιμάκωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ),<sup>16</sup> το οποίο όμως παραμένει ιδιαίτερα υψηλό. Θετική εξέλιξη στην αντιμετώπιση του προβλήματος των ΜΕΔ αποτελεί η ψήφιση του ν. 4649/2019, γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”, ο οποίος αφορά το

15 Μάλιστα, το Δεκέμβριο του 2019 φαίνεται ότι άρχισε να αμβλύνεται και το εποχικό πρότυπο που καταγραφόταν μέχρι τότε με σημαντική εκροή τραπεζογραμμάτων κατά την εορταστική περίοδο κάθε Δεκέμβριο για την κάλυψη καταναλωτικών αναγκών. Ειδικότερα, το συγκεκριμένο μήνα του 2019 καταγράφηκε για πρώτη φορά μικρή καθαρή εισροή τραπεζογραμμάτων.

16 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, παράγραφοι 213-239). Δεν περιλαμβάνονται “ανοίγματα” σε χρεωστικά μέσα εκτός δανείων ούτε στοιχεία εκτός ισολογισμού (π.χ. εγγυητικές επιστολές). Πράγματι, 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 στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, σε συνδυασμό με το ότι οι ορισμοί της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (European Banking Authority – EBA) 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 EBA.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος- Σεπτέμβριος 2018	Ιανουάριος- Σεπτέμβριος 2019	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>5.913</b>	<b>5.912</b>	<b>-0,0</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.397	4.251	-3,3
– Έσοδα από τόκους	5.954	5.752	-3,4
– Έξοδα τόκων	1.557	1.501	-3,6
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.516	1.661	9,6
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	911	883	-3,1
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	564	639	13,2
– Λοιπά έσοδα	41	139	>100
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>3.162</b>	<b>3.008</b>	<b>-4,9</b>
Δαπάνες προσωπικού	1.713	1.557	-9,2
Διοικητικά έξοδα	1.184	1.060	-10,5
Αποσβέσεις	264	392	48,1
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>2.751</b>	<b>2.904</b>	<b>5,5</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	2.119	1.839	-13,2
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	144	288	>100
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-76	-185	>100
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>413</b>	<b>591</b>	<b>43,0</b>
Φόροι	200	97	-51,2
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες <sup>2</sup>	214	494	>100
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>-139</b>	<b>622</b>	<b>&gt;100</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων σημαντικών τραπεζικών ομίλων και εποπτικά στοιχεία για τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες.

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

2 Οι ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

πρόγραμμα παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων, με στόχο τη μείωση των ΜΕΔ.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2019 τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν άνοδο και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν σημαντικά (βλ. Πίνακα VI.1), εξελίξεις που οφείλονται ωστόσο σε σημαντικό βαθμό στην αύξηση των κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις και άλλων μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, καθώς και στην περαιτέρω συγκράτηση των εξόδων. Μείωση συνέχισαν να εμφανίζουν τα έσοδα από τοκοφόρες εργασίες, που αποτελούν τα 3/4 περίπου των λειτουργικών εσόδων, έναντι 59% περίπου κατά μέσο όρο στην ΕΕ, κυρίως εξαιτίας της συρρίκνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών και της πώλησης χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού. Η συρρίκνωση προέκυψε αφενός από τη μείωση των δανείων (οι αποπληρωμές υπερβαίνουν τις νέες εκταμιεύσεις και διενεργήθηκαν εντός της χρήσεως πωλήσεις δανείων καθώς και διαγραφές/πρόσθετες προβλέψεις) και αφετέρου από την πώληση θυγατρικών των τραπεζών στο εξωτερικό. Επισημαίνεται επίσης ότι η ύπαρξη ενός ιδιαίτερα υψηλού αποθέματος ΜΕΔ επηρεάζει αρνητικά το καθαρό περιθώριο κέρδους των τραπεζών, καθώς διατηρεί υψηλά το κόστος του πιστωτικού κινδύνου<sup>17</sup> (Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2019: 1,7% σε ετησιοποιημένη βάση). Μικρή μείωση εμφάνισαν τα καθαρά έσοδα από προμήθειες, με τις τριμηνιαίες μεταβολές κατά τη διάρκεια του 2019 να εμφανίζουν τάση αύξησης. Τα εν λόγω έσοδα αποτελούν περίπου το 15% των εσόδων

17 Το κόστος πιστωτικού κινδύνου υπολογίζεται ως ο λόγος των προβλέψεων περιόδου προς το μέσο υπόλοιπο δανείων.

των ελληνικών τραπεζών, ποσοστό που είναι το δεύτερο χαμηλότερο στην ΕΕ, όπου ο μέσος όρος είναι διπλάσιος του ελληνικού.

Όσον αφορά τα έξοδα, συνεχίζεται η προσπάθεια για περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω εξορθολογισμού του δικτύου καταστημάτων και περιστολής των γενικών διοικητικών εξόδων, με αποτέλεσμα ο λόγος εξόδων προς έσοδα των ελληνικών τραπεζών να διαμορφώνεται στο 50,9%, επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο (καλύτερο) του μέσου ευρωπαϊκού (63%). Μειωμένες εμφανίστηκαν οι προβλέψεις που σχηματίστηκαν κατά τη διάρκεια της υπό επισκόπηση περιόδου για τον πιστωτικό κίνδυνο, δεδομένης της προόδου αναφορικά με τη διαχείριση των ΜΕΔ, καθώς και της βελτίωσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Αντίθετα, αυξημένες ήταν οι λοιπές ζημίες απομείωσης. Σε όρους αποδοτικότητας, τα αποτελέσματα συνοψίζονται στο δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ο οποίος ανήλθε σε περίπου 2% (δεύτερο χαμηλότερο ποσοστό στην ΕΕ, όπου ο μέσος όρος ανέρχεται σε 7%). Πάντως, η κερδοφορία είναι ένα γενικότερο πρόβλημα για τις ευρωπαϊκές τράπεζες, με το δείκτη αποδοτικότητας στο πρώτο, δεύτερο και τρίτο τεταρτημόριο της κατανομής (με βάση τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών) να είναι 4,1%, 6,5% και 10% αντίστοιχα.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση παρέμειναν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2019 σε ικανοποιητικό επίπεδο (15,9% και 16,9% αντίστοιχα). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην αύξηση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζικών ομίλων κατά 8,6% το εννεάμηνο του 2019, λόγω: α) της συγχώνευσης της Grivalia Properties Ανώνυμης Εταιρείας Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία με την τράπεζα Eurobank-Ergasias A.E., β) της έκδοσης ομολογιών μειωμένης εξασφάλισης που προσμετρούνται στα ίδια κεφάλαια κατηγορίας 2 (Tier 2), γ) της καταγραφής κερδών μετά από φόρους και δ) του υψηλότερου αποθέματος ομολόγων που αποτιμώμενα στην εύλογη αξία καταγράφονται στα λοιπά συνολικά έσοδα και καταχωρούνται στην καθαρή θέση (Fair Value Through Other Comprehensive Income – FVTOCI). Είναι αξιοσημείωτο ότι πάνω από το ήμισυ των κεφαλαίων των τραπεζών αντιστοιχεί σε αναβαλλόμενο φόρο, γεγονός που χρήζει αντιμετώπισης, ενδεχομένως και σε συνδυασμό με την αντιμετώπιση του προβλήματος των ΜΕΔ. Επίσης, προκλήσεις για τα επόμενα έτη αποτελούν μεταξύ άλλων η σταδιακή επίπτωση από την πρώτη εφαρμογή του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (International Financial Reporting Standards – IFRS 9), η κεφαλαιακή επίπτωση από τη στρατηγική μείωσης των ΜΕΔ και η σταδιακή δημιουργία κεφαλαιακού αποθέματος που αντιστοιχεί στην Ελάχιστη Απαίτηση Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities – MREL).

Αναφορικά με την ποιότητα του εγχώριου χαρτοφυλακίου δανείων,<sup>18</sup> με βάση προσωρινά στοιχεία, τα ΜΕΔ ανήλθαν στο τέλος Δεκεμβρίου του 2019 σε 68 δισεκ. ευρώ,<sup>19</sup> μειωμένα κατά 13,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου του 2018 και κατά περίπου 39,2 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2019 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις δανείων ύψους 8,1 δισεκ. ευρώ<sup>20</sup> και σε διαγραφές ύψους 4,3 δισεκ. ευρώ. Γενικά, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον,

18 Τα στοιχεία για την ποιότητα χαρτοφυλακίου αφορούν το σύνολο των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών.

19 Αφορά τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώνεται σε 69,8 δισεκ. ευρώ.

20 Οι δευτερογενείς αγορές για τις πωλήσεις μη εξυπηρετούμενων δανείων έχουν σταδιακά γίνει πιο ενεργές σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ, το 2018 οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ πώλησαν ή τιτλοποίησαν δάνεια ύψους περίπου 150 δισεκ. ευρώ, ενώ την ίδια περίοδο πώλησαν κατασχεμένα περιουσιακά στοιχεία ύψους περίπου 30 δισεκ. ευρώ. Για τα σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα με υψηλά επίπεδα ΜΕΔ, οι πωλήσεις και τιτλοποιήσεις αποτέλεσαν το 1/3 περίπου της μείωσης των ΜΕΔ το 2018.



οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω αναδιαρθρώσεων/ρυθμίσεων δανείων, είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν περιορισμένες. Εντούτοις, το τελευταίο τρίμηνο του 2019 παρατηρήθηκε σημαντική μείωση της εισροής νέων ΜΕΔ, καθώς και αυξημένα ποσοστά αναταξινόμησης δανείων από μη εξυπηρετούμενα σε εξυπηρετούμενα, με αποτέλεσμα την καθαρή μείωση των ΜΕΔ σε επίπεδο συστήματος.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων<sup>21</sup> παρέμεινε το Δεκέμβριο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (40,3%). Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2019, ο αντίστοιχος δείκτης ανήλθε σε 3,4%. Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 42,4% για το στεγαστικό, 48,7% για το καταναλωτικό και 37,9% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Εντός του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ιδιαίτερα υψηλός (62% και 50,6% αντίστοιχα). Καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (20,6%) και στο χαρτοφυλάκιο των ναυτιλιακών δανείων (15,5%). Συνεχίζει να προβληματίζει το γεγονός ότι ο κλάδος του τουρισμού παρουσιάζει υψηλό ποσοστό ΜΕΔ (27,7%), παρά τον εξωστρεφή χαρακτήρα και την ανοδική πορεία του κλάδου και τη διευρυνόμενη συμβολή του στο ΑΕΠ.

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΔ, το 50,2% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγεληθεί από τις τράπεζες, το 29,2% δάνεια αβέβαιης είσπραξης ("unlikely to pay") και το 20,7% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγεληθεί. Επισημαίνεται ότι το 59,7% των ΜΕΔ που εμπίπτουν σε αυτή την κατηγορία, δηλ. δεν έχουν ακόμη καταγγεληθεί, έχει καθυστέρηση μεγαλύτερη του ενός έτους. Το αντίστοιχο ποσοστό για τα στεγαστικά δάνεια διαμορφώνεται σε 71,8%, για τα επιχειρηματικά σε 46,2%, ενώ για τα καταναλωτικά σε 62,2%.

Υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανειοληπτών που έχουν αιτηθεί νομική προστασία (οι οφειλές τους αντιστοιχούν σε 14,8% του συνολικού υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων). Τα δάνεια αυτής της κατηγορίας αφορούν είτε φυσικά πρόσωπα (ν. 3869/2010) είτε νομικά πρόσωπα (ν. 4307/2014). Ειδικότερα, το 29,7% των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων έχει υπαχθεί σε καθεστώς νομικής προστασίας, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τα καταναλωτικά δάνεια είναι 19,2%. Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης ανήλθε σε 43,9%.

Στο τέλος Δεκεμβρίου του 2019 το υπόλοιπο των ΜΕΔ που συνδέονταν με ρυθμίσεις ανερχόταν σε 24,6 δισεκ. ευρώ (δηλ. 36,2% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων).<sup>22</sup> Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα ΜΕΔ (έφθασαν το 58,3% του συνολικού υπολοίπου των ρυθμισθέντων μη εξυπηρετούμενων δανείων το 2019), 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).<sup>23</sup>

21 Τα μεγέθη αφορούν εντός ισολογισμού δάνεια (προ προβλέψεων) και πιστωτικές διευκολύνσεις (advances) των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών (σε ατομική βάση), σύμφωνα με στοιχεία που συγκεντρώνονται για εποπτικούς σκοπούς παρακολούθησης των ΜΕΔ.

22 Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων που εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 38,6 δισεκ. ευρώ.

23 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 άλλου είδους διευθέτηση, η οποία συμφωνείται εξ αρχής από τα δύο μέρη.



Ανησυχητικά υψηλό, ωστόσο, παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Μάλιστα, στο 37,3% των μακροχρόνιων ρυθμίσεων και στο 66,5% των βραχυχρόνιων ρυθμίσεων, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Τα εν λόγω ποσοστά αυξάνονται σε 40,2% και 79,3% αντίστοιχα σε χρονικό ορίζοντα ενός έτους από 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. Ο ρυθμός μείωσης των ΜΕΔ μπορεί να επιταχυνθεί περαιτέρω αν εφαρμοστούν γρήγορα και λύσεις συστημικού χαρακτήρα όπως ο “Ηρακλής”. Σύμφωνα με τη λύση αυτή, προβλέπεται ότι το Δημόσιο θα παράσχει συνολικά εγγυήσεις ύψους 12 δισεκ. ευρώ,<sup>24</sup> που θα υποστηρίξουν την τιτλοποίηση ΜΕΔ ύψους έως 36 δισεκ. ευρώ. Η διαχείριση των ΜΕΔ που θα τιτλοποιηθούν θα ανατεθεί έναντι αμοιβής σε αδειοδοτημένες εταιρίες διαχείρισης απαιτήσεων. Σε επόμενο στάδιο, και αφού αξιολογηθούν τα αποτελέσματά του, ο “Ηρακλής” αναμένεται να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος. Η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος, εκτός από το πρόβλημα των ΜΕΔ, αντιμετωπίζει και το ζήτημα που προκύπτει από τη σημερινή κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών, με την αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (DTC) να αποτελεί δυσανάλογα μεγάλο μέρος των συνολικών κεφαλαίων.

Μια αποφασιστική και συστημική λύση στο πρόβλημα των ΜΕΔ κρίνεται ως υψίστης σημασίας. Έτσι, οι τράπεζες θα μπορέσουν να επικεντρωθούν σε καίρια ζητήματα που αφορούν το μέλλον όπως σύγχρονα επιχειρηματικά μοντέλα, αναζήτηση νέων επικερδών αναπτυξιακών ευκαιριών και δραστηριοτήτων, ψηφιακός μετασχηματισμός (βλ. και Πλαίσιο VI.3) και, πάνω απ’ όλα, πιστοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

<sup>24</sup> Το Δημόσιο θα καλύψει με εγγύηση το τμήμα της τιτλοποίησης με την υψηλότερη διαβάθμιση και εξοφλητική προτεραιότητα (senior tranche), αφού πρώτα ικανοποιηθούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις, οι οποίες θα διασφαλίζουν τα συμφέροντα του Δημοσίου. Ειδικότερα, θα απαιτείται η πώληση τουλάχιστον του ημίσεος των τμημάτων της τιτλοποίησης με χαμηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα (junior and mezzanine tranches), το τμήμα με την υψηλότερη εξοφλητική προτεραιότητα (senior tranche) θα πρέπει να λάβει πιστωτική διαβάθμιση BB- τουλάχιστον, θα παρακολουθείται σε τακτική βάση η εξέλιξη των εισπράξεων από τα δάνεια που θα έχουν τιτλοποιηθεί και θα καταβάλλεται αμοιβή στο Δημόσιο για την εγγύηση που παρέχει.

### Πλαίσιο VI.3

#### Η 2η ΟΔΗΓΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ (PSD2) ΚΑΙ ΟΙ ΔΥΝΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Η αναγκαιότητα εισαγωγής της αναθεωρημένης ευρωπαϊκής Οδηγίας για τις υπηρεσίες πληρωμών (Payment Services Directive 2015/2366, PSD2) σε λιγότερο από 10 χρόνια από την 1η Οδηγία (Payment Services Directive 2007/64/EC, PSD1) απέδειξε πως οι τεχνολογικές καινοτομίες και οι δραστικές αλλαγές τις οποίες επιφέρουν στις παγκόσμιες αγορές οδηγούν σε αναθεώρηση νομοθετικών κειμένων που, όταν εισήχθησαν, θεωρήθηκαν επαναστατικά. Η PSD2 έχει διττή στόχευση: αφενός να καλύψει κενά και να διορθώσει αστοχίες στην υλοποίηση της PSD1, λαμβάνοντας ρεαλιστικά υπόψη τις εξελίξεις στις τεχνολογίες της πληροφορικής και των επικοινωνιών, και αφετέρου να δημιουργήσει ένα ολοκληρωμένο και ενιαίο πανευρωπαϊκό σύστημα παροχής υπηρεσιών πληρωμών με νομικά σαφείς κανόνες. Σε αυτό το σύστημα, παραδοσιακοί παίκτες και καινοτόμες εταιρίες θα μπορούν να συνεργαστούν ομαλά ή ακόμη και να εργαστούν ανταγωνιστικά, προσφέροντας, στο πεδίο των πληρωμών, σύγχρονες και καινοτόμες υπηρεσίες με χαμηλό κόστος και υψηλό επίπεδο ασφάλειας πληροφοριών, προς όφελος των Ευρωπαίων καταναλωτών, διευκολύνοντας έτσι τη μεγέθυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Η πρώτη στόχευση εξυπηρετεί τους παραδοσιακούς σκοπούς κάθε αναθεωρητικής οδηγίας. Η δεύτερη είναι αυτή που επιφέρει πολύ σημαντικές αλλαγές σε όλα τα επίπεδα των ηλεκτρονικών πληρωμών, συμπαράσύροντας όχι

μόνο τα χρηματοδοτικά ιδρύματα και τις εποπτικές τους αρχές, αλλά και τα σχήματα καρτών, τις εταιρίες FinTech, τους εμπόρους, τους καταναλωτές και γενικότερα το οικοσύστημα των πληρωμών.

### Πώς η PSD2 επιδρά στο οικοσύστημα των ηλεκτρονικών πληρωμών

Οι διατάξεις της PSD2 επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα όλα τα μέρη του οικοσυστήματος<sup>1</sup> των ηλεκτρονικών πληρωμών με ποικίλους τρόπους.

#### Επιδράσεις της PSD2 στους χρήστες των ηλεκτρονικών πληρωμών

Οι έμποροι, φυσικοί και ηλεκτρονικοί, στο βαθμό που τους αναλογεί, καλούνται να προσαρμοστούν στις απαιτήσεις της “ισχυρής ταυτοποίησης του πελάτη” (Strong Customer Authentication – SCA)<sup>2</sup>, θεμελιώδες χαρακτηριστικό της νέας Οδηγίας, προσαρμόζοντας αναλόγως συστήματα και διαδικασίες και ενισχύοντας έτσι σημαντικά την ασφάλεια των συναλλαγών. Η εφαρμογή της “ισχυρής ταυτοποίησης του πελάτη” αναμένεται να επηρεάσει ηλεκτρονικούς εμπόρους και παρόχους υπηρεσιών πληρωμών ακόμη και εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Η PSD2 κατ’ αρχήν απευθύνεται σε παρόχους υπηρεσιών πληρωμών με έδρα την ΕΕ και αφορά υπηρεσίες πληρωμών που υλοποιούνται εντός της ΕΕ. Ωστόσο, η πρόβλεψη της οδηγίας για τις ηλεκτρονικές πληρωμές όπου ένας εκ των δύο παρόχων υπηρεσιών πληρωμών (είτε του πληρωτή είτε του δικαιούχου) έχει την έδρα του εκτός ΕΕ (“one leg”), τις οποίες δεν κάλυπτε η PSD1, αναμένεται να επηρεάσει μελλοντικά τις εκτός ΕΕ αγορές που δεν έχουν υιοθετήσει αυστηρά μέτρα ταυτοποίησης των πελατών, αν και η συμμόρφωση των αγορών αυτών στη συγκεκριμένη περίπτωση δεν επιβάλλεται, αλλά είναι επιθυμητό να γίνει (“on a best effort basis”). Επιπλέον, η PSD2 παρέχει τη δυνατότητα στους ηλεκτρονικούς εμπόρους να προσφέρουν στους πελάτες τους έναν ακόμη τρόπο διενέργειας ηλεκτρονικών συναλλαγών, χωρίς τη χρήση κάρτας πληρωμών, με το πλεονέκτημα για τους ίδιους τους εμπόρους ότι το ποσό της αγοράς θα μεταφέρεται απευθείας στο λογαριασμό τους.

Οι καταναλωτές, που αποτελούν το επίκεντρο της νέας Οδηγίας, έχουν να αποκομίσουν σημαντικά οφέλη. Ο ανταγωνισμός εκτιμάται ότι θα επιφέρει μειώσεις στο κόστος και στις προμήθειες των ηλεκτρονικών πληρωμών, ενώ οι νέες υπηρεσίες θα διευκολύνουν τον καταναλωτή αυτοματοποιώντας και συγκεντρώνοντας στην οθόνη του υπολογιστή, του κινητού τηλεφώνου ή του tablet τα στοιχεία των πληρωμών του. Οι ηλεκτρονικές πληρωμές αποκτούν νέα εναλλακτικά ψηφιακά κανάλια με αυξημένη ασφάλεια. Το ύψος του ποσού της ευθύνης των καταναλωτών για αγορές μέσω ψηφιακών καναλιών μειώνεται και ταυτόχρονα θεσπίζονται αποτελεσματικές διαδικασίες αναφοράς παραπόνων. Επιπρόσθετα, η εξοικείωση των καταναλωτών με τις νέες υπηρεσίες που εισάγει η PSD2 και η χρήση των νέων δυνατοτήτων που αυτές προσφέρουν προϋποθέτουν τη συστηματική ενημέρωση των καταναλωτών. Είναι προφανές ότι οι νεότερες ηλικιακές κατηγορίες καταναλωτών θα καλωσορίσουν κάθε καινοτομία στο χώρο των πληρωμών. Οι μεγαλύτερες ηλικιακές κατηγορίες ενδέχεται να πιεστούν από τις αλλαγές, κυρίως στα θέματα της αυξημένης πλέον ασφάλειας, που μπορεί να διαφοροποιήσουν τη μέχρι τώρα εμπειρία τους με τις ηλεκτρονικές πληρωμές.

#### Επιδράσεις της PSD2 σε παρόχους υπηρεσιών πληρωμών και χρηματοπιστωτικές υποδομές

Η PSD2 είναι η πρώτη οδηγία που θέτει με τόσο emphaticό και λεπτομερή τρόπο θέματα που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα τα συστήματα πληροφορικής των εποπτευόμενων ιδρυμάτων. Τα Ρυθμιστικά Τεχνικά Πρότυπα για την Ισχυρή Ταυτοποίηση του Πελάτη και την Κοινή και Ασφαλή Επικοινωνία (Regulatory Technical Standards on Strong Customer Authentication and Common and Secure Communication) ανεβάζουν τον πήχη της ασφάλειας σχετικά με το πώς θα ταυτοποιούνται οι πελάτες στις ηλεκτρονικές συναλλαγές και το πώς θα διασυνδέονται οι

1 Πιστωτικά ιδρύματα, ιδρύματα πληρωμών, ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος, εκδότες (issuers) μέσων πληρωμών, αποδέκτες (acquirers) μέσων πληρωμών, σχήματα καρτών (Visa, MasterCard κ.ά.), ηλεκτρονικοί έμποροι, πύλες πληρωμών (payment gateways), διευκολυντές πληρωμών (payments facilitators), εταιρίες FinTech με ειδικευση στις πληρωμές, καταναλωτές κ.ά.

2 “Ισχυρή ταυτοποίηση πελάτη”: η ταυτοποίηση με βάση τη χρήση δύο ή περισσότερων στοιχείων που αφορούν α) γνώση (στοιχείο το οποίο μόνο ο χρήστης υπηρεσίας πληρωμών γνωρίζει), β) κατοχή (στοιχείο το οποίο μόνο ο χρήστης κατέχει) και γ) κάποιο μοναδικό εγγενές χαρακτηριστικό του (στοιχείο το οποίο χαρακτηρίζει μόνο το χρήστη), τα οποία στοιχεία είναι ανεξάρτητα μεταξύ τους, καθότι η παραβίαση του ενός δεν θέτει σε κίνδυνο την αξιοπιστία των υπολοίπων. Η διαδικασία ταυτοποίησης είναι σχεδιασμένη κατά τρόπο που να προστατεύεται η εμπιστευτικότητα των δεδομένων ταυτοποίησης (ν. 4537, άρθρο 4, σημείο 30).

πάροχοι υπηρεσιών πληρωμών ώστε να διακινούν με ασφάλεια τα ευαίσθητα δεδομένα των πληρωμών. Κατευθυντήριες Γραμμές (Guidelines) της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA), τις οποίες ήδη υιοθέτησε η Τράπεζα της Ελλάδος, καθορίζουν ποια συμβάντα λειτουργικού κινδύνου και ασφάλειας συστημάτων θα υποβάλλονται στην εποπτική αρχή για διερεύνηση και με ποιο τρόπο θα γίνεται η υποβολή. Επιπλέον, καθορίζουν τα απαραίτητα μέτρα που πρέπει να λαμβάνονται από τους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των λειτουργικών κινδύνων και των κινδύνων ασφάλειας, αν και η Τράπεζα της Ελλάδος έχει θέσει σε ισχύ παρόμοιες κατευθυντήριες γραμμές ήδη από το 2006.

Είναι γεγονός ότι, τουλάχιστον στην αρχή της υλοποίησης της PSD2, απαιτούνται αυξημένες επενδύσεις στον τομέα των συστημάτων πληροφορικής, ιδίως όσον αφορά την ανάπτυξη των διασυνδέσεων με τρίτους και την ασφάλεια (κυρίως λόγω της απαίτησης για την ισχυρή ταυτοποίηση των πελατών). Οι επενδύσεις όμως αυτές εκτιμάται ότι θα είναι παραγωγικές, καθότι οι μεν πρώτες εντάσσονται στη γενικότερη προσπάθεια των ιδρυμάτων για ψηφιακό μετασχηματισμό, οι δε δεύτερες καθιστούν τα συστήματα πληροφορικής ασφαλέστερα.

Η σημαντικότερη από τις καινοτομίες που εισάγει η PSD2 είναι ότι μεταφέρει την “ιδιοκτησία” των λογαριασμών πληρωμών<sup>3</sup> των πελατών από τα εποπτευόμενα ιδρύματα που νομιμοποιούνται να παρέχουν τέτοιους λογαριασμούς (πιστωτικά ιδρύματα, ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος και ιδρύματα πληρωμών) στους ίδιους τους πελάτες, υπό την προϋπόθεση ότι οι πελάτες έχουν τη δυνατότητα online πρόσβασης σε αυτούς (μέσω web ή mobile banking). Η καινοτομία αυτή καθιστά τους πελάτες απόλυτους κυριάρχους των λογαριασμών πληρωμών και των δεδομένων τους, καθώς είναι αυτοί που αποφασίζουν αν, πού και πώς θα τα διαθέσουν. Τα ιδρύματα που τηρούν πελατειακούς λογαριασμούς πληρωμών (ή, κατά την ορολογία της Οδηγίας, Πάροχοι Υπηρεσιών Πληρωμών Εξυπηρέτησης Λογαριασμού – ΠΥΠΕΛ, Account Servicing Payment Service Providers – ASPSP), εφόσον υπάρχει συναίνεση των πελατών, υποχρεούνται να “ανοίξουν” τα συστήματά τους σε εποπτευόμενους τρίτους φορείς, οι οποίοι, κάνοντας χρήση των δεδομένων των πελατών και των λογαριασμών τους, θα μπορούν να παρέχουν νέες υπηρεσίες, όπως υπηρεσίες παροχής πληροφοριών λογαριασμών<sup>4</sup> (Πάροχοι Υπηρεσίας Πληροφοριών Λογαριασμού – ΠΥΠΛ, Account Information Service Providers – AISP), υπηρεσίες εκκίνησης πληρωμών<sup>5</sup> (Πάροχοι Υπηρεσίας Εκκίνησης Πληρωμής – ΠΥΕΠ, Payment Initiation Service Providers – PISP) και υπηρεσίες έκδοσης μέσων πληρωμών<sup>6</sup>, π.χ. καρτών (Εκδότες Μέσων Πληρωμής με Κάρτα, Card Based Payment Instrument Issuer – CBPII). Ουσιαστικά, η διαχείριση των λογαριασμών πληρωμών στους οποίους έχουν online πρόσβαση οι πελάτες παύει να είναι “μονοπώλιο” των ιδρυμάτων που τους τηρούν, αλλά, με τη συγκατάθεση των πελατών, αυτό μπορεί να αποτελέσει προνόμιο και άλλων εποπτευόμενων οντοτήτων. Οι αδειοδοτημένες και εποπτευόμενες από την Τράπεζα της Ελλάδος ή άλλη ευρωπαϊκή εποπτική αρχή τεχνολογικά καινοτόμες και επιχειρηματικά ευέλικτες εταιρίες (ειδικές κατηγορίες ιδρυμάτων πληρωμών) θα μπορούν, αποκτώντας πρόσβαση στα πελατειακά δεδομένα πληρωμών, να προσφέρουν φιλικές υπηρεσίες και προϊόντα που θα βασίζονται σε αυτά ακριβώς τα

3 Σύμφωνα με το ν. 4537/15.5.2018, “λογαριασμός πληρωμών” είναι ο λογαριασμός που τηρείται στο όνομα ενός ή περισσότερων χρηστών υπηρεσιών πληρωμών και χρησιμοποιείται για την εκτέλεση πράξεων πληρωμής.

4 Είναι online υπηρεσία (ή εφαρμογή σε κινητό) που παρέχει στον πελάτη συνολική εικόνα των υπολοίπων των λογαριασμών του (αλλά και του ιστορικού των συναλλαγών του) που τηρεί σε μία ή και περισσότερες τράπεζες, ιδρύματα πληρωμών και ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος (παρόχους υπηρεσιών πληρωμών). Παρέχεται έτσι η δυνατότητα στους καταναλωτές να έχουν συνολική διατραπεζική εικόνα της οικονομικής τους κατάστασης, η οποία τους διευκολύνει να λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τον προσωπικό ή οικογενειακό τους προϋπολογισμό. Ένας αδειοδοτημένος πάροχος αυτής της υπηρεσίας χρειάζεται την επίσημη συναίνεση του πελάτη για να την παρέχει.

5 Η υπηρεσία αυτή επιτρέπει στους πελάτες να εκτελούν διαδικτυακές πληρωμές για αγορές αγαθών ή υπηρεσιών απευθείας από τους τραπεζικούς τους λογαριασμούς αντί να κάνουν χρήση των χρεωστικών ή πιστωτικών τους καρτών. Με την υπηρεσία αυτή, η χρήση των καρτών για online πληρωμές παύει να είναι ο μόνος τρόπος πληρωμής. Οι υποψήφιοι πληρωτές απλώς συναινούν στη μεταφορά πίστωσης από τον τραπεζικό τους λογαριασμό στο λογαριασμό του εμπόρου. Οι έμποροι ωφελούνται γιατί εξασφαλίζεται πλήρως η πληρωμή τους, αντιμετωπίζουν μειωμένα κόσθη στις συναλλαγές και προσφέρουν εναλλακτικούς τρόπους πληρωμής στους πελάτες τους. Ένας αδειοδοτημένος πάροχος αυτής της υπηρεσίας χρειάζεται την επίσημη συναίνεση του πελάτη για να την παρέχει.

6 Η νέα Οδηγία επιτρέπει σε αδειοδοτημένους παρόχους, με τη συναίνεση των πελατών, να εκδίδουν μέσα πληρωμών (π.χ. κάρτες) και να πραγματοποιούν συναλλαγές με αυτά τα μέσα, συνδέοντάς τα με λογαριασμούς των πελατών τους που τηρούνται σε άλλους παρόχους. Απαραίτητη προϋπόθεση για την εκτέλεση των πληρωμών είναι η λήψη από τον πάροχο στον οποίο τηρείται ο λογαριασμός επιβεβαίωσης ότι υφίσταται επαρκές υπόλοιπο.

δεδομένα. Η διασύνδεση των συστημάτων των παρόχων λογαριασμών πληρωμών με αδειοδοτημένους τρίτους υλοποιείται κυρίως με την ανάπτυξη ειδικών διεπαφών λογισμικού (Application Programming Interfaces – APIs) βασισμένων σε πανευρωπαϊκά πρότυπα, την υλοποίηση συγκεκριμένων αυστηρών κανόνων ασφάλειας, την υλοποίηση συστημάτων και την εφαρμογή διαδικασιών για την πρόληψη και τον εντοπισμό της απάτης υπό την εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος.

Παράλληλα, τα σχήματα καρτών (card schemes, π.χ. Visa, MasterCard) καλούνται και αυτά με τη σειρά τους να προσαρμόσουν αναλόγως τα επιχειρηματικά τους μοντέλα σύμφωνα με τις απαιτήσεις της Οδηγίας. Μια ενδεχόμενη εκτεταμένη υιοθέτηση της νέας υπηρεσίας εκκίνησης πληρωμών, η οποία αποτελεί εναλλακτική της χρήσης καρτών μέθοδο διενέργειας ηλεκτρονικών αγορών μέσω διαδικτύου, μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της χρήσης των καρτών πληρωμών. Οι επιπτώσεις της μείωσης αυτής στα αντίστοιχα έσοδα από προμήθειες ενδεχομένως θα αντισταθμιστούν από την είσοδο των σχημάτων καρτών σε νέους επιχειρησιακούς ρόλους στο οικοσύστημα των πληρωμών. Επιπλέον, παρόμοια με τους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών, τα σχήματα καρτών καλούνται να επενδύσουν σημαντικά κεφάλαια προκειμένου να υλοποιήσουν τις απαιτήσεις της “ισχυρής ταυτοποίησης των πελατών” εντός των υποδομών τους και των υπηρεσιών που προσφέρουν.

### Η “ανοικτή τραπεζική” και οι δυνητικές επιπτώσεις της στο χρηματοπιστωτικό τομέα

Η δυνατότητα της προαναφερθείσας πρόσβασης τρίτων εποπτευόμενων οντοτήτων στα δεδομένα των λογαριασμών πληρωμών, με τη συγκατάθεση των πελατών, αποτελεί το θεμέλιο λίθο της “ανοικτής τραπεζικής” (open banking),<sup>7</sup> καθώς τα δεδομένα είναι πλέον “ορατά” και εκτός των οργανισμών που τα διατηρούν και, το σημαντικότερο, μπορούν να τύχουν επεξεργασίας από τρίτους. Η PSD2 γενικότερα και η “ανοικτή τραπεζική” ειδικότερα δημιουργούν και επισπεύδουν ένα μεγάλο αριθμό επιχειρηματικών ευκαιριών τόσο στον τομέα της λιανικής τραπεζικής όσο και σε αυτόν της εταιρικής.

Η υιοθέτηση συστημάτων ανοικτής τραπεζικής από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς θα πρέπει να είναι η αυτονόητη αντίδραση ώστε να προσαρμοστούν στις σύγχρονες πελατειακές ανάγκες, αλλά και ταυτόχρονα να συμμορφωθούν προς τις απαιτήσεις του νέου θεσμικού πλαισίου. Τα μοντέλα ανοικτής τραπεζικής που βασίζονται στην PSD2 έχουν χαρακτήρα ελάχιστων απαιτήσεων για την κάλυψη των νέων υπηρεσιών πληρωμών. Οι τεχνικές υλοποιήσεις της ανοικτής τραπεζικής που βασίζονται σε διεθνή πρότυπα, όπως απαιτήθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος να γίνει στη χώρα, παρέχουν τη δυνατότητα σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς εξυπηρέτησης λογαριασμών: α) να επεκταθούν σε νέες υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας, από τις οποίες θα μπορούν να αποκομίσουν απευθείας οικονομικό όφελος (π.χ. μέσω προμηθειών), και β) να δικτυωθούν σε ευρύτερα σχήματα υπηρεσιών, αυξάνοντας την προβολή τους σε νέους πελάτες, ενδεχομένως και διασυννοριακά. Παραδείγματα τέτοιων νέων υπηρεσιών είναι: διαμόρφωση συνολικής εικόνας χρηματοπιστωτικών λογαριασμών πελάτη (account aggregation) πέραν των λογαριασμών πληρωμών, υπηρεσίες ταυτοποίησης χρηστών (π.χ. διαμεσολάβηση για τρίτους παρόχους υπηρεσιών εμπιστοσύνης), διασύνδεση προϊόντων, τραπεζικών και μη, διαχείριση πολλαπλών λογαριασμών, προηγμένες υπηρεσίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (enhanced risk scoring). Κάποιες από τις παραπάνω υπηρεσίες μπορούν να βασιστούν σε σύνθεση των ρόλων που προβλέπει η PSD2, ενώ άλλες ενδεχομένως θα απαιτήσουν την υλοποίηση πρόσθετων διεπαφών στις υπάρχουσες υποδομές. Σε κάθε περίπτωση, νέες υπηρεσίες βασισμένες στην ανοικτή τραπεζική μπορούν να ενισχύσουν τη δυνατότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών να καλύψουν τις ανάγκες καταναλωτών και επιχειρήσεων σε ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων: δανεισμό, αποταμίευση, διαχείριση λογαριασμών, διαχείριση ταμειακών ροών, πληρωμές και αύξηση παραγωγικότητας.<sup>8</sup> Οι αυξημένες δυνατότητες που βασίζονται στην ανοικτή τραπεζική, αλλά ξεπερνούν τις ελάχιστες απαιτήσεις της PSD2, θεμελιώνουν πλέον μια έννοια ευρύτερη από την ανοικτή τραπεζική, την έννοια του “open finance”.

7 Ως ανοικτή τραπεζική (open banking) νοείται “ένα σύστημα διαμοιρασμού δεδομένων μεταξύ του χρηματοπιστωτικού οργανισμού που τηρεί τα δεδομένα και των χρηστών του συστήματος, συμπεριλαμβανομένων τρίτων παρόχων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, μέσω διεπαφών προγραμματισμού εφαρμογών (Application Programming Interfaces – APIs)”. Financial Stability Board (2019), *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*.

8 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*, Δεκέμβριος 2019, Ειδικό θέμα II: “Η αναθεωρημένη οδηγία για τις πληρωμές ως θεμέλιο υλοποίησης της ανοικτής τραπεζικής στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα”.

Η ανοικτή τραπεζική, πέραν των σημαντικών ευκαιριών που παρέχει, δημιουργεί τις προϋποθέσεις για εμφάνιση κινδύνων στα υπάρχοντα επιχειρηματικά μοντέλα των ιδρυμάτων που την υιοθετούν. Οι κίνδυνοι πρέπει αφενός να αναλυθούν, να αξιολογηθούν και να αντιμετωπιστούν προληπτικά από την εποπτική αρχή και αφετέρου να εντοπιστούν και να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα διαχείρισής τους από τα ίδια τα ιδρύματα. Οι υπηρεσιακές μονάδες διαχείρισης κινδύνων των εποπτευόμενων ιδρυμάτων οφείλουν να αναλύσουν το νέο περιβάλλον όπως διαμορφώνεται από την εφαρμογή της PSD2, για να εντοπίσουν τυχόν νέους κινδύνους ή να αξιολογήσουν πώς επηρεάζονται οι υπάρχοντες, και οι μονάδες εσωτερικού ελέγχου οφείλουν να προσαρμόσουν το ελεγκτικό τους πρόγραμμα με βάση αυτούς τους κινδύνους. Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι το “άνοιγμα” των τραπεζικών υπηρεσιών δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να οδηγή στην απουσία ξεκάθαρων ευθυνών. Ακόμη και σε ανοικτά περιβάλλοντα, τα εποπτευόμενα ιδρύματα και τα διοικητικά τους συμβούλια φέρουν αμέριστα την ευθύνη για τη συμμόρφωση των οργανισμών τους στις νέες εποπτικές απαιτήσεις και για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των νέων κινδύνων.

Η προσφορά νέων και καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών από τρίτους, που βασίζονται στους λογαριασμούς και τα δεδομένα πληρωμών που τηρούν οι πελάτες σε παρόχους υπηρεσιών πληρωμών, αποτελεί δυνητικό κίνδυνο για τα έσοδα και την κερδοφορία των παρόχων εξυπηρέτησης λογαριασμών, τη ρευστότητα και τη μακροχρόνια σχέση τους με τους πελάτες. Η ύπαρξη νέων μορφών παρόχων υπηρεσιών πληρωμών με μικρότερα λειτουργικά κόστη αυξάνει τον ανταγωνισμό και συμπιέζει τα περιθώρια κέρδους. Επιπλέον, μεγάλοι οργανισμοί όπως οι τράπεζες, χάνοντας το μονοπώλιο της επαφής με τους πελάτες τους, διαβλέπουν ταυτόχρονα και μείωση των ευκαιριών για πώληση άλλων υπηρεσιών και προϊόντων τους στους ίδιους πελάτες (cross-selling). Στα ανοικτά περιβάλλοντα οι πελάτες έχουν περισσότερες και πιο αυτοματοποιημένες δυνατότητες να σχηματίζουν άμεσα εικόνα για το τι προσφέρει η αγορά. Οι ευκολίες αυτές ενδέχεται να έχουν ως αποτέλεσμα οι πελάτες να μετακινούν ποσά των καταθέσεων τους από ίδρυμα σε ίδρυμα (balances optimisation), εκμεταλλευόμενοι ανταγωνιστικές χρεώσεις υπηρεσιών και υψηλότερες αποδόσεις. Η ευελιξία αυτή καθιστά τις καταθέσεις ασταθείς και δημιουργεί δυνητικά κίνδυνο ρευστότητας (liquidity risk). Εκτιμάται ότι, σε μια ώριμη και ανταγωνιστική αγορά πληρωμών, θα μειωθούν τα μέσα υπόλοιπα των “σταθερού” τύπου καταθέσεων προς όφελος των καταθέσεων “ασταθούς” τύπου (π.χ. ηλεκτρονικά πορτοφόλια).

Τα πιστωτικά ιδρύματα, ως τα παλαιότερα μέλη του οικοσυστήματος των πληρωμών και ενώπιον των προκλήσεων της PSD2, καλούνται να λάβουν στρατηγικές αποφάσεις. Θα επιλέξουν μια συντηρητική στρατηγική, αυτήν της απλής συμμόρφωσης προς τα ελάχιστα απαιτούμενα της νέας Οδηγίας, ή μια επιθετική στρατηγική, που θα υπαγορεύει στα ιδρύματα να επιτελούν πολλαπλούς ρόλους; Στη δεύτερη περίπτωση, τα ιδρύματα, εκμεταλλευόμενα την εκτεταμένη πελατειακή τους βάση και προσφέροντας υπηρεσίες ανάλογες με αυτές που προσφέρουν οι νέοι παίκτες, αναλαμβάνοντας και οι ίδιες το ρόλο των τρίτων παρόχων, θα μπορούν να αποκομίζουν προμήθειες. Η υλοποίηση μιας επιθετικής στρατηγικής προϋποθέτει τον ταχύτατο και εις βάθος ψηφιακό μετασχηματισμό τους, που θα αποτελέσει τη βάση για την ανάπτυξη νέων και καινοτόμων υπηρεσιών πληρωμών. Επίσης, υπαγορεύει συμμαχίες και συνεργασίες με μικρές και ευέλικτες τεχνολογικές καινοτόμες εταιρίες, ενώ ταυτόχρονα τα πιστωτικά ιδρύματα θα εκμεταλλεύονται τα παραδοσιακά πλεονεκτήματά τους: γνώση, εδραιωμένη παρουσία, εμπιστοσύνη, ασφάλεια. Η PSD2 παρέχει την ευκαιρία στα πιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά το “εν πινώσει” οπλοστάσιό τους, που δεν είναι άλλο από τις πληροφορίες που “κρύβονται” στον τεράστιο όγκο των ιδιόκτητων, μέχρι πριν από την PSD2, δεδομένων. Το κλειδί στην αγορά των πληρωμών, όπως αυτή διαμορφώνεται, είναι το ποιος θα κερδίσει την εμπιστοσύνη των πελατών. Θα συνεχίσουν τα πιστωτικά ιδρύματα να έχουν στενή αλληλεπίδραση με τους πελάτες τους μέσω της προσφοράς καινοτόμων υπηρεσιών και προϊόντων ή ο ρόλος τους θα περιοριστεί στην τήρηση λογαριασμών, τροφοδοτούμενων κυρίως από εισερχόμενες μισθοδοσίες, οι οποίοι θα χρησιμοποιούνται ενδεχομένως για μεταβιβάσεις ρευστότητας σε λογαριασμούς των πελατών σε άλλους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών, με τρίτες εταιρίες να διαχειρίζονται τις συναλλαγές και να συσσωρεύουν τα σχετικά πελατειακά δεδομένα;

Η ανοικτή τραπεζική, για τα ίδια τα ιδρύματα που την υιοθετούν, έχει εγγενείς κινδύνους πρωτίστως λειτουργικής φύσεως, κυρίως λόγω της χρήσης νέων τεχνολογιών, με έμφαση στην ασφάλεια των διακινούμενων πληροφοριών και την ιδιωτικότητα, δεδομένης της ραγδαίας αύξησης των διασυνδέσεων με τρίτους, οι οποίες απαιτούν συνεχή παρακολούθηση και έλεγχο. Η δημιουργία ενός νέου ψηφιακού καναλιού (αυτού των APIs), πλέον των



ήδη παγιωμένων καναλιών ηλεκτρονικής τραπεζικής μέσω διαδικτύου ή κινητής συσκευής, αυξάνει τις πιθανότητες κυβερνοεπιθέσεων. Στην απευκταία περίπτωση συμβάντος παραβίασης της ασφάλειας και απάτης, αυξάνονται σημαντικά οι κίνδυνοι φήμης και απώλειας χρημάτων. Επιπλέον, σε ανοικτά περιβάλλοντα που βασίζονται σε τεχνολογικές καινοτομίες και υλοποιούν πολύπλοκες τεχνικές προδιαγραφές, ο εξωπορισμός (outsourcing) και μάλιστα σε περιβάλλοντα υπολογιστικού νέφους (cloud outsourcing) αποκτά ουσιαστικό ρόλο, παράλληλα όμως συμβάλλει στην αύξηση του λειτουργικού κινδύνου (operational risk) και του κινδύνου συγκέντρωσης (concentration risk), καθώς τέτοιες μορφές εξωπορισμού, τουλάχιστον μέχρι τώρα, προσφέρονται από λίγες και συγκεκριμένες εταιρίες τεχνολογίας.

Ενώ σε ευρωπαϊκό επίπεδο υπηρεσίες που εισάγονται επίσημα πλέον από την PSD2 παρέχονταν ήδη από μη εποπτευόμενα ιδρύματα, η ελληνική αγορά, τουλάχιστον μέχρι πρόσφατα, λόγω του μεγέθους της και της παρατεταμένης οικονομικής κρίσης, παρέμενε μη ελκυστική σε παρόχους τέτοιου είδους καινοτόμων υπηρεσιών. Το συγκεκριμένο μειονέκτημα η Τράπεζα της Ελλάδος το μετέτρεψε σε πλεονέκτημα. Εκμεταλλεύθηκε την ευκαιρία για να θέσει εξ αρχής σαφείς και διαφανείς κανόνες βάσει του θεσμικού πλαισίου και να ωθήσει τα εποπτευόμενα ιδρύματα να υιοθετήσουν και να υλοποιήσουν τις πρότυπες, βέλτιστες και πλέον σύγχρονες ευρωπαϊκές λύσεις στον τομέα της διασύνδεσης των ιδρυμάτων με τρίτους. Έτσι, τα εποπτευόμενα ιδρύματα υλοποίησαν τις τεχνικά αρτιότερες διασυνδέσεις, διευκολύνοντας την ασφαλή τους διασύνδεση με τρίτους και δημιουργώντας σύγχρονες τεχνικά υποδομές για την παροχή καινοτόμων ψηφιακών υπηρεσιών.

### **Συμπεράσματα**

Συμπερασματικά, διαφαίνεται ότι η PSD2, διευρύνοντας τους ορίζοντες των ηλεκτρονικών πληρωμών, αναθεωρεί κατεστημένες απόψεις και στερεότυπα. Παρέχει το απαραίτητο πλαίσιο για την εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος ώστε να είναι πιο εξωστρεφές, καινοτόμο, σύγχρονο, ασφαλές και με στοιχεία έντονου αλλά υγιούς ανταγωνισμού προς όφελος των καταναλωτών και των επιχειρήσεων. Για την υλοποίηση της PSD2 απαιτούνται επενδύσεις στον τομέα των συστημάτων πληροφορικής, ιδίως όσον αφορά την ανάπτυξη των διασυνδέσεων με τρίτους και την ασφάλεια (κυρίως λόγω της απαίτησης για την “ισχυρή ταυτοποίηση των πελατών”). Οι επενδύσεις αυτές εκτιμάται ότι θα συνεισφέρουν στην αύξηση της παραγωγικότητας της οικονομίας, αφού συνδέονται άμεσα με τον ψηφιακό μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τέλος, οι εγγενείς, λειτουργικής φύσεως κίνδυνοι της ανοικτής τραπεζικής, αντιμετωπιζόμενοι προληπτικά, θα ενισχύσουν ακόμη περισσότερο το επίπεδο ασφάλειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.



# VII ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Τα χρηματοοικονομικά μεγέθη των ασφαλιστικών επιχειρήσεων στη χρήση 2019 επηρεάστηκαν σημαντικά από το περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων. Η καμπύλη επιτοκίων μηδενικού κινδύνου, της οποίας ένα μεγάλο μέρος παρέμεινε σε αρνητικά επίπεδα, οδήγησε σε σημαντικές αυξήσεις των τεχνικών προβλέψεων, ιδίως αυτών που σχετίζονται με μακροχρόνιες υποχρεώσεις. Αντίθετα, θετικά επέδρασε ο περιορισμός των πιστωτικών περιθωρίων, καθώς επέφερε αύξηση της αξίας των ομολογιακών χαρτοφυλακίων που διακρατούν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Αναφορικά με τις ασφαλίσσεις κατά ζημιών, χαρακτηριστική ήταν η, για πρώτη φορά μετά από αρκετά έτη, αύξηση της συχνότητας ζημιών στον κλάδο αστικής ευθύνης οχημάτων, η οποία οδήγησε σε αντίστοιχη αύξηση του ύψους των επισυμβασών ζημιών. Οι τεχνολογικές εξελίξεις, σε συνδυασμό με τις αυξανόμενες απαιτήσεις των πελατών για άμεση και εξατομικευμένη εξυπηρέτηση, είναι η πρόκληση για την ανάπτυξη καινοτόμων λύσεων στην παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών (βλ. Πλαίσιο VII.1). Περαιτέρω, στις συνθήκες της κλιματικής αλλαγής, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις έχουν κομβικό ρόλο ως θεσμικοί επενδυτές και ως πάροχοι ασφαλιστικών καλύψεων, ενώ παράλληλα θα πρέπει να αξιολογήσουν τις επιπτώσεις που οι ίδιες υφίστανται από αυτήν (βλ. Πλαίσιο VII.2).

## 1 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ<sup>1</sup>

Στις 30.9.2019 δραστηριοποιούνταν στην ελληνική αγορά ιδιωτικής ασφάλισης 38 ασφαλιστικές επιχειρήσεις,<sup>2</sup> έναντι 39 στις 30.9.2018,<sup>3</sup> οι οποίες κατηγοριοποιούνται βάσει της άδειας λειτουργίας και των ασφαλιστικών τους εργασιών σε τρεις κατηγορίες, ως εξής:

- 2 επιχειρήσεις ασφαλίσων ζωής,
- 19 επιχειρήσεις ασφαλίσων κατά ζημιών και
- 17 επιχειρήσεις που ασκούν ταυτόχρονα δραστηριότητες ασφαλίσων ζωής και ασφαλίσων κατά ζημιών (συμπεριλαμβάνονται επιχειρήσεις ζωής που, εκ των ασφαλίσων κατά ζημιών, ασκούν αποκλειστικά αυτές των κλάδων “Ατυχήματα” και “Ασθένειες”).

Από τις ως άνω 38 ασφαλιστικές επιχειρήσεις, 36 λειτουργούν και εποπτεύονται σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Οδηγία “Φερεγγυότητα II”, που εφαρμόζεται σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) από 1.1.2016, ενώ 2 επιχειρήσεις εξαιρούνται, λόγω μεγέθους, από την εφαρμογή πλήθους απαιτήσεων που αφορούν και τους τρεις βασικούς πυλώνες της Φερεγγυότητας II.<sup>4</sup> Τέσσερις από τις 36 ασφαλιστικές επιχειρήσεις έχουν λάβει έγκριση να εφαρμόζουν τα μεταβατικά μέτρα του ν. 4364/2016 και υποχρεούνται να γνωστοποιούν την επίπτωση από τη χρήση των μέτρων αυτών στην Έκθεση Φερεγγυότητας και Χρηματοοικονομικής Κατάστασης (SFCR), την οποία και δημοσιεύουν σύμφωνα με το άρθρο 38 του ν. 4364/2016.

<sup>1</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που υποβλήθηκαν έως τις 31.1.2020.

<sup>2</sup> Εξαιρουμένων των αλληλασφαλιστικών συνεταιρισμών του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 1 του άρθρου 7 του ν. 4364/2016.

<sup>3</sup> Η μείωση του αριθμού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κατά μία από την αντίστοιχη περσινή περίοδο οφείλεται στην ανάκληση της άδειας λειτουργίας της “Ελληνικά Ναυτιλιακά Ασφαλίσεις κατά Κινδύνων Πολέμου Α.Ε.” λόγω αλλαγής σκοπού.

<sup>4</sup> Η Τράπεζα της Ελλάδος, με βάση την αρχή της αναλογικότητας, έχει επιτρέψει σε 2 ασφαλιστικές επιχειρήσεις που πληρούν τα απαιτούμενα κριτήρια μεγέθους και εργασιών να εξαιρεθούν από ορισμένες διατάξεις της Φερεγγυότητας II σχετικά με τις απαιτήσεις για τη φερεγγυότητα, το σύστημα διακυβέρνησης και τη δημοσιοποίηση εκθέσεων και αναφορών.

Εκ των 36 ασφαλιστικών επιχειρήσεων που υπόκεινται στις διατάξεις της Φερεγγυότητας II, οι 13 ανήκουν σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στο εξωτερικό και 5 σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στην Ελλάδα. Επίσης, 5 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται σε λοιπές χώρες της ΕΕ με καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών.

Επιπρόσθετα, δραστηριότητα στην Ελλάδα ασκούν και 246 ασφαλιστικές επιχειρήσεις που έχουν την έδρα τους σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ,<sup>5</sup> με καθεστώς είτε ελεύθερης εγκατάστασης (υποκατάστημα) είτε ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, και οι οποίες εποπτεύονται, ως προς τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους. Στα τέλη του 2018, η ετήσια παραγωγή των επιχειρήσεων αυτών (εγγεγραμμένα ασφάλιστρα) ανερχόταν σε 807 εκατ. ευρώ ή ποσοστό 18% του συνόλου της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς.

Τα οικονομικά μεγέθη που παρουσιάζονται κατωτέρω αφορούν μόνο τις 36 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια ασφαλιστική αγορά και που υπόκεινται στην, κατά Φερεγγυότητα II, εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η εγχώρια ασφαλιστική αγορά χαρακτηρίζεται από σημαντική συγκέντρωση, ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και στις επιχειρήσεις που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών, καθώς οι 5 μεγαλύτερες εξ αυτών κατέχουν το 80% της σχετικής αγοράς, σε όρους τεχνικών προβλέψεων, ενώ οι 5 μεγαλύτερες ασφαλιστικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, σε όρους ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών, κατέχουν μερίδιο που ανέρχεται σε 46% της σχετικής αγοράς.

Η παραγωγή ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών στις ασφαλίσεις ζωής την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2019 ανήλθε σε 1,5 δισεκ. ευρώ, αυξημένη κατά 13% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Από το ανωτέρω ποσό, 0,32 δισεκ. ευρώ συνδέονται με επενδύσεις, αποτελώντας ποσοστό 21% επί των συνολικών ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών δραστηριοτήτων ζωής, έναντι 19% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Αναφορικά με την παραγωγή ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών στις ασφαλίσεις ζωής, μικρή μείωση καταγράφηκε μόνο στις ασφαλίσεις ασθένειας, που πωλούνται ως συμπληρωματικές σε βασικές ασφαλίσεις, και στις αντασφαλίσεις ζωής. Τα ασφάλιστρα των δραστηριοτήτων ασφαλίσεων κατά ζημιών ανήλθαν την ίδια περίοδο σε 1,5 δισεκ. ευρώ, κυμάνθηκαν δηλαδή στα ίδια περίπου επίπεδα με την αντίστοιχη περίοδο του 2018, με το μεγαλύτερο μέρος αυτών να οφείλεται στις ασφαλίσεις αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων (38%), ακολουθούμενες από τις ασφαλίσεις πυρός (20%). Σημειώνεται ωστόσο ότι την αντίστοιχη περίοδο του 2018 τα ασφάλιστρα των ασφαλίσεων αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων αποτελούσαν το 40% της συνολικής παραγωγής των δραστηριοτήτων ασφαλίσεων κατά ζημιών, ενώ κατ' αντιστοιχία τα ασφάλιστρα των ασφαλίσεων πυρός το 21%.

Την ίδια περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2019, οι επισυμβάσεις αποζημιώσεων ανήλθαν σε ποσό 1,0 δισεκ. ευρώ για τις ασφαλίσεις ζωής και σε 0,6 δισεκ. ευρώ για τις ασφαλίσεις κατά ζημιών.

Το σύνολο του ενεργητικού των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος ασφαλιστικών επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 19 δισεκ. ευρώ στις 30.9.2019, αυξημένο κατά 11,2% συγκριτικά με τις 30.9.2018. Η αύξηση αυτή προήλθε κυρίως από την αύξηση των επενδύσεων σε κρατικά ομόλογα και των επενδύσεων για ασφαλίσεις των οποίων τον επενδυτικό κίνδυνο φέρουν οι ασφαλισμένοι. Το ενεργητικό των επιχειρήσεων που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και των επιχειρήσεων που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών αυξήθηκε κατά 11,8%, ενώ των επιχειρήσεων που ασκούν αποκλειστικά εργασίες ασφαλίσεων κατά ζημιών αυξήθηκε με χαμηλότερο ρυθμό, 6,0%.

5 Πηγή: Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA).

Από το σύνολο του ενεργητικού, 8,9 δισεκ. ευρώ ήταν τοποθετημένα σε κρατικά ομόλογα (47%) και 2,4 δισεκ. ευρώ σε εταιρικά ομόλογα (13%). Επιπλέον, ποσό 2,7 δισεκ. ευρώ αφορούσε επενδύσεις για ασφαλίστρες των οποίων τον επενδυτικό κίνδυνο φέρουν οι ασφαλισμένοι (14%), εκ των οποίων 63% επενδύθηκαν σε αμοιβαία κεφάλαια και 16% σε χρηματικά διαθέσιμα και καταθέσεις. Σημειώνεται ότι, σε σχέση με τις 30.9.2018, παρατηρήθηκε αύξηση των επενδύσεων για ασφαλίστρες των οποίων τον επενδυτικό κίνδυνο φέρουν οι ασφαλισμένοι, συγκεκριμένα σε χρηματικά διαθέσιμα και σε κρατικά ομόλογα.

Αντίστοιχα, οι συνολικές υποχρεώσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων που εμποτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος ανήλθαν σε 15,3 δισεκ. ευρώ, με το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων να διαμορφώνεται σε 14,1 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 11,0 δισεκ. ευρώ αφορούσαν ασφαλίστρες ζωής και 3,1 δισεκ. ευρώ ασφαλίστρες κατά ζημιών. Από τις τεχνικές προβλέψεις ζωής, το 26% αφορά ασφαλίστρες ζωής που συνδέονται με επενδύσεις.

Στις ασφαλίστρες κατά ζημιών, ο δείκτης ζημιών της αγοράς στις 30.9.2019 ανήλθε στο 46% των αντίστοιχων δεδουλευμένων ασφαλιστρών της ίδιας περιόδου και ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) στο 46%, έναντι 42% και 55% αντίστοιχα στις 30.9.2018. Ειδικότερα, στις ασφαλίστρες αστικής ευθύνης από χερσαία οχήματα, ο δείκτης ζημιών ανήλθε στο 53% και ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) στο 43%, έναντι 44% και 56% αντίστοιχα στις 30.9.2018. Η αύξηση του δείκτη οφείλεται στην αύξηση των επισυμβασών αποζημιώσεων, σε συνδυασμό με τη διατήρηση των ασφαλιστρών στα ίδια επίπεδα με την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

Αναφορικά με τα ίδια κεφάλαια της ασφαλιστικής αγοράς, στις 30.9.2019 η συνολική Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας (SCR) ανήλθε σε 1,9 δισεκ. ευρώ, με τα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3,3 δισεκ. ευρώ.

Η Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση (MCR) στο σύνολο της ασφαλιστικής αγοράς διαμορφώθηκε σε 0,7 δισεκ. ευρώ, με τα αντίστοιχα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3,2 δισεκ. ευρώ.

Από άποψη ποιότητας, τα επιλέξιμα κεφάλαια της ασφαλιστικής αγοράς σε ποσοστό 96% ταξινομούνται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1), ενώ όλες οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις διαθέτουν δείκτη κάλυψης σε επίπεδα σημαντικώς υψηλότερα του 100%.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εποπτεύει 3 ασφαλιστικούς ομίλους η μητρική επιχείρηση των οποίων έχει έδρα στην Ελλάδα.<sup>6</sup> Στους εν λόγω ομίλους περιλαμβάνονται 7 (ασφαλιστικές και μη) επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα και 5 με έδρα στην Κύπρο ή τη Ρουμανία. Το συνολικό ύψος της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας (SCR) των ομίλων αυτών ανήλθε στις 30.9.2019 σε 0,3 δισεκ. ευρώ, ενώ τα επιλέξιμα ίδια κεφάλαιά τους διαμορφώθηκαν σε 0,5 δισεκ. ευρώ.

Εντός του 2019, αυξήθηκε το μερίδιο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος με ελεύθερη παροχή υπηρεσιών ή καθεστώς ελεύθερης εγκατάστασης στην αγορά των ασφαλίσεων αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων και ανήλθε σε 17% (από 16,1% το 2018).

Με στόχο τη μείωση των συνολικών τους κεφαλαιακών απαιτήσεων και την προσαρμογή στο περιβάλλον αρνητικών επιτοκίων, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ενέτειναν περαιτέρω την προσπάθεια περιορισμού των εγγυήσεων που παρέχουν στα ασφαλιστικά προϊόντα ζωής, ενίσχυσαν τις πρακτικές συντονισμού των επενδύσεών τους με τις υποχρεώσεις τους, ενώ παράλληλα συνέχισαν τις προσπάθειες διαμόρφωσης νέων ευέλικτων νοσοκομειακών προϊόντων ασφαλι-

6 Ένας όμιλος έχει μόνο εγχώριες δραστηριότητες, σε αντίθεση με τους άλλους δύο, οι οποίοι καταγράφουν εργασίες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

σης με δυνατότητα ετήσιου επαναπροσδιορισμού των ασφαλίσεων. Τέλος, με σκοπό τον περιορισμό του κόστους, την επίτευξη των αποφάσεων ασφάλισης και την καλύτερη αξιολόγηση των κινδύνων που αναλαμβάνουν, προχώρησαν, σε πολλές των περιπτώσεων, σε αυτοματοποίηση της επικοινωνίας με τους πελάτες τους.

## Πλαίσιο VII.1

### INSURTECH: Η ΝΕΑ ΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΑΡΟΧΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Οι ραγδαίες τεχνολογικές εξελίξεις, σε συνδυασμό με τις αυξανόμενες απαιτήσεις των πελατών για άμεση και εξατομικευμένη εξυπηρέτηση, έχουν δημιουργήσει πρόσφορο έδαφος για την αξιοποίηση νέων τεχνολογιών και την ανάπτυξη καινοτόμων λύσεων στην παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών. Ο όρος InsurTech, ο οποίος περιγράφει αυτή τη νέα τάση, αναφέρεται στις αναδυόμενες τεχνολογίες και τα καινοτόμα επιχειρηματικά μοντέλα που έχουν τη δυναμική να μετασχηματίσουν την ασφαλιστική αγορά.

Η χρήση νέων τεχνολογιών στην ασφάλιση δεν είναι κάτι καινούργιο. Ήδη λειτουργούν ενοποιημένες πλατφόρμες που προσφέρουν σύγκριση τιμών και ασφαλιστικών καλύψεων, ενώ αρκετές επιχειρήσεις έχουν προχωρήσει στην ψηφιοποίηση της διαδικασίας παροχής των ασφαλιστικών προϊόντων, τα οποία πλέον προσφέρονται μέσω εναλλακτικών διαύλων διανομής στους καταναλωτές.

#### Τρόποι επίδρασης και αναμενόμενες αλλαγές

Οι τεχνολογικές καινοτομίες που εισάγονται όλο και περισσότερο στο χρηματοπιστωτικό τομέα, όπως τα Big data, το IoT (Internet of Things), η τεχνητή νοημοσύνη (artificial intelligence) και η τεχνολογία blockchain, έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν σημαντικά όλο το φάσμα των ασφαλιστικών λειτουργιών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αξιοποίηση τεχνολογιών τεχνητής νοημοσύνης, που επιτρέπει πλέον στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις να επεξεργαστούν μεγάλο όγκο δεδομένων με στόχο τη βελτίωση των ασφαλιστικών τους λειτουργιών, επιτυγχάνοντας ακριβέστερη εκτίμηση κινδύνων, ταχύτερη διεκπεραίωση ζημιών με παράλληλο περιορισμό της ασφαλιστικής απάτης, παροχή εξατομικευμένων προϊόντων και ακριβέστερη τιμολόγηση.

Ωστόσο, πέραν της επίδρασης στις ασφαλιστικές λειτουργίες, η υιοθέτηση νέων τεχνολογιών από νεοφυείς επιχειρήσεις έχει οδηγήσει στη δημιουργία νέων επιχειρηματικών μοντέλων στην ασφαλιστική αγορά. Οι κυριότερες αλλαγές που επιφέρουν στον παραδοσιακό τρόπο λειτουργίας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων εντοπίζονται στη δυνατότητα παροχής νέων τύπων ασφάλισης, όπως η ασφάλιση ανάλογα με τη χρήση (usage-based) και η ασφάλιση βασισμένη στη ζήτηση (on demand).<sup>1</sup>

Οι προαναφερθείσες τεχνολογικά και επιχειρηματικά καινοτόμες λύσεις υλοποιούνται κυρίως από νεοφυείς εταιρίες, που είτε παρέχουν υπηρεσίες σε υφιστάμενες ασφαλιστικές εταιρίες είτε λειτουργούν οι ίδιες ως ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αφού αποκτήσουν άδεια λειτουργίας.

Ενδεικτικό της δυναμικής των συγκεκριμένων εταιριών σε παγκόσμιο επίπεδο αποτελεί το γεγονός ότι, σύμφωνα με έρευνα, τα ασφαλιστρα που αναλογούν σε ασφαλιστικές υπηρεσίες παρεχόμενες από εταιρίες InsurTech θα υπερδιπλασιαστούν την επόμενη πενταετία.<sup>2</sup>

#### Η υφιστάμενη κατάσταση στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, η υιοθέτηση τεχνολογικά καινοτόμων λύσεων βρίσκεται σε αρκετά πρώιμο στάδιο. Ωστόσο, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αντιλαμβανόμενες τα οφέλη που θα τους προσφέρει η υιοθέτηση των νέων τεχνολογιών, αναμένεται να επιταχύνουν τις προσπάθειες αξιοποίησής τους τα προσεχή έτη.

<sup>1</sup> On-demand insurance: πρόκειται για ένα νέο επιχειρηματικό μοντέλο που ειδικεύεται στην άμεση ασφαλιστική κάλυψη συγκεκριμένων κινδύνων, την οποία αγοράζει ο καταναλωτής όταν και για όσο τη χρειάζεται.

<sup>2</sup> Πηγή: <https://www.juniperresearch.com/press/press-releases/insurtech-based-premiums-exceed-400-billion-2023>.

Η εποπτεία καλείται να συνδράμει στην ομαλή μετάβαση στο νέο επιχειρηματικό γίγνεσθαι, συμβάλλοντας στον εντοπισμό και περιορισμό των αναδυόμενων κινδύνων, με απώτερο σκοπό την προστασία του καταναλωτή και τη διαφύλαξη της σταθερότητας της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς.

Στο πλαίσιο της προώθησης και υποστήριξης της καινοτομίας, η Τράπεζα της Ελλάδος, από τον Απρίλιο του 2019, έθεσε σε λειτουργία τον Κόμβο Καινοτομίας (Innovation Hub) ως δίαυλο επικοινωνίας τόσο για νεοφυείς όσο και για υφιστάμενες ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Μέσω αυτού δίνονται απαντήσεις σε ερωτήματα εποπτικών και κανονιστικής φύσεως σχετικά με θέματα τεχνολογικής καινοτομίας (FinTech και InsurTech). Επιπλέον, παρέχονται μη δεσμευτικές οδηγίες για τη συμμόρφωση καινοτόμων υπηρεσιών ή επιχειρηματικών μοντέλων και χρηματοπιστωτικών/ασφαλιστικών προϊόντων με τις υπάρχουσες κανονιστικές απαιτήσεις.

Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις στο συγκεκριμένο τομέα μέσω της συμμετοχής της στο InsurTech Task Force της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance Occupational Pensions Authority – EIOPA), όπου καταγράφεται και αναλύεται η υπάρχουσα κατάσταση σε ευρωπαϊκό επίπεδο και διερευνώνται πιθανές κανονιστικές πρωτοβουλίες.

## Πλαίσιο VII. 2

### ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Η επιστημονική έρευνα μέχρι σήμερα δείχνει ότι το κόστος των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής θα είναι ιδιαίτερα υψηλό, εάν δεν μετριαστεί η μεταβολή του κλίματος. Για το λόγο αυτό, η παγκόσμια κοινότητα και η ΕΕ έχουν αναλάβει σειρά δράσεων τόσο για την ενίσχυση της προστασίας των οικονομικών μονάδων όσο και για την υποστήριξη της προσπάθειας μετριασμού της κλιματικής αλλαγής.

Στο πλαίσιο αυτό, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις αναμένεται να συμβάλουν σημαντικά, τόσο ως θεσμικοί επενδυτές, αναλαμβάνοντας πιο ενεργό ρόλο, όσο και ως πάροχοι ασφαλιστικών καλύψεων έναντι καταστροφών από φυσικά γεγονότα που επηρεάζονται από την κλιματική αλλαγή.

Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις μπορούν να συμβάλουν στις προσπάθειες για μετριασμό των επιπτώσεων από την κλιματική αλλαγή, ταυτόχρονα όμως υφίστανται και οι ίδιες τις επιπτώσεις από αυτήν.

Ειδικότερα:

#### Οι κίνδυνοι των ασφαλιστικών επιχειρήσεων από την κλιματική αλλαγή

Οι κίνδυνοι από την κλιματική αλλαγή μπορούν να ταξινομηθούν σε: α) φυσικούς κινδύνους, β) κινδύνους από την προσπάθεια μετάβασης σε ένα οικονομικό περιβάλλον ουδέτερο ως προς τις εκπομπές ρύπων που σχετίζονται με τα αέρια του θερμοκηπίου και γ) κινδύνους αστικής ευθύνης.

Το επιχειρηματικό μοντέλο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων έχει εκ φύσεως σημαντικές ιδιαιτερότητες σε σχέση με αυτό των λοιπών επιχειρήσεων, καθώς εδράζεται σε έναν ανεστραμμένο παραγωγικό κύκλο. Σύμφωνα με αυτό, ο ασφαλισμένος καταβάλλει το ασφάλιστρο (συνήθως άμεσα στην έναρξη της ασφάλισης) και σε μεταγενέστερο χρόνο (ενδεχομένως και μετά από πολλά έτη) λαμβάνει την υπεσχρημένη παροχή. Το ιδιαίτερο αυτό επιχειρηματικό μοντέλο δημιουργεί ιδιαιτερότητες στη λειτουργία τους, βασικότερες εκ των οποίων είναι ο σχηματισμός προβλέψεων (καλούμενων τεχνικών προβλέψεων) ώστε να είναι σε θέση να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους, οι επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία, συνήθως με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, με σκοπό κατά βάση την κάλυψη, σε ποσό και σε χρόνο, των αναγκών πληρωμών τους και, τέλος, η διατήρηση επιπρόσθετων κεφαλαίων φερεγγυότητας, ως περιθώριο για την κάλυψη τυχόν αποκλίσεων στις προβλέψεις τους. Οι κίνδυνοι από την κλιματική αλλαγή επηρεάζουν όλα τα ως άνω στοιχεία του επιχειρηματικού τους μοντέλου, δηλαδή τα ασφάλιστρα που λαμβάνουν, τις τεχνικές προβλέψεις για μελλοντικές πληρωμές αποζημιώσεων, τις επενδύσεις τους και, τέλος, τα αναγκαία κεφάλαιά τους.



### Φυσικοί κίνδυνοι

Οι φυσικοί κίνδυνοι που οφείλονται στην κλιματική αλλαγή ταξινομούνται σε δύο κατηγορίες: οξείς (acute) κίνδυνοι, ή κίνδυνοι εμφάνισης συγκεκριμένων γεγονότων, και χρόνιοι (chronic). Οι οξείς φυσικοί κίνδυνοι σχετίζονται κυρίως με καταστροφικά γεγονότα, όπως πλημμύρες, πυρκαγιές, καύσωνες. Οι χρόνιοι φυσικοί κίνδυνοι σχετίζονται με μακροχρόνιες μεταβολές του κλίματος, όπως η άνοδος της στάθμης της θάλασσας ή η αύξηση της συχνότητας, της σφοδρότητας ή και της διάρκειας των έντονων καιρικών φαινομένων όπως είναι οι καταιγίδες, οι περίοδοι ξηρασίας και οι πλημμύρες.

Οι κίνδυνοι αυτοί επηρεάζουν αρνητικά τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις με άμεσο τρόπο, εξαιτίας της μείωσης της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων, κυρίως των ακινήτων που διαθέτουν για ίδια χρήση και για επενδυτικούς σκοπούς, και της αύξησης των τεχνικών προβλέψεων λόγω αύξησης των αναμενόμενων ασφαλιστικών αποζημιώσεων. Στις ασφαλίσεις κατά ζημιών οι κίνδυνοι αυτοί αφορούν κυρίως τους κλάδους ασφαλίσεων περιουσίας και τους κλάδους μεταφορών (θαλάσσιων και εναέριων μεταφορών, καθώς και των μεταφερόμενων εμπορευμάτων). Στις ασφαλίσεις ζωής αφορούν κυρίως τους κλάδους ασθένειας και ασφαλίσεων ζωής, κατά βάση ως αποτέλεσμα της πιθανής αύξησης της θνησιμότητας και νοσηρότητας με τις οποίες μπορεί να συνδέονται οι εν λόγω φυσικοί κίνδυνοι.

Οι φυσικοί κίνδυνοι έχουν και έμμεσες επιπτώσεις, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με προβλήματα στα δίκτυα διανομής ή στη διασφάλιση των αναγκαίων πόρων (υλικών και ανθρώπινων) για τη λειτουργία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων ή ακόμη και με μείωση της ζήτησης για ασφάλιση, που μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα πολιτικών κινδύνων, μετατοπίσεων πληθυσμών, ασφάλειας τροφίμων κ.λπ.

Οι συνέπειες από τους φυσικούς κινδύνους εντείνονται όχι μόνο από την αύξηση της συχνότητας και σφοδρότητας των φυσικών φαινομένων λόγω της κλιματικής αλλαγής, αλλά και από τη συνεχή αύξηση των προσώπων και περιουσιακών στοιχείων που εκτίθενται σε τέτοιους κινδύνους, καθώς και από την υψηλότερη συσχέτιση των κινδύνων, στο βαθμό που η κλιματική αλλαγή λειτουργεί ως κοινός παράγοντας θεωρητικώς ασυσχέτιστων κινδύνων.

Ωστόσο, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις διαθέτουν μηχανισμούς αντιμετώπισης των φυσικών κινδύνων. Ο βασικότερος εξ αυτών σχετίζεται με τη φύση της εργασίας τους, η οποία συνίσταται στην ανάληψη διαφορετικών κινδύνων, από διάφορες γεωγραφικές περιοχές, επιτυγχάνοντας έτσι διαφοροποίηση, οπότε περιορίζεται η πιθανότητα να υποστούν μεγάλες ζημιές σε επίπεδο συνολικού χαρτοφυλακίου ασφαλίσεων. Επιπλέον, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις κάνουν εκτεταμένη χρήση της αντασφάλισης, μεταφέροντας έτσι μέρος ή και το σύνολο του κινδύνου που έχουν αναλάβει.

Ένας δεύτερος μηχανισμός αντιμετώπισης των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής συνδέεται με το επιχειρηματικό μοντέλο λειτουργίας τους. Σύμφωνα με αυτό, η κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν είναι για μικρό χρονικό διάστημα (κατά βάση μικρότερο του έτους), οπότε έχουν τη δυνατότητα να επανεκτιμούν τον κίνδυνο τουλάχιστον ετησίως, λαμβάνοντας υπόψη τα νέα δεδομένα, και να αναπροσαρμόζουν αναλόγως τα ασφάλιστρά τους, χρησιμοποιώντας μαθηματικά υποδείγματα για την ποσοτικοποίηση ή και την πρόβλεψη καταστροφικών κινδύνων.

Τέλος, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες από το εποπτικό πλαίσιο να διατηρούν, πέραν των τεχνικών προβλέψεων, εποπτικά κεφάλαια ανάλογα των κινδύνων που αναλαμβάνουν, ενώ στο πλαίσιο του Πυλώνα II της Φερεγγυότητας II εξετάζουν το βαθμό στον οποίο είναι ευάλωτες σε αναδυόμενους κινδύνους, όπως είναι αυτοί της κλιματικής αλλαγής.

Επισημαίνεται ωστόσο ότι, παρά το γεγονός ότι οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν επαρκώς κινδύνους προερχόμενους από φυσικά φαινόμενα, τόσο οι μακροχρόνιες μεταβολές του κλίματος όσο και συγκεκριμένα καιρικά φαινόμενα που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή οδηγούν σε αύξηση του απαιτούμενου ασφαλιστρου για την ανάληψη των αντίστοιχων ασφαλιστικών κινδύνων ή ακόμη και καθιστούν, σε ορισμένες γεωγραφικές περιοχές, την αντίστοιχη ασφάλιση αδύνατη, διευρύνοντας, με τον τρόπο αυτό, το τυχόν υφιστάμενο κενό στην προστασία των πολιτών μιας χώρας.



### Κίνδυνοι μετάβασης

Ως κίνδυνοι μετάβασης χαρακτηρίζονται οι κίνδυνοι που αφορούν πιθανές αρνητικές οικονομικές επιπτώσεις λόγω της μετάβασης σε μια οικονομία χαμηλότερων εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου. Οι κίνδυνοι αυτοί καλύπτουν ένα μεγάλο εύρος πιθανών μελλοντικών εξελίξεων, δράσεων και γεγονότων που σχετίζονται είτε με εφαρμογή διαφορετικών δημόσιων πολιτικών είτε με τεχνολογικές εξελίξεις και μεταβολές των επενδυτικών προτιμήσεων και που μπορεί να οδηγήσουν σε μείωση της αξίας περιουσιακών στοιχείων τα οποία κατέχουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ή σε αύξηση του κόστους λειτουργίας τους.

Ειδικότερα όσον αφορά πιθανές δράσεις που σχετίζονται με δημόσιες πολιτικές αξίζει να αναφερθεί η “Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία” (European Green Deal).<sup>1</sup> Η εν λόγω συμφωνία, παρά το θετικό αντίκτυπο που αναμένεται να έχει, αναγνωρίζει ότι “η διαχείριση της μετάβασης θα οδηγήσει σε σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές των επιχειρηματικών μοντέλων, των απαιτήσεων για δεξιότητες και των σχετικών τιμών”, οι οποίες με τη σειρά τους μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τον ασφαλιστικό κλάδο.

Σημαντικό παράγοντα αποτελούν οι πιθανές μεταβολές στις προτιμήσεις των επενδυτών, με στροφή τους σε ασφαλιστικά προϊόντα ή/και επενδύσεις που όχι μόνο επηρεάζονται αρνητικά κατά το ελάχιστο δυνατόν από την κλιματική αλλαγή, αλλά και, κυρίως, υποστηρίζουν θετικά πολιτικές προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή ή μετριασμού της έντασής της.

Περαιτέρω, αυτός ο επιδιωκόμενος μετασχηματισμός της κοινωνίας γενικότερα και της οικονομίας ειδικότερα, ώστε να τεθούν σε μια πιο βιώσιμη πορεία, δεν είναι άνευ κινδύνου. Σημαντικά κόστη αναμένεται να αναδυθούν κατά την εφαρμογή της στρατηγικής αυτής, τα οποία ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά την αξία των ακινήτων που κατέχουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις (π.χ. λόγω των αναγκών ενεργειακών αναβαθμίσεων που μπορεί να απαιτούνται ώστε τα ακίνητα αυτά να συνεχίζουν να αποδίδουν αξία στους κατόχους τους). Επίσης αρνητικά μπορεί να επηρεαστεί το μέρος του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου που συνίσταται σε μετοχές εταιριών έντασης αερίων του θερμοκηπίου (π.χ. εταιρίες οι οποίες εξειδικεύονται στην εξόρυξη ή παραγωγή ενέργειας από λιγνίτη), είτε λόγω απαξίωσής τους είτε λόγω απαιτούμενων αποεπενδύσεων από αυτές στο πλαίσιο της μετάβασης σε βιώσιμη πορεία (ενδεχομένως με σημαντικές απώλειες).

Εκτός όμως από το ενεργητικό, οι κίνδυνοι μετάβασης μπορούν να επηρεάσουν και την αναπτυξιακή προοπτική των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κατά ζημιών, κατά βάση λόγω πιθανής μείωσης των συνολικών ασφαλίσεων που εισπράττουν από ασφαλίσεις κινδύνων από κλάδους της οικονομίας έντασης αερίων του θερμοκηπίου, ιδίως αν οι τυχόν πολιτικές μετάβασης εφαρμοστούν απότομα, χωρίς τον αναγκαίο χρόνο προσαρμογής. Στην περίπτωση αυτή, υπάρχει ο κίνδυνος τα μη μεταβλητά έξοδα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κατά ζημιών που εστιάζονται σε ασφαλίσεις βιομηχανικών κινδύνων να πρέπει να καλύπτονται από ένα συνεχώς συρρικνούμενο ποσό ασφαλίσεων.

### Κίνδυνοι αστικής ευθύνης

Οι κίνδυνοι αυτοί σχετίζονται κυρίως με πιθανές αυξημένες αξιώσεις αποζημίωσης κατά των ασφαλιστικών επιχειρήσεων βάσει ασφαλιστηρίων γενικής αστικής ευθύνης. Οι ασφαλίσεις που συνδέονται περισσότερο με αυτού του είδους τους κινδύνους αφορούν ευθύνη στελεχών (directors & officers) ή επαγγελματική αστική ευθύνη (professional indemnity). Σ’ αυτές τις περιπτώσεις και σε σχέση με την κλιματική αλλαγή, μπορεί να γεννηθεί ευθύνη των ασφαλισμένων (μελών των διοικητικών συμβουλίων, στελεχών ή επαγγελματιών) από τυχόν αποτυχία τους να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα ώστε η επιχείρησή τους ή η επαγγελματική τους δραστηριότητα να συμβάλει στην προσπάθεια προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή ή μετριασμού των επιπτώσεων της ή από τυχόν μη συμμόρφωση με τις νέες νομοθετικές ή κανονιστικές ρυθμίσεις που αποσκοπούν στην αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Για τον οριστικό και πλήρη διακανονισμό των συναφών αξιώσεων απαιτείται πολύς χρόνος, με αποτέλεσμα να καθίστανται περισσότερο δυσχερείς οι αναλογιστικοί υπολογισμοί για την εκτίμηση του τελικού τους ύψους.

<sup>1</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανακοίνωση της Επιτροπής, Η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία, COM(2019) 640 final, Βρυξέλλες, 11.12.2019.

Σε αντίστοιχους κινδύνους αστικής ευθύνης εκτίθενται και τα ίδια τα στελέχη των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, έναντι των ασφαλισμένων και των μετόχων τους, για τυχόν αποτυχία τους να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα προσαρμογής ή μετριασμού στην επιχείρησή τους ή να διασφαλίσουν τη συμμόρφωση με τις συναφείς νομοθετικές ή κανονιστικές ρυθμίσεις.

### **Ο ρόλος των ασφαλιστικών επιχειρήσεων για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή ή το μετριασμό των επιπτώσεών της**

Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ήδη αρχίσει εδώ και αρκετά χρόνια να εκσυγχρονίζει και να μετασχηματίζει την οικονομία, αποσκοπώντας στην “κλιματική ουδετερότητα”, όπου οι καθαρές εκπομπές θα είναι μηδενικές. Ενδεικτικό είναι ότι μεταξύ 1990 και 2018 οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου μειώθηκαν κατά 23%, ενώ στο ίδιο διάστημα η οικονομία μεγεθύνθηκε σωρευτικά κατά 61%. Ωστόσο, καθώς με τις τρέχουσες πολιτικές οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου εκτιμάται ότι θα μειωθούν μόνο κατά 60% έως το 2050, εξετάζονται συγκεκριμένες προτάσεις για την αύξηση του στόχου της ΕΕ για μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, έως το 2030, τουλάχιστον στο 50-55% σε σύγκριση με το 1990. Στο πλαίσιο αυτό των νέων πολιτικών, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις θα μπορούσαν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο.

Αυτό μπορεί να γίνει με τον κατάλληλο ανασχεδιασμό του τρόπου διαχείρισης του ενεργητικού τους και την ενίσχυση της διαφάνειας προς τους πελάτες τους, με το να αποκτήσουν επίγνωση ότι τα κεφάλαια που διαχειρίζονται δεν είναι δικά τους, αλλά των ασφαλισμένων τους, και τέλος με τον ανασχεδιασμό των πολιτικών τους για την ανάληψη και διαχείριση των ασφαλιστικών κινδύνων.

Αναφορικά με τον τρόπο διαχείρισης του ενεργητικού τους, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, ως θεσμικοί επενδυτές, καλούνται, στο πλαίσιο της διαδικασίας δέουσας επιμέλειας την οποία οφείλουν να εφαρμόζουν για περιβαλλοντικά θέματα,<sup>2</sup> να διαδραματίζουν έναν περισσότερο καθοδηγητικό ρόλο προς τις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν, σε σχέση με τις δραστηριότητες των τελευταίων που έχουν πιθανό αντίκτυπο στην κλιματική αλλαγή. Αν και ο βαθμός της καθοδήγησης εξαρτάται από το ύψος αλλά και το είδος της επένδυσης που πραγματοποιούν (π.χ. μετοχικό κεφάλαιο με σχέση μητρικής/θυγατρικής, μειοψηφικό μετοχικό κεφάλαιο, κατοχή ομολόγων κ.λπ.), κατ' αρχάς είναι σημαντικό οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις να παρακολουθούν τις περιβαλλοντικές επιπτώσεις των εταιριών στις οποίες επενδύουν. Αυτό μπορεί να γίνει ενδεικτικά μέσω της συστηματικής παρακολούθησης των δημοσιοποιούμενων στοιχείων ή μέσω συμμετοχής τους στις γενικές συνελεύσεις κ.λπ. Περαιτέρω, είναι αναγκαίο οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις να κλιμακώνουν τις ενέργειές τους, εφόσον είναι αναγκαίο, και να αξιολογούν την ανάγκη τυχόν αποεπένδυσης. Στο πλαίσιο αυτό, σημαντικό είναι να δημοσιοποιούν, κατά το δυνατόν, τα αποτελέσματα από τη διαδικασία αυτή, ώστε να ενισχύεται η αποτελεσματική πληροφόρηση των αγορών.

Σε σχέση με τη διαμόρφωση της επενδυτικής τους πολιτικής, είναι απαραίτητο οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις να ενεργούν πράγματι ως διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων τα οποία τους έχουν εμπιστευθεί οι ασφαλισμένοι. Αυτό καθίσταται ουσιώδες ειδικότερα στα ασφαλιστικά προγράμματα, όπως τα επενδυτικά προϊόντα βασιζόμενα στην ασφάλιση, οι κάτοχοι των οποίων αναμένουν από την ασφαλιστική επιχείρηση την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων. Οι στόχοι αυτοί, εκτός από επενδυτικοί, όπως η επίτευξη συγκεκριμένων αποδόσεων για ορισμένο επίπεδο κινδύνου, μπορεί να είναι και περιβαλλοντικοί. Στο πλαίσιο αυτό, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις έχουν καθήκον να ζητούν πληροφορίες για τις περιβαλλοντικές προτιμήσεις και τους στόχους των πελατών τους και να μεριμνούν ώστε να επενδύουν τα ασφάλιστρά τους σύμφωνα με τους στόχους αυτούς.

Τέλος, αναφορικά με τη διαχείριση κινδύνων, είναι σημαντικό οι ασφαλιστικές να αναπτύξουν μια διαφορετική οπτική όπου ο κίνδυνος θα κατανοείται με διπλό τρόπο: τόσο ως κίνδυνος αρνητικών επιπτώσεων στην ίδια την

2 Επιστημαίνεται ότι η διαδικασία δέουσας επιμέλειας (due diligence) στο πλαίσιο περιβαλλοντικών θεμάτων διαφέρει από τη συνήθη διαδικασία δέουσας επιμέλειας στο πλαίσιο επενδυτικών αποφάσεων. Η πρώτη έχει στόχο την αναγνώριση, την αποτροπή, το μετριασμό και την αντιμετώπιση πραγματικών και πιθανών αρνητικών επιπτώσεων στο περιβάλλον από επιχειρηματικές πρακτικές, ενώ η δεύτερη συνίσταται κυρίως στην αξιολόγηση των κινδύνων και των υποχρεώσεων που μπορεί να προκύψουν από μια επένδυση που προγραμματίζεται να αναληφθεί.

επιχείρηση (από φυσικούς κινδύνους, κινδύνους μετάβασης ή αστικής ευθύνης) όσο και ως κίνδυνος αρνητικών επιπτώσεων στο κλίμα. Σύμφωνα με αυτή τη νέα οπτική, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις καλούνται, όσον αφορά την ανάληψη των κινδύνων, να εντάξουν περιβαλλοντικούς παράγοντες κατά την αξιολόγηση ενός κινδύνου πριν τον αναλάβουν, καθώς επίσης και να εντάξουν στη διαχείριση των κινδύνων τους τη συστηματική αναγνώριση των περιβαλλοντικών επιπτώσεων που προκαλούνται από επιχειρηματικές πρακτικές των αντισυμβαλλομένων τους, με σκοπό να τους επηρεάσουν θετικά ώστε να ενισχύσουν τη δυνατότητα αποτροπής ή περιορισμού τυχόν δυσμενών επιπτώσεων από την κλιματική αλλαγή.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΕΠΟΠΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

### 2.1 Κανονισμός (ΕΕ) 2019/2088 σχετικά με τις γνωστοποιήσεις αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

Στις 27.11.2019 δημοσιεύθηκε στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (L 317/1/9.12.2019) ο νέος ευρωπαϊκός κανονισμός σχετικά με τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Στο πεδίο εφαρμογής του περιλαμβάνονται, όσον αφορά την ιδιωτική ασφάλιση, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που διαθέτουν επενδυτικά προϊόντα βασισμένα στην ασφάλιση, ή πανευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά προϊόντα,<sup>7</sup> και οι διαμεσολαβητές που παρέχουν συμβουλές για επενδυτικά προϊόντα βασισμένα στην ασφάλιση, εφόσον απασχολούν πλέον των τριών ατόμων.

Στον εν λόγω Κανονισμό καθορίζονται οι παράγοντες αειφορίας ως περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα καθώς και ζητήματα προσωπικού, σεβασμού των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και καταπολέμησης της διαφθοράς και της δωροδοκίας. Περαιτέρω, περιλαμβάνονται τα κριτήρια καθορισμού μιας επένδυσης ως αιφόρου με βάση την αρχή της μη σοβαρής βλάβης (do-not-significantly-harm principle), σύμφωνα με τα οποία μια επένδυση θεωρείται ως αιφόρος εφόσον συμβάλλει στην επίτευξη ενός περιβαλλοντικού ή κοινωνικού στόχου ή αφορά επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο, εφόσον δεν βλάπτει σοβαρά κανέναν περιβαλλοντικό ή κοινωνικό στόχο, και οι εταιρίες-αποδέκτες των επενδύσεων ακολουθούν ορθές πρακτικές διακυβέρνησης.

Ο Κανονισμός προβλέπει τρία διαφορετικά είδη γνωστοποιήσεων από ασφαλιστικές επιχειρήσεις και από ασφαλιστικούς διαμεσολαβητές.

- α)** Γνωστοποίηση από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, μέσω δημοσιοποίησης στον ιστότοπό τους και στα προσυμβατικά έντυπα του κάθε προϊόντος που περιλαμβάνεται στο πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού, πληροφοριών για την ενσωμάτωση των κινδύνων αειφορίας στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, καθώς και για το αποτέλεσμα της αξιολόγησης των πιθανών επιπτώσεων των εν λόγω κινδύνων στις αποδόσεις του προϊόντος. Οι δημοσιευόμενες πληροφορίες από τους διαμεσολαβητές αφορούν τον τρόπο ενσωμάτωσης των εν λόγω κινδύνων στις συμβουλές που παρέχουν.
- β)** Δημοσιοποίηση από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στο πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού, εφόσον πληρούν ορισμένα κριτήρια μεγέθους, στον ιστότοπό τους στοιχείων της διαδικασίας δέουσας επιμέλειας που εφαρμόζουν για την αξιολόγηση και τον περιορισμό των δυσμενών επιπτώσεων των επενδυτικών τους αποφάσεων στο περιβάλλον και στην κοινωνία. Οι δημοσιευόμενες πληροφορίες από τους διαμεσολαβητές αφορούν το βαθμό κατά τον οποίο λαμβάνουν υπόψη τις δυσμενείς επιπτώσεις των επενδυτικών και ασφαλιστικών συμβουλών τους στο περιβάλλον και στην κοινωνία.

<sup>7</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2019/1238 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Ιουνίου 2019, σχετικά με τη θέσπιση πανευρωπαϊκού ατομικού συνταξιοδοτικού προϊόντος (PEPP).

γ) Γνωστοποίηση από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, στον ιστότοπό τους, σε προσυμβατικά έντυπα και σε περιοδικές εκθέσεις, του τρόπου με τον οποίο προϊόντα που επιδιώκουν έναν ή περισσότερους στόχους αειφορίας ή διαθέτουν τα ίδια χαρακτηριστικά αειφορίας επιτυγχάνουν τους στόχους αυτούς ή έχουν ενσωματώσει τα χαρακτηριστικά αυτά.

## **2.2 Οδηγία (ΕΕ) 2019/2177 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ (Φερεγγυότητα II) σχετικά με την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης**

Με τις διατάξεις της νέας οδηγίας εισάγεται ο θεσμός της “πλατφόρμας συνεργασίας”, που ενισχύει τα εργαλεία τα οποία διαθέτουν οι εποπτικές αρχές για την αποτελεσματικότερη εποπτεία των διασυννοριακών εργασιών.

Με την εν λόγω οδηγία εισάγεται κατ’ αρχάς η υποχρέωση της εποπτικής αρχής του κράτους-μέλους καταγωγής να ειδοποιεί την ΕΙΟΠΑ και τις εθνικές εποπτικές αρχές των κρατών-μελών υποδοχής στις περιπτώσεις αδειοδότησης ασφαλιστικών επιχειρήσεων που θα αναπτύξουν εργασίες σε άλλο κράτος-μέλος μέσω ελεύθερης παροχής υπηρεσιών ή ελεύθερης εγκατάστασης, οι οποίες ενδέχεται να είναι σημαντικές σε σχέση με την αγορά του κράτους-μέλους υποδοχής. Σε περίπτωση δικαιολογημένων ανησυχιών περί αρνητικών επιπτώσεων για τους ασφαλισμένους και κατόπιν ενημέρωσης της εποπτικής αρχής της χώρας υποδοχής για επιδείνωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών μιας ασφαλιστικής επιχείρησης που λειτουργεί μέσω ελεύθερης παροχής υπηρεσιών ή ελεύθερης εγκατάστασης, η ΕΙΟΠΑ έχει πλέον τη δυνατότητα να δημιουργεί και να συντονίζει πλατφόρμες συνεργασίας που ενισχύουν την ανταλλαγή πληροφοριών και προωθούν τη συνεργασία των εποπτικών αρχών.

Περαιτέρω, εισάγονται διατάξεις με τις οποίες η ΕΙΟΠΑ αποκτά περισσότερο ενεργό ρόλο σε περιπτώσεις εγκρίσεων και αλλαγών στα εσωτερικά υποδείγματα.

Τέλος, βελτιώνεται ο τρόπος υπολογισμού της προσαρμογής λόγω μεταβλητότητας στη χρονική διάρθρωση των επιτοκίων μηδενικού κινδύνου.

# VIII ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

*Η άσκηση μακροπροληπτικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος έχει ως απώτερο στόχο να συμβάλει στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου, μέσω της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς του και της μείωσης της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων.*

*Στο πλαίσιο αυτό, κατά τη διάρκεια του 2019 η Τράπεζα της Ελλάδος: α) καθόρισε το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας (Countercyclical Capital Buffer – CCyB) για την Ελλάδα, για το β', γ' και δ' τρίμηνο του 2019 καθώς και για το α' τρίμηνο του 2020, σε 0%, κατόπιν σύμφωνης γνώμης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, β) προσδιόρισε τα λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα (Other Systemically Important Institutions – O-SII) στην Ελλάδα για το έτος 2020, εφαρμόζοντας τις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA/GL/2014/10), και γ) καθόρισε το ποσοστό του αποθέματος ασφαλείας O-SII, για το έτος 2020, σε 0,50%.<sup>1</sup>*

## 1 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΝΤΙΚΥΚΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ

Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας καλύπτεται από κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) και εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο των πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων που είναι εκτεθειμένα σε πιστωτικό κίνδυνο.<sup>2</sup> Αποβλέπει στην αντιμετώπιση της υπερκυκλικότητας (procyclicality) της πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, δηλαδή στη διαμόρφωση κατάλληλου επιπέδου πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης τόσο στην ανοδική όσο και στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας κυμαίνεται μεταξύ 0% και 2,5%, βαθμονομημένο σε βήματα του 0,25% ή πολλαπλάσια του 0,25%.<sup>3</sup>

Στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, ο καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0% οδηγεί στη δημιουργία ενός αποθέματος κεφαλαίων πέραν των ελάχιστων απαιτούμενων στο πλαίσιο της μικροπροληπτικής εποπτείας, επιτυγχάνοντας την πρόληψη και τον περιορισμό της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης. Αντίθετα, στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, η μείωση του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας αποδεσμεύει μέρος του συσσωρευμένου αποθέματος ασφαλείας και κατά συνέπεια δύναται να ενθαρρύνει την παροχή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, αμβλύνοντας τις επιπτώσεις της ύφεσης.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 127), είναι αρμόδια για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα σε τριμηνιαία βάση, με πρώτη εφαρμογή από το α' τρίμηνο του 2016. Οι αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας λαμβάνονται κατόπιν σύμφωνης γνώμης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 31.12.2019.

<sup>2</sup> Το συνολικό ποσό ανοιγμάτων σε κίνδυνο υπολογίζεται σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 92 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.

<sup>3</sup> Για τους σκοπούς της παραγράφου 2 του άρθρου 130 του ν. 4261/2014, η εντεταλμένη αρχή μπορεί να καθορίζει το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 2,5% του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο εφόσον αυτό δικαιολογείται κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 127 του ν. 4261/2014.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής (ΠΕΕ) 55/18.12.2015, διαμόρφωσε και δημοσιοποίησε τη μεθοδολογία της για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας. Η μεθοδολογία αυτή στηρίζεται στη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ/2014/1.

Το εκάστοτε ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίζεται κυρίως λαμβάνοντας υπόψη την τιμή του δείκτη “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, όπως αυτός ορίζεται στη Σύσταση ΕΣΣΚ/2014/1. Ο δείκτης αυτός εκφράζει την απόκλιση του λόγου των πιστώσεων προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) από τη μακροπρόθεσμη τάση του. Αναλυτικότερα, σε πρώτη φάση υπολογίζεται ο λόγος των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων και δανείων (δηλαδή των πιστώσεων), όπως προκύπτουν από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία παθητικού του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα, προς το άθροισμα των τεσσάρων τελευταίων τριμηνιαίων παρατηρήσεων του ΑΕΠ (υπολογιζόμενου σε ονομαστική αξία, χωρίς εποχική διόρθωση). Σε δεύτερη φάση υπολογίζεται η μακροπρόθεσμη τάση του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ με την εφαρμογή του φίλτρου εξομάλυνσης Hodrick-Prescott. Η “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” προκύπτει ως η διαφορά του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ από τη μακροπρόθεσμη τάση του. Υψηλή θετική τιμή της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” δηλώνει υπερβολική πιστωτική επέκταση σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ, η οποία δημιουργεί αυξημένους κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, συντείνοντας στον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0%.

Πέραν της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, η Τράπεζα της Ελλάδος εξετάζει επικουρικά ένδεκα πρόσθετους δείκτες για την παρακολούθηση της δημιουργίας και συσσώρευσης του κυκλικού συστημικού κινδύνου.<sup>4</sup> Οι δείκτες αυτοί ομαδοποιούνται σε έξι περιοχές:

- α)** Πιστωτικές εξελίξεις, όπου παρακολουθούνται η ποσοστιαία μεταβολή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και ο λόγος του υπολοίπου της χρηματοδότησης προς το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές.
- β)** Δανειακή επιβάρυνση του ιδιωτικού τομέα, όπου παρακολουθούνται ο λόγος του υπολοίπου της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς το ΑΕΠ και ο λόγος του υπολοίπου των δανείων προς τα νοικοκυριά προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημά τους.
- γ)** Δυνητική υπερτίμηση των ακινήτων, όπου παρακολουθείται η εξέλιξη των τιμών των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων (γραφείων και καταστημάτων).
- δ)** Ευρωστία των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως εκφράζεται από το δείκτη μόχλευσης.
- ε)** Εξωτερικές ανισορροπίες, όπως αντανακλώνται στην εξέλιξη του λόγου του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ.
- στ)** Τιμολόγηση του κινδύνου, όπου παρακολουθείται η εξέλιξη του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και του κλαδικού δείκτη των τραπεζών.

Στην Ελλάδα, η “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” παραμένει σε αρνητικό έδαφος από το 2011 (βλ. Διάγραμμα VIII.1), διατηρώντας πτωτική τάση μέχρι και το β' τρίμηνο του 2019 (-32,4). Για την εν λόγω τιμή της τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ, το σημείο αναφοράς αποθέματος ασφαλείας (οδηγός αποθέματος ασφαλείας), όπως αυτό ορίζεται στη σύσταση Β παράγραφος 3α της Σύστασης ΕΣΣΚ/2014/1, είναι μηδέν.

4 Για αναλυτικούς ορισμούς, βλ. ΠΕΕ 55/18.12.2015.



Επιπροσθέτως, η ανάλυση των πρόσθετων δεικτών που εξετάζει η Τράπεζα της Ελλάδος επιβεβαιώνει την εκτίμηση περί της απουσίας υπέρμετρης πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης. Ειδικότερα, η μεταβολή της χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα παραμένει αρνητική από τον Ιούνιο του 2011 και έχει μειωθεί σημαντικά ως ποσοστό του ΑΕΠ (83,9% το Σεπτέμβριο του 2019), γεγονός που αποτελεί σαφή ένδειξη απουσίας υπέρμετρης πιστωτικής επέκτασης. Στο συμπέρασμα αυτό συνηγορεί η συνεχής μείωση της δανειακής επιβάρυνσης τόσο των νοικοκυριών όσο και των επιχειρήσεων κατά τα πέντε τελευταία έτη. Παράλληλα, η αγορά ακινήτων δείχνει σημάδια ανάκαμψης μετά από μια παρατεταμένη περίοδο πτώσης των τιμών. Ειδικότερα, επιταχύνθηκε ο ρυθμός αύξησης των τιμών των διαμερισμάτων στο σύνολο της χώρας το εννεάμηνο του 2019. Όσον αφορά τα επαγγελματικά ακίνητα, το πρώτο εξάμηνο του 2019 καταγράφηκαν θετικοί ρυθμοί μεταβολής για τις τιμές γραφείων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών.

Κατά συνέπεια, η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στο “μηδέν τοις εκατό” (0%) κατά τη διάρκεια του 2019, καθώς και στο α’ τρίμηνο του 2020.<sup>5</sup> Δεδομένου ότι το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίστηκε στο χαμηλότερο δυνατό επίπεδο, δεν επηρεάστηκαν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων.

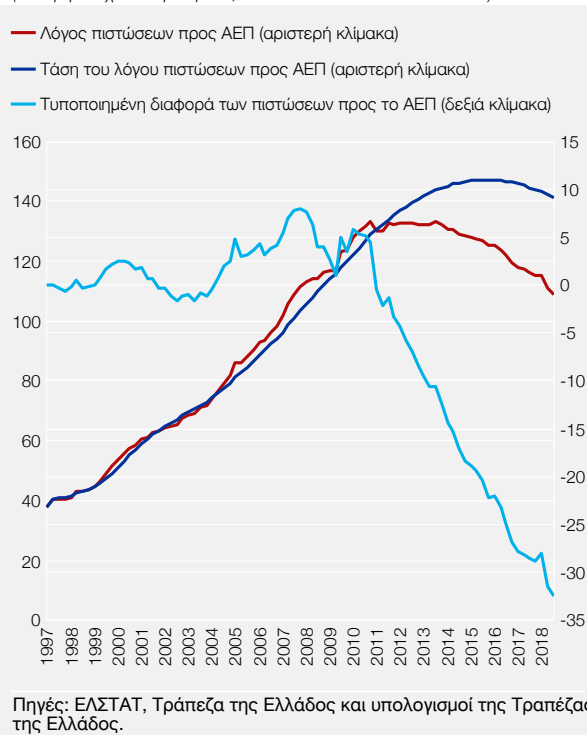
## 2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΛΟΙΠΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (O-SII) ΚΑΙ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ O-SII

Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 124), είναι αρμόδια για τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (Other Systemically Important Institutions – O-SII)<sup>6</sup> μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα. Ο προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων διενεργείται σε ετήσια βάση, προκειμένου να εξεταστεί αν είναι σκόπιμη η εφαρμογή σε αυτά αποθέματος ασφαλείας O-SII.<sup>7</sup>

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον προσδιορισμό των O-SII, εφαρμόζει τη μεθοδολογία που περιλαμβάνεται στις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών

**Διάγραμμα VIII.1 Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ (α’ τρίμηνο 1997 - β’ τρίμηνο 2019)**

(ΑΕΠ μη εποχικά διορθωμένο, Hodrick-Prescott one-sided filter)



5 Βλ. ΠΕΕ 156/1/12.3.2019, 159/2/12.6.2019, 161/1/16.9.2019 και 164/3/13.12.2019.

6 Τα λοιπά συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα αντιδιαστέλλονται προς εκείνα τα οποία χαρακτηρίζονται ως παγκοσμίως συστημικά σημαντικά ιδρύματα (Globally Systemically Important Institutions – G-SII).

7 Ο προσδιορισμός των O-SII διενεργείται σε ατομική, υποενοποιημένη ή ενοποιημένη βάση, ανάλογα με την περίπτωση, και το απόθεμα ασφαλείας O-SII καθορίζεται αναλόγως.

(EBA/GL/2014/10),<sup>8</sup> όπως αυτές υιοθετήθηκαν με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος 56/18.12.2015. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή, οι αρμόδιες αρχές υπολογίζουν σχετικές βαθμολογίες (scores) που υποδηλώνουν τη συστημική σημασία κάθε τράπεζας βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Τα κριτήρια αυτά αφορούν το μέγεθος, τη σημασία της λειτουργίας του πιστωτικού ιδρύματος για την οικονομία, την πολυπλοκότητα και το βαθμό διασύνδεσης του ιδρύματος με το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Στα τέσσερα αυτά κριτήρια αντιστοιχούν υποχρεωτικοί δείκτες, οι οποίοι θα πρέπει να χρησιμοποιούνται κατ' ελάχιστον από τις αρμόδιες αρχές κατά τον υπολογισμό της βαθμολογίας κάθε πιστωτικού ιδρύματος. Η βαθμολογία κάθε πιστωτικού ιδρύματος εκφράζεται σε μονάδες βάσης (μ.β.). Τα πιστωτικά ιδρύματα με βαθμολογία ίση ή υψηλότερη των 350 μ.β. χαρακτηρίζονται ως O-SII. Το κατώφλι αυτό δύναται να αυξηθεί έως τις 425 μ.β. ή να μειωθεί έως τις 275 μ.β., προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι ιδιαιτερότητες του τραπεζικού τομέα κάθε κράτους-μέλους και να διασφαλιστεί ομοιογένεια στα O-SII που προσδιορίζονται με τον τρόπο αυτό βάσει της συστημικής τους σημασίας. Επίσης, παρέχεται στις αρμόδιες αρχές η δυνατότητα να προσδιορίζουν ως O-SII και επιπλέον οντότητες βάσει πρόσθετων ποιοτικών ή/και ποσοτικών δεικτών συστημικού κινδύνου.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον υπολογισμό της βαθμολογίας των ελληνικών τραπεζών, χρησιμοποίησε αποκλειστικά τους υποχρεωτικούς δείκτες βαθμολόγησης (βλ. Πίνακα VIII.1) και επέλεξε ως κατώφλι τις 350 μονάδες βάσης. Με βάση τα παραπάνω, για το έτος 2020 προσδιορίστηκαν ως O-SII τα ακόλουθα πιστωτικά ιδρύματα:

- Άλφα Τράπεζα Α.Ε.
- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- Τράπεζα Eurobank Ergasias Α.Ε.
- Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.

Με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 163/1.11.2019, η Τράπεζα της Ελλάδος αποφάσισε να καθορίσει για όλα τα προαναφερόμενα O-SII το απόθεμα ασφαλείας O-SII για το έτος 2020 σε 0,50%. Το απόθεμα ασφαλείας O-SII συνίσταται σε κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) και το ύψος του επανεξετάζεται τουλάχιστον ετησίως.

Η Τράπεζα της Ελλάδος αποφάσισε την αύξηση του ποσοστού του αποθέματος ασφαλείας O-SII λαμβάνοντας υπόψη τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης του τραπεζικού τομέα. Τα τέσσερα πιστωτικά ιδρύματα που προσδιορίστηκαν ως O-SII αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 95% του ενεργητικού του εγχώριου τραπεζικού τομέα.

**Πίνακας VIII.1 Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση**

Κριτήριο	Δείκτες	Συντελεστής στάθμισης
Μέγεθος	Σύνολο στοιχείων ενεργητικού	25%
Σημασία	Αξία εγχώριων πράξεων πληρωμής	8,33%
	Καταθέσεις ιδιωτικού τομέα από καταθέτες εντός ΕΕ	8,33%
	Δάνεια ιδιωτικού τομέα σε δανειολήπτες εντός ΕΕ	8,33%
Πολυπλοκότητα / Διασυνورياκή δραστηριότητα	Αξία εξωχρηματοιστηριακών παραγώγων (ονομαστική)	8,33%
	Διακρατικές υποχρεώσεις	8,33%
	Διακρατικές απαιτήσεις	8,33%
Διασύνδεση	Υποχρεώσεις εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33%
	Στοιχεία ενεργητικού εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33%
	Χρεωστικοί τίτλοι	8,33%

Πηγή: Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131 παράγραφος 3 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD) σχετικά με τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (O-SII), EBA, 16 Δεκεμβρίου 2014.

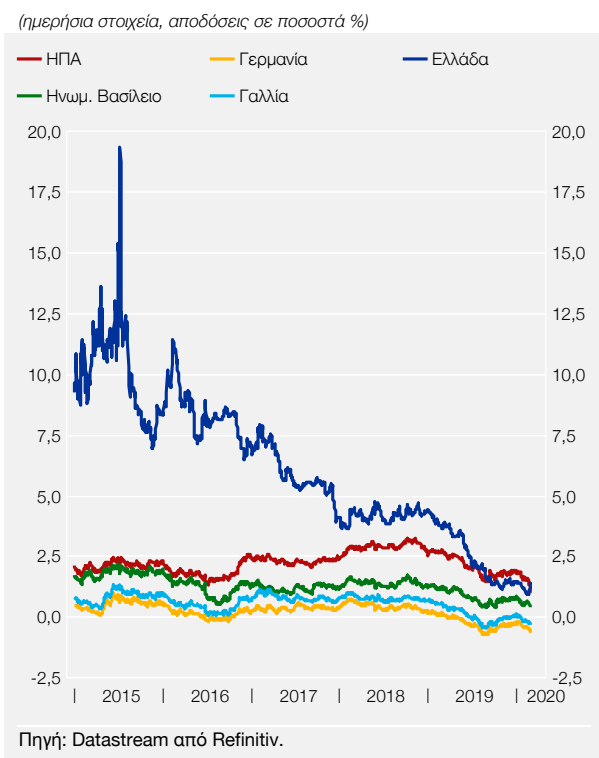
<sup>8</sup> Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται οι όροι εφαρμογής του άρθρου 131 παράγραφος 3 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ (CRD) σχετικά με τον προσδιορισμό των λοιπών συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων (O-SII), EBA, 16 Δεκεμβρίου 2014.

Η εφαρμογή του αποθέματος ασφαλείας O-SII αποσκοπεί στη μείωση του ηθικού κινδύνου (moral hazard) και στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας των συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Ο ηθικός κίνδυνος συνίσταται στην προσδοκία του πιστωτικού ιδρύματος ότι, λόγω της συστημικής του σημασίας, δεν θα αφεθεί να καταρρεύσει. Η δημιουργία αποθέματος ασφαλείας O-SII περιορίζει την υπερβολική ανάληψη κινδύνων από το συστημικά σημαντικό πιστωτικό ίδρυμα μέσω των υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων, με σκοπό τη μείωση του ηθικού κινδύνου. Επιπροσθέτως, μειώνει τις συστημικές επιπτώσεις των εσφαλμένων κινήτρων μέσω της ενίσχυσης των αποθεμάτων κεφαλαίου του συστημικά σημαντικού πιστωτικού ιδρύματος για την απορρόφηση ενδεχόμενων ζημιών και κατά συνέπεια τον περιορισμό του κινδύνου μετάδοσης της διαταραχής στον υπόλοιπο τραπεζικό τομέα.



Το 2019 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες χαρακτηρίστηκαν από χαμηλή μεταβλητότητα στις αγορές, παρά τις αυξανόμενες ενδείξεις επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, τις εντάσεις κατά καιρούς στις εμπορικές σχέσεις μεταξύ των ΗΠΑ και της Κίνας και επεισόδια γεωπολιτικών εντάσεων. Στο τέλος του έτους οι αποδόσεις των κρατικών και των εταιρικών ομολόγων διεθνώς διαμορφώθηκαν σε χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι στην αρχή του έτους, με την αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων να είναι ιδιαίτερα σημαντική (βλ. Διάγραμμα IX.1). Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών εμφάνισαν αξιολογία άνοδο. Οι θετικές εξελίξεις συνεχίστηκαν τον Ιανουάριο του 2020 με την αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδας από τον οίκο Fitch, η οποία ακολουθήθηκε από την έκδοση 15ετούς ομολόγου, για την οποία παρατηρήθηκε ισχυρό επενδυτικό ενδιαφέρον. Από τα μέσα Φεβρουαρίου, η αβεβαιότητα για τις επιπτώσεις της εξάπλωσης του νέου κορωνοϊού (Covid-19) στην παγκόσμια οικονομία οδήγησε σε επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, με αύξηση της μεταβλητότητας και στροφή των επενδυτών προς ασφαλείς επενδυτικές θέσεις.

**Διάγραμμα IX.1 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς στην Ελλάδα και διεθνώς (1.1.2015-3.3.2020)**



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Κατά τη διάρκεια του 2019 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρέμειναν εξαιρετικά ευνοϊκές, παρά τις παροδικές αυξήσεις της μεταβλητότητας. Κατά μέσο όρο οι δείκτες κινδύνων, όπως η μεταβλητότητα στις αγορές ομολόγων και μετοχών και η διαφορά αποδόσεων μεταξύ ομολόγων χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, εμφάνισαν μικρές μεταβολές σε σύγκριση με το 2018. Οι εξελίξεις αυτές σχετίζονται με τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, κυρίως από το Ευρωσύστημα και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, ιδίως μετά τον Ιούνιο, οι οποίες βοήθησαν στην εξομάλυνση των κατά καιρούς αυξήσεων της μεταβλητότητας στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, εν μέσω αυξανόμενων ενδείξεων επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, περιστασιακών εντάσεων στις εμπορικές σχέσεις μεταξύ των ΗΠΑ και της Κίνας και επεισοδίων γεωπολιτικών εντάσεων.

Οι αβεβαιότητες που σχετίζονται με τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας παρέμειναν μέχρι το τέλος του έτους, αν και οι ιστορικά χαμηλές και, σε πολλές περιπτώσεις, αρνητικές αποδόσεις διεθνώς αύξησαν τη διάθεση των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου. Ιδιαίτερα θετικές ήταν οι εξε-

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 3.3.2020.

λίζεις όσον αφορά τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων, καθώς παρατηρήθηκε σημαντική αποκλιμάκωσή τους, εξέλιξη που υποδηλώνει μείωση της αποτίμησης των κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε επίπεδο που αντιστοιχεί σε εκείνο ομολόγων κρατών με διαβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία. Από τις αρχές του 2020 και έως τα μέσα Φεβρουαρίου οι επιδόσεις στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων συνέχισαν να βελτιώνονται, παρά τη διατήρηση των ανησυχιών των επενδυτών για τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς. Από τα μέσα Φεβρουαρίου, λόγω του νέου κορωνοϊού (Covid-19), οι ανησυχίες των επενδυτών για τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας κυρίως στην Κίνα αλλά και διεθνώς ενισχύθηκαν, με αποτέλεσμα την εκδήλωση αναταραχής στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Η διαμόρφωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνδέεται, μεταξύ άλλων, με τις εγχώριες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές εξελίξεις και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, ενώ η ευαισθησία στους παράγοντες αυτούς εξαρτάται από την εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IX.1). Κατά συνέπεια, η βελτίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία, την οποία υποδηλώνει η πρόσφατη μεγάλη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, τα καθιστά λιγότερο ευάλωτα σε ενδεχόμενη επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Βέβαια, επισημαίνεται ότι η αναβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία αποτελεί ικανή συνθήκη για τη διατήρηση των ιστορικά χαμηλών επιπέδων των αποδόσεων ή και την περαιτέρω μείωσή τους, αφού μεταξύ άλλων θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.<sup>2</sup>

## 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Το 2019 χαρακτηρίστηκε από ενισχυμένες ενδείξεις επιδείνωσης των προσδοκιών όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα σε σημαντικές οικονομίες και από τη συνακόλουθη διαμόρφωση συνθηκών διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Για το λόγο αυτό, το Μάρτιο και το Σεπτέμβριο το Ευρωσύστημα υιοθέτησε σειρά μέτρων (βλ. Κεφάλαιο III), ενώ στις ΗΠΑ η Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FOMC) αποφάσισε τη μείωση των επιτοκίων για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια τρεις φορές μέσα στο έτος (συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης), αναφέροντας ότι η μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα καθοριστεί συνεκτιμώντας, μεταξύ άλλων, τις χρηματοπιστωτικές και διεθνείς εξελίξεις.<sup>3</sup>

Στο περιβάλλον πολύ χαμηλών επιτοκίων στις αγορές αναφοράς, η προοπτική μείωσης των επιτοκίων των κυριότερων κεντρικών τραπεζών οδήγησε σε αύξηση της διαφοροποίησης των θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων και, ως εκ τούτου, σε αύξηση της ζήτησης για τίτλους με θετικές αποδόσεις. Ως αποτέλεσμα, διαμορφώθηκαν συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων (hunt for yield), που οδήγησαν σε μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου (risk premia). Έτσι, αυξήθηκαν οι επενδυτικές θέσεις σε εταιρικά ομόλογα και μετοχές, με αποτέλεσμα την υποχώρηση των αποδόσεων και την άνοδο των τιμών, ενώ η μεταβλητότητα παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα, παρά τις κατά καιρούς διακυμάνσεις. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων χαμηλής διαβάθμισης υποχώρησαν, ενώ οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων αυξήθηκαν διεθνώς.

Ειδικότερα, στη ζώνη του ευρώ οι αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς μειώθηκαν σημαντικά, με εκείνες των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση να υποχωρούν περισσότερο, ενώ καταγράφονται αρνητικές αποδόσεις για ευρύτερο φάσμα ομολόγων (βλ. Διάγραμμα IX.1). Για παράδειγμα, οι αποδόσεις των γερμανικών και των γαλλικών

2 Αναλυτικότερα για τις παραμέτρους των πιστοληπτικών αξιολογήσεων και τις προοπτικές αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Πλαίσιο VI.1, Δεκέμβριος 2019.

3 Πραγματοποιήθηκαν τρεις μειώσεις, κατά 25 μονάδες βάσης έκαστη, στις συνεδριάσεις της FOMC τον Ιούλιο, το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο, διαμορφώνοντας το εύρος-στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal funds rate) σε 1,5%-1,75%.



ομολόγων 10ετούς διάρκειας υποχώρησαν στο τέλος του 2019 κατά 43 και 59 μ.β. αντίστοιχα, σε σύγκριση με το τέλος του 2018, και διαμορφώθηκαν σε εντονότερα αρνητικά επίπεδα.

Στις ΗΠΑ συνεχίστηκε και κατά το 2019 η υποχώρηση στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων που είχε ξεκινήσει από τα τέλη του 2018 (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.1), με τις αποδόσεις των 2ετών τίτλων και των 10ετών ομολόγων αναφοράς να διαμορφώνονται στο τέλος του 2019 σε επίπεδα 94 και 78 μ.β. χαμηλότερα αντίστοιχα, σε σύγκριση με το τέλος του 2018. Κατά συνέπεια, η καμπύλη αποδόσεων μετακινήθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα, ενώ η διαφορά μεταξύ 10ετών και 2ετών ομολόγων αυξήθηκε κατά 16 μ.β. στις 35 μ.β. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται τόσο ως αποτέλεσμα της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής διεθνώς όσο και ως αποτέλεσμα ανησυχιών αναφορικά με την εξέλιξη ορισμένων δεικτών οικονομικών συνθηκών στις μεγάλες οικονομίες. Επίσης, σε αντίθεση με το 2018, το 2019 παρατηρήθηκε διεθνώς μείωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων με διαβάθμιση BBB και εταιρικών ομολόγων με αντίστοιχη διάρκεια αλλά διαβάθμιση AAA (πρόκειται για τα λεγόμενα credit spreads). Ενδεικτικά, στις ΗΠΑ η διαφορά αυτή μειώθηκε κατά 29 μ.β. και διαμορφώθηκε σε 86 μ.β. στο τέλος του 2019, εξέλιξη που αντανάκλα τις συνθήκες διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής.

Οι αποδόσεις στις αγορές μετοχών διαμορφώθηκαν σε θετικό έδαφος το 2019 (σε ετήσια βάση), καθώς οι συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων οδήγησαν στην αύξηση των τοποθετήσεων σε μετοχές, παρά τις λιγότερο θετικές προσδοκίες αναφορικά με τις προοπτικές κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Ενδεικτικά, η άνοδος του δείκτη τιμών μετοχών S&P 500 στις ΗΠΑ ήταν 28,9%, του Stoxx Europe 600 23,2% και του MSCI EM των τιμών μετοχών των αναδυόμενων οικονομιών 15,4%. Παράλληλα, σε χαμηλά επίπεδα παρέμεινε η μεταβλητότητα, με τους σχετικούς δείκτες VIX (για τις ΗΠΑ) και VSTOXX (για την Ευρώπη) να διαμορφώνονται για το έτος 2019 στη μέση τιμή των 15,4 και 15,1 μονάδων αντίστοιχα, δηλ. στα ίδια περίπου επίπεδα με το 2018. Τέλος, ανοδικά κινήθηκαν οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων (δείκτης τιμών εμπορευμάτων S&P GSCI: 17,6%).

Κατά την περίοδο από τις αρχές του 2020 και έως τα μέσα Φεβρουαρίου παρατηρήθηκε συνέχιση της πτώσης των αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς (ενδεικτικά, μεταβολή από 2.1.2020 έως 14.2.2020: Γερμανία -18 μ.β., Γαλλία -24 μ.β., ΗΠΑ -29 μ.β.). Αντίστοιχα, οι τιμές των μετοχών τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη συνέχισαν να αυξάνονται (απόδοση από 1.1.2020 έως 14.2.2020: S&P 500: 3,7%, Stoxx Europe 600: 1,2%), ενώ οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων μειώθηκαν (ΗΠΑ: AAA -17 μ.β., BBB -20 μ.β., ευρωζώνη: AAA -16 μ.β., BBB -19 μ.β.). Από τα μέσα Φεβρουαρίου, λόγω της αναταραχής που προκάλεσε στις διεθνείς κεφαλαιαγορές η εξάπλωση του νέου κορωνοϊού, παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας διεθνώς και στροφή των επενδυτικών χαρτοφυλακίων προς τοποθετήσεις που θεωρούνται ασφαλείς. Ενδεικτικά, οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη αυξήθηκαν σε τιμές μεγαλύτερες του 95% των ιστορικών παρατηρήσεων (τιμές στις 28.2.2020: VIX 40,1, VSTOXX 42,2), ενώ οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων της Γερμανίας και των ΗΠΑ μειώθηκαν σημαντικά (μεταβολή από 14.2.2020 έως 3.3.2020: Γερμανία -21 μ.β. και ΗΠΑ -57 μ.β.). Στο περιβάλλον αυτό, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, σε έκτακτη συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής στις αρχές Μαρτίου, αποφάσισε τη μείωση των επιτοκίων για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια κατά 50 μονάδες βάσης.

## Πλαίσιο ΙΧ.1

### Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΑ ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Η κρίση χρέους στην Ελλάδα εκδηλώθηκε, αμέσως μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, με την απότομη και μεγάλη άνοδο των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων και την υποβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας. Η μεγάλη άνοδος των αποδόσεων οδήγησε στην επιδείνωση των όρων δανεισμού του

Ελληνικού Δημοσίου από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα την προσφυγή του σε δανεισμό από επίσημους φορείς. Αντίστροφη είναι η τρέχουσα τάση των ελληνικών κρατικών ομολόγων, καθώς η σταδιακή αποκλιμάκωση των αποδόσεων τους εντάθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2019, με αποτέλεσμα να βρίσκονται ξανά σε επίπεδα συγκρίσιμα με τις αποδόσεις ομολόγων άλλων ευρωπαϊκών κρατών.

Έτσι, έχει διευκολυνθεί η πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές για την αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους, με ιστορικά χαμηλό κόστος, συγκρίσιμο με εκείνο των υπόλοιπων ευρωπαϊκών κρατών με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Στο παρόν πλαίσιο αποτυπώνονται οι παράγοντες, εγχώριοι και διεθνείς, που μπορούν να συμβάλουν στην περαιτέρω βελτίωση των όρων δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και η σημασία του βαθμού εμπιστοσύνης των επενδυτών στις προοπτικές της οικονομίας.

#### **Πώς διαμορφώνονται οι αποδόσεις με βάση το βαθμό εμπιστοσύνης των επενδυτών;**

Από την υπάρχουσα βιβλιογραφία προκύπτει ότι οι παράγοντες που επιδρούν στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων συνδέονται κυρίως με: α) τις συνθήκες που επικρατούν στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα<sup>1</sup> και β) τις εγχώριες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές εξελίξεις. Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες σχετίζονται με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, τις κινήσεις των επιτοκίων και τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής κεντρικών τραπεζών αποθεματικών νομισμάτων, όπως το ευρώ και το αμερικανικό δολάριο, καθώς και με τη μεταβλητότητα σε μεγάλες χρηματοπιστωτικές αγορές.<sup>2</sup> Ως σημαντικότεροι εγχώριοι παράγοντες αναφέρονται, μεταξύ άλλων, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα και, σε μικρότερο βαθμό, το ύψος του δημόσιου χρέους.<sup>3</sup>

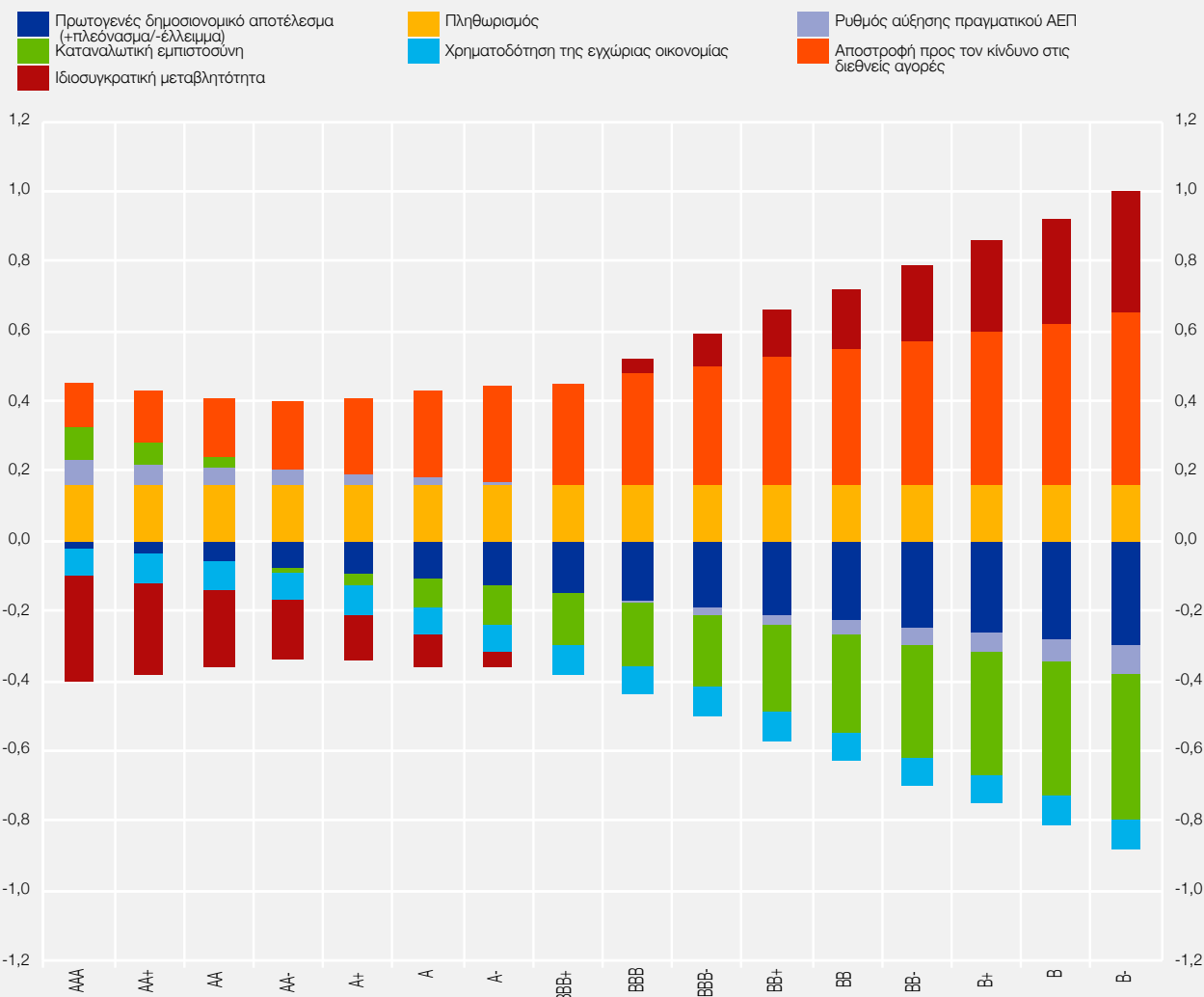
Ταυτόχρονα όμως, σημαντικό ρόλο παίζει η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα διάφορα κρατικά ομόλογα, αφού επηρεάζει σημαντικά την ευαισθησία των αποδόσεων τους έναντι διαφόρων εγχώριων ή διεθνών μακροοικονομικών, δημοσιονομικών ή χρηματοπιστωτικών εξελίξεων. Η εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές στα κρατικά ομόλογα μιας χώρας αποτυπώνεται τόσο από τις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις τους όσο και από την ταξινόμηση των αποδόσεων τους συγκριτικά με τα κρατικά ομόλογα άλλων χωρών. Συγκεκριμένα, τεκμαίρεται ότι η εμπιστοσύνη των επενδυτών είναι ισχυρότερη για κρατικά ομόλογα των οποίων οι κίνδυνοι, οι οποίοι αποτυπώνονται στις αποδόσεις τους, είναι μικρότεροι. Κατά συνέπεια, η εμπιστοσύνη των επενδυτών σχετίζεται θετικά με τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των κρατικών ομολόγων. Υπό αυτό το πρίσμα, με βάση τα ευρήματα σχετικής μελέτης της Τράπεζας της Ελλάδος, γίνεται αντιληπτό πώς διαφοροποιούνται οι επιδράσεις επί των αποδόσεων των ομολόγων, αφενός των εγχώριων μακροοικονομικών και άλλων θεμελιωδών μεγεθών και αφετέρου των διεθνών παραγόντων, βάσει του βαθμού εμπιστοσύνης των επενδυτών.<sup>4</sup>

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, οι επιδράσεις τόσο των εγχώριων, μακροοικονομικών και δημοσιονομικών, θεμελιωδών μεγεθών όσο και των συνθηκών που επικρατούν στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές διαφέρουν ανάλογα με το βαθμό εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την εκάστοτε οικονομία. Σε κάθε περίπτωση βεβαίως, το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα επιδρά με αρνητικό πρόσημο στις αποδόσεις, δηλ. τα θετικά αποτελέσματα (πλεονάσματα) μειώνουν τις αποδόσεις και, αντιστρόφως, τα αρνητικά αποτελέσματα (ελλείμματα) τις αυξάνουν. Όμως, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σε οικονομίες με υψηλότερη διαβάθμιση επηρεάζονται λιγότερο από το ύψος του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος σε σχέση με τις οικονομίες με χαμηλότερη διαβάθμιση. Επιπλέον, σε περιόδους με υψηλή μεταβλητότητα στις εγχώριες αγορές, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων υψηλής διαβάθμισης μειώνονται, ενώ αντίθετα οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων με χαμηλότερη διαβάθμιση αυξάνονται σημαντικά.

- 1 Βλ. μεταξύ άλλων Longstaff, F.A., J. Pan, L.H. Pedersen and K.J. Singleton (2011), "How Sovereign is Sovereign Credit Risk?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 75-103, και Ang and Longstaff (2013), "Systemic sovereign credit risk: lessons from the U.S. and Europe", *Journal of Monetary Economics*, 60, 493-510.
- 2 Βλ. Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2018), "The re-pricing of sovereign risks following the global financial crisis", *Journal of Empirical Finance*, 49, 39-56.
- 3 Βλ. Hilscher, J. and Y. Nosbusch (2010), "Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt", *Review of Finance*, 14(2), 235-262.
- 4 Βλ. Georgoutsos, D.A. and P.M. Migiakis (2018), "Risk perceptions and fundamental effects on sovereign spreads", Bank of Greece Working Paper No. 250.

**Διάγραμμα Α Συμβολή εγχώριων και διεθνών παραγόντων στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων**

(επίδραση στις αποδόσεις, ποσοστά %)



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

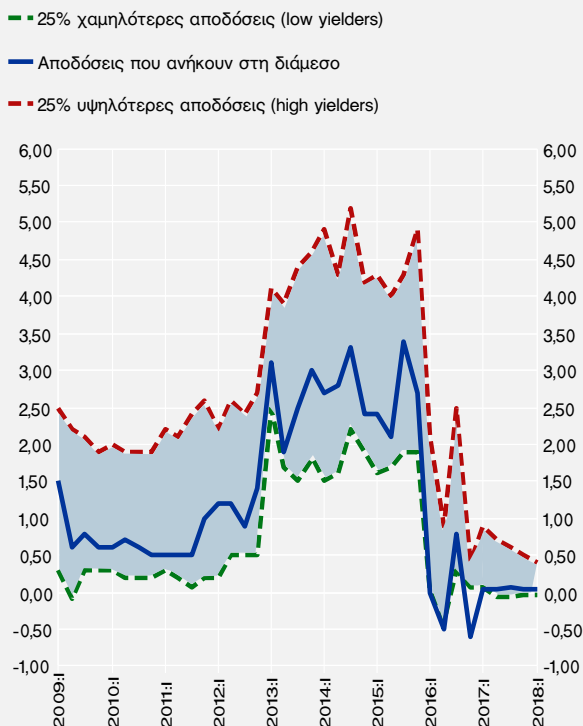
Σημειώσεις: Το διάγραμμα απεικονίζει την εκτιμώμενη συμβολή στις διαφορές των αποδόσεων (spreads) των κρατικών ομολόγων από τις αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς για κάθε κατηγορία πιστοληπτικής διαβάθμισης από ενδεχόμενη μεταβολή ίση με μία τυπική απόκλιση καθεμίας από τις μεταβλητές του υποδείγματος. Οι εκτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν με τεχνικές δυναμικών παλινδρομήσεων για διαστρωματικά στοιχεία (dynamic panel regressions). Για τις εκτιμήσεις χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από 30 κράτη διεθνώς, με πιστοληπτικές αξιολογήσεις τόσο στην επενδυτική όσο και στη μη επενδυτική κατηγορία, σε τριμηνιαία συχνότητα για την περίοδο 2009-2018.

Στο Διάγραμμα Α παρουσιάζονται οι επιδράσεις διαφόρων εγχώριων και διεθνών παραγόντων που διαμορφώνουν τις διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, σε σχέση με ομόλογα αναφοράς, ταξινομημένες ανά κατηγορία πιστοληπτικής διαβάθμισης των ομολόγων. Με βάση τα ευρήματα της προαναφερθείσας σχετικής μελέτης, ενδεχόμενη ενίσχυση των ρυθμών ανάπτυξης και της εμπιστοσύνης στην οικονομία, σε συνδυασμό με τη διατήρηση πρωτογενών πλεονασμάτων, συμβάλλει στη μείωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Ταυτόχρονα όμως, επιβεβαιώνεται η ιδιαίτερα σημαντική επίδραση που ασκεί στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση το επενδυτικό κλίμα διεθνώς, καθώς και η διαφοροποίηση των επιδράσεων αναλόγως με το βαθμό εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Για παράδειγμα, μία άνοδος του πραγματικού ΑΕΠ (ή ενδεχόμενη ενίσχυση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης) αναμένεται να επιδράσει διαφορετικά στις αποδόσεις κρατικών ομολόγων με διαφορετική διαβάθμιση. Συγκεκριμένα, στις οικονομίες με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο (π.χ. Γερμανία, ΗΠΑ κ.ά.) μία άνοδος του ΑΕΠ θα σηματοδο-

### Διάγραμμα Β Επίδραση της αποστροφής προς τον κίνδυνο διεθνώς στις αποδόσεις

(εκτιμώμενοι συντελεστές, χ100)



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Σημειώσεις: Το διάγραμμα παρουσιάζει τους εκτιμώμενους συντελεστές με τους οποίους οι συνθήκες αποστροφής προς τον κίνδυνο διεθνώς επηρεάζουν τις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων του δείγματος έναντι των ομολόγων αναφοράς. Οι εκτιμήσεις έχουν γίνει με τη χρήση κυλιόμενου παραθύρου 16 τριμήνων για την περίοδο 2009-2018, ενώ το δείγμα διαστρωματικών στοιχείων από 30 κράτη διεθνώς ταξινομείται (ενδογενώς) σε εκατοστημόρια (quantile regressions), έτσι ώστε να λαμβάνονται διαφορετικές εκτιμήσεις για αποδόσεις που ανήκουν στο ανώτερο, χαμηλότερο και μέσο τεταρτημόριο της κατανομής της εξαρτημένης μεταβλητής (ανώτερο 25%, χαμηλότερο 25% και διάμεσος αντίστοιχα) για κάθε χρονική στιγμή. Η χρωματισμένη περιοχή αποτυπώνει το εύρος μεταξύ του πρώτου και του τρίτου τεταρτημορίου.

επεισόδια αύξησης της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές.

Τέλος, στο Διάγραμμα Β παρουσιάζεται η επίδραση των συνθηκών αποστροφής προς τον κίνδυνο στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα επί των κρατικών ομολογιακών αποδόσεων που ταξινομούνται στο υψηλό, μέσο και χαμηλό τεταρτημόριο. Από το διάγραμμα αυτό φαίνεται ότι, σε περιόδους αυξημένης μεταβλητότητας στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων με συγκριτικά υψηλότερες αποδόσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη άνοδο από ό,τι των υπόλοιπων ομολόγων. Επίσης, φαίνεται ότι οι αγορές τίτλων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες έχουν οδηγήσει σε μειωμένη ευαισθησία των ομολόγων με χαμηλές σχετικά αποδόσεις σε μεταβολές της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές.<sup>5</sup> Κατά συνέπεια, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία, όπως αποτυπώθηκε από τη μεγάλη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε επίπεδα πλησίον των αποδόσεων των υπόλοιπων κρατών της ζώνης του

τήσει μεγαλύτερες πιθανότητες αύξησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα, λόγω ενίσχυσης των προοπτικών της αγοράς εργασίας πλησίον ή και πέραν του επιπέδου της πλήρους απασχόλησης, γεγονός που θα συνεπάγεται πληθωριστικές πιέσεις. Από την άλλη πλευρά όμως, οι αποδόσεις των ομολόγων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης ενσωματώνουν σημαντική συνιστώσα πιστωτικού κινδύνου (που είναι μεγαλύτερη όσο χαμηλότερη είναι η πιστοληπτική τους διαβάθμιση). Έτσι, στην περίπτωση των οικονομιών με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση, η αύξηση του ΑΕΠ θα οδηγήσει σε βελτίωση των προοπτικών της εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, λόγω ενδεχόμενης αύξησης των δημόσιων εσόδων, και άρα μείωση του πιστωτικού κινδύνου. Κατά συνέπεια, γίνεται αντιληπτό ότι ορισμένες εγχώριες μακροοικονομικές εξελίξεις, όπως μία ενδεχόμενη άνοδος του ΑΕΠ ή ενίσχυση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, ασκούν αυξητικές επιδράσεις στις αποδόσεις των ομολόγων υψηλής διαβάθμισης, ενώ μειώνουν τις αποδόσεις των ομολόγων με διαβάθμιση χαμηλότερη από BBB.

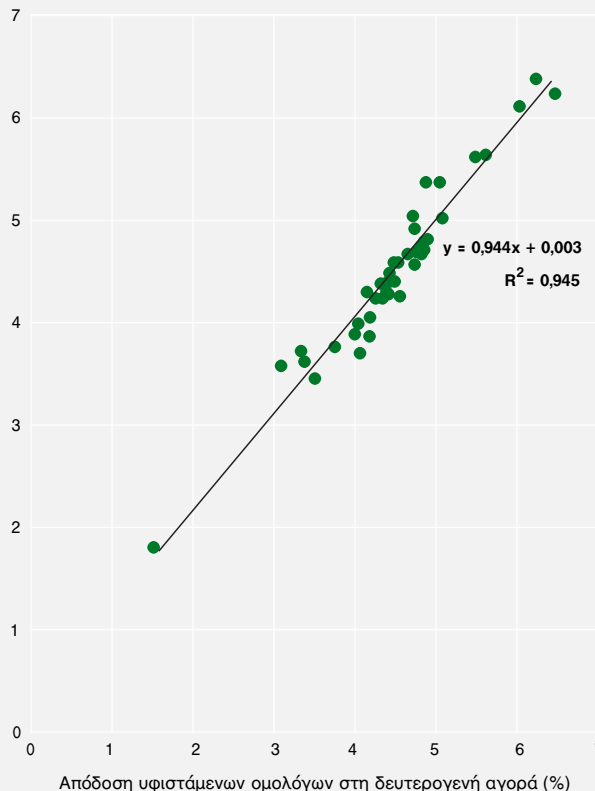
Επίσης, οι συνθήκες μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές επιδρούν σε διαφορετικό βαθμό στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων με διαφορετική πιστοληπτική διαβάθμιση. Συγκεκριμένα, σε περιόδους αναταραχών στις διεθνείς αγορές, τα ομόλογα κρατών με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση προσφέρουν ασφάλεια έναντι των αυξημένων συστημικών κινδύνων, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις τους να αυξάνονται σε μικρό βαθμό, ενώ η επανατιμολόγηση των κινδύνων στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα οδηγεί σε μεγάλη αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση, λόγω μεγαλύτερης αποστροφής προς τους κινδύνους. Έτσι, γίνεται αντιληπτό ότι όσο υψηλότερη είναι η πιστοληπτική διαβάθμιση των κρατικών ομολόγων, τόσο λιγότερο ευάλωτες είναι οι αποδόσεις τους σε

5 Για τις επιδράσεις των αγορών τίτλων, από τις κεντρικές τράπεζες, επί των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διεθνώς, βλ. Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2018), "Quantitative easing and sovereign bond yields: a global perspective", Bank of Greece Working Paper No. 253.

**Διάγραμμα Γ Σχέση κόστους δανεισμού νέων εκδόσεων με τις αποδόσεις των υφιστάμενων ομολόγων αντίστοιχης διάρκειας**

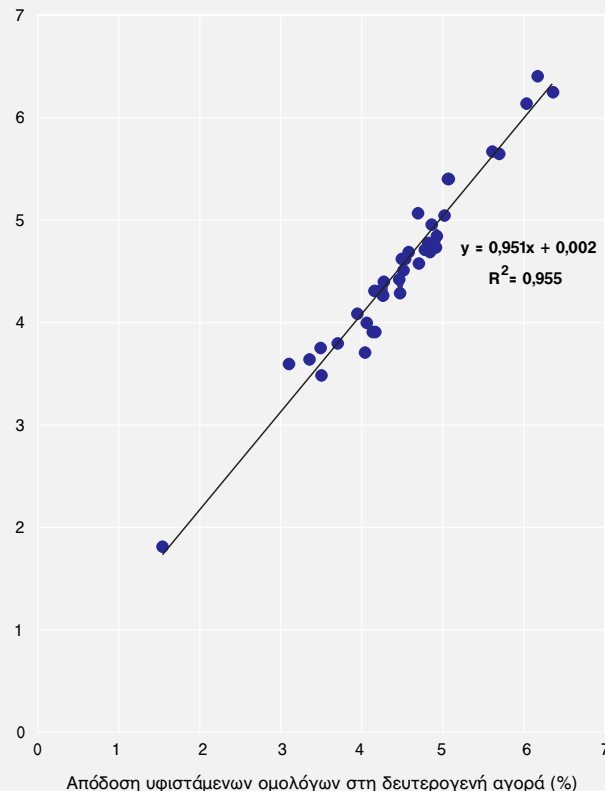
Κόστος έκδοσης και αποδόσεις την ημέρα της έκδοσης

Κόστος έκδοσης (ετησιοποιημένη απόδοση %)



Κόστος έκδοσης την ημέρα έκδοσης και αποδόσεις την προηγούμενη ημέρα

Κόστος έκδοσης (ετησιοποιημένη απόδοση %)



Πηγές: ΟΔΔΗΧ και Refinitiv.

Σημείωση: Το κόστος δανεισμού έχει υπολογιστεί ως το άθροισμα του τοκομεριδίου της έκδοσης και του ετησιοποιημένου κόστους από τη διαφορά της τιμής του ομολόγου από το άρτιο. Η σύγκριση γίνεται μεταξύ του κόστους των νέων εκδόσεων (κάθετος άξονας) και των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά των υφιστάμενων ομολόγων διάρκειας αντίστοιχης με εκείνης του υπό έκδοση ομολόγου (οριζόντιος άξονας).

ευρώ, αναμένεται να μειώσει την ευαισθησία τους σε ενδεχόμενα μελλοντικά επεισόδια αύξησης της αποστροφής των επενδυτών προς τους κινδύνους διεθνώς, π.χ. λόγω της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας.

#### Γιατί είναι σημαντική η διαμόρφωση των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά;

Το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου συνδέεται άμεσα με τις αποδόσεις των υφιστάμενων ομολόγων διάρκειας αντίστοιχης με το υπό έκδοση χρέος. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Γ, το κόστος δανεισμού την ημέρα της έκδοσης διαμορφώθηκε πολύ κοντά στην απόδοση του υφιστάμενου ομολόγου αντίστοιχης διάρκειας, όπως αυτή διαμορφωνόταν από την αποτίμηση στη δευτερογενή αγορά την ημέρα της έκδοσης. Μάλιστα, όπως φαίνεται από το δεξιό τμήμα του διαγράμματος, οι αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά, όπως είχαν διαμορφωθεί στο κλείσιμο της αγοράς την προηγούμενη ημέρα, έχουν πολύ υψηλή ερμηνευτική ικανότητα για το κόστος δανεισμού των νέων εκδόσεων.

Κατά συνέπεια, φαίνεται ότι το κόστος δανεισμού των νέων εκδόσεων εξαρτάται από το επίπεδο των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά. Επομένως, οι προσδιοριστικοί παράγοντες των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων επιδρούν στο κόστος δανεισμού του Δημοσίου και κατ' επέκταση στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

#### Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Οι τρέχουσες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων επηρεάζουν το κόστος δανεισμού των νέων ομολογιακών εκδόσεων και συνεπώς τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η αποτίμηση των υφιστάμενων ομολόγων, και κατ'

επέκταση η διαμόρφωση των αποδόσεων τους, συνδέεται με: α) τις εγχώριες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές εξελίξεις και β) τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, ενώ η ευαισθησία στους παράγοντες αυτούς εξαρτάται από την εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Κατά συνέπεια, η βελτίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία, που αντανακλάται στη μεγάλη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων από το τέλος του β' τριμήνου του 2019, τα καθιστά λιγότερο ευάλωτα, σε σχέση με το παρελθόν, απέναντι σε ενδεχόμενη επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Ταυτόχρονα όμως, επειδή οι συνθήκες στις αγορές είναι ευμετάβλητες, η πτώση των αποδόσεων δεν διασφαλίζει ότι δεν θα υπάρχουν καθόλου επιδράσεις. Ως εκ τούτου, αναδεικνύεται η σημασία της αναβάθμισης του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία,<sup>6</sup> καθώς αποτελεί την ικανή συνθήκη για τη διατήρηση των ιστορικά χαμηλών επιπέδων των αποδόσεων ή και την περαιτέρω μείωσή τους, αφού μεταξύ άλλων θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

6 Αναλυτικότερα για τις παραμέτρους των πιστοληπτικών αξιολογήσεων και τις προοπτικές αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Πλαίσιο VI.1, Δεκέμβριος 2019.

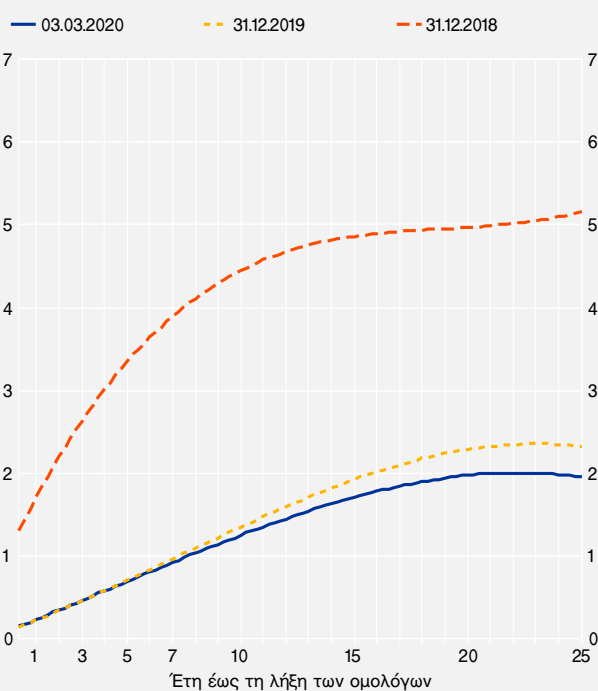
### 3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) κατά τη διάρκεια του 2019 ακολούθησαν πτωτική τάση, η οποία εντάθηκε μετά τις ευρωπαϊκές εκλογές και την προκήρυξη εθνικών εκλογών (βλ. Διάγραμμα IX.1). Καταλύτες των εξελίξεων αυτών αποτέλεσαν οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες που περιγράφηκαν ανωτέρω, αλλά και παράγοντες που συνέβαλαν στην αναβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας, δηλαδή η συνέπεια της δημοσιονομικής πολιτικής και η αυξημένη αισιοδοξία για επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων σε εθνικό επίπεδο.

Αναλυτικότερα, στις 31.12.2019 η απόδοση του τίτλου 10ετούς διάρκειας ήταν 1,46%, δηλ. περίπου 293 μ.β. χαμηλότερη από ό,τι στις αρχές του έτους, και η απόδοση του τίτλου 5ετούς διάρκειας μειώθηκε κατά περίπου 275 μ.β. Στις αρχές του 2020 η πτώση των αποδόσεων εντάθηκε, ιδίως μετά την αναβάθμιση από τον οίκο Fitch<sup>4</sup> και μέχρι την εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (ενδεικτικά, στις 14.2.2020 η απόδοση του 10ετούς ΟΕΔ

Διάγραμμα IX.2 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων

(αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Datastream από Refinitiv και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Η καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων υπολογίστηκε με βάση την εκτίμηση των παραμέτρων μιας πολυωνυμικής συνάρτησης τρίτου βαθμού.

4 Η αναβάθμιση από τον οίκο Fitch (κατά μία βαθμίδα σε BB από BB-, με θετικές προοπτικές) πραγματοποιήθηκε στις 24 Ιανουαρίου 2020, ενώ είχαν προηγηθεί εκείνες της Standard & Poor's (κατά μία βαθμίδα σε BB- στις 25 Οκτωβρίου 2019), της DBRS (κατά μία βαθμίδα σε BB-low στις 3 Μαΐου 2019) και της Moody's (κατά δύο βαθμίδες σε B1 την 1η Μαρτίου 2019). Κατά συνέπεια, η ελάχιστη απόσταση της διαβάθμισης της ελληνικής οικονομίας από την επενδυτική κατηγορία (δηλ. διαβάθμιση ίση ή καλύτερη από BBB-/Baa3/BBB-low) έχει διαμορφωθεί σε 2 βαθμίδες (notches) με βάση την αξιολόγηση της Fitch, ενώ οι αξιολογήσεις της Standard & Poor's και της DBRS απέχουν 3 βαθμίδες και η αξιολόγηση της Moody's 4 βαθμίδες από την επενδυτική κατηγορία.



ήταν 0,95%, ενώ η μεταβολή της από 2.1.2020 έως 14.2.2020 ήταν -50 μ.β.). Αντίστοιχη μείωση στις αποδόσεις εμφάνισαν οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου σε όλες τις διάρκειες, τόσο το 2019 όσο και στις αρχές του 2020, με αποτέλεσμα τη μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων προς τα κάτω και τη διατήρηση της θετικής της κλίσης (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.2). Λόγω της αναταραχής που εκδηλώθηκε στις διεθνείς κεφαλαιαγορές από τα μέσα Φεβρουαρίου για τους προαναφερθέντες λόγους, η πτώση των αποδόσεων των ΟΕΔ περιορίστηκε (ενδεικτικά, στις 3.3.2020 η απόδοση του 10ετούς ΟΕΔ ήταν 1,32%, δηλ. μόλις 7 μ.β. χαμηλότερα από την τιμή της 2.1.2020).

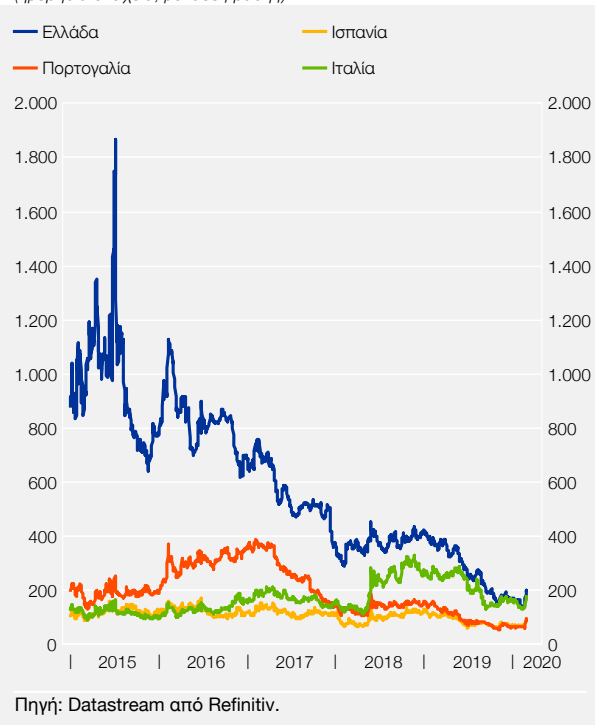
Το 2019 η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας μειώθηκε και μάλιστα περισσότερο από ό,τι οι αντίστοιχες διαφορές ομολόγων άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ με χαμηλή διαβάθμιση – spread στις 31.12.2019 και εντός παρενθέσεως μεταβολή έναντι 31.12.2018: Ελλάδα 164 μ.β. (-249 μ.β.), Ιταλία 161 μ.β. (-91 μ.β.), Ισπανία 66 μ.β. (-52 μ.β.) και Πορτογαλία 63 μ.β. (-84 μ.β.). Στις αρχές του 2020 και μέχρι τα μέσα Φεβρουαρίου η διαφορά αποδόσεων των ΟΕΔ, όπως άλλωστε και εκείνες των ομολόγων ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ, έναντι των γερμανικών ομολόγων αναφοράς εμφάνισε περαιτέρω μείωση (spread στις 14.2.2020: Ελλάδα 134 μ.β., Ιταλία 132 μ.β., Ισπανία 70 μ.β. και Πορτογαλία 64 μ.β. – βλ. Διάγραμμα ΙΧ.3). Από τα μέσα Φεβρουαρίου παρατηρήθηκε αύξηση των διαφορών αποδόσεων σε συνάφεια με την προαναφερθείσα αναταραχή στις διεθνείς αγορές (spread στις 3.3.2020: Ελλάδα 196 μ.β., Ιταλία 163 μ.β., Ισπανία 83 μ.β. και Πορτογαλία 85 μ.β.).

Το 2019 η συναλλακτική δραστηριότητα στην εγχώρια αγορά αυξήθηκε, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να ανέρχεται σε περίπου 34 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 20 εκατ. ευρώ το 2018, υποδηλώνοντας βελτίωση των συνθηκών ζήτησης και της ρευστότητας των τίτλων στην εγχώρια αγορά. Βέβαια, ο όγκος συναλλαγών στην ΗΔΑΤ εξακολουθεί να αποτελεί μικρό μέρος της συνολικής δραστηριότητας σε ελληνικούς τίτλους, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου του 2019 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, ανήλθε σε 555,8 εκατ. ευρώ, από 371,9 εκατ. ευρώ το 2018.

Όσον αφορά την εκδοτική δραστηριότητα, το Φεβρουάριο, το Μάρτιο και τον Ιούλιο του 2019 το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε νέους τίτλους 5ετούς, 10ετούς και 7ετούς διάρκειας (με ετήσιο τοκομερίδιο 3,45%, 3,9% και 1,875% αντίστοιχα), αντλώντας συνολικά 7,5 δισεκ. ευρώ από τη διεθνή αγορά ομολόγων. Επιπρόσθετα, τον Οκτώβριο του 2019 ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) δέχθηκε εκ νέου προσφορές (re-opening) 1,5 δισεκ. ευρώ για το υφιστάμενο 10ετές ομόλογο αναφοράς, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση υψηλής τιμής και τη σημαντική αποκλιμάκωση της απόδοσης σε σχέση με το αρχικό τοκομερίδιο (απόδοση στην έκδοση: 1,5%, έναντι τοκομεριδίου 3,875%). Σε όλες τις εκδόσεις παρατηρήθηκε ισχυρή ζήτηση

**Διάγραμμα ΙΧ.3 Διαφορά απόδοσης (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων της Ελλάδας, Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιταλίας έναντι της Γερμανίας (1.1.2015-3.3.2020)**

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



και η συμμετοχή θεσμικών επενδυτών ήταν ιδιαίτερα μεγάλη, ενώ η συμμετοχή μακροπρόθεσμων επενδυτών από το εξωτερικό κυμάνθηκε μεταξύ 70% και 76% ανάλογα με την έκδοσή.<sup>5</sup>

Η εκδοτική δραστηριότητα συνεχίστηκε και τον Ιανουάριο του 2020, οπότε το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε για πρώτη φορά από την αρχή της κρίσης ομόλογο 15ετούς διάρκειας, με τοκομερίδιο 1,875%, μέσω του οποίου αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ, με ισχυρή ζήτηση (οι προσφορές ξεπέρασαν τα 18,8 δισεκ. ευρώ). Η γεωγραφική κατανομή της έκδοσης δείχνει ότι το 84% των συμμετεχόντων είχε έδρα εκτός Ελλάδος, ενώ όσον αφορά την κατανομή ανά κατηγορία επενδυτών το 68% αφορούσε διαχειριστές κεφαλαίων και το 7% ταμεία συντάξεων και ασφαλιστικές επιχειρήσεις.<sup>6</sup> Η επιτυχία της έκδοσης είναι αποτέλεσμα της βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος διεθνώς όσον αφορά την ελληνική οικονομία, ενώ το γεγονός ότι η λήξη του εν λόγω ομολόγου έχει ημερομηνία μεταγενέστερη του 2032, οπότε προβλέπεται να λήξουν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα για την ελάφρυνση του χρέους, σηματοδοτεί ενισχυμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.

Παράλληλα, συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του 2019 η έκδοση εντόκων γραμματίων 3, 6 και 12 μηνών (σύνολο 2019: 27,4 δισεκ. ευρώ, σύνολο 2018: 34,8 δισεκ. ευρώ), με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει σημαντική υποχώρηση (2019: 0,38%, 2018: 0,93%), ενώ υπήρξαν και εκδόσεις με αρνητική απόδοση, γεγονός που επαναλήφθηκε και στις εκδόσεις των πρώτων μηνών του 2020. Στο τέλος του 2019 το υπόλοιπο των εντόκων γραμματίων διαμορφώθηκε σε περίπου 13,8 δισεκ. ευρώ (έναντι 15,2 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2018), με στόχο την περαιτέρω μείωσή του σε περίπου 8,2 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2020 ώστε να δημιουργηθεί ο χώρος για εκδόσεις πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας.

Συνολικά, από τις εξελίξεις στα ελληνικά κρατικά ομόλογα την υπό επισκόπηση περίοδο διαφαίνονται: α) η βελτίωση της υποδηλούμενης από την αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης και β) η προοπτική μείωσης του κόστους εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, εφόσον συνεχιστεί η πτώση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά. Ταυτόχρονα όμως, υποδεικνύεται η σημασία των συνθηκών που επικρατούν στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον για τη διαμόρφωση των αποδόσεων των ΟΕΔ στη δευτερογενή αγορά και κατ' επέκταση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου (βλ. Πλαίσια ΙΧ.1 και ΙΧ.2). Ικανή συνθήκη για τη μείωση της ευαισθησίας των αποδόσεων σε ενδεχόμενες αυξήσεις της μεταβλητότητας διεθνώς, καθώς και για τη συνέχιση της πτωτικής τάσης και την παγίωση χαμηλού επιπέδου στις αποδόσεις και, κυρίως, στα τοκομερίδια των μελλοντικών εκδόσεων, είναι η αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας σε πιστοληπτική αξιολόγηση εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Πλαίσιο ΙΧ.1). Εφόσον επιτευχθεί αυτός ο στόχος, τα ελληνικά κρατικά ομόλογα θα είναι λιγότερο ευάλωτα στις κατά καιρούς αναταράξεις που παρατηρούνται στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και θα διατηρηθεί το χαμηλό επίπεδο αποδόσεων και τοκομεριδίων, σε συνάφεια πάντοτε με τις συνθήκες που επικρατούν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

5 Βλ. [http://www.pdma.gr/el/attachments/article/2676/HR-Funding\\_Strategy\\_2020.pdf](http://www.pdma.gr/el/attachments/article/2676/HR-Funding_Strategy_2020.pdf).

6 Βλ. <http://www.pdma.gr/en/debt-instruments-greek-government-bonds/announcements/2738-issuance-of-15-year-ggb>.

## Πλαίσιο ΙΧ.2

### Ο ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΕΝΔΟΗΜΕΡΗΣΙΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΓΧΩΡΙΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΣΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Τα κρατικά ομόλογα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης καθημερινά τόσο σε οργανωμένες αγορές όσο και σε διμερείς συναλλαγές (over-the-counter), με αποτέλεσμα η αποτίμησή τους να διενεργείται συνεχώς, σχεδόν

όλο το 24ωρο. Τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια που διακρατούν κρατικά ομόλογα σταθμίζουν τα χαρτοφυλάκιά τους, με βάση τις αποφάσεις για ανάληψη του επιθυμητού επιπέδου κινδύνου, ενώ πολύ συχνά επαφίενται σε αγοραπωλησίες με βάση αλγοριθμική, αυτόματη ή άλλου τύπου μηχανιστική διενέργεια των συναλλαγών, ούτως ώστε η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων να αντανakλά το επιθυμητό επίπεδο κινδύνων ανά πάσα στιγμή. Κατά συνέπεια, παρατηρείται πολύ συχνά οι διακυμάνσεις στις αποδόσεις των ομολόγων κάποιου κράτους ή στις τιμές ενός δείκτη μετοχών να επιδρούν στις αποδόσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων.

Η σημασία του μηχανισμού διάχυσης των αλληλεπιδράσεων (spillover effects) ή μετάδοσης των κινδύνων (risk contagion) φάνηκε με έντονο τρόπο κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και της συνακόλουθης κρίσης χρέους στη ζώνη του ευρώ, όταν ακόμη και οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων υψηλής διαβάθμισης της ζώνης του ευρώ (π.χ. Γαλλία, Αυστρία κ.ά.) αυξήθηκαν απότομα, ενώ ακόμη μεγαλύτερη ήταν η άνοδος των αποδόσεων κρατικών ομολόγων με χαμηλότερη διαβάθμιση. Συνεπώς, αναμένεται ότι σε περιόδους έντονων ανησυχιών των επενδυτών, ή αλλιώς κατά τη διάρκεια επεισοδίων αύξησης της μεταβλητότητας διεθνώς, οι επενδυτικές θέσεις σε ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, όπως είναι τα ελληνικά, θα μειώνονται, ενώ αντίστοιχα θα αυξάνονται οι θέσεις σε θεωρούμενα πιο ασφαλή χρεόγραφα.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, στόχος του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνήσει πώς επηρεάστηκαν, σε ενδοημερήσια βάση, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων από εγχώριους και διεθνείς χρηματοπιστωτικούς παράγοντες κατά την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2018 έως τον Ιανουάριο του 2020. Η ανάλυση εστιάζεται στις πολύ βραχυπρόθεσμες μεταβολές στις διεθνείς και εγχώριες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, οι οποίες ωστόσο μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου και, κατ' επέκταση, στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους (βλ. Πλαίσιο ΙΧ.1).

#### **Οικονομετρική εκτίμηση των ενδοημερήσιων επιδράσεων στα ελληνικά κρατικά ομόλογα**

Για τους σκοπούς της ανάλυσης κατασκευάστηκε οικονομετρικό υπόδειγμα για τη μέτρηση των αλληλεπιδράσεων, στο οποίο ως μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν, εκτός από τις αποδόσεις του ελληνικού 10ετούς κρατικού ομολόγου, οι δείκτες τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (γενικός δείκτης και δείκτης τραπεζών) και του MSCI World, ως παράγοντες που αντανakλούν τις εγχώριες και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες αντίστοιχα, καθώς και οι αποδόσεις του ιταλικού 10ετούς κρατικού ομολόγου. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες χρησιμοποιούνται για να εξαχθούν μέτρα μεταβλητότητας, που αντανakλούν συστημικούς και ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες κινδύνων, ενώ οι αποδόσεις των ιταλικών ομολόγων χρησιμοποιούνται διότι έχει παρατηρηθεί στενή συνδιακύμανσή τους με τα ομόλογα της λεγόμενης περιφέρειας της ζώνης του ευρώ, και κατ' επέκταση με το ελληνικό 10ετές.<sup>1</sup>

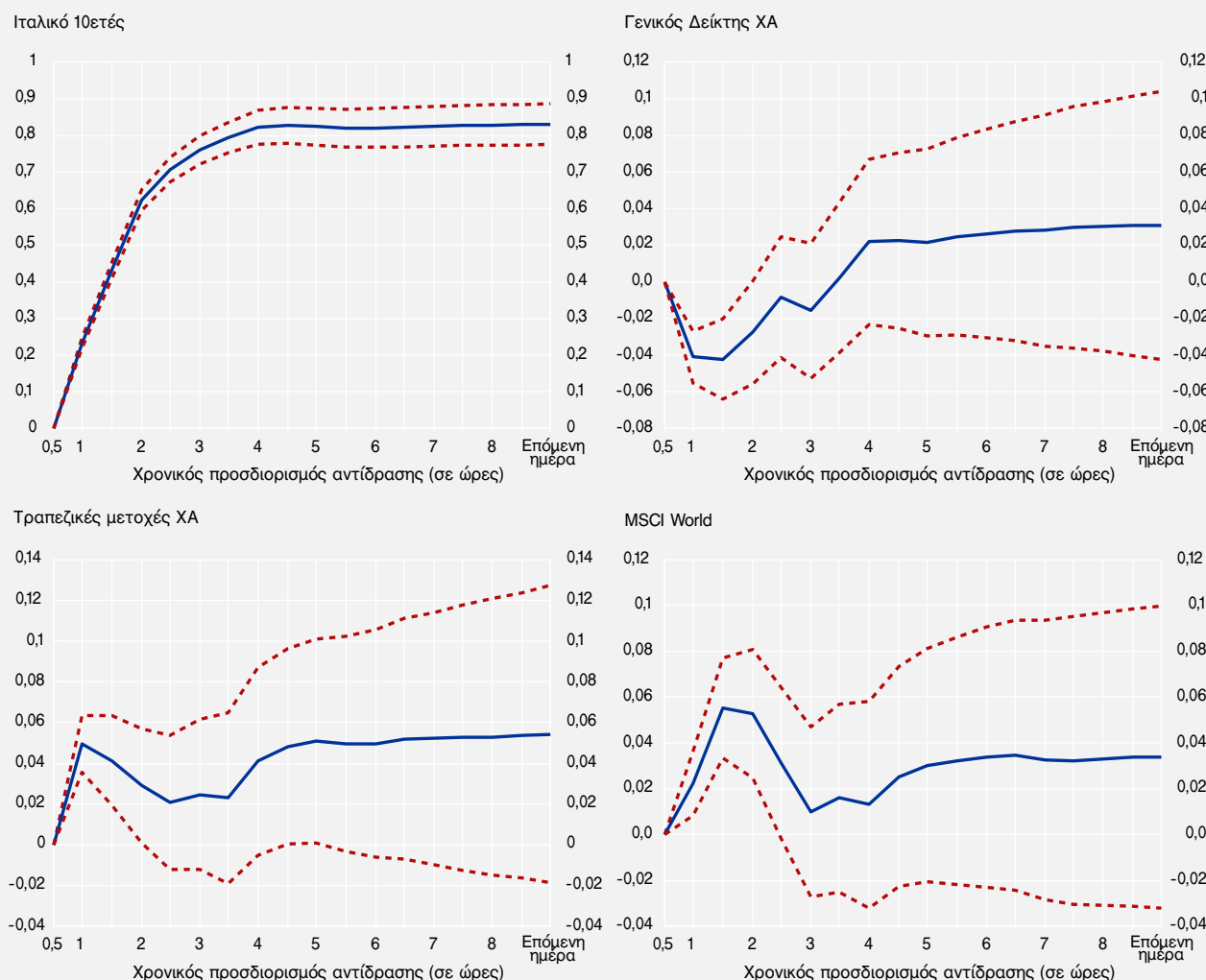
Η παρούσα ανάλυση εστιάζεται στις πολύ βραχυπρόθεσμες κινήσεις των αποδόσεων, αποσκοπώντας να αποτυπώσει την εικόνα που είχαν οι συμμετέχοντες στην αγορά ομολόγων καθημερινά. Έτσι, ενώ τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται συνήθως στις αναλύσεις και μελέτες για τις αποδόσεις ομολόγων είναι ημερήσια ή χαμηλότερης συχνότητας, τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τους σκοπούς της ανάλυσης που ακολουθεί είναι ενδοημερήσια. Συγκεκριμένα, τα δεδομένα έχουν αντληθεί από τη Refinitiv, με τις παρατηρήσεις να αντιστοιχούν σε τιμές και αποδόσεις ανά 30 λεπτά της ώρας και καλύπτουν διαπραγμάτευση που διενεργείται καθημερινά, τις εργάσιμες ημέρες με βάση τον ορισμό της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ημέρες αργίας, από τις 9.30 έως τις 17.30 ώρα Ελλάδος, για την περίοδο από 3.1.2018 έως 9.1.2020.

Προκειμένου να αποτυπωθούν οι επιδράσεις στις βραχυχρόνιες μεταβολές των αποδόσεων των ελληνικών 10ετών κρατικών ομολόγων, εκτιμήθηκε υπόδειγμα αυτοπαλίνδρομων διανυσμάτων με τις μεταβολές των αποδόσεων και έναν όρο διόρθωσης σφαλμάτων που εξάγεται από την κοινή τάση μεταξύ ιταλικών και ελληνικών ομολόγων (Vector Error Correction Model – VECM). Επίσης, στο υπόδειγμα έχουν συμπεριληφθεί και οι με-

1 Πρόσφατες μελέτες υποδεικνύουν ότι η διακύμανση των ιταλικών ομολόγων έχει σημαντικές επιδράσεις στην αγορά ομολόγων διεθνώς (βλ. Byrne, J., S. Cao and D. Korobilis (2019), "Decomposing global yield curve co-movement", *Journal of Banking and Finance*, 106, 500-513).

## Συναρτήσεις αντίδρασης (impulse response functions) των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας

(σε μονάδες βάσης)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα διαγράμματα παρουσιάζουν την αντίδραση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας, σε μία διατάραξη ίση με μία τυπική απόκλιση των υπόλοιπων μεταβλητών του συστήματος. Για τη μέτρηση της αντίδρασης στους χρηματιστηριακούς δείκτες (ΓΔΧΑ, MSCI World και τραπεζικές μετοχές ΧΑ) έχουν εξαχθεί οι τεκμαιρόμενες μεταβλητότητές τους με εφαρμογή της τεχνικής GARCH(1,1). Η μπλε γραμμή απεικονίζει την επίδραση της κάθε μεταβλητής στις αποδόσεις των δεκαετών ελληνικών κρατικών ομολόγων και οι κόκκινες διακεκομμένες γραμμές απεικονίζουν το εύρος της επίδρασης με βάση τα τυπικά σφάλματα της εκτιμώμενης επίδρασης.

ταβλητότητα των χρηματιστηριακών δεικτών, οι οποίες υπολογίστηκαν με τη χρήση υποδειγμάτων GARCH(1,1).<sup>2</sup>

Τα αποτελέσματα, που αποτυπώνονται στο διάγραμμα, δείχνουν ότι μία μεταβολή ίση με μία τυπική απόκλιση στις αποδόσεις των ιταλικών 10ετών ομολόγων διαχύθηκε κατά περίπου 50% στις αποδόσεις των ελληνικών 10ετών κρατικών ομολόγων, κινώντας τις προς την ίδια κατεύθυνση. Επίσης φαίνεται ότι, κατά τη διάρκεια της

2 Από τη μεταβλητότητα του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) έχει απομονωθεί η επίδραση της μεταβλητότητας των διεθνών αγορών, ώστε να αποτυπώνονται μόνο οι εγχώριοι παράγοντες κινδύνων, ενώ αντίστοιχα από τη μεταβλητότητα του δείκτη των τραπεζικών μετοχών έχει απομονωθεί η επίδραση της μεταβλητότητας του ΓΔΧΑ, ώστε να αποτυπώνονται μόνο οι ιδιοσυγκρατικοί παράγοντες κινδύνων των τραπεζικών μετοχών.

περιόδου υπό διερεύνηση, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων επηρεάστηκαν από τη μεταβολή των ιταλικών ομολόγων σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Επιπλέον, η μεταβλητότητα των τραπεζικών μετοχών προκύπτει ότι ήταν σημαντική, αν και η σημαντικότητά της ήταν βραχύβια. Δηλαδή η άνοδος της μεταβλητότητας στις τραπεζικές μετοχές οδήγησε σε άνοδο των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων σχεδόν άμεσα, αλλά στη συνέχεια η επίδραση αυτή εξομαλύνθηκε. Ταυτόχρονα, η μεταβλητότητα του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών άσκησε αμελητέα επίδραση, καθώς η επίδραση μιας μεταβολής στη μεταβλητή αυτή εξαλείφεται (δηλ. γίνεται στατιστικά μη σημαντική) μετά από μία ώρα.

Από την άλλη πλευρά, την περίοδο υπό διερεύνηση, η μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές είχε σημαντικές αυξητικές επιδράσεις στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε περιόδους επεισοδίων υψηλής μεταβλητότητας. Συγκεκριμένα, με βάση τα ευρήματα, η μεταβλητότητα του MSCI World οδήγησε σε στατιστικά σημαντική, αν και μικρή, επίδραση στις αποδόσεις. Δηλαδή μία μεταβολή κατά μία τυπική απόκλιση στη μεταβλητότητα του MSCI World διαχύθηκε κατά περίπου 40%, αυξάνοντας τις αποδόσεις, με σχετική καθυστέρηση εντός της ημέρας διαπραγμάτευσης. Όμως, στις περιπτώσεις όπου η μεταβλητότητα διεθνώς αυξήθηκε σημαντικά, αντίστοιχα η εκτιμώμενη επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων φαίνεται να είναι ευμεγέθης. Για παράδειγμα, στις 6.2.2018 η ενδοημερήσια μεταβλητότητα του MSCI World ανέβηκε απότομα σε επίπεδο αρκετές φορές μεγαλύτερο του μέσου όρου των παρατηρήσεων. Η εκτιμώμενη από το οικονομετρικό υπόδειγμα επίδραση της διεθνούς μεταβλητότητας, στις 6.2.2018, στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων ήταν +11 μ.β., αποτέλεσμα που συγκρίνεται με παρατηρηθείσα άνοδο κατά 8 μονάδες βάσης.

Τέλος, ο όρος διόρθωσης σφαλμάτων φαίνεται να υποδηλώνει στατιστικά σημαντική προσαρμογή των ελληνικών κρατικών ομολόγων προς τη μακροχρόνια σχέση τους με τα ιταλικά. Όμως, η προσαρμογή αυτή ενέχει ασυμμετρίες, καθώς είναι ταχύτερη όταν επικρατούν ευνοϊκές συνθήκες στις αγορές, δηλαδή όταν υποχωρούν οι αποδόσεις των ιταλικών ομολόγων, με τη θετική επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων να είναι μεγαλύτερη σε σύγκριση με τις περιόδους κατά τις οποίες επικρατούν αυξητικές τάσεις.

#### **Συμπερασματικές παρατηρήσεις**

Στην παρούσα ανάλυση περιγράφεται η έκταση της διάχυσης των επιδράσεων, εντός της ημέρας, από διεθνείς και εγχώριες χρηματοπιστωτικές εξελίξεις στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Η επίδραση των εξελίξεων στις αγορές ομολόγων της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ φαίνεται να είχε την πιο σημαντική συμβολή, ακολουθούμενη από τη μεταβλητότητα των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών, ιδίως κατά τη διάρκεια επεισοδίων απότομης αύξησης της μεταβλητότητας διεθνώς, οπότε και παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Σε μικρότερο βαθμό επέδρασαν οι εγχώριες χρηματιστηριακές εξελίξεις.

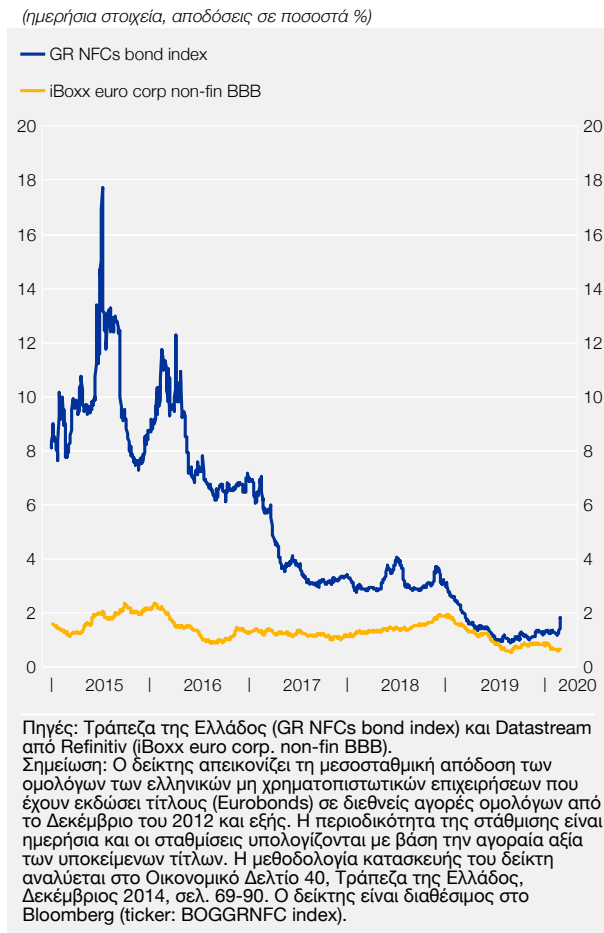
## **4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ**

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν διευκολυντικές συνολικά κατά το 2019, καθώς η ροπή για αναζήτηση αποδόσεων διεθνώς ωφέλησε ιδιαίτερα τα ομόλογα επιχειρήσεων με εύρωστα θεμελιώδη μεγέθη, αλλά χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση των αποδόσεων των υφιστάμενων ομολόγων μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και την περαιτέρω σύγκλισή τους προς τις αποδόσεις αντίστοιχων ομολόγων με διαβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία από άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.4), ενώ διευκόλυνε και την αύξηση της εκδοτικής δραστηριότητας.

Ειδικότερα, στις 31.12.2019 η μεσοσταθμική απόδοση των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές, όπως καταγράφεται από το δείκτη εταιρικών



**Διάγραμμα IX.4 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (1.1.2015-3.3.2020)**



ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος, βρισκόταν στο 1,24% (179 μ.β. χαμηλότερα από το επίπεδο του τέλους του 2018),<sup>8</sup> έναντι 0,87% και 0,44% αντίστοιχα για τα εταιρικά ομόλογα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση BBB (iBoxx euro non-fin BBB) και AAA (iBoxx euro non-fin AAA). Η μεσοσταθμική απόδοση των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε αγορές του εξωτερικού, όπως αποτυπώνεται στο δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος, διατηρήθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, έως τα μέσα Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους (απόδοση του εν λόγω δείκτη στις 14.2.2020: 1,22%). Ακολούθως, αυξήθηκε σημαντικά λόγω της προαναφερθείσας επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς (ενδεικτικά, απόδοση του δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος στις 3.3.2020: 1,74%).

Η εκδοτική δραστηριότητα των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά το 2019 ήταν αυξημένη, καθώς, εκτός από τις ανάγκες αναχρηματοδότησης, υπήρξε και γενικότερο ευνοϊκό κλίμα για την ελληνική οικονομία. Κατά τη διάρκεια του 2019 πραγματοποιήθηκαν τέσσερις νέες εκδόσεις διεθνών ομολόγων αξίας 2,2 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,2%, ενώ στην εγχώρια αγορά εκδόθηκαν τέσσερις τίτλοι συνολικής αξίας περίπου 530 εκατ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,26%. Η

εκδοτική δραστηριότητα συνεχίστηκε στις αρχές του 2020.<sup>8</sup>

Συνολικά, η ακαθάριστη αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα ανέρχεται σε 10,1 δισεκ. ευρώ, ενώ η καθαρή αξία των εκδόσεων, εφόσον συνυπολογιστούν οι νέες εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές πριν από τη λήξη, ανέρχεται σε περίπου 5,5 δισεκ. ευρώ. Επισημαίνεται ότι οι νέες εκδόσεις οδηγούν σε μείωση του κόστους δανεισμού των εκδοτριών επιχειρήσεων, καθώς σε μεγάλο βαθμό τα κεφάλαια που αντλούνται χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή ακριβότερου τραπεζικού δανεισμού ή για αναχρηματοδότηση ομολόγων στη λήξη και το εναπομένον μέρος των εκδόσεων χρησιμοποιείται ως κεφάλαιο κίνησης ή για πραγματοποίηση επενδύσεων. Όσον αφορά την εγχώρια αγορά, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017 μέχρι και το τέλος του 2019, αξιοποιήθηκε για την άντληση περίπου 1,4 δισεκ. ευρώ.

7 Στην υποχώρηση των αποδόσεων συνέβαλε η αντικατάσταση ομολόγων που είχαν εκδοθεί με υψηλότερα τοκομερίδια από πιο πρόσφατες εκδόσεις οι οποίες έχουν χαμηλότερα τοκομερίδια, ως συνέπεια κυρίως του ευνοϊκότερου επενδυτικού κλίματος διεθνώς.

8 Συγκεκριμένα, εκδόθηκε στην αγορά του Λουξεμβούργου ομόλογο 5ετούς διάρκειας, αξίας 250 εκατ. ευρώ και με τοκομερίδιο 6,88%.



## 5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 5.1 Τιμές μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) το 2019 ακολούθησαν έντονα ανοδική τάση (βλ. Διάγραμμα ΙΧ.5), καταγράφοντας την υψηλότερη απόδοση τόσο μεταξύ όλων των ευρωπαϊκών αγορών όσο και έναντι των αγορών των υπόλοιπων ανεπτυγμένων οικονομιών παγκοσμίως. Αυξημένος ήταν και ο όγκος συναλλαγών, ενώ η μεταβλητότητα διατηρήθηκε στα επίπεδα του 2018. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν το διεθνές επενδυτικό κλίμα χαμηλής μεταβλητότητας, το οποίο ενίσχυσε τη ζήτηση ελληνικών αξιογράφων εκ μέρους διεθνών επενδυτών.

Ειδικότερα, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε άνοδο 49,5% σε ετήσια βάση το 2019. Την ίδια περίοδο ο τραπεζικός δείκτης κατέγραψε άνοδο 101,3%, καθώς διαμορφώθηκαν θετικές προσδοκίες για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Σημειώνεται ότι ο αντίστοιχος ευρωπαϊκός δείκτης τραπεζικών μετοχών Euro Stoxx Banks εμφάνισε απόδοση 8,2%. Όσον αφορά τις επιδόσεις άλλων κλάδων, οι μετοχές των βιομηχανικών επιχειρήσεων εμφάνισαν άνοδο κατά 34,1%, ενώ οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας άνοδο 81,1%. Τέλος, η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) παρέμεινε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, μολοντί παρουσίασε αύξηση περίπου 20% σε σύγκριση με το 2018, φθάνοντας τα 67,3 εκατ. ευρώ.

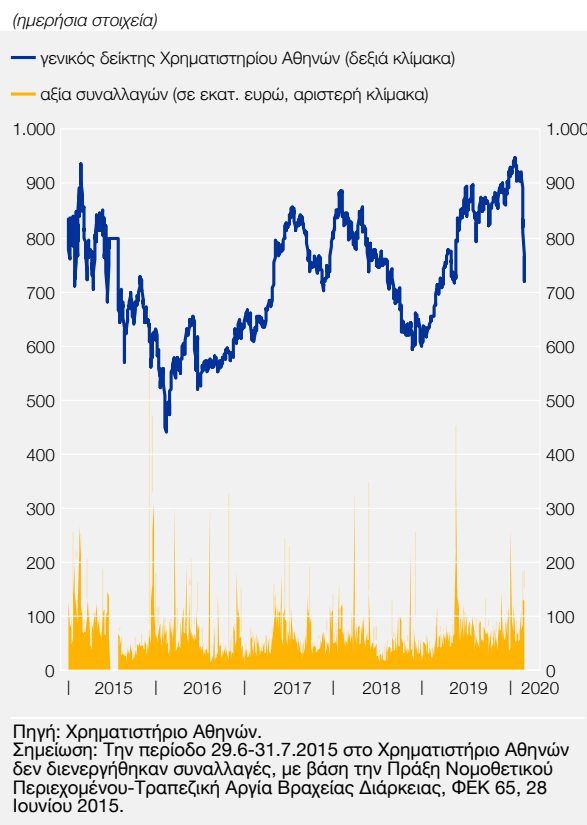
Στις αρχές του 2020 οι τιμές των μετοχών στο ΧΑ παρουσίασαν μικρή πτώση, η οποία ήταν εντονότερη για επιμέρους κλάδους, όπως των τραπεζικών μετοχών και των μετοχών των βιομηχανικών (και συναφών) εταιριών. Η πτωτική τάση εντάθηκε από τα μέσα Φεβρουαρίου (μεταβολή από 2.1.2020 έως 3.3.2020: ΓΔΧΑ -16,4%, δείκτης τραπεζικών μετοχών -27,7%, δείκτης βιομηχανικών -22,5%).

### 5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 129 εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, μικρή αύξηση κατά περίπου 2% εμφάνισαν ο κύκλος εργασιών και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA). Υποχώρηση ωστόσο παρατηρήθηκε στα κέρδη πριν από φόρους (EBIT), τα οποία επηρεάστηκαν σε σημαντικό βαθμό από την κερδοφορία των εταιριών του κλάδου της ενέργειας (λόγω των εξελίξεων στην τιμή του πετρελαίου, στην ισοτιμία του δολαρίου, αλλά και στα περιθώρια διύλισης).

Αν εξαιρεθεί ο εν λόγω κλάδος, τα κέρδη πριν από φόρους για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά περίπου 5%, καθώς η βελτίωση των μεγεθών των κλάδων του εμπορίου, της βιομηχανίας και των ακινήτων (που αντιστοιχούν περίπου στο ήμισυ της συνολικής κερδοφορίας) υπεραντιστάθμισε την υποχώρηση των μεγεθών άλλων κλάδων. Μείωση παρατηρήθηκε στους

**Διάγραμμα ΙΧ.5 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (1.1.2015 - 3.3.2020)**



δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων<sup>9</sup> και στο δείκτη του περιθωρίου κέρδους<sup>10</sup> (οι οποίοι διαμορφώθηκαν σε 1,3%, 4,2% και 3,6% αντίστοιχα), αμετάβλητος παρέμεινε ο δείκτης ρευστότητας<sup>11</sup> (σε 1,2%), ενώ ο δείκτης μόχλευσης<sup>12</sup> παρέμεινε σε επίπεδα άνω του 100% εμφανίζοντας αύξηση, καθώς οι εισηγμένες επιχειρήσεις, κατά μέσο όρο και ανεξαρτήτως κλάδου, αύξησαν τα δανειακά κεφάλαιά τους.

Σημειώνεται βέβαια ότι οι επιχειρήσεις που ανήκουν στο άνω τεταρτημόριο (δηλ. το υψηλότερο 25%) με βάση την κεφαλαιοποίησή τους έχουν συντελεστή μόχλευσης (λόγο δανειακών προς ίδια κεφάλαια) 1,04, ενώ για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ ο συντελεστής μόχλευσης είναι τετραπλάσιος (λόγος δανειακών προς ίδια κεφάλαια: 4,25). Τέλος, με βάση τα αποτελέσματα γ' τριμήνου του 2019 που δημοσίευσε ένας μικρός αριθμός εισηγμένων επιχειρήσεων,<sup>13</sup> η εικόνα εμφανίζεται βελτιωμένη σε σχέση με το γ' τρίμηνο του 2018, εξαιρουμένου όμως του κλάδου της ενέργειας, η εικόνα του οποίου επιδεινώθηκε.

9 Λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο όρο των συνολικών και των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα.

10 Κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις.

11 Κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

12 Λόγος συνολικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια.

13 Η δημοσίευση αποτελεσμάτων γ' τριμήνου δεν είναι υποχρεωτική.

Το 2019 σημαδεύθηκε από την αποτυχία της παγκόσμιας κοινότητας το Δεκέμβριο να προωθήσει, σε επίπεδο κυβερνήσεων, μέτρα πολιτικής για την κλιματική αλλαγή που εκκρεμούσαν ήδη από το προηγούμενο έτος και να λάβει περαιτέρω μέτρα. Η αποτυχία αυτή εν μέρει αντισταθμίζεται από την πρόταση, εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, μιας φιλόδοξης “Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας” (European Green Deal), αλλά και από την εντεινόμενη παρέμβαση των πολιτών, ιδίως των νέων, παγκοσμίως υπέρ μιας πιο δραστικής αντιμετώπισης. Αυτά συνέβησαν ενώ εντάθηκαν τα ακραία καιρικά φαινόμενα (που συνδέονται και με την κλιματική αλλαγή), καταγράφηκαν θερμοκρασίες-ρεκόρ και συνεχίστηκε η άνοδος των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου παγκοσμίως. Ταυτόχρονα, πολλαπλασιάστηκαν οι προειδοποιήσεις οργανισμών και επιστημόνων για την ανάγκη λήψης δραστικών μέτρων το ταχύτερο δυνατόν, ενώ ενισχύθηκε περαιτέρω το ενδιαφέρον και η ενασχόληση των κεντρικών τραπεζών με την κλιματική αλλαγή και ειδικότερα με τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που αυτή συνεπάγεται.

Στην Ελλάδα, το 2018 (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) οι εκπομπές μειώθηκαν, μετά την αύξηση του 2017, επανερχόμενες έτσι στην πτωτική πορεία που καταγραφόταν έως το 2016. Στον τομέα της πολιτικής, ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη ήταν η κατάρτιση από την κυβέρνηση του Εθνικού Σχεδίου για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ) και η ανακοίνωσή του το Δεκέμβριο του 2019. Το ΕΣΕΚ είναι ο αναλυτικός οδικός χάρτης για την επίτευξη συγκεκριμένων ενεργειακών και κλιματικών στόχων έως το 2030.<sup>1</sup>

## 1 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΔΙΕΘΝΩΣ, ΚΥΡΙΑ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΚΘΕΣΕΙΣ

Κατ’ αρχάς, σαφώς αρνητικές ήταν οι πραγματικές εξελίξεις διεθνώς το 2019. Ειδικότερα: α) Συνεχίστηκε η άνοδος των παγκόσμιων εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα.<sup>2</sup> β) Σύμφωνα με στοιχεία εξειδικευμένων οργανισμών, στη δεκαετία που έληξε το 2019 καταγράφηκε η υψηλότερη μέση θερμοκρασία του πλανήτη (από τότε που υπάρχουν καταγραφές), ενώ το 2019 ήταν το δεύτερο θερμότερο έτος (με πρώτο το 2016).<sup>3</sup> γ) Εντάθηκαν τα ακραία καιρικά και άλλα φαινόμενα (που συνδέονται και με την κλιματική αλλαγή), όπως ο πρωτοφανής καύσωνας σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες το καλοκαίρι του 2019, η τήξη των πάγων στη Γροιλανδία, οι πυρκαγιές που κατέκαψαν τεράστιες εκτάσεις το καλοκαίρι στο δάσος του Αμαζονίου στη Βραζιλία (τον “πνεύμονα της γης”) και στην Αυστραλία τους τελευταίους μήνες του 2019, καθώς και το ρεκόρ υψηλής θερμοκρασίας στην Ανταρκτική στις αρχές Φεβρουαρίου του 2020.<sup>4</sup>

1 Στο παρόν κεφάλαιο λαμβάνονται υπόψη πληροφορίες και στοιχεία έως τις 4.3.2020.

2 Στο Global Carbon Budget 2019 (δημοσίευση 4.12.2019) εκτιμάται ότι οι εν λόγω εκπομπές αυξήθηκαν κατά 0,6% παγκοσμίως το 2019 (στην ΕΕ-28 όμως μειώθηκαν κατά 1,7%) σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Η αύξηση φθάνει το 6% έναντι του 2015 (έτους σύναψης της Συμφωνίας των Παρισίων) και το 62% έναντι του 1990 (έτους δημοσίευσης της πρώτης έκθεσης της IPCC (Διακυβερνητικής Επιτροπής Εμπειρογνομόνων για την Κλιματική Αλλαγή) του ΟΗΕ). Βλ. [https://www.globalcarbonproject.org/carbonbudget/19/files/GCP\\_CarbonBudget\\_2019.pdf](https://www.globalcarbonproject.org/carbonbudget/19/files/GCP_CarbonBudget_2019.pdf).

3 Σύμφωνα με ανακοινώσεις του UK Met Office, της NASA και της NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration). Βλ. σχετικά: α) <https://www.metoffice.gov.uk/>, <https://www.noaa.gov/> και β) *Financial Times* και *New York Times*, 15.1.2020.

4 Για τον Αμαζόνιο, βλ. “Deathwatch for the Amazon”, κύριο άρθρο του *Economist*, 1.8.2019. Για μια εκτίμηση του κόστους των μεγαλύτερων κλιματικών καταστροφών του 2019, που καθεμιά τους προκάλεσε ζημιές άνω του ενός δισεκ. δολαρίων, βλ. την έκθεση της μη κυβερνητικής οργάνωσης Christian Aid (Δεκέμβριος 2019), *Counting the cost: 2019: a year of climate breakdown*, <https://www.christianaid.org.uk/sites/default/files/2019-12/Counting-the-cost-2019-report-embargoed-27Dec19.pdf>.

Όσον αφορά τις πολιτικές για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, το 2019 χαρακτηρίστηκε από δύο αντίρροπες εξελίξεις.

Η αρνητική εξέλιξη ήταν ότι η παγκόσμια κοινότητα σε επίπεδο κυβερνήσεων απέτυχε το Δεκέμβριο να προωθήσει τα μέτρα πολιτικής που εκκρεμούσαν ήδη από το προηγούμενο έτος και να λάβει και άλλα πρόσθετα. Η 25η Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για την κλιματική αλλαγή (COP25) πραγματοποιήθηκε στη Μαδρίτη στις 2-15.12.2019<sup>5</sup> και δεν κατόρθωσε να εγκρίνει συμπεράσματα ή να λάβει αποφάσεις ούτε για τους κανόνες ενός διεθνούς συστήματος εμπορίας εκπομπών, ούτε για πιο φιλόδοξους στόχους μείωσης των εκπομπών, ούτε για τον τρόπο χρηματοδότησης της βοήθειας σε φτωχές χώρες που αντιμετωπίζουν κλιματικές καταστροφές. Σύμφωνα με έγκυρους παρατηρητές, για την αποτυχία αυτή ευθύνεται σε σημαντικό βαθμό η αρνητική στάση χωρών όπως οι ΗΠΑ,<sup>6</sup> η Βραζιλία και η Αυστραλία.<sup>7,8</sup>

Η αποτυχία αυτή εν μέρει αντισταθμίζεται από τις πρωτοβουλίες πολιτικής που αναμένεται να αναλάβει η ΕΕ. Συγκεκριμένα, διαρκούσης της COP25, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε την “Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία”,<sup>9</sup> δηλ. έναν οδικό χάρτη για να καταστεί η ευρωπαϊκή οικονομία βιώσιμη, μετατρέποντας τις προκλήσεις σε ευκαιρίες σε όλους τους τομείς και προωθώντας μια δίκαιη και συμμετοχική μετάβαση για όλους. Η επίτευξη των ενεργειακών και κλιματικών στόχων για το 2030 και της “ουδετερότητας ως προς τον άνθρακα” (δηλ. μηδενικών καθαρών εκπομπών) έως το 2050 θα απαιτήσει πρόσθετες δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις 260 δισεκ. ευρώ ετησίως. Για το σκοπό αυτό, στα μέσα Ιανουαρίου του 2020 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε το “Επενδυτικό Σχέδιο για μια Βιώσιμη Ευρώπη”, που αναμένεται να κινητοποιήσει βιώσιμες επενδύσεις ύψους τουλάχιστον 1 τρισεκ. ευρώ την επόμενη δεκαετία, και μια πρόταση κανονισμού για την ίδρυση ενός “Ταμείου Δίκαιης Μετάβασης”.<sup>10</sup>

Επιπλέον, θετική εξέλιξη ήταν η συμφωνία που επιτεύχθηκε στη Γερμανία στις 16.1.2020 μεταξύ της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και των ανθρακοπαραγωγών ομόσπονδων κρατιδίων για την πλήρη αποδέσμευση από την παραγωγή άνθρακα και από τη χρήση του στην ηλεκτροπαραγωγή σταδιακά έως το 2038, με συνολικό κόστος 44 δισεκ. ευρώ. Αξίζει επίσης να σημειωθεί η διαμόρφωση κοινών θέσεων της Γαλλίας και της Γερμανίας για μια ενιαία τιμή εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα για την Ευρώπη.<sup>11</sup>

Πέρα από την “ευρωπαϊκή εξαίρεση”, η κύρια θετική εξέλιξη του 2019 ήταν *οι κινητοποιήσεις των πολιτών, ιδίως των νέων*, που έγιναν με συμμετοχή εκατομμυρίων ατόμων και μάλιστα συγχρονισμένα σε πολλές χώρες, κυρίως το Μάρτιο, το Μάιο και το Σεπτέμβριο.

5 Η COP25 είχε προγραμματιστεί αρχικά να διεξαχθεί στο Σαντιάγο της Χιλής, λόγω όμως της έντονης κοινωνικής αναταραχής στη χώρα αυτή, πραγματοποιήθηκε τελικά στη Μαδρίτη. Επίσης, ενώ η Διάσκεψη επρόκειτο να λήξει στις 13 Δεκεμβρίου, παρατάθηκε για δύο ημέρες με τη μάταιη ελπίδα επίτευξης συμφωνίας.

6 Η διαδικασία αποδέσμευσης των ΗΠΑ από τη Συμφωνία των Παρισίων (που είχε ανακοινώσει ο πρόεδρος Τραμπ τον Ιούνιο του 2017) ξεκίνησε στις 4.11.2019 (τρία χρόνια μετά την έναρξη ισχύος της συμφωνίας, όπως προέβλεπαν οι κανόνες), αλλά θα ισχύσει πλήρως από τις 4.11.2020. Βλ. *Le Monde* και *Financial Times*, 4-6.11.2019.

7 Βλ. *Financial Times*, *New York Times*, *Washington Post*, 13-16.12.2019.

8 Ο Γενικός Γραμματέας του ΟΗΕ Antonio Guterres εξέφρασε την απογοήτευσή του και τόνισε ότι “η διεθνής κοινότητα έχασε μια σημαντική ευκαιρία να δείξει αυξημένη φιλοδοξία στους τομείς του μετριασμού, της προσαρμογής και της χρηματοδότησης για την αντιμετώπιση της κλιματικής κρίσης”, αλλά δήλωσε αποφασισμένος να εργαστεί ώστε “το 2020 να είναι η χρονιά που όλες οι χώρες θα δεσμευθούν να πράξουν ό,τι υποδεικνύει ως αναγκαίο η επιστήμη προκειμένου να επιτευχθεί ουδετερότητα ως προς τον άνθρακα το 2050 και αύξηση της θερμοκρασίας όχι πάνω από 1,5 βαθμό Κελσίου”. Βλ. δελτίο τύπου του ΟΗΕ, 15.12.2019.

9 Βλ. δελτίο τύπου 11.12.2019 και το πλήρες κείμενο της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας στο: [https://ec.europa.eu/info/files/communication-european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/communication-european-green-deal_en).

10 Βλ. δελτίο τύπου 14.1.2020. Για το πρώτο, βλ. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs\\_20\\_48](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs_20_48). Για το δεύτερο, βλ. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs\\_20\\_50](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs_20_50).

11 Κοινή δήλωση-πρόταση του (γαλλικού) Συμβουλίου Οικονομικής Ανάλυσης και του Γερμανικού Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνομόνων, καθώς και σχετικές μελέτες. Βλ. α) <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note050-env3.pdf> και β) [https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/sg2019/sg\\_2019\\_execsumm.pdf](https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/sg2019/sg_2019_execsumm.pdf).

Ταυτόχρονα, το τελευταίο δωδεκάμηνο πολλαπλασιάστηκαν οι προειδοποιήσεις έγκυρων οργανισμών και επιστημόνων για την ανάγκη έγκαιρης λήψης δραστικών μέτρων αντιμετώπισης της κλιματικής αλλαγής. Αξίζει να αναφερθεί η προειδοποίηση για μια “κλιματική κατάσταση έκτακτης ανάγκης”, που συνυπέγραψαν στις αρχές Νοεμβρίου του 2019 πάνω από 11.000 επιστήμονες, αμέσως μετά την έναρξη της διαδικασίας αποδέσμευσης των ΗΠΑ από τη Συμφωνία των Παρισίων.<sup>12</sup> Σοβαρές επισημάνσεις περιείχαν δύο νέες εκθέσεις της Διακυβερνητικής Επιτροπής Εμπειρογνομόνων για την Κλιματική Αλλαγή (IPCC) του ΟΗΕ, μία για το έδαφος και την κλιματική αλλαγή (και κατ’ επέκταση για τη διατροφή και τη διατροφική ασφάλεια)<sup>13</sup> και μία για τους ωκεανούς και την κρυόσφαιρα.<sup>14</sup> Άλλη έκθεση, της Διακυβερνητικής πλατφόρμας επιστήμης για τη βιοποικιλότητα και τις υπηρεσίες οικοσυστημάτων (IPBES) του ΟΗΕ, διαπίστωσε την επιταχυνόμενη εξαφάνιση χιλιάδων ειδών λόγω της ανθρώπινης δραστηριότητας,<sup>15</sup> ενώ η ετήσια Emissions Gap Report για το 2019<sup>16</sup> συμπέρανε ότι απαιτείται μείωση των παγκόσμιων εκπομπών κατά 7,6% ετησίως την επόμενη δεκαετία προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος για συγκράτηση της ανόδου της θερμοκρασίας κάτω του 1,5 βαθμού Κελσίου. Παράλληλα, έκθεση εμπειρογνώμονα του Γραφείου του Υπατού Αρμοστή του ΟΗΕ για τα Ανθρώπινα Δικαιώματα κατέληξε ότι μέχρι στιγμής οι χώρες αποτυγχάνουν να αντιμετωπίσουν τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στη φτώχεια.<sup>17</sup> Τέλος, η ετήσια έκθεση του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας<sup>18</sup> υπογράμμισε ότι απαιτούνται δραστικές αλλαγές για την αντιμετώπιση της κλιματικής κρίσης, ενώ η ετήσια έκθεση του World Economic Forum για τους παγκόσμιους κινδύνους περιέλαβε στους 10 κορυφαίους την αποτυχία του μετριασμού της κλιματικής αλλαγής και της προσαρμογής σε αυτήν, τα ακραία καιρικά φαινόμενα, τις φυσικές καταστροφές, την απώλεια της βιοποικιλότητας και την κατάρρευση του οικοσυστήματος, καθώς και τη μεγάλης κλίμακας αναγκαστική μετανάστευση.<sup>19</sup>

Εξάλλου, μεταξύ των πολλών σημαντικών νέων ερευνών που δημοσιεύθηκαν αξίζει να αναφερθούν οι εξής: α) τα πορίσματα ενός διεθνούς ερευνητικού δικτύου σχετικά με τις επιπτώσεις της ανόδου της στάθμης της θάλασσας, κατ’ αρχάς στη μετανάστευση,<sup>20</sup> β) η έκθεση μιας διεθνούς επιστημονικής ομάδας με 36 πρακτικές λύσεις για τη μείωση κατά το ήμισυ των εκπομπών έως το 2030,<sup>21</sup> γ) μία ανάλυση-πρόταση για τη σκοπιμότητα συμπλήρωσης της Συμφωνίας των Παρισίων με μία συνθήκη που θα προβλέπει τον περιορισμό της προσφοράς ορυκτών καυσίμων<sup>22</sup> και, τέλος, δ) μια ιδιαίτερα χρήσιμη επισκόπηση των συνεπειών διαφορετικών σεναρίων ανόδου της θερμοκρασίας.<sup>23</sup>

12 “World Scientists’ Warning of a Climate Emergency”, *BioScience*, 5.11.2019 (τεύχος Ιαν. 2020). Βλ. και δημοσίευμα *Financial Times*, 5.11.2019.

13 *Climate Change and land*. Βλ. [https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2019/08/4.-SPM\\_Approved\\_Microsite\\_FINAL.pdf](https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2019/08/4.-SPM_Approved_Microsite_FINAL.pdf), καθώς και *Financial Times*, *Le Monde*, *New York Times*, 8.8.2019.

14 *The Ocean and Cryosphere in a Changing Climate*. Βλ. [https://report.ipcc.ch/srocc/pdf/SROCC\\_SPM\\_Approved.pdf](https://report.ipcc.ch/srocc/pdf/SROCC_SPM_Approved.pdf) και *New York Times*, 25.9.2019.

15 Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES), *Global assessment report on biodiversity and ecosystem services*, [https://ipbes.net/sites/default/files/ipbes\\_7\\_10\\_add.1\\_en1.pdf](https://ipbes.net/sites/default/files/ipbes_7_10_add.1_en1.pdf). Βλ. και *New York Times*, 6.5.2019.

16 Βλ. δελτίο τύπου του UN Environment Programme 26.11.2019 και <https://www.unenvironment.org/resources/emissions-gap-report-2019> για το πλήρες κείμενο.

17 *Climate change and poverty*. Δελτίο τύπου για την έκθεση του Philip Alston, 25.6.2019, <https://www.ohchr.org/en/NewsEvents/Pages/DisplayNews.aspx?NewsID=24735&LangID=E>.

18 IEA, *Global Energy Outlook 2019*. Βλ. <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2019>.

19 *Global Risks Report 2019*. Βλ. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Global\\_Risks\\_Report\\_2019.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2019.pdf).

20 D.J. Wrathall et al., “Meeting the looming policy challenge of sea-level change and human migration”, *Nature Climate Change*, 26.11.2019. Βλ. <https://www.nature.com/articles/s41558-019-0640-4>.

21 *The Exponential Climate Action Roadmap Scaling 36 solutions to halve emissions by 2030*, 19.9.2019. Βλ. <https://exponentialroadmap.org/>.

22 G.B. Asheim et al., “The case for a supply-side climate treaty”, *Science*, 26.7.2019.

23 O. Hoegh-Guldberg et al., “The human imperative of stabilizing global climate change at 1.5°C”, *Science*, 20.9.2019.



Σημαντική εξέλιξη το 2019 ήταν ότι ενισχύθηκε η ενασχόληση των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών, συμπεριλαμβανομένης της Τράπεζας της Ελλάδος, με την κλιματική αλλαγή και ειδικότερα με τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που αυτή συνεπάγεται (βλ. Πλαίσια Χ.2 και Χ.3). Γενικότερα, η κλιματική αλλαγή απασχολεί πλέον σοβαρά τις χρηματοπιστωτικές αγορές, λόγω των χρηματοοικονομικών και επενδυτικών κινδύνων που συνεπάγεται, ενώ τονίζεται η ανάγκη διαφάνειας εκ μέρους των επιχειρήσεων.<sup>24</sup>

## 2 ΟΙ ΕΚΠΟΜΠΕΣ ΑΕΡΙΩΝ ΘΕΡΜΟΚΗΠΙΟΥ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου το 2017 για το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 28 χωρών (ΕΕ-28) και την Ισλανδία ανέρχονταν σε 4.332,7 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>, λιγότερες κατά 1.327,4 εκατ. τόνους έναντι του 1990 (μείωση 23,5%), παρά την αύξηση του ΑΕΠ κατά 58% την ίδια περίοδο (βλ. Πίνακα Χ.1). Η μείωση των ρύπων συνεχίστηκε και το 2018, με αποτέλεσμα η σωρευτική μείωση την περίοδο 1990-2018, βάσει προσωρινών στοιχείων, να διευρυνθεί περαιτέρω (-25,1%). Η διαχρονική μείωση των ρύπων ήταν απόρροια της αύξησης των μεριδίων των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ), της χρήσης καυσίμων μικρότερης έντασης σε άνθρακα στο ενεργειακό μίγμα και της βελτίωσης της ενεργειακής απόδοσης και των διαρθρωτικών αλλαγών στην οικονομία, ειδικότερα την περίοδο της οικονομικής κρίσης. Η έντονη αύξηση της χρήσης βιομάζας για ενεργειακούς σκοπούς συνέβαλε επίσης στη μείωση των εκπομπών αερίων θερμοκηπίου στην ΕΕ. Εξάλλου, η ζήτηση ενέργειας για τη θέρμανση των νοικοκυριών ήταν χαμηλότερη, καθώς η Ευρώπη κατά μέσο όρο από το 1990 γνώρισε ηπιότερους χειμώνες, γεγονός που συνετέλεσε επίσης στη μείωση των εκπομπών.<sup>25</sup>

Αναλυτικότερα, οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου, μετά από οριακή αύξηση κατά 0,5% το 2017, μειώθηκαν κατά 2,1% και διαμορφώθηκαν το 2018 σε 4.237,9 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>, το χαμηλότερο επίπεδο σε σύγκριση με οποιοδήποτε προηγούμενο έτος (βλ. Πίνακα Χ.1). Οι μεγαλύτερες μειώσεις παρατηρήθηκαν στη Δυτική και Βόρεια Ευρώπη, ενώ αυξήσεις σημειώθηκαν κυρίως στη Νοτιοανατολική και Κεντροανατολική Ευρώπη. Η μείωση κατά 91,6 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub> το 2018 έναντι του 2017 προήλθε κυρίως από τον περιορισμό των ρύπων στη Γερμανία (-41,0 εκατ. τόνοι), στη Γαλλία (-19,3 εκατ. τόνοι), στο Ην. Βασίλειο (-10,7 εκατ. τόνοι) και στην Ισπανία (-7,4 εκατ. τόνοι), σε μεγάλο βαθμό χάρη στη μειωμένη κατανάλωση πετρελαίου και ορυκτών καυσίμων και στην αυξημένη κατανάλωση ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές, κυρίως υδροηλεκτρικής. Ωστόσο, παρά τις μειώσεις ρύπων που σημειώθηκαν στην πλειοψηφία των χωρών, υπήρχαν και ορισμένες χώρες που αύξησαν τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου. Η Πολωνία, με μερίδιο συμμετοχής 9,9% στους συνολικούς ρύπους, σημείωσε τη μεγαλύτερη άνοδο (4,3 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>) εξαιτίας της αύξησης της κατανάλωσης ορυκτών καυσίμων και της μείωσης της κατανάλωσης ενέργειας από ΑΠΕ, κυρίως υδροηλεκτρικής, καθώς το 2018 ήταν έτος ξηρασίας. Δεύτερη υψηλότερη αύξηση σημείωσε η Τσεχία, κατέχοντας ωστόσο μικρό μερίδιο στους συνολικούς ρύπους (3,0%), εξαιτίας της αυξημένης κατανάλωσης ορυκτών καυσίμων στον κλάδο των μεταφορών.<sup>26</sup>

Οι ρύποι μειώθηκαν στην πλειονότητα των κλάδων την περίοδο 1990-2017, ενώ οι μεγαλύτερες μειώσεις προήλθαν κυρίως από τους κλάδους παραγωγής ηλεκτρισμού και θερμότητας, μεταποίησης, παραγωγής σιδήρου και χάλυβα και από τον οικιακό τομέα (-433, -253, -116 και -115 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub> αντίστοιχα). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, η βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης των εργοστασιακών μονάδων και η εξοικονόμηση ενέργειας

24 Ενδεικτικά αναφέρεται η πρόσφατη δήλωση του διευθύνοντος συμβούλου της μεγαλύτερης εταιρίας διαχείρισης κεφαλαίων στον κόσμο. Βλ. Larry Fink (CEO, BlackRock), "A Fundamental Reshaping of Finance", Letter to clients, 14.1.2020.

25 European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2017 and inventory report 2019*.

26 European Environment Agency, *Annual approximated EU GHG inventory for the year 2018*.



Πίνακας Χ.1 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου<sup>1</sup>(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>)

Χώρα	1990	2017	Μεταβολή 2016-2017	Μεταβολή 2017-2018	Μεταβολή 1990-2017	Μεταβολή 1990-2018
	(εκατ. τόνοι)		(ποσοστιαίες μεταβολές)			
Αυστρία	78,7	82,3	3,3	-3,8	4,6	0,6
Βέλγιο	146,6	114,5	-1,1	0,9	-21,9	-21,2
Βουλγαρία	101,8	61,4	3,9	-5,7	-39,7	-43,2
Γαλλία	548,1	464,6	0,9	-4,2	-15,2	-18,8
Γερμανία	1.251,0	906,6	-0,5	-4,5	-27,5	-30,8
Δανία	70,3	47,9	-4,5	-0,8	-31,9	-32,4
Ελλάδα	103,1	95,4	4,1	-3,2	-7,4	-10,4
Εσθονία	40,4	20,9	6,2	-3,3	-48,4	-50,1
Ην. Βασίλειο	797,1	473,6	-2,6	-2,3	-40,6	-42,1
Ιρλανδία	55,4	60,7	-0,9	0,3	9,6	9,9
Ισλανδία	3,6	4,8	2,5	2,9	32,1	35,9
Ισπανία	288,5	340,2	4,2	-2,2	17,9	15,4
Ιταλία	517,7	427,7	-1,0	-1,0	-17,4	-18,2
Κροατία	31,9	25,0	2,6	-1,3	-21,5	-22,5
Κύπρος	5,7	8,9	2,3	-1,9	57,8	54,8
Λεττονία	26,3	11,3	0,3	4,2	-56,9	-55,1
Λιθουανία	48,2	20,4	1,1	-1,6	-57,7	-58,3
Λουξεμβούργο	12,8	10,2	1,8	3,2	-19,8	-17,2
Μάλτα	2,1	2,2	13,5	0,9	2,3	3,2
Ολλανδία	221,7	193,7	-1,1	-2,3	-12,6	-14,6
Ουγγαρία	93,7	63,8	4,3	-0,6	-31,9	-32,3
Πολωνία	474,4	413,8	3,7	1,0	-12,8	-11,9
Πορτογαλία	59,2	70,7	7,0	-4,6	19,5	14,0
Ρουμανία	248,1	113,8	-0,4	0,2	-54,1	-54,0
Σλοβακία	73,4	43,3	2,8	1,9	-41,0	-39,9
Σλοβενία	18,6	17,5	-1,3	0,1	-6,4	-6,3
Σουηδία	71,3	52,7	-0,5	0,8	-26,1	-25,6
Τσεχία	199,2	129,4	-0,9	1,3	-35,1	-34,2
Φινλανδία	71,3	55,4	-4,7	1,9	-22,3	-20,8
ΕΕ-28 + Ισλανδία <sup>2</sup>	5.660,1	4.332,7	0,5	-2,1	-23,5	-25,1

Πηγές: European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2017 and inventory report 2019*. Για το 2018: European Environment Agency, *Annual EU approximated GHG inventory for the year 2018*.

<sup>1</sup> Σύνολο εκπομπών εξαιρουμένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία".

<sup>2</sup> Η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ισλανδία συμφώνησαν να αναφέρουν από κοινού τις εθνικές τους εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου κατά τη δεύτερη περίοδο δέσμευσης του Πρωτοκόλλου του Κιότο, όπως αντανάκλαται και στη Συμφωνία της Ντόχα.

από νοικοκυριά και επιχειρήσεις λόγω καλύτερης μόνωσης των κτιρίων. Αντίθετα, οι κλάδοι των μεταφορών και της ψύξης-κλιματισμού σημείωσαν αύξηση των ρύπων κατά 170 και 93 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub> αντίστοιχα. Ειδικότερα, οι εκπομπές από τις οδικές μεταφορές αυξήθηκαν για τέταρτο συνεχόμενο έτος, ενώ το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης εξηγείται από την υψηλότερη κατανάλωση ντίζελ από βαρέα φορτηγά και ελαφρά οχήματα, αλλά και από τα επιβατικά αυτοκίνητα.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2017 and inventory report 2019*.

Το 2017, για το μεγαλύτερο μέρος των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ-28 ευθύνονταν η Γερμανία, το Ην. Βασίλειο, η Γαλλία και η Ιταλία, που μείωσαν το αθροιστικό μερίδιό τους έναντι του 1990 (στο 52,4% από 55,0%), ενώ για τις περισσότερες χώρες τα ποσοστά συμμετοχής ήταν κάτω του 2%.<sup>28</sup> Πάντως, η Γερμανία και το Ην. Βασίλειο την περίοδο 1990-2017 πέτυχαν τις μεγαλύτερες μειώσεις ρύπων (-344,4 και -323,9 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub> αντίστοιχα). Οι κυριότεροι λόγοι για τη σημαντική τάση μείωσης των ρύπων στη Γερμανία ήταν η αύξηση της αποδοτικότητας των εγκαταστάσεων θέρμανσης, καθώς και η οικονομική αναδιάρθρωση στα νέα ομόσπονδα κρατίδια μετά τη γερμανική ενοποίηση, ιδίως στους τομείς σιδήρου και χάλυβα. Άλλοι σημαντικοί λόγοι ήταν η μείωση της χρήσης άνθρακα με τη στροφή στο φυσικό αέριο, η ισχυρή αύξηση των ΑΠΕ και η εφαρμογή μέτρων για τη διαχείριση των αποβλήτων. Οι χαμηλότερες εκπομπές ρύπων στο Ην. Βασίλειο οφείλονταν κυρίως στην απελευθέρωση των ενεργειακών αγορών και στη μετάβαση από τη χρήση πετρελαίου και άνθρακα στη χρήση φυσικού αερίου κατά την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας και δευτερευόντως στη μειωμένη παραγωγή σιδήρου και χάλυβα και την εφαρμογή συστημάτων ανάκτησης μεθανίου στους χώρους υγειονομικής ταφής απορριμμάτων (ΧΥΤΑ). Ωστόσο, σημαντική μείωση των ρύπων πέτυχαν και ορισμένες χώρες με μικρή συμβολή, όπως η Ρουμανία και η Τσεχία (-134,3 και -69,8 εκατ. τόνοι, με μερίδια συμμετοχής 2,6% και 3,0% αντίστοιχα).

Όσον αφορά την ποσοστιαία κατανομή των έξι αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ-28 το 2017, το διοξείδιο του άνθρακα (CO<sub>2</sub>) κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο (81,3%, έναντι 79,1% το 1990). Ακολουθούν με μικρότερα ποσοστά, 10,8% και 5,9% αντίστοιχα, το μεθάνιο (CH<sub>4</sub>) και το υποξείδιο του αζώτου (N<sub>2</sub>O), τα οποία μείωσαν τα αντίστοιχα ποσοστά τους σε σχέση με το 1990 (13,1% και 7,1%). Το διοξείδιο του άνθρακα εμφάνισε τη μεγαλύτερη απόλυτη μείωση, ενώ σημαντικές ήταν και οι μειώσεις του μεθανίου και του υποξειδίου του αζώτου, αντανakλώντας τα χαμηλότερα επίπεδα εξορυκτικών δραστηριοτήτων και κτηνοτροφικού κεφαλαίου και τον περιορισμό των εκπομπών από τη διαχείριση της διάθεσης αποβλήτων γης και γεωργικών εδαφών.<sup>29</sup>

Όσον αφορά την προέλευση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου (βλ. Πίνακα Χ.2), οι δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια αποτελούν τη μεγαλύτερη πηγή, με ποσοστό 77,8% το 2017 για την ΕΕ-28 (3.372 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>). Ακολουθούν η γεωργία με μερίδιο 10,2% (440 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>) και οι βιομηχανικές διεργασίες και τα απόβλητα με μερίδια 8,8% και 3,2% (380 και 139 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>) αντίστοιχα.<sup>30</sup>

Στην Ελλάδα, μετά την ανοδική τάση των εκπομπών την περίοδο 1990-2007 (λόγω της αύξησης του ΑΕΠ και της σημαντικής επέκτασης του τομέα των υπηρεσιών), παρατηρήθηκε την περίοδο 2008-2016 συνεχής πτωτική πορεία. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην οικονομική ύφεση, αλλά και στην επίδραση των δράσεων μετριασμού (αύξηση των ΑΠΕ και της ενεργειακής απόδοσης και βελτίωση των μέσων μαζικής μεταφοράς). Το 2017 ωστόσο οι εκπομπές αυξήθηκαν κατά 4,1% και η Ελλάδα ήταν η χώρα με την 5η μεγαλύτερη αύξηση (3,7 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO<sub>2</sub>). Η παρατηρηθείσα αύξηση των ρύπων οφειλόταν έως ένα βαθμό στην αύξηση του ΑΕΠ,

28 Τα μερίδια συμμετοχής της Γερμανίας, του Ην. Βασιλείου, της Γαλλίας και της Ιταλίας το 2017 ήταν 20,9%, 10,9%, 10,7% και 9,9% αντίστοιχα (έναντι 22,1%, 14,0%, 9,7% και 9,1% το 1990). Οι χώρες με τη μικρότερη συμβολή είναι η Μάλτα, το Λουξεμβούργο, η Κύπρος, η Λεττονία, η Σλοβενία, η Λιθουανία και η Εσθονία, με ποσοστά συμμετοχής που κυμαίνονται μεταξύ 0,1% και 0,5%.

29 Ειδικότερα, το διοξείδιο του άνθρακα (CO<sub>2</sub>) ανήλθε το 2017 σε 3.523 εκατ. τόνους (-21,3% έναντι του 1990), ενώ το μεθάνιο (CH<sub>4</sub>) και το υποξείδιο του αζώτου (N<sub>2</sub>O) έφθασαν το ίδιο έτος σε 466 και 256 εκατ. τόνους ισοδύναμου διοξειδίου του άνθρακα (-37,0% και -36,2% έναντι του 1990) αντίστοιχα. Στη συνολική μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου συνέβαλαν επίσης (σε επίπεδο ΕΕ και κρατών-μελών) οι βασικές γεωργικές και περιβαλλοντικές πολιτικές της δεκαετίας του 1990 και οι πολιτικές για το κλίμα και την ενέργεια κατά τη δεκαετία του 2000. Επιπλέον, μεταξύ του 1995 και του 2017 μειώθηκε σταθερά στα κράτη-μέλη της ΕΕ και την Ισλανδία η ποσότητα των αστικών απορριμμάτων που καταλήγουν σε ΧΥΤΑ και πλέον εφαρμόζονται περισσότερο άλλες μέθοδοι επεξεργασίας αποβλήτων, όπως η ανακύκλωση, η βιολογική επεξεργασία και η αποτέφρωση των αποβλήτων με ανάκτηση ενέργειας.

30 Οι ετήσιες μεταβολές έναντι του 1990 ήταν -22,6% για τις δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια, -19,1% για τη γεωργία, -26,6% για τις βιομηχανικές διεργασίες και -42,3% για τα απόβλητα.

**Πίνακας Χ.2 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου ανά κατηγορία σε ΕΕ-28<sup>1</sup> και Ελλάδα**(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO<sub>2</sub>)

	1990	1995	2000	2005	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>ΕΕ-28</b>											
Ενέργεια	4.353	4.095	4.025	4.127	3.803	3.611	3.522	3.342	3.378	3.359	3.372
Βιομηχανικές διεργασίες	518	499	457	467	396	379	377	383	379	376	380
Γεωργία	544	474	462	439	424	423	426	434	435	436	440
Απόβλητα	241	248	232	202	168	158	152	146	144	141	139
Λοιπά	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Έμμεσες εκπομπές CO <sub>2</sub>	4,20	3,50	2,90	2,50	2,20	2,00	1,80	1,80	1,80	1,70	1,70
<b>Σύνολο*</b>	<b>5.660</b>	<b>5.318</b>	<b>5.179</b>	<b>5.238</b>	<b>4.794</b>	<b>4.573</b>	<b>4.479</b>	<b>4.307</b>	<b>4.337</b>	<b>4.313</b>	<b>4.333</b>
<b>Ελλάδα</b>											
Ενέργεια	77	81	97	107	93	88	78	74	71	67	70
Βιομηχανικές διεργασίες	11	14	15	15	12	11	12	12	12	13	13
Γεωργία	10	9	9	9	9	8	8	8	8	8	8
Απόβλητα	5	5	5	5	5	4	4	4	4	5	5
<b>Σύνολο*</b>	<b>103,1</b>	<b>109,2</b>	<b>126,3</b>	<b>136,3</b>	<b>118,4</b>	<b>112,1</b>	<b>102,5</b>	<b>99,1</b>	<b>95,3</b>	<b>91,7</b>	<b>95,4</b>

Πηγές: European Environment Agency, *Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2017 and inventory report 2019*. Για την Ελλάδα: Ministry of Environment and Energy, *Climate Change Emissions Inventory*, April 2019.

\* Σύνολο εκπομπών εξαιρουμένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία".

1 Η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ισλανδία συμφώνησαν να αναφέρουν από κοινού τις εθνικές τους εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου κατά τη δεύτερη περίοδο δέσμευσης του Πρωτοκόλλου του Κιότο, όπως αντανάκλαται και στη Συμφωνία της Ντόχα. Επομένως, ο όρος "ΕΕ-28" περιλαμβάνει και την Ισλανδία.

που επήλθε ξανά μετά από μια μακρά περίοδο οικονομικής ύφεσης και είχε ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, την αύξηση της κατανάλωσης ενέργειας, ιδίως ηλεκτρικής ενέργειας στον οικιακό τομέα, την αύξηση των επιβατικών αυτοκινήτων, καθώς και την αύξηση της χρήσης ορυκτών καυσίμων (λιγνίτη) στην ηλεκτροπαραγωγή. Το 2018 όμως η εικόνα αντιστράφηκε και η Ελλάδα μείωσε κατά 3,2% τις εκπομπές αερίων θερμοκηπίου. Η μείωση των εκπομπών προήλθε κυρίως από τις δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια. Οι εκπομπές αερίων από το συγκεκριμένο κλάδο το 2017 αποτελούσαν το 73,5% των συνολικών ρύπων (1990: 74,6%), μειωμένες κατά 8,7% έναντι του 1990.<sup>31</sup> Όσον αφορά την ποσοστιαία κατανομή των αερίων του θερμοκηπίου, το 2017 το διοξείδιο του άνθρακα αποτελούσε το 78,4% των συνολικών εκπομπών, μειωμένο κατά 10,2% έναντι του 1990, κυρίως ως αποτέλεσμα της εισαγωγής του φυσικού αερίου και των ΑΠΕ. Αξίζει να σημειωθεί ότι η υψηλή διαθεσιμότητα υδροηλεκτρικής ενέργειας είχε σημαντική συμβολή στην πτωτική τάση των εκπομπών. Ακολουθεί, με μερίδιο 10,4%, το μεθάνιο, του οποίου οι εκπομπές μειώθηκαν κατά 9,1% έναντι του 1990.

### 3 ΜΕΤΡΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΤΗΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΤΟ ΤΕΛΕΥΤΑΙΟ 12ΜΗΝΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στις 24.9.2019 ο πρωθυπουργός Κυριάκος Μητσοτάκης εξήγγειλε την υιοθέτηση νέας και φιλόδοξης Εθνικής Στρατηγικής για την Ενέργεια και το Κλίμα πριν από το τέλος του 2019.

Περίπου δύο μήνες αργότερα, στις 2.12.2019, δημοσιοποιήθηκε από το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας (σε εκδήλωση που πραγματοποιήθηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος) το αναλυτικό Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ), δηλ. το κύριο μέτρο πολιτικής

31 Δεύτερη σε σπουδαιότητα πηγή αερίων του θερμοκηπίου είναι οι βιομηχανικές διεργασίες, με μερίδιο 13,4%, ενώ ακολουθούν η γεωργία και τα απόβλητα, με μερίδια 8,2% και 4,9% αντίστοιχα.

κατά το 2019, που εμπεριέχει όλα τα άλλα και αφορά την επόμενη δεκαετία (βλ. αναλυτικότερα στο Πλαίσιο Χ.1). Βασικός στόχος του ΕΣΕΚ είναι η απολιγνιτοποίηση της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας σύμφωνα με τους στόχους της ΕΕ.

#### 4 ΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΓΙΑ ΤΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΟ ΚΛΙΜΑ ΚΑΤΑ ΤΟ 2019

Το 2019 η Τράπεζα της Ελλάδος είχε ενεργό συμμετοχή σε μεγάλο αριθμό δράσεων για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τη βιώσιμη ανάπτυξη. Όπως κατά την τελευταία δεκαετία, έτσι και στη διάρκεια του 2019 κύρια αντικείμενα ενασχόλησης της Επιτροπής Μελέτης των Επιπτώσεων της Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν τόσο η επιστημονική έρευνα, για την παραγωγή εργαλείων διαμόρφωσης αποφάσεων και δράσεων, όσο και η σύνδεση με εγχώριους και διεθνείς οργανισμούς για την αξιοποίηση συνεργειών στην επίτευξη κοινών στόχων για το κλίμα και τη βιωσιμότητα.

Σύμφωνα με πρόσφατη έκθεση με θέμα τις κεντρικές τράπεζες και την κλιματική αλλαγή, το Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF)<sup>32</sup> αναδεικνύει την Τράπεζα της Ελλάδος, την Τράπεζα της Αγγλίας και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως τις κεντρικές τράπεζες που το 2019 προέβαλαν περισσότερο το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής. Επιπλέον, στην ίδια έκθεση, ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Γιάννης Στουρνάρας αναδεικνύεται ως ο κεντρικός τραπεζίτης που έχει πραγματοποιήσει τις περισσότερες ομιλίες με κύριο θέμα την κλιματική αλλαγή.

##### 4.1 Συμβολή στο Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ)

Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει στην επιτροπή του Εθνικού Σχεδίου για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ). Το νέο ΕΣΕΚ, που παρουσιάστηκε επίσημα σε ειδική εκδήλωση στην Τράπεζα της Ελλάδος στις 2.12.2019 και κατατέθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο τέλος του 2019, αποτελεί έναν αναλυτικό οδικό χάρτη για την επίτευξη συγκριμένων ενεργειακών και κλιματικών στόχων έως το 2030 και προετοιμάζει τη μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία έως το 2050 (βλ. Πλαίσιο Χ.1).

32 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <https://www.omfif.org/esg/>.

#### Πλαίσιο Χ.1

##### Η ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗ ΜΕΤΑΛΙΓΝΙΤΙΚΗ ΕΠΟΧΗ ΚΑΙ ΤΟ ΝΕΟ ΕΘΝΙΚΟ ΣΧΕΔΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΤΟ ΚΛΙΜΑ

Η επιστημονική έρευνα μέχρι σήμερα δείχνει ότι το κόστος των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής θα είναι ιδιαίτερα υψηλό, εάν δεν μετριαστεί η μεταβολή του κλίματος. Γι' αυτό το λόγο, η δραστική μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, η εξοικονόμηση ενέργειας, η βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης και η στροφή προς τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας (ΑΠΕ) είναι επείγουσες επιλογές. Παράλληλα, η αλλαγή του παραγωγικού προτύπου τομέων της οικονομίας, όπως ο ενεργειακός, μπορεί και πρέπει να αποτελέσει τη βάση για την αειφόρο ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, στο πλαίσιο των εθνικών και των ευρωπαϊκών πολιτικών, αλλά και των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών.<sup>1</sup>

1 Ο τομέας της ενέργειας παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα στην Ελλάδα. Βλ. Ζιούτου, Π. και Δ. Σιδέρης (2018), "Ο τομέας της ενέργειας: εξελίξεις και προοπτικές", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 47, διαθέσιμο στη σελίδα: <https://www.bankofgreece.gr/Publications/oikodelt201807.pdf>.

Η μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία (όπου οι καθαρές εκπομπές θα είναι μηδενικές), με προστασία του περιβάλλοντος και συμβολή στο μετριασμό της κλιματικής αλλαγής, είναι πλέον τεχνικά εφικτή και οικονομικά βιώσιμη. Με την προσεκτική και έγκαιρη μετάβαση θα προκύψουν ευκαιρίες που συνδέονται με τη δημιουργία καινοτόμων προϊόντων, με επενδύσεις στην ενεργειακή αποδοτικότητα και στην εξοικονόμηση ενέργειας, με νέες υποδομές και με νέες θέσεις εργασίας.

### Το Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα

Το Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ),<sup>2</sup> το οποίο παρουσιάστηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος το Δεκέμβριο του 2019,<sup>3</sup> αποτελεί το στρατηγικό σχέδιο της χώρας για τα θέματα του κλίματος και της ενέργειας και περιλαμβάνει αναλυτικό οδικό χάρτη για την επίτευξη συγκριμένων ενεργειακών και κλιματικών στόχων έως το έτος 2030. Το ΕΣΕΚ αποτελεί και κείμενο αναφοράς για την επόμενη δεκαετία, καθώς θέτει και αναλύει προτεραιότητες και μέτρα πολιτικής σε ένα ευρύ φάσμα αναπτυξιακών και οικονομικών δραστηριοτήτων. Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει στην επιτροπή σχεδιασμού και παρακολούθησης του ΕΣΕΚ από το Σεπτέμβριο του 2019.

Το ΕΣΕΚ αναδεικνύει τις προτεραιότητες και τις αναπτυξιακές δυνατότητες που έχει η Ελλάδα σε θέματα ενέργειας και αντιμετώπισης της κλιματικής αλλαγής και φιλοδοξεί να αποτελέσει το βασικό εργαλείο διαμόρφωσης της εθνικής πολιτικής για την ενέργεια και το κλίμα την επόμενη δεκαετία, λαμβάνοντας υπόψη τις συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αλλά και τους Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης του ΟΗΕ.

Επιπλέον, το ΕΣΕΚ καθορίζει φιλόδοξους εθνικούς στόχους έως το 2030 και προετοιμάζει τη μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία έως το 2050. Δρομολογεί παράλληλα την απολιγνιτοποίηση του τομέα της ηλεκτροπαραγωγής και προδιαγράφει το ριζικό μετασχηματισμό του ενεργειακού τομέα, με παράλληλη επιδίωξη το σχεδιασμό των κοινωνικά, περιβαλλοντικά και οικονομικά αποδοτικότερων πολιτικών που θα συντελέσουν στην επίτευξη μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ενεργειακών και κλιματικών στόχων.

Για την υλοποίηση του ΕΣΕΚ, μέχρι το έτος 2030, απαιτείται η ενεργειακή μετάβαση με τρόπο ώστε αυτή να είναι συμβατή με τους όρους της εθνικής οικονομίας και να επιτυγχάνει τη δραστική μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, αναδεικνύοντας την Ελλάδα ως ένα από τα κράτη-μέλη που βρίσκονται στο επίκεντρο των εξελίξεων της Ενεργειακής Ένωσης τόσο έως το 2030 όσο και μακροπρόθεσμα έως το έτος 2050.

Η μετάβαση αυτή προβλέπεται να συνδυαστεί με την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και την προστασία των καταναλωτών, συμβάλλοντας στη βιώσιμη ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, αξιοποιώντας με το βέλτιστο τρόπο εθνικούς και ευρωπαϊκούς χρηματοδοτικούς μηχανισμούς και εντός του πλαισίου της αγοράς σύμφωνα και με την κοινοτική νομοθεσία.

Οι αναμενόμενες επενδύσεις για την περίοδο 2020-2030 στους βασικούς άξονες σχεδιασμού του ΕΣΕΚ φθάνουν τα 43,8 δισεκ. ευρώ, ενώ ουσιαστική εκτιμάται ότι θα είναι η συμβολή της ΕΕ στη χρηματοδότησή τους. Ενδεικτικά, σύμφωνα με την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο, στην Ελλάδα κατανέμονται για την περίοδο 2021-2027 πόροι ύψους 21,6 δισεκ. ευρώ (σε τρέχουσες τιμές), που αφορούν το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ), το Ταμείο Συνοχής και την Ευρωπαϊκή Εδαφική Συνεργασία.

Αξίζει επίσης να επισημανθεί ότι το ΕΣΕΚ στο σύνολό του καθορίζει σημαντικά πιο φιλόδοξους εθνικούς ενεργειακούς και κλιματικούς στόχους έως το έτος 2030 τόσο σε σύγκριση με το αρχικό σχέδιο ΕΣΕΚ που είχε παρουσιαστεί τον Ιανουάριο του 2019 όσο και σε σύγκριση με τους κεντρικούς ευρωπαϊκούς στόχους που έχουν

2 Για το πλήρες κείμενο του ΕΣΕΚ, βλ. <http://www.ypeka.gr/LinkClick.aspx?fileticket=LPzn0cG1KJA%3D&tabid=37&language=el-GR>.

3 Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την εκδήλωση παρουσίασης του ΕΣΕΚ στην Τράπεζα της Ελλάδος βλ. στη σελίδα: <https://www.bankofgreece.gr/enimerosi/grafeio-typoy/anazhthsh-enhmerwsewn/enhmerwseis?announcement=fb3a60b2-16d1-4bcc-b770-9a097968856c>.

τεθεί στο πλαίσιο της Ενεργειακής Ένωσης. Με τον τρόπο αυτό συμβάλλει και στη νέα Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία<sup>4</sup> που προωθείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η οποία αναμένεται να ενσωματώσει νέους μηχανισμούς και χρηματοδοτικές προτεραιότητες για την υποστήριξη της ενεργειακής και κλιματικής μετάβασης, με ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Ειδικότερα, οι στόχοι που τίθενται από το ΕΣΕΚ για το έτος 2030 είναι:

- μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου που ανέρχεται σε πάνω από 42% σε σχέση με τις εκπομπές του έτους 1990 και σε πάνω από 56% σε σχέση με τις εκπομπές του έτους 2005, ξεπερνώντας τους αντίστοιχους κεντρικούς ευρωπαϊκούς στόχους,
- μερίδιο συμμετοχής των ΑΠΕ στην ακαθάριστη τελική κατανάλωση ενέργειας κατ' ελάχιστον 35%, ποσοστό υψηλότερο και από τον κεντρικό ευρωπαϊκό στόχο για τις ΑΠΕ που είναι 32%, και
- η τελική κατανάλωση ενέργειας το έτος 2030 να είναι χαμηλότερη από αυτή που είχε καταγραφεί κατά το έτος 2017, με παράλληλη ποιοτική βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης στην τελική κατανάλωση ενέργειας κατά 38%.

Εμβληματικός στόχος στο πλαίσιο του νέου ΕΣΕΚ είναι η σταδιακή απολιγνιτοποίηση κατά την επόμενη δεκαετία και η πλήρης αποδέσμευση του εγχώριου συστήματος ηλεκτροπαραγωγής από το λιγνίτη μέχρι το έτος 2028. Το πρόγραμμα της απολιγνιτοποίησης της εγχώριας ηλεκτροπαραγωγής προβλέπει και την παράλληλη υιοθέτηση ολοκληρωμένων προγραμμάτων για τη στήριξη των ελληνικών περιοχών όπου εξορύσσεται λιγνίτης και του πληθυσμού τους για αυτήν τη μετάβαση στη μεταλιγνιτική περίοδο. Ειδικότερα, η διασφάλιση των θέσεων εργασίας και η αξιοποίηση του υψηλής τεχνογνωσίας ανθρώπινου δυναμικού των περιοχών αυτών αποτελούν κορυφαία προτεραιότητα. Στα μέσα του έτους 2020 αναμένεται να παρουσιαστεί ένα ολοκληρωμένο, πολυδιάστατο και εμπροσθοβαρές Σχέδιο Δίκαιης Αναπτυξιακής Μετάβασης, το οποίο θα συνιστά τον αναπτυξιακό οδικό χάρτη προς τη μετά το λιγνίτη εποχή.

Παράλληλα, το ΕΣΕΚ, καταδεικνύοντας την ολιστική προσέγγιση της Ελλάδος ως προς το σχεδιασμό πολιτικών και μέτρων στους τομείς του κλίματος και της ενέργειας, ενσωματώνει και περιγράφει αντίστοιχα μέτρα και για άλλες στρατηγικές προτεραιότητες πολιτικής, όπως:

- η επιτάχυνση της ηλεκτρικής διασύνδεσης των νησιών,
- η χωρίς περαιτέρω καθυστερήσεις λειτουργία του νέου μοντέλου αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας,
- η ενίσχυση των ενεργειακών διασυνδέσεων,
- η ανάπτυξη στρατηγικών έργων αποθήκευσης ενέργειας,
- η ψηφιοποίηση των δικτύων ενέργειας,
- η προώθηση της ηλεκτροκίνησης,
- η προώθηση νέων τεχνολογιών,
- η σύζευξη των τελικών τομέων κατανάλωσης,

4 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία (European Green Deal) είναι μια φιλόδοξη δέσμη μέτρων με σκοπό η Ευρώπη να είναι η πρώτη κλιματικά ουδέτερη ήπειρος στον κόσμο μέχρι το 2050. Ειδικότερα, επιδιώκει να βοηθήσει τους πολίτες και τις επιχειρήσεις της Ευρώπης να αποκομίσουν οφέλη από τη βιώσιμη μετάβαση σε πράσινες λύσεις. Τα μέτρα, που θα συνοδεύονται από έναν αρχικό οδικό χάρτη σχετικά με τις κεντρικές πολιτικές, περιλαμβάνουν δράσεις όπως η φιλόδοξη μείωση των εκπομπών και οι επενδύσεις στην έρευνα και την καινοτομία αιχμής, με στόχο τη διατήρηση του φυσικού περιβάλλοντος της Ευρώπης. Παράλληλα, υποστηριζόμενη από επενδύσεις σε πράσινες τεχνολογίες, βιώσιμες λύσεις και νέες επιχειρήσεις, η Πράσινη Συμφωνία μπορεί να αποτελέσει μια νέα αναπτυξιακή στρατηγική της ΕΕ. Πάνω απ' όλα, η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία ανοίγει το δρόμο για μια δίκαιη και κοινωνικά εξισορροπημένη μετάβαση. Είναι σχεδιασμένη έτσι ώστε καμία περιοχή και κανένας άνθρωπος να μη μείνει έξω από το μεγάλο μετασχηματισμό του μέλλοντος. Βλ. [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_el](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_el).



- η ανάπτυξη νέων χρηματοδοτικών εργαλείων, καθώς και
- πρωτοβουλίες σε θέματα έρευνας και καινοτομίας και ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας.

Τέλος, είναι σημαντικό ότι το ΕΣΕΚ επιφυλάσσει πρωτεύοντα ρόλο στο μηχανισμό διακυβέρνησής του, θεωρώντας την παρακολούθηση όλων των φάσεων υλοποίησης του προγράμματος ως τον καθοριστικό παράγοντα για την επιτυχία του. Μεταξύ άλλων, προβλέπεται διαδικασία αξιολόγησης της απόδοσης και αποτίμησης της αποτελεσματικότητας των μέτρων πολιτικής, προκειμένου να υπάρχει ανάδραση με τις σχετικές προτεραιότητες, αλλά και πιθανή αναθεώρηση και επανακαθορισμός τους, ώστε να επιτυγχάνονται οι στόχοι που έχουν τεθεί.

#### 4.2 Πρόγραμμα LIFE-IP AdaptInGR (2019-2026)

Στο εθνικής κλίμακας πρόγραμμα LIFE-IP AdaptInGR – Boosting the implementation of adaptation policy across Greece, που έχει στόχο την ενίσχυση της εφαρμογής της Εθνικής Στρατηγικής Προσαρμογής στην Κλιματική Αλλαγή – ΕΣΠΚΑ (το σχέδιο της ΕΣΠΚΑ συντάχθηκε από την ΕΜΕΚΑ, τέθηκε σε διαβούλευση και έγινε νόμος του κράτους – άρθρα 42-45 του ν. 4414/2016), με συντονιστή το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας, συμμετέχουν –εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος– 17 ακόμη στρατηγικοί εταίροι από την κεντρική διοίκηση, την τοπική αυτοδιοίκηση Α΄ και Β΄ βαθμού και την ακαδημαϊκή κοινότητα. Σε εθνικό επίπεδο, το έργο θα παρακολουθεί τις δράσεις και τις πολιτικές προσαρμογής, θα παρέχει συστάσεις, θα συνεργάζεται με τους ενδιαφερομένους από τον ιδιωτικό τομέα και τους κοινωνικούς φορείς για να ευαισθητοποιήσει σχετικά με τα μέτρα προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή και τις διαθέσιμες επιλογές για τη χρηματοδότησή τους και θα πραγματοποιήσει επιλεγμένα πιλοτικά έργα προς αυτή την κατεύθυνση.

Ως μέρος των υποχρεώσεών της σ' αυτή τη φάση του προγράμματος, η Τράπεζα της Ελλάδος ανέπτυξε το γενικό μεθοδολογικό πλαίσιο παρακολούθησης των κοινωνικοοικονομικών επιπτώσεων του προγράμματος, καθορίζοντας απλούς και σύνθετους δείκτες μέσω των οποίων θα παρακολουθούνται, ενδεικτικά, η κάλυψη της στοχευμένης περιοχής, η αποτελεσματικότητα, η βιωσιμότητα, η δυνατότητα διάχυσης/αναπαραγωγής κ.λπ., σε συσχέτισμό με κλασικούς περιβαλλοντικούς δείκτες,<sup>33</sup> ενώ συνεργάζεται με ομάδα των εταίρων του προγράμματος, υπό την επίβλεψη του Εθνικού Μετσόβιου Πολυτεχνείου, για το συντονισμό των δεικτών παρακολούθησης και αξιολόγησης του προγράμματος.

Το πρόγραμμα προβλέπει μεταξύ άλλων την επικαιροποίηση της μελέτης για τις περιβαλλοντικές, οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στην Ελλάδα (που είχε εκπονηθεί από την ΕΜΕΚΑ το 2011), αλλά και της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή. Για το σκοπό αυτό, έχει συγκροτηθεί συντονιστική ομάδα μελών της ΕΜΕΚΑ, που επισπεύδει τις εργασίες επικαιροποίησης. Στην παρούσα φάση, η συντονιστική ομάδα επεξεργάζεται τα νέα κλιματικά δεδομένα που έλαβε από το Κέντρο Ερεύνης Φυσικής της Ατμοσφαιρας και Κλιματολογίας της Ακαδημίας Αθηνών, με στόχο ένα αρχικό μέρος της νέας μελέτης να ολοκληρωθεί εντός του 2020.

Επιπλέον, στο πλαίσιο του ίδιου προγράμματος, και σε συνεργασία με την Ελληνική Εταιρεία Περιβάλλοντος και Πολιτισμού (ΕΛΛΕΤ), πραγματοποιήθηκε στις 18.9.2019 στην Τράπεζα της Ελλάδος η παρουσίαση των αποτελεσμάτων της πρώτης πανελλαδικής δημοσκοπήσης-διερεύνησης των πεποιθήσεων, απόψεων, γνώσεων και συμπεριφορών των Ελλήνων πολιτών απέναντι στο φαινόμενο της κλιματικής αλλαγής, με θέμα “Οι Έλληνες και η Κλιματική Αλλαγή”. Ανάμεσα στα συμπεράσματα της δημοσκοπήσης είναι ότι η κοινή γνώμη θεωρεί την κλιματική

33 Για τέτοιου τύπου δείκτες, βλ. π.χ. UNDP's Monitoring Framework for Climate Change Adaptation, σε [https://unfccc.int/files/adaptation/sbsta\\_agenda\\_item\\_adaptation/application/pdf/20080310\\_undp\\_local.pdf](https://unfccc.int/files/adaptation/sbsta_agenda_item_adaptation/application/pdf/20080310_undp_local.pdf).

αλλαγή βασικό πρόβλημα και είναι καθολικά θετική ως προς τη λήψη μέτρων για το μετριασμό της, όπως η εγκατάσταση και χρήση ΑΠΕ στα δημόσια κτίρια, ο μηδενισμός των εκπομπών έως το 2050 –πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης– και η υποχρεωτική υιοθέτηση βιοκλιματικής αρχιτεκτονικής. Επιπλέον, με μεγάλη πλειοψηφία η κοινή γνώμη αποδέχεται προτάσεις για μια νέα φορολογική πολιτική, η οποία θα αναδιανέμει τα βάρη λαμβάνοντας υπόψη τις περιβαλλοντικές επιπτώσεις.<sup>34</sup>

#### **4.3 Ένταξη στο Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (NGFS)**

Η Τράπεζα της Ελλάδος από τις 25.1.2019 εντάχθηκε στο Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System – NGFS), το οποίο αποσκοπεί στην ενίσχυση της παγκόσμιας προσπάθειας για την επίτευξη των στόχων της Συμφωνίας των Παρισίων και την ενδυνάμωση του ρόλου του χρηματοοικονομικού συστήματος στον αγώνα για τη βιώσιμη ανάπτυξη. Το NGFS επιδιώκει την ανταλλαγή εμπειρίας και βέλτιστων πρακτικών, τη συνεισφορά στη διαχείριση κλιματικών και περιβαλλοντικών κινδύνων για το χρηματοοικονομικό τομέα και την προώθηση της χρηματοδότησης για τη μετάβαση σε μια βιώσιμη οικονομία (βλ. και Πλαίσιο Χ.2).

#### **4.4 United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)**

Ο Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών, μέσω του Finance Initiative του Προγράμματος Περιβάλλοντος (United Nations Environment Programme Finance Initiative – UNEP FI), καταθέτει αρχές βιωσιμότητας, στο πλαίσιο της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, της σύγχρονης τραπεζικής, ασφαλιστικής και επενδυτικής πρακτικής, κοινοποιώντας το 2019 τις Αρχές Υπεύθυνης Τραπεζικής, οι οποίες διαμορφώθηκαν από 28 εμπορικές τράπεζες διεθνώς, μεταξύ των οποίων και η Τράπεζα Πειραιώς. Η Τράπεζα της Ελλάδος ήταν η πρώτη κεντρική τράπεζα που στήριξε και συνεχίζει να προωθεί μέσα από τη δράση και τα δίκτυά της τις εν λόγω Αρχές.

Σκοπός είναι οι Αρχές αυτές να καθορίσουν το ρόλο και τις ευθύνες του τραπεζικού τομέα στη διαμόρφωση ενός βιώσιμου μέλλοντος, ενώ οι τράπεζες που υπογράφουν τις Αρχές δεσμεύονται να ευθυγραμμίσουν την επιχειρηματική τους στρατηγική με τις επιδιώξεις της παγκόσμιας κοινότητας, όπως αυτές παρουσιάζονται στους 17 Στόχους των Ηνωμένων Εθνών για τη βιώσιμη ανάπτυξη και στη Συμφωνία των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή (βλ. αναλυτικότερα στο Πλαίσιο Χ.3).

#### **4.5 The European Money and Finance Forum (SUERF)**

Στις αρχές Ιανουαρίου του 2020 το ερευνητικό European Money and Finance Forum (γνωστό ως SUERF)<sup>35</sup> διοργάνωσε, σε συνεργασία με την κεντρική τράπεζα της Ολλανδίας, συνέδριο με τη συμμετοχή προσωπικοτήτων από το χώρο της χάραξης πολιτικής, την ακαδημαϊκή κοινότητα και το χώρο των επιχειρήσεων. Μεταξύ άλλων, το συνέδριο επικεντρώθηκε στις στρατηγικές για την επίτευξη της ενεργειακής μετάβασης και στο ρόλο του χρηματοπιστωτικού τομέα και των κεντρικών τραπεζών στη διευκόλυνση αυτής της μετάβασης. Στο συνέδριο εκπροσωπήθηκε η Τράπεζα της Ελλάδας μέσω της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών.

#### **4.6 Εκπαιδευτικό πρόγραμμα σε συνεργασία με το Μουσείο Γουλανδρή Φυσικής Ιστορίας**

Συνεχίζεται η συμβολή της ΕΜΕΚΑ στο τριετές (2019-2021) εκπαιδευτικό πρόγραμμα του Μουσείου Γουλανδρή. Αυτό βασίζεται στις έρευνες της ΕΜΕΚΑ και έχει στόχο να γίνει κατανοητή η σημασία της κλιματικής αλλαγής, των επιπτώσεών της στον ελλαδικό χώρο σε επιμέρους τομείς,

34 Περισσότερα για την έρευνα βλ. στο <http://ellet.gr/node/945>.

35 Περισσότερα βλ. στο <https://www.suerf.org/amsterdam2020> και το [https://www.suerf.org/docx/r\\_f5cfbc876972bd0d031c8abc37344c28\\_6951\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/r_f5cfbc876972bd0d031c8abc37344c28_6951_suerf.pdf).

καθώς και τι σημαίνει προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή και λήψη κατάλληλων μέτρων για την πρόληψη ή την ελαχιστοποίηση των επιπτώσεών της. Η ΕΜΕΚΑ συντάσσει το κείμενο που θα αποτελέσει την επιστημονική βάση της νέας έκθεσης του Μουσείου Γουλανδρή Φυσικής Ιστορίας. Το εκπαιδευτικό πρόγραμμα απευθύνεται στους επισκέπτες του Μουσείου Γουλανδρή και σε μαθητές όλων των ηλικιών. Για την προετοιμασία του υλικού του προγράμματος συνεργάζονται εκ νέου οι συγγραφείς των τομεακών μελετών της έκθεσης *Οι περιβαλλοντικές, οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στην Ελλάδα* (2011).<sup>36</sup>

36 Για το πλήρες κείμενο της έκθεσης, βλ. [https://www.bankofgreece.gr/Publications/Πληρης\\_Εκθεση.pdf?mode=preview](https://www.bankofgreece.gr/Publications/Πληρης_Εκθεση.pdf?mode=preview).

## Πλαίσιο Χ.2

### ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΚΑΙ ΕΝΑ ΠΡΑΣΙΝΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Η κλιματική αλλαγή μπορεί να επηρεάσει μια οικονομία με διάφορους τρόπους, επιδρώντας στη συνολική οικονομική δραστηριότητα, στον πληθωρισμό, στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού, αλλά και στην ομαλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, δημιουργώντας ενδεχομένως κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι φυσικοί κίνδυνοι της κλιματικής αλλαγής (physical risks) μπορούν να προκύψουν από ακραία καιρικά φαινόμενα και γεγονότα όπως καταιγίδες, πλημμύρες και ξηρασίες, ενώ οι κίνδυνοι μετάβασης (transition risks), αλλά και ορισμένες θετικές οικονομικές επιδράσεις, μπορούν να προκύψουν από προσαρμογές στην πολιτική των χωρών για το μετριασμό του φαινομένου της κλιματικής αλλαγής (όπως για την επίτευξη των στόχων της Συμφωνίας των Παρισιών), από την εξέλιξη της τεχνολογίας (π.χ. ανάπτυξη ανανεώσιμων πηγών ενέργειας), καθώς και από αλλαγές στη συμπεριφορά των ατόμων (π.χ. χρήση φιλικών προς το περιβάλλον υπηρεσιών και προϊόντων).

Οι κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές οφείλουν να παρακολουθούν τους πιθανούς κινδύνους από την κλιματική αλλαγή για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, και ειδικότερα για τις τράπεζες, καθώς και να λαμβάνουν υπόψη την κλιματική επίδραση μελλοντικών προγραμμάτων αγοράς τίτλων, αλλά και επενδύσεων στα χαρτοφυλάκιά τους. Εκτός από τους κινδύνους, ενδέχεται να προκύψουν και ευκαιρίες για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως η επιπλέον χρηματοδότηση, αλλά και η αλλαγή προσανατολισμού στην παροχή χρηματοδοτήσεων προς δραστηριότητες και επιχειρήσεις με έμφαση στη βιώσιμη ανάπτυξη. Έτσι, ο ρόλος των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιριών, των εταιριών διαχείρισης κεφαλαίων και συνολικότερα του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι πολύ σημαντικός για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής.

Στο πλαίσιο αυτό, συστάθηκε το Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System – NGFS), στο οποίο εντάχθηκε από τις 25.1.2019 η Τράπεζα της Ελλάδος. Το NGFS αριθμεί 55 μέλη και 12 παρατηρητές<sup>1</sup> και έχει συσταθεί με σκοπό την ενίσχυση της παγκόσμιας προσπάθειας για την επίτευξη των στόχων της Συμφωνίας των Παρισιών και την ενδυνάμωση του ρόλου του χρηματοοικονομικού συστήματος στον αγώνα για τη βιώσιμη ανάπτυξη. Το NGFS αποσκοπεί στην ανταλλαγή εμπειρίας και βέλτιστων πρακτικών, στη συνεισφορά στη διαχείριση κλιματικών και περιβαλλοντικών κινδύνων για το χρηματοοικονομικό τομέα και στην προώθηση της χρηματοδότησης για τη μετάβαση σε μια βιώσιμη οικονομία.

Το NGFS δημοσίευσε τον Απρίλιο του 2019 την πρώτη εκτενή έκθεσή του με τίτλο *A Call for Action*,<sup>2</sup> η οποία περιέχει συστάσεις που αποσκοπούν στην ενίσχυση του ρόλου του χρηματοπιστωτικού τομέα στην επίτευξη των

<sup>1</sup> Στις 28.2.2020.

<sup>2</sup> Το σχετικό δελτίο τύπου και η πρώτη έκθεση του NGFS είναι διαθέσιμα στη σελίδα: <https://www.banque-france.fr/en/communique-de-presse/ngfs-calls-action-central-banks-supervisors-and-all-relevant-stakeholders-greening-financial-system>.

στόχων της Συμφωνίας των Παρισίων. Τον Οκτώβριο του 2019 δημοσίευσε οδηγό για τη διαχείριση των ιδίων χαρτοφυλακίων των κεντρικών τραπεζών με τίτλο “A sustainable and responsible investment guide for central banks’ portfolio management”.<sup>3</sup> Μέσα στους πρώτους μήνες του 2020 αναμένεται να δημοσιεύσει επιπλέον αναλύσεις σε σχέση με τις βέλτιστες πρακτικές για την εποπτεία και τη διαχείριση των περιβαλλοντικών κινδύνων που θα απευθύνονται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στις αρχές εποπτείας αυτών. Επίσης, το NGFS διερευνά την αλληλεπίδραση της κλιματικής αλλαγής με τα καθήκοντα των κεντρικών τραπεζών (πέρα από τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας), ειδικότερα δε την επίπτωση των κινδύνων από την κλιματική αλλαγή στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών.

Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) έχει συμπεριλάβει την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής στις βασικές της προτεραιότητες, ενθαρρύνοντας και άλλες χώρες και περιφέρειες να πράξουν το ίδιο. Προκειμένου να ξεπερασθούν οι προκλήσεις της κλιματικής αλλαγής, η ΕΕ δημοσίευσε σχέδιο δράσης το 2018 με τρεις στόχους:<sup>4</sup>

1. Αναπροσανατολισμό των ροών κεφαλαίων προς αειφόρες επενδύσεις, προκειμένου να επιτευχθεί βιώσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη.
2. Διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων που προκύπτουν από την κλιματική αλλαγή, την εξάντληση των πόρων, την υποβάθμιση του περιβάλλοντος και κοινωνικά ζητήματα.
3. Ενίσχυση της διαφάνειας και του μακρόπνοου χαρακτήρα των οικονομικών δραστηριοτήτων.

Περισσότερα αναμένονται και από τη νέα Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία,<sup>5</sup> την οποία ανακοίνωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Δεκέμβριο, καθώς και από τον “ευρωπαϊκό νόμο για το κλίμα” και το “ευρωπαϊκό σύμφωνο για το κλίμα”: στις 4.3.2020 δημοσιεύθηκε η πρόταση για τον πρώτο και ξεκίνησε η διαβούλευση για το δεύτερο.

Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΒΑ), ως ρυθμιστική αρχή, καλείται να στηρίξει αυτή την προσπάθεια της ΕΕ δημοσιεύοντας μεταξύ 2019 και 2025 μια σειρά από αναλύσεις και συστάσεις<sup>6</sup> για τροποποιήσεις του θεσμικού πλαισίου που θα απαντούν σε ερωτήματα όπως τα εξής:

- Πώς θα ενσωματωθούν οι κίνδυνοι από την κλιματική αλλαγή στη μεθοδολογία διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών και στις αξιολογήσεις των εποπτικών αρχών (SREP);
- Θα μπορούσαν να προσφερθούν ελαφρύνσεις στις τράπεζες με τη μορφή μείωσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων, προκειμένου για επενδύσεις σε βιώσιμα στοιχεία (όπως “πράσινα” δάνεια);
- Ποιες υποχρεώσεις δημοσιοποίησης θα πρέπει να επιβληθούν στις τράπεζες και τους επενδυτές σχετικά με την έκθεσή τους στην κλιματική αλλαγή;

Οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, όπως ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός (SSM), και οι εθνικές εποπτικές αρχές, όπως η Τράπεζα της Ελλάδος, συμμετέχουν ενεργά στις διεθνείς εξελίξεις και στην προσπάθεια για την αντιμετώπιση των κινδύνων της κλιματικής αλλαγής. Με βασικό στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας και ομαλότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, με ισχυρές και υγιείς τράπεζες, οι εποπτικές αρχές έχουν αναλάβει μια σειρά από δράσεις που συνεισφέρουν και στο νομοθετικό έργο της ΕΕ.

Αυτές οι δράσεις περιλαμβάνουν την προσθήκη του κινδύνου της κλιματικής αλλαγής στα θέματα που απαιτούν επιπλέον εποπτική προσοχή, τη συλλογή και ανάλυση στοιχείων των τραπεζών για την έκθεσή τους στην κλιματική

3 Η σχετική έκθεση είναι διαθέσιμη στη σελίδα: [https://www.dnb.nl/binaries/ngfs-a-sustainable-and-responsible-investment-guide\\_tcm46-385984.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/ngfs-a-sustainable-and-responsible-investment-guide_tcm46-385984.pdf).

4 Περισσότερα σχετικά με το Σχέδιο Δράσης της ΕΕ για τη χρηματοδότηση της αειφόρου ανάπτυξης βλ. στη σελίδα: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

5 Βλ. Πλαίσιο Χ.1.

6 Βλ. αναλυτικότερα στη σελίδα <https://eba.europa.eu/financial-innovation-and-fintech/sustainable-finance>.

αλλαγή ώστε να αξιολογηθούν οι πιθανές ζημιές από τον εν λόγω κίνδυνο, καθώς και συζητήσεις με το χρηματοπιστωτικό κλάδο ώστε οι εποπτικές αρχές να κατανοήσουν καλύτερα τις πρακτικές διαχείρισης αυτού του κινδύνου. Επίσης, ορισμένες εποπτικές αρχές χωρών της ΕΕ έχουν ήδη ζητήσει από τις τράπεζες υπό την εποπτεία τους να διενεργήσουν ανάλυση πιθανών ζημιών από σενάρια πραγματοποίησης κινδύνων κλιματικής αλλαγής.

Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει ενεργά σε ομάδες εργασίας και διαβουλεύσεις στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και των ευρωπαϊκών θεσμικών αρχών για το χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ παράλληλα προωθεί το διάλογο και την ανάλυση στοιχείων για την έκθεση των ελληνικών τραπεζών σε κινδύνους από την κλιματική αλλαγή, καθώς και για τις πρακτικές τους ως προς τη διαχείριση αυτού του κινδύνου.

Αναφορικά με τη στρατηγική τους για τη νομισματική πολιτική, οι κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν και επεξεργάζονται ζητήματα σχετικά με την κλιματική αλλαγή, παρόλο που οι επιπτώσεις της τελευταίας θεωρείται ότι αναφέρονται κυρίως σε ένα μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ειδικότερα, στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των κεντρικών τραπεζών βρίσκεται η ενδεχόμενη επίπτωση της κλιματικής αλλαγής σε μεγέθη που είναι σημαντικά για την εκπλήρωση του πρωταρχικού σκοπού τους, δηλαδή της σταθερότητας των τιμών. Συνοπτικά, οι κεντρικές τράπεζες προσπαθούν να αποτιμήσουν την επίδραση των συνεπειών της κλιματικής αλλαγής στα υποδείγματά τους και σε θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη όπως το δυνητικό ΑΕΠ, το “φυσικό” επιτόκιο και ο πληθωρισμός, αλλά και στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Στο πλαίσιο της επανεξέτασης της στρατηγικής της για τη νομισματική πολιτική, η ΕΚΤ αποφάσισε να συμπεριλάβει στις υπό εξέταση παραμέτρους την περιβαλλοντική βιωσιμότητα,<sup>7</sup> αναγνωρίζοντας ότι η απειλή για την περιβαλλοντική βιωσιμότητα είναι ένας από τους παράγοντες που έχουν μετασχηματίσει το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί η νομισματική πολιτική, συμπεριλαμβανομένης της δυναμικής του πληθωρισμού. Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει στη σχετική διαβούλευση στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος, αλλά και σε αντίστοιχες συζητήσεις στο NGFS και σε άλλους διεθνείς φορείς.

Τέλος, η Τράπεζα της Ελλάδος, συνεπής στις δεσμεύσεις της για την προώθηση ενός βιώσιμου χρηματοπιστωτικού συστήματος, κινείται ήδη προς την κατεύθυνση αυτή, με τη σταδιακή ενσωμάτωση κριτηρίων που αφορούν την κλιματική αλλαγή στην πολιτική διαχείρισης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων της και με στόχο την επίτευξη μακροπρόθεσμα βιώσιμων αποδόσεων, έχοντας ήδη προχωρήσει σε επενδύσεις σε “πράσινα ομόλογα”.

7 Βλ. το σχετικό δελτίο τύπου στη σελίδα: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.el.html>.

## Πλαίσιο Χ.3

### ΟΙ ΑΡΧΕΣ ΥΠΕΥΘΥΝΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ

Οι σημερινές προκλήσεις για την επίτευξη ενός βιώσιμου μέλλοντος είναι τέτοιες που, προκειμένου να επιτευχθούν οι 17 Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών, θα πρέπει ο χρηματοπιστωτικός τομέας να συνεισφέρει τόσο με τις πρακτικές του όσο και με το ειδικό του βάρος, δεδομένου μάλιστα ότι η συνέργεια δημόσιου και ιδιωτικού τομέα είναι απαραίτητη για τη χρηματοδότηση της πορείας προς ένα βιώσιμο μέλλον, που έχει μεν σημαντικό κόστος,<sup>1</sup> αλλά και ανεκτίμητη αξία.

Στην πορεία αυτή υπάρχουν πολλαπλές προκλήσεις, καθώς για να επιτευχθεί η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα απαιτούνται προσαρμογές των καθιερωμένων πρακτικών. Σε αυτή την κατεύθυνση, συστηματικά και με προ-

1 Σύμφωνα με τη Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD), η επίτευξη των στόχων της βιώσιμης ανάπτυξης θα κοστίσει από 5 έως 7 τρισεκ. δολάρια το χρόνο.

οδευτικό ρυθμό από τη δεκαετία του 1990 και εξής,<sup>2</sup> ο ΟΗΕ, μέσω του Finance Initiative του Προγράμματος Περιβάλλοντος (United Nations Environment Programme Finance Initiative – UNEP FI), θέτει αρχές αειφορίας στο πλαίσιο της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της σύγχρονης τραπεζικής, ασφαλιστικής και επενδυτικής πρακτικής.

Τα μέλη του UNEP FI, στα οποία συγκαταλέγονται τρεις ελληνικές τράπεζες και μία ελληνική επιχείρηση ιδιωτικής ασφάλισης,<sup>3</sup> αναγνωρίζουν την ανάγκη για οικονομική ανάπτυξη συμβατή με την ανθρώπινη ευημερία και το φυσικό περιβάλλον, αλλά και τον κίνδυνο υψηλού κοινωνικού, περιβαλλοντικού και οικονομικού κόστους που αυτή ενέχει εάν δεν επιτευχθεί υπό προϋποθέσεις αειφορίας. Αναγνωρίζουν επίσης ότι η βιωσιμότητα συνδέεται ολοένα περισσότερο με ανθρωπιστικά και κοινωνικά ζητήματα, καθώς η παγκόσμια περιβαλλοντική ατζέντα διευρύνεται και η αλλαγή του κλίματος συνεπάγεται μεγαλύτερες προκλήσεις για την ανάπτυξη και την ασφάλεια.

Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα μπορεί να είναι καταλυτικός σε αυτά τα ζητήματα, ιδιαίτερα στην προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης σε ισορροπία με την προστασία του περιβάλλοντος και την κοινωνική ευημερία. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να συνεισφέρουν μέσα από τις δικές τους δραστηριότητες και επενδύσεις, αλλά και μέσα από τη σχέση τους με άλλους οικονομικούς κλάδους και καταναλωτές. Ειδικότερα, ο τραπεζικός τομέας μπορεί και πρέπει να ηγηθεί της προσπάθειας για ένα βιώσιμο μέλλον μέσω της διοχέτευσης κεφαλαίων σε δράσεις που αποφέρουν θετικά αποτελέσματα για την κοινωνία, καθώς και μέσω της καθοδήγησης των πελατών του στην ορθή διαχείριση των κοινωνικών και περιβαλλοντικών προκλήσεων.

Σε αυτό το πλαίσιο, ανακοινώθηκαν το 2019 από το UNEP FI οι Αρχές Υπεύθυνης Τραπεζικής, οι οποίες διαμορφώθηκαν από 28 τράπεζες διεθνώς.<sup>4</sup> Σκοπός είναι οι Αρχές αυτές να καθορίσουν το ρόλο και τις ευθύνες του τραπεζικού τομέα στη διαμόρφωση ενός βιώσιμου μέλλοντος, ενώ οι τράπεζες που τις υπογράφουν δεσμεύονται να ευθυγραμμίσουν τις εργασίες τους με τους στόχους της παγκόσμιας κοινότητας, όπως αυτοί παρουσιάζονται στους 17 Στόχους των Ηνωμένων Εθνών και τη Συμφωνία των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή.

Οι Αρχές, ως ένας τραπεζικός οδηγός στην πορεία προς τη βιώσιμη ανάπτυξη, θέτουν παγκόσμιους όρους αειφορίας, με στόχο τη δημιουργία αξίας τόσο για τους μετόχους όσο και για την κοινωνία. Σε αυτή την κατεύθυνση, προσδιορίζουν τα κριτήρια για την υπεύθυνη και αειφόρο τραπεζική μέσα από την ολιστική εκτίμηση των κινδύνων και των ευκαιριών που πηγάζουν από τις δραστηριότητες των τραπεζών – δηλαδή για τη διακυβέρνηση σε πλαίσιο υπεύθυνης διαχείρισης των τραπεζικών εργασιών και τη θέσπιση και δημοσιοποίηση στόχων σε τομείς μέγιστης θετικής ή και αρνητικής επιρροής. Παράλληλα, οι Αρχές ενθαρρύνουν τις τράπεζες να θέτουν στόχους αειφορίας και διαφάνειας, να ελέγχουν και να υπολογίζουν την επίδραση των χρηματοδοτήσεών τους και να δημοσιοποιούν τον αντίκτυπό τους, θετικό ή αρνητικό, στην κοινωνία και το περιβάλλον. Τέλος, οι Αρχές αναδεικνύουν το σημαντικό ρόλο α) της συνεργασίας με τους πελάτες, με στόχο την ενθάρρυνση πρακτικών που προάγουν την ευημερία και των σημερινών και των μελλοντικών γενεών και την ευρύτερη συμμετοχή του κοινού στην επίτευξη των στόχων της βιωσιμότητας, και β) της διαβούλευσης και συνεργασίας με τους εμπλεκόμενους φορείς για την υλοποίηση των στόχων της παγκόσμιας κοινότητας.<sup>5</sup>

2 UNEP Finance Initiative Background, βλ. <http://www.unepfi.org/about/background/>.

3 Μέλη του UNEP FI είναι η Alpha Bank, η Eurobank, η Τράπεζα Πειραιώς και η Interamerican, βλ. <http://www.unepfi.org/members/>.

4 Ανάμεσα στις 28 τράπεζες που διαμόρφωσαν τις αρχές ήταν και η Τράπεζα Πειραιώς, βλ. <https://www.piraeusbankgroup.com/el/press-office/press-release/2018/11/press-release-26-11-2018>.

5 Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples>.



## **Β' ΜΕΡΟΣ:**

## **ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΧΡΗΣΕΩΣ 2019**





## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ	
ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	7
ΔΗΛΩΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 2019 .....	27
ΕΚΘΕΣΗ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ .....	47
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ 31.12.2019 .....	55
Ισολογισμός .....	56
Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως .....	58
Πίνακας διάθεσης κερδών .....	58
Σημειώσεις επί των Οικονομικών Καταστάσεων .....	59
I. Πλαίσιο κατάρτισης Οικονομικών καταστάσεων .....	59
II. Λογιστικές αρχές και ποιοτικά χαρακτηριστικά .....	59
III. Σύνοψη σημαντικών λογιστικών πολιτικών .....	59
IV. Σημειώσεις επί του Ισολογισμού .....	65
V. Σημειώσεις επί της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως .....	91
VI. Πρόσθετες πληροφορίες .....	101



Τα έσοδα από μετοχές και συμμετοχές υπερδιπλασιάστηκαν και ανήλθαν σε 134,8 εκατ. ευρώ, έναντι 56,8 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, αυξημένα κατά 78,0 εκατ. ευρώ.

Τέλος, τα λοιπά έσοδα διαμορφώθηκαν σε 20,7 εκατ. ευρώ, έναντι 13,6 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, αυξημένα κατά 52,2%. Τα έσοδα αυτά προέρχονται κυρίως από τις εργασίες του Ιδρύματος Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ) για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου.

Οι καθαροί τόκοι-έσοδα αποτελούν το 71,7% των συνολικών καθαρών εσόδων της Τράπεζας στις 31.12.2019 και αναλύονται ως εξής:

#### Καθαροί τόκοι-έσοδα

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή	Ποσοστό επί του συνόλου 2019	Ποσοστό επί του συνόλου 2018
Έσοδα από τόκους επενδυτικού χαρτοφυλακίου	455,7	496,7	-41,0	53,5%	51,7%
Έσοδα από τόκους χαρτοφυλακίων νομισματικής πολιτικής	281,9	284,7	-2,8	33,1%	29,6%
Έσοδα από τόκους δανείων νομισματικής πολιτικής και από πράξεις έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα Π.Ι.	0,4	124,8	-124,4	0,0%	13,0%
Λοιπά έσοδα από τόκους	113,1	55,1	58,0	13,3%	5,7%
<b>Σύνολο εσόδων από τόκους</b>	<b>851,1</b>	<b>961,3</b>			
Έξοδα από τόκους δανείων νομισματικής πολιτικής και από πράξεις έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα Π.Ι.	-15,4	0,0	-15,4	99,4%	-
Λοιπά έξοδα από τόκους	-0,1	-0,1	0,0	0,6%	100,0%
<b>Σύνολο εξόδων από τόκους</b>	<b>-15,5</b>	<b>-0,1</b>			
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>835,6</b>	<b>961,2</b>	<b>-125,6</b>		

Η μεταβολή των καθαρών τόκων-εσόδων κατά 125,6 εκατ. ευρώ οφείλεται κυρίως:

- στη μείωση των εσόδων από τόκους από πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Emergency Liquidity Assistance/ELA) κατά 97,3 εκατ. ευρώ λόγω της πλήρους αποπληρωμής των πράξεων παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα στις 21 Μαρτίου 2019,
- στη μείωση των τόκων από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής κατά 42,5 εκατ. ευρώ λόγω της λογιστικοποίησης τόκων-εξόδων από πράξεις TLTRO II και TLTRO III σε σχέση με τόκους-έσοδα από πράξεις TLTRO II κατά τη συγκρινόμενη χρήση.

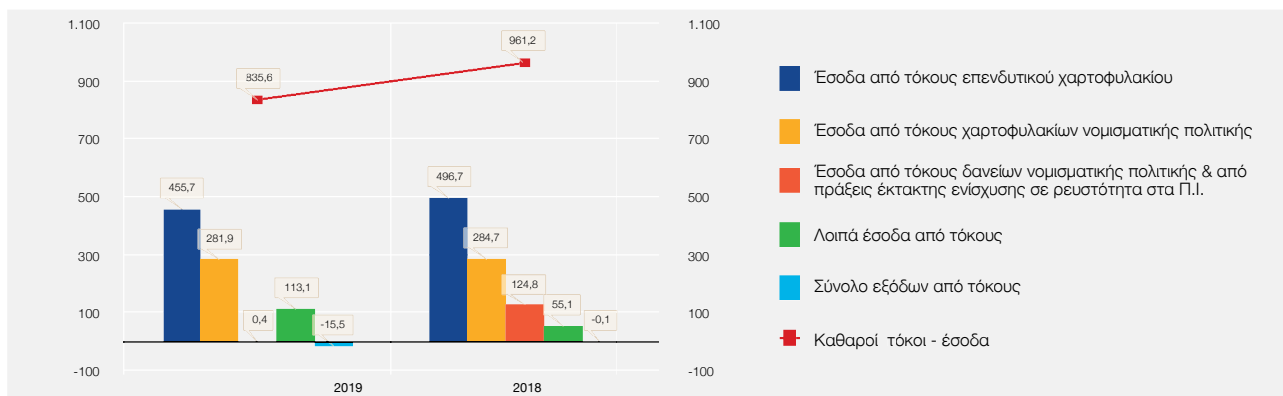
Τα έσοδα από τόκους επί του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, τα οποία αποτελούν το 53,5% των συνολικών εσόδων από τόκους, παρουσίασαν μείωση κατά 41,0 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Η μεταβολή αυτή οφείλεται στη μείωση του μέσου υπολοίπου του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, καθώς και στη μείωση της μέσης απόδοσής του.

Τα έσοδα από τόκους χαρτοφυλακίων νομισματικής πολιτικής, τα οποία αποτελούν το 33,1% των συνολικών εσόδων από τόκους, παρουσίασαν μείωση κατά 2,8 εκατ. ευρώ σε σχέση με τη χρήση 2018, κυρίως λόγω της μείωσης των τόκων των χαρτοφυλακίων CBPP και SMP, η οποία οφείλεται στη μείωση του μέσου ύψους των χαρτοφυλακίων λόγω λήξεων.

Η μεταβολή των λοιπών εσόδων από τόκους ύψους 58,0 εκατ. ευρώ οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εσόδων από καταθέσεις του Ελληνικού Δημοσίου καθώς και διαφόρων φορέων και οργανισμών, οι οποίες εκτοκίζονται με αρνητικά επιτόκια.

**Καθαροί Τόκοι - Έσοδα**

ποσά σε εκατ. €

**Έξοδα**

Τα συνολικά έξοδα στη χρήση 2019 διαμορφώθηκαν σε 323,7 εκατ. ευρώ, έναντι 541,8 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας μείωση κατά 40,3%.

**Ειδικότερα:**

Τα συνολικά έξοδα της Τράπεζας πλην προβλέψεων (δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών, αποσβέσεις, λοιπές δαπάνες διαχείρισης και δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος) διαμορφώθηκαν σε 891,8 εκατ. ευρώ, έναντι 345,2 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 546,6 εκατ. ευρώ. Η μεταβολή αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αναλογιστική αποτίμηση των υποχρεώσεων της Τράπεζας για παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης στους ασφαλισμένους.

Ως αποτέλεσμα, οι δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών παρουσίασαν αύξηση κατά 560,2 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση και διαμορφώθηκαν σε 824,3 εκατ. ευρώ, έναντι 264,1 εκατ. ευρώ το 2018. Η μεταβολή οφείλεται κατά κύριο λόγο στη σημαντική μείωση των επιτοκίων προεξόφλησης.

Οι δαπάνες διαχείρισης και ελέγχου του χρηματοπιστωτικού συστήματος παρουσίασαν μείωση κατά 13,1 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση και διαμορφώθηκαν σε 55,6 εκατ. ευρώ, έναντι 68,6 εκατ. ευρώ το 2018.

Οι αποσβέσεις της χρήσης μειώθηκαν κατά 0,6 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 11,9 εκατ. ευρώ, έναντι 12,5 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση.

Στη χρήση 2019 απελευθερώθηκαν σχηματισθείσες προβλέψεις για χρηματοοικονομικούς κινδύνους προηγούμενων ετών ύψους 766,0 εκατ. ευρώ, ενώ σχηματίστηκαν πρόσθετες προβλέψεις ύψους 197,9 εκατ. ευρώ κυρίως για την κάλυψη υποχρεώσεων που εκτιμάται ότι θα προκύψουν από τις εκκρεμείς αγωγές των συνταξιούχων της Τράπεζας και για τις οποίες κρίνεται ότι υπάρχει πολύ μεγάλη πιθανότητα ευδοκίμησης. Η εν λόγω εκτίμηση προσεγγίστηκε με αναλογιστική μελέτη. Ως αποτέλεσμα, οι προβλέψεις μείωσαν τα συνολικά έξοδα κατά 568,1 εκατ. ευρώ, έναντι αύξησης των εξόδων κατά 196,6 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, συμβάλλοντας θετικά στα αποτελέσματα της χρήσης 2019.

**1β. ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ**

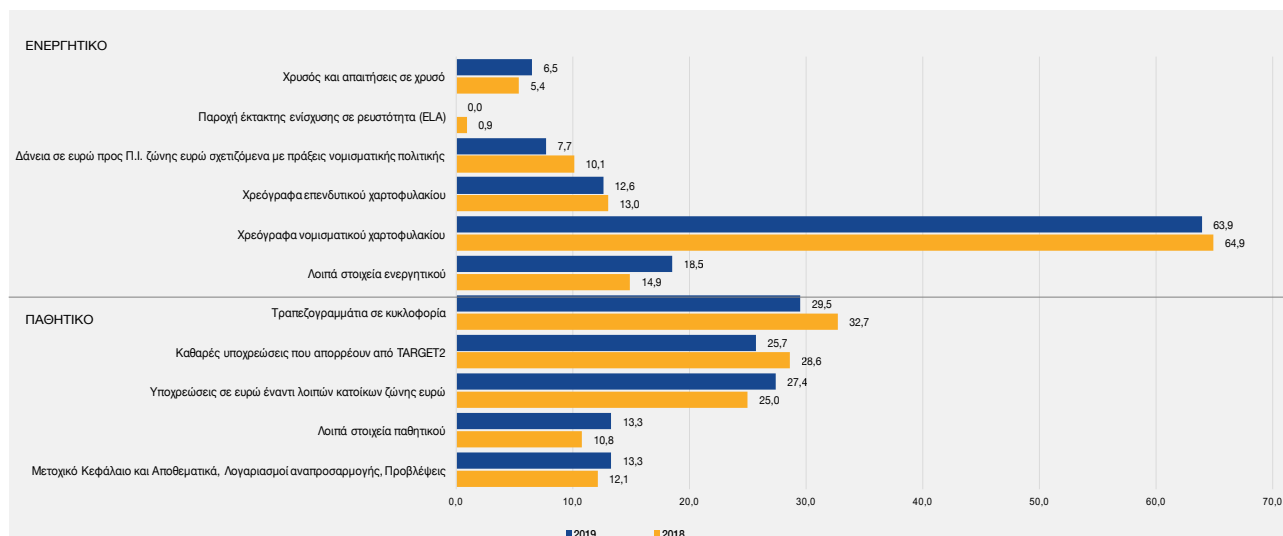
Το ενεργητικό της Τράπεζας της Ελλάδος στις 31.12.2019 ανήλθε σε 109,2 δισεκ. ευρώ, παραμένοντας σχεδόν αμετάβλητο συγκριτικά με την προηγούμενη χρήση. Ωστόσο, έλαβαν χώρα μεταβολές —τόσο αυξήσεις όσο και μειώσεις— σε στοιχεία του Ισολογισμού συγκριτικά με την προηγούμενη χρήση, οι σημαντικότερες εκ των οποίων αναλύονται παρακάτω.

Η εξέλιξη του Ισολογισμού της Τράπεζας παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα:



## Εξέλιξη Ισολογισμού

ποσά σε δισεκ. €



Οι χορηγήσεις της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα (δάνεια στο πλαίσιο της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και έκτακτη ενίσχυση σε ρευστότητα – ELA) μειώθηκαν κατά 3,3 δισεκ. ευρώ, ως απόρροια της βελτίωσης της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών.

## Χορηγηθείσα ρευστότητα προς Π.Ι.

(ποσά σε δισεκ. ευρώ)	Υπόλοιπα		Ποσοστό επί συνόλου ενεργητικού	
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
Παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA)	0,0	0,9	-	0,8%
Δάνεια σε ευρώ προς Π.Ι. ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	7,7	10,1	7,1%	9,2%
<b>Σύνολο</b>	<b>7,7</b>	<b>11,0</b>		

Η χρηματοδότηση των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων μέσω πράξεων νομισματικής πολιτικής διαμορφώθηκε σε 7,7 δισεκ. ευρώ, μειωμένη κατά 23,8% (31.12.2018: 10,1 δισεκ. ευρώ).

Από τις 21 Μαρτίου 2019, τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν αποπληρώσει ολοσχερώς τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα.

Άλλη μεταβολή αποτέλεσε η μείωση, κατά 1,0 δισεκ. ευρώ, του υπολοίπου των χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής, σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (31.12.2019: 63,9 δισεκ. ευρώ, 31.12.2018: 64,9 δισεκ. ευρώ).

Η μεταβολή αυτή οφείλεται στη μείωση των διακρατούμενων τίτλων στο πλαίσιο των προγραμμάτων CBPP, CBPP3 και SMP λόγω λήξεων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη μικρή αύξηση στις αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP<sup>1</sup>). Σημειώνεται ότι, λόγω της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 13ης Δεκεμβρίου 2018, το Ευρωσύστημα από τον Ιανουάριο του 2019 έως τον Οκτώ-

<sup>1</sup> Μέσω του εν λόγω προγράμματος οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) του Ευρωσυστήματος και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μπορούν να αγοράζουν στη δευτερογενή αγορά χρεόγραφα σε ευρώ που εκδίδονται από κεντρικές, περιφερειακές ή τοπικές κυβερνήσεις, άλλους αναγνωρισμένους εκδότες (agencies), καθώς και από υπερεθνικούς οργανισμούς και πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

βριο του 2019 επανεπένδυε, πλήρως, μόνο τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων αποκτηθέντων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (Asset Purchase Programme – APP) κατά τη λήξη τους. Από την 1η Νοεμβρίου 2019 ξεκίνησε εκ νέου η διενέργεια καθαρών αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος APP με μέσο ύψος αγορών 20 δισεκ. ευρώ το μήνα, σύμφωνα με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 12ης Σεπτεμβρίου 2019.

Το σύνολο των χαρτοφυλακίων χρεογράφων της Τράπεζας, το οποίο αποτελούσε το 70,1% του ενεργητικού στις 31.12.2019, αναλύεται ως εξής:

#### Χαρτοφυλάκια χρεογράφων στη λογιστική αξία

(ποσά σε δισεκ. ευρώ)	Υπόλοιπα		Ποσοστό επί συνόλου ενεργητικού	
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	63,9	64,9	58,5%	59,4%
Χρεόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου (σε ευρώ και συνάλλαγμα)	12,6	13,0	11,6%	11,9%
<b>Σύνολο</b>	<b>76,5</b>	<b>77,9</b>		

Η εξέλιξη των μεγεθών των νομισματικών χαρτοφυλακίων και του επενδυτικού χαρτοφυλακίου χρεογράφων της Τράπεζας παρουσιάζεται στα παρακάτω διαγράμματα (σε εκατ. ευρώ):

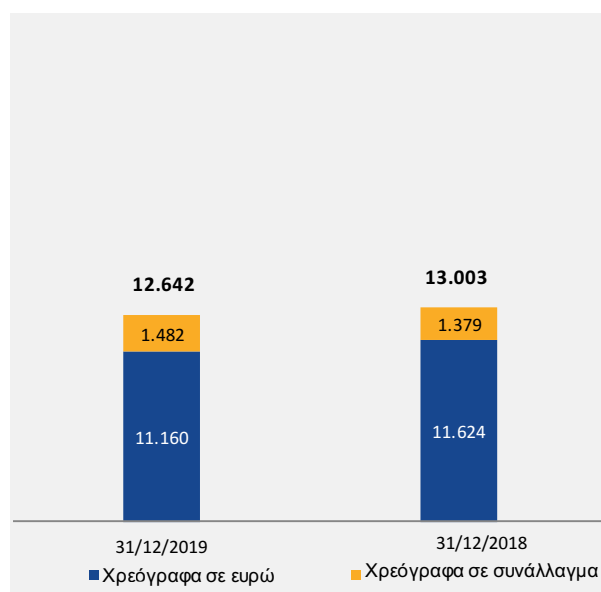
#### Νομισματικά χαρτοφυλάκια

ποσά σε εκατ. €



#### Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο

ποσά σε εκατ. €



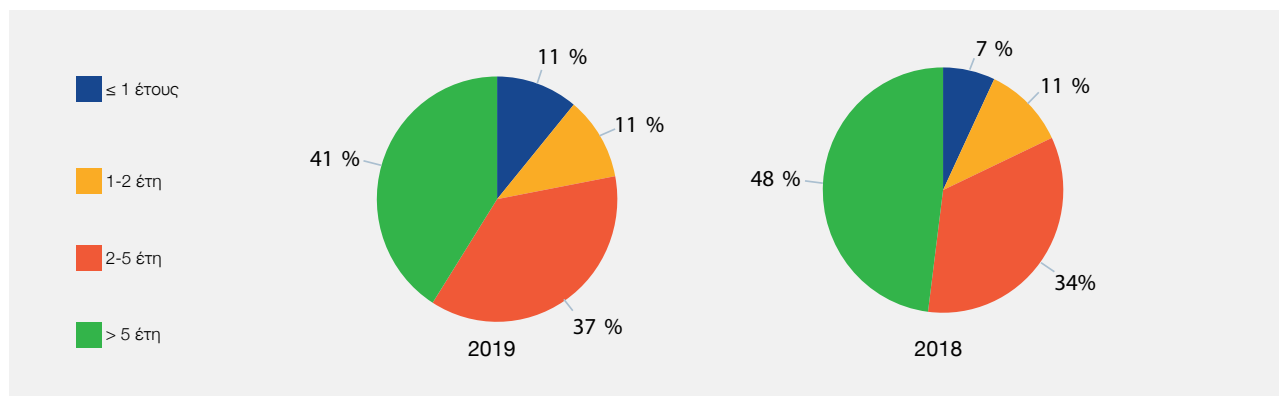
Το 92,0% του συνόλου του χαρτοφυλακίου νομισματικής πολιτικής στις 31.12.2019 αφορούσε χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP). Η Τράπεζα της Ελλάδος στις 31.12.2019 κατείχε μόνο ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών (supranational securities) και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα χρεόγραφα νομισματικής πολιτικής και τα χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ για την 31.12.2019 με βάση την εναπομένουσα διάρκειά τους. Το μεγαλύτερο μέρος των χρεογράφων νομισματικής πολιτικής έχει μακροπρόθεσμη εναπομένουσα διάρκεια, όπως φαίνεται στα κατωτέρω διαγράμματα.

### Χρεόγραφα νομισματικής πολιτικής 31.12.2019

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	≤ 1 έτους	1-2 έτη	2-5 έτη	> 5 έτη
Πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	68,5	63,5	0,0	5,0	0,0
Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3)	4.195,1	720,3	662,9	1.980,6	831,3
Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP)	837,2	516,9	248,4	53,0	18,9
Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP)	58.808,6	5.851,7	6.191,4	21.572,7	25.192,8
<b>Σύνολο</b>	<b>63.909,4</b>	<b>7.152,4</b>	<b>7.102,7</b>	<b>23.611,3</b>	<b>26.043,0</b>

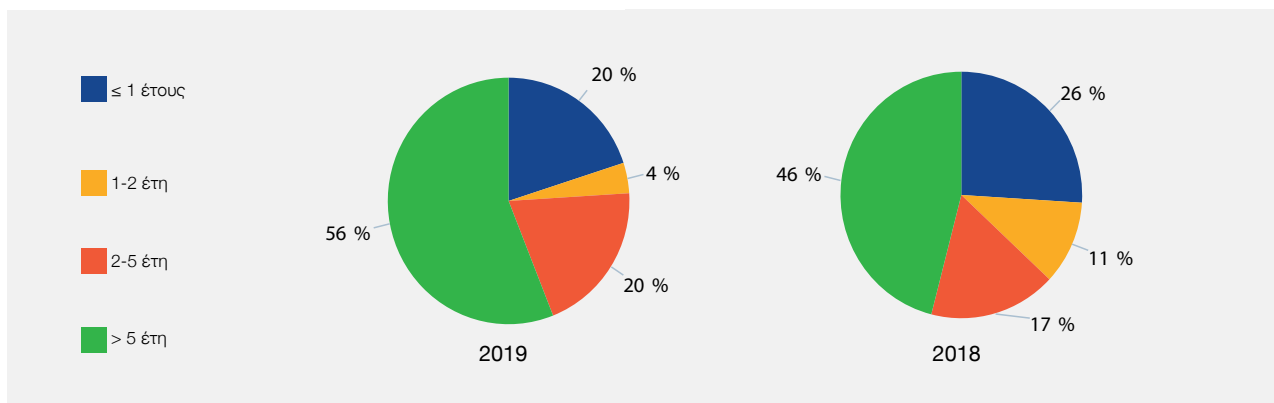
### Εναπομένονσα διάρκεια χαρτοφυλακίων νομισματικής πολιτικής



### Χρεόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ 31.12.2019

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	≤ 1 έτους	1-2 έτη	2-5 έτη	> 5 έτη
<b>A. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα (εκτός των διακρατούμενων έως τη λήξη)</b>					
Χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.					
• Ομόλογα	400,7	110,5	96,2	144,9	49,1
• Ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο	220,1	95,1	125,0	0,0	0,0
Χρεόγραφα Ε.Δ.					
• Ομόλογα	81,6	0,0	0,0	81,6	0,0
• Έντοκα γραμμάτια	1.011,8	1.011,8	0,0	0,0	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>1.714,2</b>	<b>1.217,4</b>	<b>221,2</b>	<b>226,5</b>	<b>49,1</b>
<b>B. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα διακρατούμενα έως τη λήξη</b>					
• Ομόλογα Ε.Δ.	3.578,5	232,0	0,0	1.660,4	1.686,1
• Ομόλογα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.	5.867,6	827,1	246,5	305,8	4.488,2
<b>Σύνολο</b>	<b>9.446,1</b>	<b>1.059,1</b>	<b>246,5</b>	<b>1.966,2</b>	<b>6.174,3</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>11.160,3</b>	<b>2.276,5</b>	<b>467,7</b>	<b>2.192,7</b>	<b>6.223,4</b>

## Εναπομένονσα διάρκεια χαρτοφυλακίου χρεογράφων σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ



Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο χρεογράφων σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ περιέχει κυρίως τίτλους μακροπρόθεσμης εναπομένουσας διάρκειας, με ένα μέρος επενδεδυμένο σε τίτλους εναπομένουσας διάρκειας μικρότερης του έτους.

Όσον αφορά το παθητικό, η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα ανήλθε σε 21,1 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2019, έναντι 28,6 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2018, μειωμένη κατά 7,5 δισεκ. ευρώ. Καθώς η πραγματική κυκλοφορία είναι μικρότερη από αυτή που αναλογεί στην Τράπεζα με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων, η διαφορά τους, ύψους 8,4 δισεκ. ευρώ, εμφανίζεται στο ενεργητικό ως *“Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ”*, παρουσιάζοντας αύξηση 4,3 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (31.12.2018: 4,1 δισεκ. ευρώ).

Επιπρόσθετα, οι υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής παρουσίασαν αύξηση της τάξεως των 2,2 δισεκ. ευρώ, ήτοι κατά 31,2% (31.12.2019: 9,1 δισεκ. ευρώ, 31.12.2018: 6,9 δισεκ. ευρώ). Η αύξηση οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι από τις 30 Οκτωβρίου του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε σύστημα δύο βαθμίδων για τον εκτοκισμό των αποθεματικών, σύμφωνα με το οποίο μέρος από τα ως άνω πλεονάζοντα αποθεματικά των πιστωτικών ιδρυμάτων θα εξαιρείται από το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και θα εκτοκίζεται με ετήσιο επιτόκιο 0%. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, τα πιστωτικά ιδρύματα αύξησαν το υπόλοιπο των καταθέσεων στους τρεχούμενους λογαριασμούς που τηρούν στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2) διαμορφώθηκαν σε 25,7 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2019, έναντι 28,6 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2018, σημειώνοντας μείωση κατά 2,9 δισεκ. ευρώ.

## 1γ. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Η Τράπεζα αναγνωρίζει, επιμετρεί και παρακολουθεί σε συνεχή βάση τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείρισή τους.

Σημαντική συμβολή στο εν λόγω έργο έχει η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων (ΜΔΚ), που είναι επιφορτισμένη με την επιμέτρηση και παρακολούθηση των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων, τη διασφάλιση του ενοποιημένου ελέγχου τους, την εξειδικευμένη αντιμετώπισή τους και τον απαιτούμενο συντονισμό σε επίπεδο Τράπεζας.

### – Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

Για την επιμέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων χρησιμοποιείται η μέθοδος της “αξίας σε κίνδυνο” (Value-at-Risk). Η αξία σε κίνδυνο είναι μέθοδος επιμέτρησης η οποία υπολογίζει τη μέγιστη ζημία που μπορεί να επέλθει σε ένα χαρτοφυλάκιο εξαιτίας δυσμενών εξελίξεων σε παραμέτρους που επηρεάζουν την αξία του.

Οι επιμετρήσεις και η εκάστοτε αξιολόγηση της έκθεσης της Τράπεζας στους εν λόγω κινδύνους διενεργούνται με βάση τα στοιχεία της τελευταίας εργάσιμης ημέρας κάθε έτους.

Στους υπό παρακολούθηση χρηματοοικονομικούς κινδύνους περιλαμβάνονται ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος.

Ο κίνδυνος αγοράς προέρχεται από την πιθανή μεταβολή των αγοραίων τιμών των χρηματοοικονομικών στοιχείων που απαρτίζουν τα χαρτοφυλάκια συναλλαγών, εξαιτίας:

- α) μεταβολής των επιτοκίων (κίνδυνος επιτοκίου), ή/και
- β) μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών (συναλλαγματικός κίνδυνος).

Ο πιστωτικός κίνδυνος (συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου αλλαγής πιστοληπτικής διαβάθμισης) είναι ο κίνδυνος πραγματοποίησης ζημίας λόγω αδυναμίας ενός αντισυμβαλλομένου να ανταποκριθεί πλήρως ή εγκαίρως στις πληρωμές που οφείλει να καταβάλει, συμπεριλαμβανομένης μιας ενδεχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους του, ή εξαιτίας μιας μεταβολής επί τα χείρω της πιστοληπτικής του διαβάθμισης. Αντισυμβαλλόμενοι μπορεί να είναι τα δανειζόμενα πιστωτικά ιδρύματα, οι εκδότες επενδεδυμένων τίτλων, καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα που είναι αποδέκτες καταθέσεων εκ μέρους της Τράπεζας.

Ο πιστωτικός κίνδυνος, ειδικότερα, επιμετρείται με τη μέθοδο της CreditMetrics, με βάση μια προσεκτική και συνεπή παραμετροποίηση, η καταλληλότητα της οποίας επανεξετάζεται σε τακτική βάση.

Η ΜΔΚ επιμετρεί τον πιστωτικό κίνδυνο στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια της Τράπεζας. Όσον αφορά τα χαρτοφυλάκια που συνδέονται με την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, οι κίνδυνοι επιμετρούνται και παρακολουθούνται κεντρικά από την ΕΚΤ και επιμερίζονται στις ΕθνΚΤ. Το μερίδιο της Τράπεζας από τον εν λόγω επιμερισμό λαμβάνεται υπόψη κατά την επιμέτρηση του συνολικού κινδύνου.

Τόσο ο κίνδυνος αγοράς όσο και ο πιστωτικός κίνδυνος παρακολουθούνται συστηματικά μέσω της σύνταξης αναφορών, σε τακτά χρονικά διαστήματα, σχετικά με το μέγεθος και την εξέλιξή τους.

### – Λειτουργικοί κίνδυνοι

Οι λειτουργικοί κίνδυνοι αφορούν τις επιπτώσεις στην οικονομική κατάσταση, στην επιχειρησιακή ετοιμότητα ή/και στο κύρος της Τράπεζας ως αποτέλεσμα ανεπάρκειας ή αποτυχίας των διαδικασιών, του ανθρώπινου παράγοντα και των συστημάτων ή ως αποτέλεσμα εξωτερικών γεγονότων.

Η καταγραφή και αξιολόγηση των εν λόγω κινδύνων πραγματοποιείται από τις ίδιες τις υπηρεσιακές μονάδες της Τράπεζας, που προβαίνουν σε εκτίμηση της πιθανότητας εμφάνισης των κινδύνων και σε αποτίμηση των επιπτώσεων. Τακτική επικαιροποίηση γίνεται σε ετήσια βάση.

### – Κίνδυνοι εκμετάλλευσης

Πρόκειται για κινδύνους που σχετίζονται με έκτακτες ζημιές, διαχειριστικά ελλείμματα, επισφαλείς απαιτήσεις, ζημιές από εκκρεμείς αγωγές, καθώς και κινδύνους που αφορούν θέματα συνδεδεμένα με τις δραστηριότητες της Τράπεζας, συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματικών σχέσεων της, των προϊόντων της ή των υπηρεσιών της, τα οποία είναι πιθανόν να προκαλέσουν αρνητικές επιπτώσεις στους εν λόγω τομείς δραστηριότητάς της.

Η αξιολόγηση και επιμέτρηση των εν λόγω κινδύνων εκ μέρους της Τράπεζας πραγματοποιείται με ανάλυση της πιθανότητας επέλευσής τους κατόπιν εισήγησης κάθε αρμόδιας Διεύθυνσης.

#### **16. ΜΕΤΟΧΟΙ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΨΗΦΟΥ ΑΝΩ ΤΟΥ 5%**

Οι μετοχές της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ονομαστικές και εισηγμένες στην Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. από τις 12 Ιουνίου 1930.

Στις 31.12.2019 το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας της Ελλάδος ανερχόταν σε 111.243.362 ευρώ, διαιρούμενο σε 19.864.886 μετοχές ονομαστικής αξίας 5,60 ευρώ έκαστη.

Το Ελληνικό Δημόσιο και ο Ενιαίος Φορέας Κοινωνικής Ασφάλισης (Ε.Φ.Κ.Α.) είναι οι μέτοχοι της Τράπεζας της Ελλάδος με ποσοστό συμμετοχής μεγαλύτερο του 5% και συγκεκριμένα με 8,93% και 6,36% αντίστοιχα.

Σημειώνεται ότι η Τράπεζα δεν κατείχε ίδιες μετοχές την 31.12.2019.

## **2. ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

### **Ιστορική αναδρομή**

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η κεντρική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 με βάση το Πρωτόκολλο της Γενεύης της 15ης Σεπτεμβρίου 1927 και άρχισε τις εργασίες της στις 14 Μαΐου 1928. Το Καταστατικό της Τράπεζας βασίζεται σε διεθνή συνθήκη που κυρώθηκε με νόμο αυξημένης τυπικής ισχύος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύθηκε ως αμιγώς εκδοτική τράπεζα με κύριες αρμοδιότητες τη ρύθμιση της νομισματικής κυκλοφορίας και της πίστωσης και τη διασφάλιση της εσωτερικής και εξωτερικής αξίας του νομίσματος. Το 1953 ο ρόλος της Τράπεζας ως εποπτικής αρχής του τραπεζικού συστήματος ενισχύθηκε με τη σύσταση της Γενικής Επιθεώρησης Τραπεζών, ενώ το 1982 οι περισσότερες αρμοδιότητες της Νομισματικής Επιτροπής περιήλθαν στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημαντικός σταθμός στην ιστορία της Τράπεζας ήταν η θεσμική κατοχύρωση της ανεξαρτησίας της με το νόμο 2609/1998, όπως άλλωστε προέβλεπε η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, με την οποία ιδρύθηκαν η ΕΚΤ και το ΕΣΚΤ.

Από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2001, πρωταρχικός σκοπός της Τράπεζας είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι μέλος του Ευρωσυστήματος και συμμετέχει, μαζί με τις υπόλοιπες εθνικές κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στη χάραξη και εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, με πρωταρχικό σκοπό τη σταθερότητα των τιμών. Επίσης μεριμνά για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

### **Οργανωτικά θέματα**

Στο πλαίσιο της προσαρμογής του οργανωτικού σχήματος της Τράπεζας στις σύγχρονες απαιτήσεις, πραγματοποιήθηκαν οργανωτικές αλλαγές στη Διεύθυνση Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων. Επιπλέον, εγκρίθηκαν από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας ο νέος Κανονισμός Ασφαλείας της Τράπεζας της Ελλάδος, το Πλάνο Χρόνων Τήρησης (retention plan) Αρχειακού Υλικού της Τράπεζας και η Πολιτική Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων.

Ο ψηφιακός μετασχηματισμός της Τράπεζας βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη. Στο πλαίσιο αυτό, τέθηκαν σε λειτουργία ο ανανεωμένος ιστοχώρος της Τράπεζας, ο Κόμβος Καινοτομίας FinTech και η Γνωσιακή Βάση της Βιβλιοθήκης, ενώ αναβαθμίστηκε το εσωτερικό δίκτυο (intranet) του προσωπικού. Το Σύστημα Ηλεκτρονικής Διακίνησης Αλληλογραφίας (ΣΗΔΑ) ενισχύθηκε με νέες λειτουργικότητες και τέθηκε σε λειτουργία το Σύστημα Προσωπικής Πληροφόρησης (myΣΔΑΔ) του προσωπικού της Τράπεζας. Επιπλέον, η Πύλη Ανοικτών Δεδομένων (Open Data Portal) της Τράπεζας, το περιεχόμενο της οποίας διαρκώς εμπλουτίζεται, πιστοποιήθηκε από τον Ελληνικό Κόμβο του Ινστιτούτου Ανοικτών Δεδομένων.



Όσον αφορά τη Γνωσιακή Βάση της Βιβλιοθήκης, πρόκειται για βάση δεδομένων που θα συγκεντρώσει το παραγόμενο στην Τράπεζα πνευματικό κεφάλαιο. Συγκεκριμένα, θα περιέχει επιστημονικές δημοσιεύσεις στελεχών της Τράπεζας σε συλλογικούς τόμους, σε επιστημονικά περιοδικά, πρακτικά συνεδρίων κ.λπ.

### Κτίρια

Οι δραστηριότητες της Τράπεζας αναπτύσσονται στο Κεντρικό Κατάστημα, σε 17 Υποκαταστήματα, 2 Θυρίδες και 32 Πρακτορεία.

Σημειώνεται ότι στις 4.2.2019, 1.4.2019 και 1.7.2019 αντίστοιχα διακόπηκε η λειτουργία των Θυρίδων Σπάρτης, Πύργου και Αγρινίου.

Το Κεντρικό Κατάστημα στεγάζεται σε κτίρια που βρίσκονται στην Αθήνα και ειδικότερα στο κτίριο επί της οδού Ελευθερίου Βενιζέλου 21, στο κτίριο επί της οδού Αμερικής 3, και στο Χαλάνδρι επί της οδού Μεσογείων 341, όπου στεγάζεται και το Νομισματοκοπείο (ΙΕΤΑ).

Τα Υποκαταστήματα και οι Θυρίδες της Τράπεζας βρίσκονται σε μεγάλες πόλεις και εξυπηρετούν τις εργασίες της Τράπεζας στην περιφέρεια.

Τα Πρακτορεία της Τράπεζας στεγάζονται στις αντίστοιχες Δημόσιες Οικονομικές Υπηρεσίες των πόλεων όπου λειτουργούν. Εξυπηρετούν κυρίως εισπράξεις και πληρωμές του Ελληνικού Δημοσίου.

Όσον αφορά τις εγκαταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το έτος 2019 η Διεύθυνση Τεχνικής και Διοικητικής Υποστήριξης συνέχισε το πρόγραμμα εκπόνησης μελετών και υλοποίησης τεχνικών έργων με στόχους:

- τη βελτίωση της ποιότητας του εργασιακού περιβάλλοντος, μέσω εκτεταμένων εργασιών συντήρησης και αναδιαρρυθμίσεων των κτιρίων της Τράπεζας,
- τη διαρκή ενίσχυση του βαθμού ασφαλείας των κτιρίων και των εγκαταστάσεων,
- τη μελέτη και εφαρμογή σχεδίου ενεργειακής διαχείρισης στα στρατηγικής σημασίας κτίρια της Τράπεζας, η οποία θα μπορεί να εξασφαλίσει τη βελτίωση της ενεργειακής και οικονομικής αποδοτικότητας της λειτουργίας των κτιρίων, τη βελτίωση των συνθηκών εργασίας των εργαζομένων και την προβολή του κοινωνικού χαρακτήρα της Τράπεζας.

### Κυβερνοασφάλεια

Στον τομέα της ασφάλειας πληροφοριακών συστημάτων της Τράπεζας της Ελλάδος πραγματοποιούνται σε διαρκή βάση δράσεις που στοχεύουν στην ενίσχυση της κυβερνοασφάλειας (cyber-security) και αφορούν:

- την ανάπτυξη μεθοδολογικού πλαισίου για την ανάλυση και διαχείριση κινδύνων των πληροφοριακών συστημάτων της Τράπεζας (IT Risk Management Framework – IRM) και τη μελέτη μηχανισμών αποφυγής διαρροής εμπιστευτικών πληροφοριών (Data Leakage Prevention – DLP),
- την αναθεώρηση του πλαισίου αρχών και του οργανωτικού πλαισίου της πολιτικής ασφάλειας πληροφοριακών συστημάτων, τον εμπλουτισμό του θεσμικού πλαισίου με την έκδοση πολιτικών που αφορούν τα πρότυπα ασφαλείας για τη κυβερνοασφάλεια, για τη χρήση υπηρεσιών υπολογιστικού νέφους, για την ασφάλεια δικτύων, για τη χρήση λογισμικού ανοικτού κώδικα κ.λπ.,
- τη διενέργεια αξιολογήσεων των διαδικασιών και μηχανισμών ασφαλείας (penetration tests) που εφαρμόζονται κατά την ανάπτυξη και λειτουργία των πληροφοριακών συστημάτων της Τράπεζας, καθώς και τη διενέργεια ελέγχων ευπαθειών (vulnerability tests) στα συστήματα ασφαλείας της Τράπεζας,
- τον εκσυγχρονισμό και την περαιτέρω ενίσχυση των περιμετρικών υποδομών ασφαλείας με την εγκατάσταση και ενεργοποίηση συστημάτων έγκαιρου εντοπισμού και πρόληψης επιθέσεων (Advanced Intrusion Detection – IDS, Intrusion Prevention Systems – IPS), συστημάτων προστασίας βάσεων δεδομένων, εφαρμογών διαδικτύου (Web Application Firewall) και ηλεκτρονικού ταχυδρομείου κ.ά.,
- την προμήθεια συστήματος κεντρικής συλλογής, παρακολούθησης και επεξεργασίας ημερολογίων με σκοπό την έγκαιρη αντιμετώπιση περιστατικών ασφαλείας (Security and Incident Event Management), με ενσωματωμένη τη

δυνατότητα λήψης στοχευόμενων πληροφοριών για επερχόμενες απειλές για την ασφάλεια των πληροφοριακών συστημάτων σε στρατηγικό, τεχνικό και λειτουργικό επίπεδο (Threat Intelligence),

- την επιτυχή αντιμετώπιση περιστατικών κακόβουλου λογισμικού (ransomware κ.λπ.) και τη συνεχή ευαισθητοποίηση των χρηστών της Τράπεζας μέσω ενημερωτικών οδηγιών.

### Πρόληψη του ξεπλύματος χρήματος και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας

Η Τράπεζα της Ελλάδος, σε στενή συνεργασία με το Υπουργείο Οικονομικών, διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην εκ μέρους της FATF αξιολόγηση της χώρας το 2019 όσον αφορά το σύστημα πρόληψης του ξεπλύματος χρήματος (ΞΧ) και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας (ΧΤ), αναλαμβάνοντας το συντονισμό και την εκπροσώπηση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η FATF (Financial Action Task Force) είναι το διεθνές διακυβερνητικό όργανο που θέτει τα σχετικά πρότυπα σε παγκόσμιο επίπεδο.

Σύμφωνα με την Έκθεση Αμοιβαίας Αξιολόγησης της Ελλάδος<sup>2</sup> (δημοσίευση 3.9.2019) της FATF, η Ελλάδα κατατάσσεται μεταξύ των κρατών με υψηλό επίπεδο συμμόρφωσης προς τα διεθνή πρότυπα καταπολέμησης του ΞΧ/ΧΤ και για το λόγο αυτό εντάχθηκε στη διαδικασία κανονικής παρακολούθησης (regular follow-up), καθεστώς στο οποίο έχει υπαχθεί περιορισμένος αριθμός χωρών παγκοσμίως.

Όσον αφορά την Τράπεζα της Ελλάδος, εντός του 2019 ξεκίνησε η διαδικασία επανεξέτασης της υφισταμένης πολιτικής της Τράπεζας για την πρόληψη της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας, ώστε να ληφθούν υπόψη οι μεταβολές που επήλθαν με τη νέα νομοθεσία.

### Καταπολέμηση απάτης

Η Τράπεζα έχει θεσπίσει Κώδικα Δεοντολογίας, ο οποίος παρέχει στους αποδέκτες κατευθυντήριες οδηγίες σε θέματα υπηρεσιακής και επαγγελματικής δεοντολογίας και αποτελεί κείμενο αναφοράς ως προς τη συμπεριφορά που εύλογα αναμένεται αυτοί να τηρούν κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους σε σχέση με το σύνολο των εργασιών της Τράπεζας.

Η πιστή συμμόρφωση των αποδεκτών του Κώδικα με τους κανόνες, τις αρχές και τις διαδικασίες που προβλέπονται από την Τράπεζα εξασφαλίζει την ασφαλή και εύρυθμη λειτουργία της, καθώς και την αποτροπή φαινομένων απάτης ή άλλων αντικανονικών ενεργειών.

Στο πλαίσιο της υιοθέτησης βέλτιστων πρακτικών, η Τράπεζα πρόκειται να ενσωματώσει διατάξεις σχετικές με την πρόληψη/αντιμετώπιση κρουσμάτων απάτης, καθώς και την αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων, οι οποίες σήμερα περιλαμβάνονται στον Κώδικα Δεοντολογίας, στο Γενικό Κανονισμό της Καταστάσεως των Υπαλλήλων και σε άλλα κανονιστικά κείμενα, σε αυτοτελείς πολιτικές που θα εγκριθούν από το Γενικό Συμβούλιο.

### Οικονομική ενημέρωση

Η Τράπεζα της Ελλάδος, δημοσιεύοντας εκθέσεις, μελέτες και αξιόπιστα στατιστικά στοιχεία, ενημερώνει τους πολίτες για τα ζητήματα της οικονομίας και παρέχει έγκυρη πληροφόρηση για θέματα οικονομικής και νομισματικής πολιτικής.

### Έρευνα

Στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης οικονομικής έρευνας για θέματα που αφορούν την ελληνική και ευρωπαϊκή οικονομία, η Τράπεζα συμμετείχε στις ερευνητικές δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος. Συγκεκριμένα, κατά το έτος 2019 ολοκληρώθηκε η συλλογή και επεξεργασία των στατιστικών μικροδεδομένων του τρίτου κύματος της Έρευνας για τα Οικονομικά και την Κατανάλωση των Νοικοκυριών (Household Finance and Consumption Survey).

Το 2019 δημοσιεύθηκαν 21 δοκίμια εργασίας (Working Papers) και εκδόθηκαν δύο τεύχη του Οικονομικού Δελτίου της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> <http://www.fatf-gafi.org/publications/mutualevaluations/documents/mer-greece-2019.html>

<sup>3</sup> Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <https://www.bankofgreece.gr/ekdoseis-ereyna/ereynitiki-drastiriotita/anazitisi?types=a3d718e7-e532-456b-90c2-f07519e87bb2&years=2019>, <https://www.bankofgreece.gr/Publications/oikodelt201907.pdf>, <https://www.bankofgreece.gr/Publications/oikodelt201912.pdf>

Συνεχίστηκε το πρόγραμμα επιστημονικής συνεργασίας, με την από κοινού εκπόνηση μελετών από ερευνητές της Τράπεζας και ερευνητικών και ακαδημαϊκών ιδρυμάτων της Ελλάδος και του εξωτερικού, καθώς και με τη συμμετοχή μεταπτυχιακών φοιτητών από ελληνικά και ξένα πανεπιστήμια, σε θέματα που αφορούν: 1) την αξιολόγηση από τις τράπεζες των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε επιχειρηματικούς ομίλους έναντι εκείνων που δεν συμμετέχουν, για σκοπούς χρηματοδότησης σε περίοδο πιστωτικής συστολής, 2) τις επιπτώσεις των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και 3) την ανάπτυξη και τα χαρακτηριστικά των νέων επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Επίσης, με τη βοήθεια ειδικών ακαδημαϊκών εμπειρογνομόνων επικαιροποιήθηκαν μακροοικονομικά υποδείγματα, τα οποία χρησιμοποιούνται για την ανάλυση της ελληνικής οικονομίας και για τις μακροοικονομικές προβλέψεις.

Στο πλαίσιο της δράσης Marie Sklodowska-Curie, ενός διακεκριμένου και ανταγωνιστικού ευρωπαϊκού προγράμματος υποτροφιών που χρηματοδοτείται από τα κονδύλια του προγράμματος “Ορίζοντας 2020” της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Τράπεζα φιλοξένησε για δύο χρόνια υπότροφο, η οποία συνέβαλε στην εκπόνηση μελέτης με θέμα την επίδραση των χρηματοδοτικών περιορισμών στην εξέλιξη του μεριδίου εργασίας.<sup>4</sup> Η συμμετοχή της Τράπεζας στη δράση αυτή ολοκληρώθηκε με τη διοργάνωση ημερίδας με τίτλο “Εξέλιξη του μεριδίου εργασίας: προσδιοριστικοί παράγοντες και προτάσεις πολιτικής”.

Επίσης, διοργανώθηκε σε συνεργασία με το Πανεπιστήμιο Πειραιώς και το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών ημερίδα με τίτλο “Προοπτικές ανάπτυξης στην Ελλάδα”. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν σεμινάρια, διαλέξεις και ερευνητικά εργαστήρια με ομιλητές από την Ελλάδα και το εξωτερικό, με στόχο την ενημέρωση των οικονομολόγων της Τράπεζας και της ακαδημαϊκής κοινότητας σχετικά με τις τελευταίες εξελίξεις στην έρευνα.

#### **Βραβεύσεις – Διακρίσεις**

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η πρώτη κεντρική τράπεζα διεθνώς και ο πρώτος οργανισμός στην Ελλάδα που έλαβε πιστοποίηση από τον Ελληνικό Κόμβο του Ινστιτούτου Ανοικτών Δεδομένων, τον οποίο διαχειρίζεται ο Οργανισμός Ανοικτών Τεχνολογιών – ΕΕΛ/ΛΑΚ, για τα στοιχεία που δημοσιεύει στην πύλη ανοικτών δεδομένων της (open data portal).

Στο διαγωνισμό 3rd EUROChain Hackathon της ΕΚΤ, στις 27-29 Μαΐου 2019, διακρίθηκε για δεύτερη φορά η Τράπεζα της Ελλάδος, παρουσιάζοντας μια ολοκληρωμένη πρόταση, με τίτλο “A DLT-based value transfer ecosystem”, σε τεχνολογία blockchain με συγκεκριμένη εφαρμογή και αξιοποίηση στον τραπεζικό τομέα στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.

Το Μάιο του 2019 απονεμήθηκε από τον πρόεδρο του Πανεπιστημίου Κρήτης στον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα το Χρυσό Μετάλλιο του Πανεπιστημίου σε αναγνώριση της συμβολής της Τράπεζας στην ανάπτυξη της έρευνας στις οικονομικές και κοινωνικές επιστήμες. Η απονομή έγινε σε ειδική τελετή στο πλαίσιο του 23ου Διεθνούς Συνεδρίου Μακροοικονομικής Ανάλυσης και Διεθνούς Χρηματοδότησης, που πραγματοποιήθηκε στο Ρέθυμνο το διάστημα 30.5-1.6.2019.

Με την ευκαιρία του εορτασμού της Ημέρας Ελληνικής Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης 2019, στις 27 Νοεμβρίου η Ένωση Τραπεζικών και Χρηματοοικονομικών Στελεχών της Ελληνικής Ναυτιλίας απένειμε στον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα έπαινο διακεκριμένης προσωπικότητας (πλακέτα) για την προσφορά του στη διαμόρφωση της σύγχρονης ελληνικής τραπεζικής αγοράς και την υποστήριξη της ναυτιλιακής χρηματοδότησης, καθώς και για τη συμβολή του στην ενίσχυση του ρόλου της ελληνικής ναυτιλίας διεθνώς.

### **3. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ**

Η Τράπεζα της Ελλάδος, αναγνωρίζοντας τη σημασία της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, λειτουργεί με σεβασμό προς τον εργαζόμενο και υλοποιεί δράσεις με περιβαλλοντική και κοινωνική διάσταση, οι οποίες έχουν ουσιαστικό όφελος για την κοινωνία.

<sup>4</sup> Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <https://www.bankofgreece.gr/ekdoseis-ereyna/ereynitiki-drastiriotita/anazitisi/synopsh?publication=8888a62c-185e-4dde-a76a-72b25092eb31>

Το πλαίσιο της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στηρίζεται σε τρεις άξονες: Εργαζόμενοι, Περιβάλλον, Κοινωνία - Πολιτισμός:

## ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ

### Σεβασμός δικαιωμάτων του ανθρώπου

Η Τράπεζα της Ελλάδος σέβεται και προασπίζει τη διαφορετικότητα των εργαζομένων της ανεξαρτήτως φύλου, ηλικίας, εθνικότητας, πολιτικών και θρησκευτικών πεποιθήσεων ή οποιασδήποτε άλλης διακρίσεως, προωθώντας την ισότητα στη μεταχείριση και την αξιοκρατική εξέλιξη του προσωπικού, δίνοντας ίσες ευκαιρίες εξέλιξης σε άνδρες και γυναίκες εργαζομένους και εφαρμόζοντας ενιαία μισθολογική πολιτική ανεξαρτήτως φύλου σε όλες τις κατηγορίες εργαζομένων.

Η Τράπεζα της Ελλάδος:

- α. Στηρίζει τη διαρκή επιμόρφωση του προσωπικού της, με σκοπό τη διεύρυνση των γνώσεων και την ανάπτυξη των ικανοτήτων και των δεξιοτήτων του, μέσω της συμμετοχής του σε σεμινάρια και συνέδρια τα οποία πραγματοποιούνται στο εσωτερικό και το εξωτερικό.
- β. Εξασφαλίζει τις απαραίτητες συνθήκες υγιεινής και ασφάλειας στο χώρο εργασίας. Συγκεκριμένα η Τράπεζα έχει συνάψει σύμβαση με Εταιρεία Εξωτερικών Υπηρεσιών Προστασίας και Πρόληψης (ΕΞΥΠΠ) η οποία αναλαμβάνει την υποχρέωση παροχής των υπηρεσιών Ιατρού Εργασίας και Τεχνικού Ασφάλειας σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία.
- γ. Εφαρμόζει την αρχή της ίσης μεταχείρισης και της αποφυγής διακρίσεων, όπως προβλέπεται ρητώς στον Κώδικα Δεοντολογίας.

## ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η Τράπεζα της Ελλάδος σχεδιάζει και εφαρμόζει στην επιχειρησιακή της λειτουργία δράσεις για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και την ενσωμάτωση αρχών κυκλικής οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, δρα με στόχο τη μείωση του περιβαλλοντικού της αποτυπώματος, την οποία επιτυγχάνει μέσω της ορθολογικής διαχείρισης των φυσικών πόρων, της διαχείρισης των αποβλήτων, της επιλογής περιβαλλοντικά φιλικών προμηθειών, της ενεργειακής αναβάθμισης του κτιριακού δυναμικού της και της περιβαλλοντικής διαχείρισης των εργασιών της (ανακύκλωση και επαναχρησιμοποίηση υλικών/αναλωσίμων και παλαιού εξοπλισμού). Προς αυτή την κατεύθυνση, η Τράπεζα εξετάζει τη σταδιακή μείωση του αριθμού αντιτύπων των τακτικών εκδόσεών της, ενώ σε εξέλιξη βρίσκεται η σταδιακή αντικατάσταση του στόλου των αυτοκινήτων της Τράπεζας με νέα υβριδικής τεχνολογίας και χρονικό ορίζοντα υλοποίησης το 2021.

Επίσης, στο πλαίσιο του σχεδίου ενεργειακής διαχείρισης στα στρατηγικής σημασίας κτίρια της Τράπεζας, το οποίο έχει εκπονήσει η Διεύθυνση Τεχνικής και Διοικητικής Υποστήριξης (ΔΤΔΥ) με σκοπό τη βελτίωση της ενεργειακής και οικονομικής αποδοτικότητας της λειτουργίας των κτιρίων, έχει υλοποιηθεί ήδη μια σειρά σχετικών δράσεων. Σημειώνεται ότι εντός του 2019 κατατέθηκε έκθεση ενεργειακού ελέγχου, η οποία εκπονήθηκε από εξωτερικό μελετητή, στο Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας, όπως ορίζει η περιβαλλοντική νομοθεσία.

Όσον αφορά το Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ), η περιβαλλοντική του πολιτική υλοποιείται μέσω της εφαρμογής ενός Συστήματος Περιβαλλοντικής Διαχείρισης κατά ISO 14001:2015.

### Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ)

Από τους 17 στόχους που έχει θέσει ο Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών (ΟΗΕ) για τη βιώσιμη ανάπτυξη, η Τράπεζα της Ελλάδος συνεχίζει να επενδύει στον Στόχο 13, που αναφέρεται στη δράση για το κλίμα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι από τις πρώτες κεντρικές τράπεζες που ασχολήθηκαν ενεργά με το θέμα της κλιματικής αλλαγής, συστήνοντας το 2009 την Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ). Οι μελέτες της ΕΜΕΚΑ έχουν δείξει ότι η κλιματική αλλαγή πρέπει να αποτελεί βασικό και οριζόντιο κριτήριο στη χάραξη της πολιτικής, καθώς επηρεάζει όλους σχεδόν τους τομείς της ελληνικής οικονομίας.

Όπως κατά την τελευταία δεκαετία, έτσι και στη διάρκεια του 2019, κύριοι άξονες δραστηριότητας της ΕΜΕΚΑ είναι τόσο η επιστημονική έρευνα, για την παραγωγή εργαλείων διαμόρφωσης αποφάσεων και δράσεων, όσο και η δικτύωση με εγχώριους και διεθνείς οργανισμούς με στόχο την επίτευξη συνεργειών στη δράση για το κλίμα και τη βιωσιμότητα.

Σύμφωνα με την τελευταία του έκθεση με θέμα τις κεντρικές τράπεζες και την κλιματική αλλαγή, το Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF)<sup>5</sup> αναδεικνύει την Τράπεζα της Ελλάδος, την Τράπεζα της Αγγλίας και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως τις κεντρικές τράπεζες που το 2019 προέβαλαν περισσότερο το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής. Επιπλέον, στην ίδια έκθεση, ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Γιάννης Στουρνάρας αναδεικνύεται ως ο κεντρικός τραπεζίτης που έχει πραγματοποιήσει τις περισσότερες ομιλίες με κεντρικό θέμα την κλιματική αλλαγή.

### Αρχές Υπεύθυνης Τραπεζικής

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η πρώτη κεντρική τράπεζα παγκοσμίως που στήριξε και συνεχίζει να προωθεί μέσα από τις δράσεις της τις Αρχές Υπεύθυνης Τραπεζικής του UNEP FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative), οι οποίες καθορίζουν το ρόλο και τις ευθύνες του τραπεζικού τομέα στη διαμόρφωση ενός βιώσιμου μέλλοντος (βλ. περισσότερα στο Κεφ. Χ.4.4 και στο Πλαίσιο Χ.III της Έκθεσης του Διοικητή για το έτος 2019).

### Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ)

Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει στην επιτροπή του Εθνικού Σχεδίου για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ). Το νέο ΕΣΕΚ,<sup>6</sup> που κατατέθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο τέλος του 2019, και παρουσιάστηκε επίσημα το Δεκέμβριο στην Τράπεζα της Ελλάδος, αποτελεί έναν αναλυτικό οδικό χάρτη για την επίτευξη συγκεκριμένων ενεργειακών και κλιματικών στόχων έως το έτος 2030 και προετοιμάζει τη μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία έως το 2050. Δρομολογεί την απολιγνιτοποίηση του τομέα της ηλεκτροπαραγωγής και προδιαγράφει το ριζικό μετασχηματισμό του ενεργειακού τομέα, με παράλληλο στόχο το σχεδιασμό των κοινωνικά, περιβαλλοντικά και οικονομικά αποδοτικότερων πολιτικών που θα συντελέσουν στην επίτευξη μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ενεργειακών και κλιματικών στόχων.

### Πρόγραμμα LIFE-IP AdaptInGreece: Boosting the implementation of adaptation policy across Greece

Το 2019 ξεκίνησε η υλοποίηση της πρότασης "AdaptInGreece: Boosting the implementation of adaptation policy across Greece" στο πλαίσιο του προγράμματος LIFE-IP,<sup>7</sup> το οποίο είναι συγχρηματοδοτούμενο από την Ευρωπαϊκή Ένωση και στο οποίο η ΕΜΕΚΑ θα συμβάλει ερευνητικά και συντονιστικά για οκτώ χρόνια (2019-2026). Στο εθνικής διάστασης πρόγραμμα LIFE-IP, που έχει στόχο την ενίσχυση της εφαρμογής της Εθνικής Στρατηγικής Προσαρμογής στην Κλιματική Αλλαγή – ΕΣΠΚΑ (το σχέδιο της ΕΣΠΚΑ συντάχθηκε από την ΕΜΕΚΑ, τέθηκε σε διαβούλευση και έγινε νόμος του κράτους, ως μέρος του ν. 4414/2016, άρθρα 42-45), με συντονιστή το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας, συμμετέχουν η Τράπεζα της Ελλάδος και 17 ακόμη στρατηγικοί εταίροι από την κεντρική διοίκηση, την τοπική αυτοδιοίκηση Α΄ και Β΄ βαθμού και την ακαδημαϊκή κοινότητα.

### Εκπαιδευτικό πρόγραμμα σε συνεργασία με το Μουσείο Γουλανδρή Φυσικής Ιστορίας

Με τη σύνταξη εκ μέρους της ΕΜΕΚΑ του κειμένου το οποίο θα αποτελέσει την επιστημονική βάση της νέας έκθεσης του Μουσείου Γουλανδρή, εξελίσσεται ο σχεδιασμός εκπαιδευτικού προγράμματος (2019-20-21) βασισμένου στις έρευνες της ΕΜΕΚΑ, με στόχο την κατανόηση της σημασίας της κλιματικής αλλαγής και των επιπτώσεών της σε επιμέρους τομείς στον ελλαδικό χώρο. Το εκπαιδευτικό πρόγραμμα θα απευθύνεται στους επισκέπτες του Μουσείου και σε μαθητές όλων των ηλικιών.

<sup>5</sup> <https://www.omfif.org/esg/>

<sup>6</sup> <http://www.opengov.gr/minenv/wp-content/uploads/downloads/2019/11/%CE%95%CE%B8%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CF%8C-%CE%A3%CF%87%CE%AD%CE%B4%CE%B9%CE%BF-%CE%B3%CE%B9%CE%B1-%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%95%CE%BD%CE%AD%CF%81%CE%B3%CE%B5%CE%B9%CE%B1-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-%CF%84%CE%BF-%CE%9A%CE%BB%CE%AF%CE%BC%CE%B1-%CE%95%CE%A3%CE%95%CE%9A.pdf>

<sup>7</sup> Περισσότερες πληροφορίες για το έργο LIFE-IP αναφέρονται στο Κεφάλαιο Χ της Έκθεσης του Διοικητή για το έτος 2019.



### Διεθνή δίκτυα και συνέργειες με εθνικούς φορείς

Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει σε διεθνή δίκτυα και ομάδες εργασίας με θέμα τη δράση για το κλίμα, όπως το Network for Greening the Financial System (NGFS) (Δίκτυο για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα). Το NGFS, το οποίο έχει συσταθεί με πρωτοβουλία της κεντρικής τράπεζας της Γαλλίας, είναι ένα δίκτυο κεντρικών τραπεζών και εποπτικών αρχών και έχει ως σκοπό την ενίσχυση της παγκόσμιας προσπάθειας για την επίτευξη των στόχων της Συμφωνίας των Παρισίων, καθώς και την ενδυνάμωση του ρόλου του χρηματοοικονομικού συστήματος στον αγώνα για τη βιώσιμη ανάπτυξη.

Παράλληλα, η Τράπεζα στηρίζει το έργο του United Nations Environment Programme – Finance Initiative (UNEP-FI) μέσα από την υιοθέτηση αρχών όπως οι “Αρχές της Υπεύθυνης Τραπεζικής”. Οι Αρχές αυτές επιδιώκουν να καθορίσουν το ρόλο και τις ευθύνες του τραπεζικού τομέα στη διαμόρφωση ενός βιώσιμου μέλλοντος, ενώ οι τράπεζες που τις προσυπογράφουν δεσμεύονται να ευθυγραμμίσουν την επιχειρηματική τους στρατηγική με τους στόχους της παγκόσμιας κοινότητας, όπως αυτοί παρουσιάζονται στους 17 Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών και στη Συμφωνία των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή.

Επιπλέον, με σκοπό τη συνεργασία και τη δημιουργία συνεργειών για τη δράση για το κλίμα με ελληνικούς φορείς και δίκτυα, η Τράπεζα της Ελλάδος και η ΕΜΕΚΑ συνεργάζονται με την Ελληνική Ένωση Τραπεζών (ΕΕΤ) και την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιρειών Ελλάδος (ΕΑΕΕ), ενώ συνδιοργάνωσαν ή συμμετείχαν σε σχετικές ημερίδες, σεμινάρια και συνέδρια των Sustainable Development Solutions Network Greece, του Συμβουλίου ΣΕΒ για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη, Convergences Greece Forum, της Γαλλικής Πρεσβείας, της Βρετανικής Πρεσβείας, του Αμερικανικού Κολλεγίου (Deree – The American College of Greece), του QualityNet Foundation, του Ιδρύματος Κεφαλονιάς και Ιθάκης (IKI), του Ιδρύματος Μελετών Χερσονήσου του Αίμου (IMXA) κ.ά.

### ΚΟΙΝΩΝΙΑ

Στο πλαίσιο της κοινωνικής ευθύνης, η Τράπεζα της Ελλάδος και το 2019 προέβη στις παρακάτω ενέργειες για κοινωνικούς και πολιτιστικούς σκοπούς:

- Η Τράπεζα της Ελλάδος συγκαταλέγεται στους αργυρούς χορηγούς του 85ου Παγκόσμιου Συνεδρίου της Διεθνούς Ομοσπονδίας Ενώσεων Βιβλιοθηκών και Ιδρυμάτων (The International Federation of Library Associations and Institutions – IFLA) με θέμα “Libraries: dialogue for change” (“Βιβλιοθήκες: διάλογος για αλλαγή”), το οποίο πραγματοποιήθηκε στο Μέγαρο Μουσικής Αθηνών (Αύγουστος, 2019). Στελέχη του Κέντρου Πολιτισμού της Τράπεζας της Ελλάδος μετείχαν από την αρχή στο σχεδιασμό και την οργάνωση του συνεδρίου.
- Η Τράπεζα της Ελλάδος υποστηρίζει την πρωτοβουλία “Brain Regain” του μη κερδοσκοπικού σωματείου “Ελληνικές Ρίζες”, η οποία ξεκίνησε τον Απρίλιο του 2019 έχοντας ως σκοπό τον επαγγελματικό επαναπατρισμό Ελλήνων του εξωτερικού που διακρίνονται για το υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης, τις δεξιότητες και τα επαγγελματικά τους προσόντα.
- Απόδοση εσόδων από τη διάθεση βιβλίων έκδοσής της σε φιλανθρωπικά ιδρύματα.
- Η Τράπεζα φιλοξένησε στις εγκαταστάσεις της διάφορες εκδηλώσεις (διαλέξεις/ημερίδες). Ενδεικτικά φιλοξενήθηκαν το 3ο ετήσιο Συνέδριο Προσομοίωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, εκδηλώσεις του Institute of Finance and Financial Regulation, της Ελληνικής Εταιρείας Περιβάλλοντος και Πολιτισμού, όπου παρουσιάστηκαν τα αποτελέσματα της έρευνας για την κλιματική αλλαγή, και διαλέξεις για τον οικονομικό αλφαριθμητισμό.
- Πραγματοποιήθηκαν από στελέχη της Τράπεζας ενημερωτικές διαλέξεις σε φοιτητές ελληνικών και ξένων πανεπιστημίων με θέμα την ελληνική οικονομία και το Ευρωσύστημα.

### ΠΟΛΙΤΙΣΜΟΣ

#### Κέντρο Έρευνας, Πολιτισμού και Τεκμηρίωσης

Η Τράπεζα της Ελλάδος, μέσω των δραστηριοτήτων του Κέντρου Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης, το οποίο είναι υπεύθυνο για τη Βιβλιοθήκη, τις Συλλογές, το Ιστορικό Αρχείο και το Μουσείο της, λειτουργεί ως θεματοφύλακας και φορέας διάχυσης του ελληνικού πολιτισμού.



Επίσης είναι φορέας εκπαίδευσης των πολιτών σε χρηματοοικονομικά θέματα.

Η Βιβλιοθήκη της Τράπεζας της Ελλάδος, ως εξειδικευμένη οικονομική βιβλιοθήκη, συμβάλλει στην πληροφόρηση και οικονομική εκπαίδευση της κοινότητας των χρηστών της μέσα από σεμινάρια, εκπομπές, συζητήσεις και δράσεις στο πλαίσιο του Δικτύου Οικονομικών Βιβλιοθηκών. Παράλληλα, προσφέρει πληροφοριακή παιδεία κατά την επίσκεψη σε αυτήν, αλλά και εξ αποστάσεως με τη χρήση των ηλεκτρονικών πηγών της.

Το Μουσείο της Τράπεζας της Ελλάδος, στο πλαίσιο του εκπαιδευτικού του ρόλου και δεδομένου ότι η συντριπτική πλειοψηφία των επισκεπτών του είναι μαθητές γυμνασίου/λυκείου και φοιτητές, διοργανώνει ειδικές ξεναγήσεις μουσειοπαιδαγωγικού χαρακτήρα, αλλά και εκπαιδευτικές δράσεις για θέματα όπως ο πληθωρισμός, οι ηλεκτρονικές πληρωμές, το ευρώ, καθώς και εκδηλώσεις που σκοπό έχουν την εξοικείωση του κοινού με θέματα που αφορούν την ελληνική αλλά και τη διεθνή οικονομία.

Παράλληλα, διεξάγει μουσειοεκπαιδευτικά προγράμματα που βασίζονται σε ανοιχτές συζητήσεις, τη μαιευτική μέθοδο, την ανάπτυξη του ομαδικού πνεύματος, την προσωπική συμμετοχή στην ανακάλυψη της πληροφορίας, καθώς και δημιουργικές δραστηριότητες όπως ο αυτοσχεδιασμός και το θεατρικό παιχνίδι, προσφέροντας μια πρωτότυπη και διαδραστική μαθησιακή εμπειρία.

Μέσα στο έτος 2019, το Μουσείο της Τράπεζας της Ελλάδος, στην προσπάθειά του να αναβαθμίσει την ψηφιακή του παρουσία στο διαδίκτυο, ξεκίνησε τη δημιουργία νέου ιστοτόπου (microsite). Μέσω αυτού, το ευρύ κοινό θα έχει πρόσβαση σε επιλεγμένα τμήματα των συλλογών της Τράπεζας, αλλά και θα πληροφορείται για την εκθεσιακή δραστηριότητα του Μουσείου.

Το αρχειακό υλικό του Ιστορικού Αρχείου της Τράπεζας προσφέρει προστιθέμενη εκπαιδευτική αξία είτε για τους ερευνητές στη συγγραφή επιστημονικών εργασιών είτε ως έκθεμα σε εκθέσεις διάφορων φορέων.

Οι εκδόσεις του Κέντρου Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης εξυπηρετούν τον γενικότερο σκοπό του Κέντρου, που είναι η προβολή και η ανάδειξη του ρόλου της Τράπεζας της Ελλάδος στην οικονομική, κοινωνική και πολιτιστική ανάπτυξη της χώρας. Με βάση το παραπάνω πλαίσιο, δημοσιεύονται ιστορικές μελέτες, καλλιτεχνικά λευκώματα, κατάλογοι εκθέσεων, καθώς και έντυπο υλικό που σχετίζεται με τις δραστηριότητες του Κέντρου (εκθέσεις, συνέδρια, ημερίδες και εκπαιδευτικά προγράμματα).

Για το 2019 ο συνολικός αριθμός επισκεπτών των εκθέσεων (μόνιμης, περιοδικής και περιοδεύουσας) του Μουσείου της Τράπεζας ανήλθε σε περίπου 8.000.

### Δράσεις 2019

Στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων του Κέντρου Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης πραγματοποιήθηκαν τα εξής:

- Τον Ιούνιο του 2019 παρουσιάστηκε το αρχείο του πρώην Υποδιοικητή και επιφανούς πολιτικού και διανοούμενου Ιωάννη (Γιάγκου) Πεσμαζόγλου, το οποίο δωρήθηκε από την οικογένεια στο Ιστορικό Αρχείο της Τράπεζας και το οποίο είναι πλέον προσβάσιμο σε όλη την επιστημονική κοινότητα και το κοινό.
- Εκδόθηκαν δύο βιβλία από τη νέα εκδοτική σειρά “Τεκμήρια από το ιστορικό αρχείο”, η οποία βασίζεται σε αρχειακό υλικό του Ιστορικού Αρχείου της Τράπεζας: “Σ. Κοσμίδης, Ημερολόγιο 1941-1945” με εισαγωγή-μεταγραφή-σημειώσεις της ιστορικού Άντζελας Καραπάνου και “Κ. Βαρβαρέσος, Η ελληνική οικονομική κατάσταση (Υπόμνημα προς τον Υφυπουργό Εξωτερικών Dean Acheson, 1946)” με εισαγωγή του Σωτήρη Ριζά.
- Εκδόθηκε η μετάφραση στα αγγλικά του βιβλίου “Ιστορία της Τράπεζας της Ελλάδος 1928-2008” του Μ. Ψαλιδόπουλου.
- Συνδιοργανώθηκε τον Οκτώβριο του 2019 από το Ιστορικό Αρχείο της Τράπεζας και το Ιστορικό Αρχείο της Alpha Bank συνέδριο με θέμα “Πολιτική και Κράτος στην Ελλάδα κατά τον 20ό και 21ο αιώνα”.
- Συνδιοργανώθηκε τον Οκτώβριο του 2019 από το Ιστορικό Αρχείο της Τράπεζας και την Ακαδημία Αθηνών ημερίδα με θέμα “Η κρίση του ’29 και η Ελλάδα: Οικονομικές, πολιτικές και θεσμικές όψεις”.

- Συνεχίστηκε για τέταρτη χρονιά η σειρά διαλέξεων για το ευρύ κοινό με τίτλο “Καταθέσεις Πολιτισμού” και ομιλητές σημαντικές προσωπικότητες από το χώρο της Ιστορίας (Μαρία Ευθυμίου), της πολιτιστικής διαχείρισης (Ασπασία Λούβη) και της σύγχρονης ελληνικής λογοτεχνίας (Αμάντα Μιχαλοπούλου).
- Η περιοδική έκθεση για τον Ξενοφώντα Ζολώτα μεταφέρθηκε (κατόπιν αιτήματος του Πανεπιστημίου Αιγαίου) στο Υποκατάστημα της Τράπεζας στη Σάμο.
- Το Δεκέμβριο του 2019 ξεκίνησε η έκθεση “Σημείο Συνάντησης” στο Αρχαιολογικό Μουσείο Καβάλας, η οποία θα διαρκέσει μέχρι το Μάρτιο του 2020. Η έκθεση αποτελεί προϊόν συνεργασίας της Τράπεζας της Ελλάδος με την Εφορεία Αρχαιοτήτων Καβάλας.
- Συνεχίζεται η προετοιμασία της μεγάλης επετειακής έκθεσης “1821 πριν και μετά”, που θα εγκαινιαστεί το Μάρτιο του 2021. Την έκθεση διοργανώνει το Μουσείο Μπενάκη (οδού Πειραιώς), με τη σύμπραξη της Τράπεζας της Ελλάδος, της Εθνικής Τράπεζας και της Alpha Bank.
- Συνεχίστηκε ο κύκλος των “Συζητήσεων στο Μουσείο της Τράπεζας”, μέσω των οποίων η Τράπεζα έφερε το ευρύ κοινό σε επαφή με σημαντικούς Έλληνες οικονομολόγους και πανεπιστημιακούς καθηγητές, με τους οποίους συζητήθηκαν θέματα οικονομίας και τεχνολογίας (Μ. Ιακωβίδης, Δ. Σπινέλης, Κ. Πιερρακάκης, Γ. Δουκίδης).
- Στο πλαίσιο των δράσεων της Τράπεζας της Ελλάδος για την προώθηση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού εγκαινιάστηκε τον Ιούνιο 2019 η νέα περιοδική έκθεση του Μουσείου της Τράπεζας με τίτλο “e-Πληρωμές: ένας οδικός χάρτης”, η οποία είναι αφιερωμένη στις ηλεκτρονικές πληρωμές λιανικής, ενώ εκδόθηκαν και σχετικοί κατάλογοι στα ελληνικά και στα αγγλικά.
- Στο πλαίσιο των εκδηλώσεων του Δήμου Αθηναίων για την “Αθήνα 2018 – Παγκόσμια Πρωτεύουσα Βιβλίου” (23.4.2018 έως 22.4.2019), η Βιβλιοθήκη συμμετείχε με ομιλίες και υποδοχή επισκεπτών στη δράση *Ανοιχτές Συλλογές*.
- Στο πλαίσιο του 85ου Συνεδρίου της IFLA, το οποίο διεξήχθη στην Αθήνα τον Αύγουστο του 2019, η Βιβλιοθήκη της Τράπεζας της Ελλάδος συμμετείχε στο πρόγραμμα επισκέψεων σε βιβλιοθήκες που οργανώθηκε για τους συνέδρους και δέχθηκε επισκέπτες στις εγκαταστάσεις της.

#### 4. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Έχει συνταχθεί Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης με ημερομηνία αναφοράς στις 31.12.2019.

Αναμένεται η έγκριση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης της Τράπεζας της Ελλάδος από το Γενικό Συμβούλιο. Ο εν λόγω Κώδικας, ο οποίος αποσκοπεί στη σαφή περιγραφή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, θα αναρτηθεί μετά την έγκρισή του στον ιστοχώρο της Τράπεζας.

##### Σχέσεις με εποπτικές αρχές

Δεν υφίσταται ενημέρωση από κάποια αρχή (ΕΚΤ, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, φορολογικές αρχές) σχετικά με τη μη συμμόρφωση της Τράπεζας της Ελλάδος με το πλαίσιο κατάρτισης οικονομικών καταστάσεων ή σχετικά με εντοπισθείσες αδυναμίες σε αυτό. Επίσης, δεν υφίσταται οποιαδήποτε εν εξελίξει επιθεώρηση από τις ως άνω αρχές ή επιθεώρηση που να έχει ολοκληρωθεί και να μην έχει εκδοθεί ακόμα η σχετική έκθεση.

Περαιτέρω, δεν έχει εγερθεί ζήτημα περί άρνησης ή παράλειψης συμμόρφωσης της Τράπεζας της Ελλάδος με υποχρεώσεις της εμπίπτουσες στο πλαίσιο συνεργασίας της με τις λοιπές εποπτικές και νομισματικές αρχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΚΤ, ΕΤΑ, ΕΑΑΕΣ), ούτε υφίσταται εν εξελίξει διαδικασία από την οποία δύναται να εγερθεί ζήτημα περί άρνησης ή παράλειψης συμμόρφωσής της με τις ως άνω υποχρεώσεις.

##### Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Τράπεζα προβαίνει στις κατά νόμον επιβαλλόμενες τακτικές γνωστοποιήσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι συνηθέστερες τακτικές γνωστοποιήσεις που έχουν ανακύψει και πραγματοποιήθηκαν από την Τράπεζα είναι οι ακόλουθες:

- Ενημέρωση για τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις
- Γνωστοποίηση της πρόσκλησης για τη Γενική Συνέλευση
- Ενημέρωση για τις αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης
- Ενημέρωση για τη διανομή μερίσματος

Επιπλέον, την επομένη της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων παραδίδεται τεύχος της Έκθεσης του κ. Διοικητή. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενημερώνεται ανελλιπώς για τις αλλαγές του Καταστατικού της Τράπεζας μέχρι και την τελευταία, νυν ισχύουσα έκδοση (Έκδοση Ι'). Επιπροσθέτως, η Τράπεζα καταβάλλει τέλος προς την Επιτροπή ως εισηγμένη εταιρία στο Χ.Α. μια φορά το χρόνο (η χρέωση είναι ανάλογη προς την κεφαλαιοποίηση και γίνεται στο πρώτο τρίμηνο κάθε έτους).

### **Κώδικας Δεοντολογίας**

Με απόφαση του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος θεσπίστηκε ο ισχύων Κώδικας Δεοντολογίας της Τράπεζας.

Σε συνεργασία με τον Σύμβουλο Δεοντολογίας, συνετάγησαν και εκδόθηκαν από την αρμόδια Διεύθυνση της Τράπεζας δύο Εγκύκλιοι, που συμπληρώνουν και εξειδικεύουν το θεσμικό πλαίσιο της Δεοντολογίας στην Τράπεζα της Ελλάδος: η Εγκύκλιος περί “Εισαγωγής περιορισμών επί ιδιωτικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών” και η Εγκύκλιος περί “Εσωτερικής Λειτουργίας Συμβούλου Δεοντολογίας”. Στη δεύτερη από τις ως άνω Εγκυκλίους προβλέπεται, μεταξύ άλλων, και η διαμόρφωση ειδικής ενότητας “Δεοντολογίας” εντός του εσωτερικού δικτύου (intranet) της Τράπεζας, η οποία τέθηκε σε πλήρη λειτουργία στις 20 Μαΐου του 2018.

Το 2019 έγινε συγκροτημένη προσπάθεια ευαισθητοποίησης των υπαλλήλων της Τράπεζας και για το σκοπό αυτό διοργανώθηκαν 8 σεμινάρια όπου εκπαιδεύθηκε το 40% των υπαλλήλων με στόχο εντός του 2020 να ενημερωθεί όλο το προσωπικό.

### **Προστασία προσωπικών δεδομένων**

Στο πλαίσιο της συμμόρφωσης με τον Κανονισμό 2016/679 της ΕΕ (GDPR), ο οποίος τέθηκε σε εφαρμογή το Μάιο του 2018 και συμπληρώθηκε αργότερα από τον ελληνικό νόμο 4624/29.8.2019, η Τράπεζα όρισε από το 2018 Υπεύθυνο Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων (Data Protection Officer – DPO), καθώς και Ομάδα η οποία τον υποστηρίζει. Η Ομάδα συνεργάζεται με ειδικά υποδειχθέντες από κάθε Διεύθυνση “συντονιστές” για θέματα προσωπικών δεδομένων. Έχει θεσπιστεί επίσης Επιτροπή Παρακολούθησης Προσωπικών Δεδομένων, που συνεδριάζει κάθε δύο περίπου μήνες.

Εντός του 2019 πραγματοποιήθηκαν τα ακόλουθα:

- Θεσπίστηκε η Πολιτική Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων
- Θεσπίστηκε η διαδικασία για τη διαχείριση Περιστατικών Παραβίασης Προσωπικών Δεδομένων

Αναρτήθηκε εκπαιδευτικό υλικό στο εσωτερικό δίκτυο (intranet) της Τράπεζας στο πλαίσιο της εκπαίδευσης και ευαισθητοποίησης του προσωπικού της σχετικά με τον GDPR και την εν γένει προστασία των προσωπικών δεδομένων.

Ολοκληρώθηκε η καταγραφή των μητρώων διεργασιών και πραγματοποιήθηκε διενέργεια εκτίμησης αντικτύπου (DPIA), όπου αυτό κρίθηκε απαραίτητο.

Πραγματοποιήθηκε άσκηση εξέτασης κινδύνου (Risk assessment) σε όλα τα πληροφοριακά συστήματα της Τράπεζας.

Στο πλαίσιο της νομικής συμμόρφωσης επικαιροποιήθηκαν όλες οι συμβάσεις της Τράπεζας.

**Λήξη θητείας μελών του Γενικού Συμβουλίου**

Στις 4.4.2019 αποχώρησε ο κ. Χαράλαμπος Κ. Σταματόπουλος από τη θέση του μέλους του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής, και συνακόλουθα του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας, λόγω λήξης της θητείας του. Στη θέση του διορίστηκε, με το από 16.4.2019 Προεδρικό Διάταγμα (ΦΕΚ ΥΟΔΔ 218/19.4.2019) η κα Όλγα Π. Χαρίτου, με εξαετή θητεία, σύμφωνα με το άρθρο 35Α του Καταστατικού.

Στην παρούσα Τακτική Γενική Συνέλευση λήγει η θητεία της κας Ιουλίας Β. Αρμάγου, του κ. Στέφανου Ν. Οκταποδά, του κ. Αθανάσιου Ι. Σαββάκη και του κ. Γρηγόριου Σ. Στεργιούλη, οι οποίοι είχαν εκλεγεί Σύμβουλοι από την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 24.2.2017, σύμφωνα με το άρθρο 21 του Καταστατικού. Για το λόγο αυτό, η Γενική Συνέλευση θα κληθεί να εκλέξει στη θέση τους τέσσερις νέους Συμβούλους για μία τριετία. Οι απερχόμενοι Σύμβουλοι είναι επανεκλέξιμοι.

Αθήνα, 17 Φεβρουαρίου 2020

Για το Γενικό Συμβούλιο  
Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ

ΓΙΑΝΝΗΣ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

# ΔΗΛΩΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 2019

Η παρούσα Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης της Τράπεζας της Ελλάδος αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της Έκθεσης Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου και περιέχει πληροφορίες αναφορικά με τα ζητήματα της παρ. 1 του άρθρου 152 του ν. 4548/2018 κατά την ημερομηνία αναφοράς 31.12.2019. Ειδικότερα παρατίθενται κατωτέρω τα απαιτούμενα πληροφοριακά στοιχεία:

## A. ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθετεί το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης που αποτυπώνεται στο Καταστατικό της, το οποίο κυρώθηκε με τον ν. 3424/7.12.1927 (ΦΕΚ Α' 298) και του οποίου οι διατάξεις έχουν ισχύ νόμου, και μάλιστα αυξημένης τυπικής ισχύος, δοθέντος ότι αποτελεί μέρος διεθνούς σύμβασης κυρωθείσης διά νόμου (βλ. άρθρο 28 παρ. 1 του Συντάγματος). Το Καταστατικό έχει τροποποιηθεί διαδοχικά, ώστε να συνάδει και να ανταποκρίνεται στον ιδιαίτερο ρόλο και στην αποστολή της Τράπεζας της Ελλάδος, αυτοτελώς, αλλά και ως μέλους του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (ΕΕΜ). Ο εύλογος και λυσιτελής χαρακτήρας του συγκεκριμένου πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης —όπως αποτυπώνεται στο Καταστατικό— καταδεικνύεται εκ του γεγονότος ότι η Τράπεζα της Ελλάδος έχει διφυή χαρακτήρα, αφού είναι παράλληλα επιφορτισμένη και με δημοσίου δικαίου αρμοδιότητες που ασκούνται από ιδιαίτερα όργανα κατά τα άρθρα 28, 35Α, 55Α, 55Β και 55Γ του Καταστατικού. Εν όψει τούτων, η Τράπεζα δεν παρεκκλίνει από το συγκεκριμένο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.

Το Καταστατικό στη νυν ισχύουσα μορφή του είναι διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο της Τράπεζας:

[https://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Καταστατικό\\_Έκδοση\\_I.pdf](https://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Καταστατικό_Έκδοση_I.pdf)

Επιπροσθέτως, στο πλαίσιο της υιοθέτησης των βέλτιστων πρακτικών στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης, η Τράπεζα βρίσκεται σε διαδικασία θέσπισης Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, μέσω του οποίου συστηματοποιείται το εφαρμοζόμενο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και προάγεται η συνέχεια, η συνέπεια και η αποτελεσματικότητα του τρόπου λειτουργίας της Τράπεζας. Μετά την έγκρισή του από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας (α' τρίμηνο του 2020), ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης θα αναρτηθεί στον ιστοχώρο της Τράπεζας.

Η διοικητική δομή της Τράπεζας εξασφαλίζει τη λήψη αποφάσεων με διαφάνεια, ανεξαρτησία και συνέπεια, δεδομένου ότι η οργανωτική της διάρθρωση βασίζεται στο διαχωρισμό αρμοδιοτήτων, ώστε οι αρμοδιότητες να είναι σαφείς και διακριτές. Επιπλέον, το ισχυρό πλαίσιο εσωτερικού ελέγχου της επιτρέπει στην Τράπεζα να διεκπεραιώνει αποτελεσματικά τα καθήκοντά της και να εκπληρώνει με αξιοπιστία το σκοπό της.

## B. ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος καταρτίζονται, σύμφωνα με το άρθρο 54Α του Καταστατικού της, με βάση τους λογιστικούς κανόνες και τις λογιστικές μεθόδους που ισχύουν κάθε φορά για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), όπως καθορίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) με την Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2016/2249 της 3.11.2016 (ΕΚΤ/2016/34), με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

Οι κανόνες αυτοί βασίζονται σε ευρέως αποδεκτές λογιστικές αρχές και έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να καλύπτουν με το βέλτιστο τρόπο τις ανάγκες των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών (ΕθνΚΤ) του Ευρωσυστήματος, στις ιδιαίτερες συνθήκες λειτουργίας τους. Για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες και τις οδηγίες της ΕΚΤ ή που η εφαρμογή τους δεν είναι υποχρεωτική αλλά συνιστώμενη, ακολουθούνται είτε οι συστάσεις της ΕΚΤ είτε οι

διατάξεις του Καταστατικού της Τράπεζας σε συνδυασμό με τον ν. 4548/2018 “Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών” και τον ν. 4308/2014 “Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις”, στο μέτρο που δεν αντιβαίνουν τις διατάξεις του Καταστατικού. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα διαθέτει τις ανάλογες πολιτικές και διαδικασίες για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων και για τη λογιστική απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων.

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος αποτελούνται από τον Ισολογισμό, την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως, τον Πίνακα Διάθεσης Κερδών της χρήσης που έληξε την 31.12.2019, καθώς και από περίληψη σημαντικών λογιστικών αρχών και μεθόδων και λοιπές επεξηγηματικές πληροφορίες (Σημειώσεις επί των Οικονομικών Καταστάσεων). Δεδομένου του ειδικού ρόλου που επιτελεί η Τράπεζα της Ελλάδος ως Κεντρική Τράπεζα της χώρας, η δημοσίευση κατάστασης ταμειακών ροών δεν θα παρείχε στους αναγνώστες των οικονομικών καταστάσεων χρήσιμες πρόσθετες πληροφορίες.

## Γ. ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

### 1. Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου

Το Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου, στο οποίο η Τράπεζα της Ελλάδος αποδίδει ιδιαίτερη βαρύτητα, συνίσταται σε ελεγκτικούς μηχανισμούς και σε διαδικασίες που καλύπτουν το σύνολο των δραστηριοτήτων της με σκοπό την αποτελεσματική και ασφαλή λειτουργία της. Μέσω του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου διασφαλίζονται:

- η συνεπής υλοποίηση των εργασιών και των καθηκόντων της Τράπεζας της Ελλάδος με αποτελεσματική χρήση των διαθέσιμων πόρων,
- η αναγνώριση και η αντιμετώπιση των κινδύνων που αναλαμβάνονται,
- η πληρότητα και η αξιοπιστία των στοιχείων και των πληροφοριών που απαιτούνται για τον ακριβή και έγκαιρο προσδιορισμό της χρηματοοικονομικής κατάστασης της Τράπεζας της Ελλάδος και για την παραγωγή αξιόπιστων οικονομικών καταστάσεων,
- η συμμόρφωση με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, με τους εσωτερικούς κανονισμούς και με τους κανόνες δεοντολογίας,
- η πρόληψη και η αποφυγή λανθασμένων ενεργειών που θα μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο τη φήμη και τα συμφέροντα της Τράπεζας και των μετόχων,
- η αποτελεσματική λειτουργία των συστημάτων πληροφορικής που υποστηρίζουν τις εργασίες της Τράπεζας, καθώς και η ασφαλής διακίνηση, επεξεργασία και αποθήκευση κρίσιμων πληροφοριών.

Οι υπηρεσιακές μονάδες της Τράπεζας, ως η πρώτη γραμμή άμυνας, καθιερώνουν κατάλληλα συστήματα εσωτερικού ελέγχου. Οι λειτουργίες της διαχείρισης κινδύνων, της συμμόρφωσης και της επίβλεψης αντιπροσωπεύουν τη δεύτερη γραμμή άμυνας της Τράπεζας και ενισχύουν την αποτελεσματικότητα του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου. Η Εσωτερική Επιθεώρηση λειτουργεί ανεξάρτητα ως η τρίτη γραμμή άμυνας εντός του συστήματος διακυβέρνησης της Τράπεζας.

### 2. Εσωτερική Επιθεώρηση

Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης συμβάλλει στο Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου, παρέχοντας ανεξάρτητες και αντικειμενικές ελεγκτικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες, οι οποίες έχουν σκοπό να προσθέτουν αξία και να βελτιώνουν τις λειτουργίες της Τράπεζας. Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης επικουρεί την Τράπεζα στην επίτευξη των στόχων της προσφέροντας μία συστηματική και βασισμένη στους κινδύνους προσέγγιση για την αξιολόγηση και τη βελτίωση των διαδικασιών της διακυβέρνησης, της διαχείρισης κινδύνων και του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

Η ανεξαρτησία της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης διασφαλίζεται με τη λειτουργία της υπό την επίβλεψη και τον έλεγχο της Επιτροπής Ελέγχου της Τράπεζας, στην οποία και αναφέρεται για το έργο της.

Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης εκπροσωπείται στην Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών (Internal Auditors Committee – IAC) και είναι υπεύθυνη για τον έλεγχο, σε τοπικό επίπεδο, των εργασιών του Ευρωσυστήματος/ΕΣΚΤ



και του ΕΕΜ. Επιπλέον, η Διεύθυνση συμμορφώνεται με τις υποχρεωτικές οδηγίες του διεθνώς αναγνωρισμένου Πλαισίου Επαγγελματικής Εφαρμογής του Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών (Institute of Internal Auditors International Professional Practices Framework – IIA IPPF).

Στη Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης είναι τοποθετημένο και το Αρμόδιο Διευθυντικό Στέλεχος Αναφοράς Νομιμοποίησης Εσόδων από Παράνομες Δραστηριότητες (AML Officer), στο πλαίσιο της συμμόρφωσης της Τράπεζας με τη νομοθεσία για την πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας (νόμος 4557/2018 όπως ισχύει).

### 3. Διαχείριση κινδύνων

Η Τράπεζα αναγνωρίζει, επιμετρεί και παρακολουθεί σε συνεχή βάση τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείρισή τους.

Σημαντική συμβολή στο εν λόγω έργο έχει η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων, η οποία αποτελεί ειδική υπηρεσιακή μονάδα της Τράπεζας και είναι αρμόδια για την ενημέρωση της Διοίκησης αναφορικά με τους πάσης φύσεως κινδύνους της Τράπεζας. Προς τούτο, είναι επιφορτισμένη με την εκτέλεση των λειτουργιών διαχείρισης κινδύνων και επιχειρησιακής συνέχειας και έχει τα ακόλουθα καθήκοντα:

- την ευθύνη της αναγνώρισης, καταγραφής, αξιολόγησης, μέτρησης, παρακολούθησης, αντιστάθμισης, περιορισμού και αναφοράς των κινδύνων που έχουν αναληφθεί ή πρόκειται να αναληφθούν, σε συνεργασία με τις Διευθύνσεις, στο επίπεδο της Τράπεζας,
- την ευθύνη για την εξειδίκευση της πολιτικής σε θέματα διαχείρισης κινδύνων και τον συντονισμό της υλοποίησής της από τις υπηρεσιακές μονάδες της Τράπεζας,
- την αξιολόγηση των κινδύνων που αντιμετωπίζει κάθε αρμόδια εκτελεστική μονάδα, την εξειδίκευση των ορίων ανάληψης κινδύνων και την παρακολούθηση της τήρησής τους με τη θέσπιση κατάλληλων διαδικασιών,
- τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης (stress tests),
- τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων, την ανάπτυξη μεθοδολογίας εκτίμησής τους για την κάλυψη του συνόλου των κινδύνων και την εισήγηση πολιτικών διαχείρισής τους,
- την περιοδική αξιολόγηση ως προς την επάρκεια των μεθόδων και συστημάτων αναγνώρισης, μέτρησης και παρακολούθησης κινδύνων, καθώς επίσης την πρόταση διορθωτικών μέτρων, εφόσον κριθεί σκόπιμο.

Στο πλαίσιο αυτό, η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων είναι επιφορτισμένη με την επιμέτρηση και παρακολούθηση των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων, καθώς επίσης του κινδύνου εκμετάλλευσης.

#### - Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

Για την επιμέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων χρησιμοποιείται η μέθοδος της “αξίας σε κίνδυνο” (Value-at-Risk).

Οι επιμετρήσεις και η εκάστοτε αξιολόγηση της έκθεσης της Τράπεζας στους εν λόγω κινδύνους διενεργούνται με βάση τα στοιχεία της τελευταίας εργάσιμης ημέρας κάθε έτους.

Στους υπό παρακολούθηση χρηματοοικονομικούς κινδύνους περιλαμβάνονται ιδίως ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος.

Ο κίνδυνος αγοράς προέρχεται από την πιθανή μεταβολή των αγοραίων τιμών των χρηματοοικονομικών στοιχείων που απαρτίζουν τα χαρτοφυλάκια συναλλαγών, εξαιτίας:

- α) μεταβολής των επιτοκίων (κίνδυνος επιτοκίου), ή/και
- β) μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών (συναλλαγματικός κίνδυνος).

Ο πιστωτικός κίνδυνος (συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου αλλαγής πιστοληπτικής διαβάθμισης) είναι ο κίνδυνος πραγματοποίησης ζημίας λόγω αδυναμίας ενός αντισυμβαλλομένου να ανταποκριθεί πλήρως ή εγκαίρως στις πληρωμές που οφείλει να καταβάλει, συμπεριλαμβανομένης μιας ενδεχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους του, ή εξαιτίας μιας μεταβολής επί τα χείρω της πιστοληπτικής του διαβάθμισης.

Η ΜΔΚ επιμετρεί τον πιστωτικό κίνδυνο στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια της Τράπεζας. Όσον αφορά τα χαρτοφυλάκια που συνδέονται με την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, οι κίνδυνοι επιμετρούνται και παρακολουθούνται κεντρικά από την ΕΚΤ και επιμερίζονται στις ΕθνΚΤ. Το μερίδιο της Τράπεζας από τον εν λόγω επιμερισμό λαμβάνεται υπόψη κατά την επιμέτρηση του συνολικού κινδύνου.

#### – *Λειτουργικοί κίνδυνοι*

Οι λειτουργικοί κίνδυνοι αφορούν τις επιπτώσεις στην οικονομική κατάσταση, στην επιχειρησιακή ετοιμότητα ή/και στο κύρος της Τράπεζας, ως αποτέλεσμα ανεπάρκειας ή αποτυχίας των διαδικασιών, του ανθρώπινου παράγοντα και των συστημάτων ή ως αποτέλεσμα εξωτερικών γεγονότων.

Η καταγραφή και αξιολόγηση των εν λόγω κινδύνων πραγματοποιείται από τις ίδιες τις επιχειρησιακές μονάδες της Τράπεζας που προβαίνουν σε εκτίμηση της πιθανότητας εμφάνισης των κινδύνων και σε αποτίμηση των επιπτώσεων.

#### – *Κίνδυνοι εκμετάλλευσης*

Πρόκειται για κινδύνους που σχετίζονται με έκτακτες ζημίες, διαχειριστικά ελλείμματα, επισφαλείς απαιτήσεις, ζημίες από εκκρεμείς αγωγές, καθώς και κινδύνους που αφορούν θέματα συνδεδεμένα με τις δραστηριότητες της Τράπεζας, συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματικών σχέσεων της, των προϊόντων της ή των υπηρεσιών της, τα οποία είναι πιθανόν να προκαλέσουν αρνητικές επιπτώσεις στους εν λόγω τομείς δραστηριότητάς της.

Η αξιολόγηση και επιμέτρηση των εν λόγω κινδύνων εκ μέρους της Τράπεζας πραγματοποιείται με ανάλυση της πιθανότητας επέλευσής τους κατόπιν εισήγησης κάθε αρμόδιας Διεύθυνσης.

Το γενικό πλαίσιο στρατηγικής για την ανάληψη χρηματοοικονομικών κινδύνων κατά τις επενδυτικές δραστηριότητες της Τράπεζας καθορίζεται από το Γενικό Συμβούλιο και εξειδικεύεται από την Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων. Η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων εγκρίνει σε ετήσια βάση τα χαρτοφυλάκια αναφοράς και τα εφαρμοζόμενα μέτρα κινδύνου για τη διαχείριση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων της Τράπεζας. Ενημερώνεται σε τακτική βάση από τη Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων για το ύψος των κινδύνων και φροντίζει για την εφαρμογή της γενικότερης πολιτικής της Τράπεζας ως προς τους αναλαμβανόμενους κινδύνους που αποσκοπεί στην πλήρη κάλυψη αυτών με αντίστοιχες προβλέψεις.

### **4. Κανονιστική συμμόρφωση**

Η Τράπεζα, στο πλαίσιο του περιορισμού του κανονιστικού κινδύνου, έχει ενσωματώσει τη λειτουργία της κανονιστικής συμμόρφωσης στη Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων και στη Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης.

Πιο συγκεκριμένα, η Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων είναι αρμόδια για:

- τη διαμόρφωση και υλοποίηση κατάλληλων πολιτικών και διαδικασιών επί θεμάτων κανονιστικής συμμόρφωσης,
- την εκπόνηση ετήσιου προγράμματος εργασιών για θέματα διαχείρισης κινδύνων κανονιστικής συμμόρφωσης και υποβολή του για έγκριση στην Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων,
- την παροχή συμβουλών στη Διοίκηση και στο προσωπικό για την επίπτωση του κανονιστικού πλαισίου στο χώρο ευθύνης τους,
- την καλλιέργεια νοοτροπίας συμμόρφωσης προς το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο στην Τράπεζα, μέσω προγραμμάτων συνεχούς ενημέρωσης/επιμόρφωσης του προσωπικού της.

Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης είναι αρμόδια για:

- την ενσωμάτωση των ελέγχων κανονιστικής συμμόρφωσης στο ετήσιο πρόγραμμα επιθεωρήσεων

- τον έλεγχο εντοπισμού παραβάσεων του κανονιστικού πλαισίου και υλοποίησης των συστάσεων για τη λήψη διορθωτικών μέτρων όπου και όταν αυτό απαιτείται.

## Δ. ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σύμφωνα με τα άρθρα 11 έως 19 του Καταστατικού, η Γενική Συνέλευση είναι το ανώτατο όργανο της Τράπεζας, εκπροσωπεί το σύνολο των μετόχων και οι αποφάσεις της υποχρεώνουν όλους τους μετόχους. Η τακτική Γενική Συνέλευση συγκαλείται από το Γενικό Συμβούλιο, συνέρχεται μια φορά κατ' έτος, όχι αργότερα από το μήνα Απρίλιο, και αποφασίζει περί του τρόπου διεξαγωγής των εργασιών της. Επίσης, είναι μόνη αρμόδια να αποφασίζει επί των ακόλουθων θεμάτων:

- έγκρισης των Οικονομικών Καταστάσεων καθώς και της επ' αυτών και της διαχείρισης Ετήσιας Έκθεσης, έγκρισης καταβολών σε αποθεματικά και άλλα ειδικά κεφάλαια, προσδιορισμού του μερίσματος και εν γένει διάθεσης των καθαρών κερδών,
- εκλογής ή ανάκλησης των μελών του Γενικού Συμβουλίου και των Ελεγκτών και καθορισμού των αμοιβών τους,
- απαλλαγής των μελών του Γενικού Συμβουλίου και των Ελεγκτών από κάθε προσωπική ευθύνη,
- προτάσεων τροποποίησης του Καταστατικού, οι οποίες στη συνέχεια υποβάλλονται στη Βουλή διά της Κυβέρνησης, εξαιρουμένης της αύξησης του κεφαλαίου (άρθρο 9 Καταστατικού),
- προτάσεων που υποβάλλονται από το Γενικό Συμβούλιο επί παντός άλλου θέματος.

Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις συγκαλούνται από το Γενικό Συμβούλιο και συνέρχονται όποτε παρίσταται ανάγκη. Για τη σύγκληση των Γενικών Συνελεύσεων εφαρμόζονται οι διατάξεις του Καταστατικού και του ν. 4548/2018, όπως ισχύει.

Η Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση του έτους 2019 πραγματοποιήθηκε την 1η Απριλίου 2019.

## Ε. ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

### 1. Αρμοδιότητες του Γενικού Συμβουλίου

Το Γενικό Συμβούλιο είναι επιφορτισμένο με τη γενική διαχείριση των υποθέσεων της Τράπεζας και υπεύθυνο προς τη Γενική Συνέλευση. Λαμβάνει αποφάσεις και ασκεί εξουσία, εντός των ορίων του Καταστατικού, επί θεμάτων που δεν υπάγονται στην αρμοδιότητα είτε της Γενικής Συνέλευσης είτε κάποιου οργάνου άσκησης δημόσιας εξουσίας (άρθρο 20 του Καταστατικού).

Πέραν τούτων, σύμφωνα με το άρθρο 27 του Καταστατικού, το Γενικό Συμβούλιο αποφασίζει ιδίως επί των ακόλουθων θεμάτων:

- επί των γενικών όρων και της έκτασης των εργασιών της Τράπεζας που εκτελούνται εκτός του πεδίου των καθηκόντων του ΕΣΚΤ,
- επί του διορισμού ή της παύσης των Διευθυντών κατόπιν πρότασης του Διοικητή, καθώς επίσης περί του γενικού εσωτερικού οργανισμού της Τράπεζας,
- επί ζητημάτων σχετικών με την απόκτηση ακινήτων κατά τα άρθρα 56 αρ. 3 και 58 του Καταστατικού,
- επί της απόσβεσης ενεργητικού της Τράπεζας,
- επί της ίδρυσης και της κατάργησης Υποκαταστημάτων και Πρακτορείων της Τράπεζας,
- επί της Ημερήσιας Διάταξης των Γενικών Συνελεύσεων,
- επί των υποχρεουσών την Τράπεζα υπογραφών,
- επί των Οικονομικών Καταστάσεων καθώς και της επ' αυτών και της διαχείρισης Ετήσιας Έκθεσης, που υποβάλλονται στην Ετήσια Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Τράπεζας προς έγκριση.

## 2. Σύνθεση του Γενικού Συμβουλίου

Το Γενικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τον Διοικητή, τους δύο Υποδιοικητές, τα λοιπά (τρία) μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και έξι Συμβούλους οι οποίοι έχουν τριετή θητεία και εκλέγονται από τη Γενική Συνέλευση (άρθρο 21 του Καταστατικού).

Τα τρία μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής διορίζονται με Προεδρικό Διάταγμα που εκδίδεται μετά από πρόταση του Υπουργικού Συμβουλίου ύστερα από γνώμη του Διοικητή (άρθρο 35Α του Καταστατικού). Επιλέγονται μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένου κύρους και επαγγελματικής εμπειρίας σε νομισματικά ή τραπεζικά θέματα και είναι πλήρους απασχόλησης. Υπάλληλοι του Δημοσίου ή νομικού προσώπου δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου δεν μπορούν να διατηρήσουν τη θέση τους, εφόσον αποδεχθούν το διορισμό τους ως μελών του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής. Κατ' εξαίρεση, μπορούν να διοριστούν μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής καθηγητές ανωτάτων εκπαιδευτικών ιδρυμάτων, οι οποίοι δικαιούνται να ασκούν συγχρόνως τα καθήκοντά τους στα εν λόγω ιδρύματα.

Στις 31.12.2019 η σύνθεση του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος είχε ως εξής:

Γιάννης Στουρνάρας	Διοικητής, Πρόεδρος του Συμβουλίου
Ιωάννης Α. Μουρμούρας	Υποδιοικητής
Θεόδωρος Μ. Μητράκος	Υποδιοικητής
Ιουλία Β. Αρμάγου	Σύμβουλος
Ευάγγελος Δ. Γερασιωτάκης	Σύμβουλος
Στέφανος Ν. Οκταποδάς	Σύμβουλος
Αθανάσιος Ι. Σαββάκης	Σύμβουλος
Δημήτριος Α. Σιδέρης	Σύμβουλος
Νικόλαος Ι. Σκορίνης	Σύμβουλος
Γρηγόριος Σ. Στεργιούλης	Σύμβουλος
Γεώργιος-Σπυρίδων Δ. Ταβλάς	Σύμβουλος
Όλγα Π. Χαρίτου	Σύμβουλος

Επισημαίνεται ότι στις 4.4.2019 έληξε η θητεία του Χαράλαμπου Κ. Σταματόπουλου ως μέλους του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και συνακόλουθα του Γενικού Συμβουλίου.

## 3. Λειτουργία του Γενικού Συμβουλίου

Τηρουμένων των διατάξεων του Καταστατικού, το Γενικό Συμβούλιο αποφασίζει περί του τρόπου της διεξαγωγής των εργασιών του.

Ο Διοικητής, ή, εν απουσία αυτού, ο Υποδιοικητής που τον αναπληρώνει σύμφωνα με το άρθρο 32 του Καταστατικού, καλεί σε συνεδρίαση το Γενικό Συμβούλιο οσάκις παραστεί ανάγκη και άπαξ τουλάχιστον του μηνός, προεδρεύει δε των συνεδριάσεων αυτού. Το Συμβούλιο βρίσκεται σε απαρτία εάν παρίστανται έξι τουλάχιστον από τα μέλη του. Στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου παρίσταται, χωρίς δικαίωμα ψήφου, και ο Επίτροπος του Κράτους στην Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς και ο Διευθυντής της Διεύθυνσης Νομικών Υπηρεσιών.

Οι αποφάσεις του Συμβουλίου λαμβάνονται κατά πλειοψηφία των παρόντων μελών. Σε περιπτώσεις ισοψηφίας, υπερισχύει η ψήφος του Προέδρου.

Τα πρακτικά των συνεδριάσεων του Συμβουλίου περιλαμβάνουν τα ονόματα των παρόντων Συμβούλων, αναφέρουν τις λαμβανόμενες αποφάσεις και υπογράφονται από τον Πρόεδρο της συνεδρίασης, ένα μέλος του Συμβουλίου και τον Γραμματέα.

Σε περίπτωση επείγουσας ανάγκης η απόφαση μπορεί να ληφθεί από το Συμβούλιο σε ειδική σύνθεση, αποτελούμενη από τον Διοικητή, έναν Υποδιοικητή και δύο άλλα μέλη του Συμβουλίου. Η κατά το προηγούμενο εδάφιο απόφαση υποβάλλεται προς έγκριση στο Γενικό Συμβούλιο κατά την αμέσως επόμενη συνεδρίασή του.

Χρέη Γραμματέα του Συμβουλίου εκτελεί, σύμφωνα με το άρθρο 4 του Οργανισμού της Εσωτερικής Υπηρεσίας και Κανονισμού της Βαθμολογικής και Μισθολογικής Τάξεως των Υπαλλήλων, ο Διευθυντής της Διεύθυνσης Ανθρώπινου Δυναμικού και Οργάνωσης, ο οποίος σε περίπτωση απουσίας ή κωλύματος αναπληρώνεται στο καθήκον του αυτό από τον Υποδιευθυντή της ως άνω Διεύθυνσης στην αμεσότερη δικαιοδοσία του οποίου υπάγεται το Τμήμα Γραμματείας, στο έργο του οποίου εντάσσεται η ευρύτερη γραμματειακή υποστήριξη του Συμβουλίου.

Προκειμένου να διασφαλίζεται η άρτια εκπλήρωση των καθηκόντων των μελών του Συμβουλίου, στις αρχές εκάστου ημερολογιακού έτους γνωστοποιείται στα μέλη του Συμβουλίου το πρόγραμμα των συνεδριάσεων του επόμενου έτους, το οποίο πάντως δύναται να αναθεωρείται ανάλογα με τις ανάγκες της Τράπεζας.

#### 4. Αμοιβή μελών Γενικού Συμβουλίου

Η Τράπεζα εφαρμόζει για τα μέλη του Γενικού Συμβουλίου πολιτική αποδοχών η οποία εναρμονίζεται με τις προβλέψεις του Καταστατικού της Τράπεζας (ιδίως το άρθρο 25) και τη φύση των εργασιών της, λαμβάνοντας μάλιστα υπόψη τον διφυή χαρακτήρα της.

Σύμφωνα με το ανωτέρω άρθρο του Καταστατικού της Τράπεζας το λειτουργήμα του Συμβούλου είναι επίτιμο. Οι αμοιβές και τα οδοιπορικά αυτών έξοδα, τα σχετικά προς την άσκηση των καθηκόντων τους ως Συμβούλων, ορίζονται κάθε φορά από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων.

Η Τράπεζα προβαίνει στην καταβολή σταθερών μηνιαίων αμοιβών για τη συμμετοχή στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου. Έτσι, για τους Συμβούλους προβλέπεται πάγια μηνιαία αποζημίωση που συνδέεται με την ιδιότητα του μέλους και αποζημίωση για τη συμμετοχή στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου.

Το άρθρο 29 του Καταστατικού απαγορεύει απολαβές υπό τη μορφή προμήθειας (ποσοστών) ή δικαιώματος συμμετοχής στα κέρδη της Τράπεζας. Επίσης, δεν υφίστανται μεταβλητές αποδοχές, ούτε προβλέπονται προγράμματα διάθεσης μετοχών της Τράπεζας (συμπεριλαμβανομένου του δικαιώματος προαίρεσης) σε μέλη του Γενικού Συμβουλίου, αφού οι συγκεκριμένοι τύποι απολαβών δεν συνάδουν με τα ανωτέρω.

Επί των απολαβών των μελών του Συμβουλίου από τη συμμετοχή τους στις συνεδριάσεις του οργάνου εφαρμόζεται “Πολιτική Αποδοχών Μελών Γενικού Συμβουλίου”, η οποία εγκρίνεται από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων. Η νυν ισχύουσα πολιτική κατ’ εφαρμογή των άρθρων 110-111 ν. 4548/2018 έχει εγκριθεί από την 86η Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Τράπεζας της 1ης Απριλίου 2019 κατόπιν πρότασης από το Γενικό Συμβούλιο (Συνεδρία 2/25.2.2019), ισχύει για τέσσερις χρήσεις και είναι αναρτημένη στον ιστοχώρο της Τράπεζας.

Επιπροσθέτως, σε συμμόρφωση με το άρθρο 112 του ν. 4548/2018, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει καταρτίσει Έκθεση Αποδοχών για τα μέλη του Γενικού Συμβουλίου με ημερομηνία αναφοράς την 31.12.2019, η οποία θα υποβληθεί στην επικείμενη Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων.

#### 5. Βιογραφικά σημειώματα των μελών του Γενικού Συμβουλίου

##### Γιάννης Στουρνάρας

*Διοικητής, Πρόεδρος του Γενικού Συμβουλίου*

Γεννήθηκε στην Αθήνα στις 10 Δεκεμβρίου 1956. Τελείωσε το Δημόσιο Γυμνάσιο Φιλοθέης το 1974 και αποφοίτησε από το Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών το 1978. Απέκτησε Μεταπτυχιακό και Διδακτορικό τίτλο (MPhil 1980, DPhil 1982) από το Πανεπιστήμιο της Οξφόρδης, στο οποίο και εργάστηκε από το 1981 έως το 1985 ως Research Fellow και Lecturer στο Κολλέγιο St. Catherine’s και ως ερευνητής στο Ινστιτούτο Ενεργειακών Σπουδών. Σήμερα είναι Καθηγητής Οικονομικών στο Πανεπιστήμιο Αθηνών.

Την περίοδο 1986-1989 εργάστηκε ως ειδικός σύμβουλος του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών σε θέματα Δημοσίων Επιχειρήσεων και Εισοδηματικής Πολιτικής και στη συνέχεια της Τράπεζας της Ελλάδος (1989-1994) σε θέματα Νομισματικής Πολιτικής. Ως Πρόεδρος του Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνομώνων του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, από το 1994 έως τον Ιούλιο του 2000, συμμετείχε στο σχεδιασμό της μακροοικονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής εκπροσωπώντας το Υπουργείο στη Νομισματική Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συμμετείχε επίσης στις διαπραγματεύσεις για τη συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ και είχε την ευθύνη για τις ετήσιες διαβουλεύσεις με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον ΟΟΣΑ. Από το 1994 έως το 1997 ήταν Αντιπρόεδρος της Δημόσιας Επιχείρησης Αερίου ενώ από το 1998 έως τον Ιούλιο του 2000 ήταν μέλος του Δ.Σ. του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους. Από το 2000 μέχρι το 2004 ήταν Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της Εμπορικής Τράπεζας και Αντιπρόεδρος της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών. Από το 2005 έως το 2008 ήταν Διευθύνων Σύμβουλος στην ΚΑΠΠΑ Χρηματιστηριακή. Διετέλεσε Γενικός Διευθυντής στο IOBE (Σεπτέμβριος 2009-Ιούνιος 2012) και Υπουργός Ανάπτυξης Ανταγωνιστικότητας και Ναυτιλίας, στην Υπηρεσιακή Κυβέρνηση (Μάιος-Ιούνιος 2012). Από τον Ιούλιο του 2012 έως τον Ιούνιο του 2014 ήταν Υπουργός Οικονομικών.

### **Ιωάννης Α. Μουρμούρας**

#### *Υποδιοικητής*

Ο Ιωάννης Α. Μουρμούρας είναι Υποδιοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος με αρμοδιότητες την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού, την εξυγίανση τραπεζών κ.λπ. Είναι επίσης Πρόεδρος της Επιτροπής Διαχείρισης Χρηματοοικονομικών Στοιχείων Ενεργητικού της Τράπεζας.

Έχει διατελέσει Υφυπουργός Οικονομικών (2011-2012), Οικονομικός Σύμβουλος του Έλληνα Πρωθυπουργού και Διευθυντής του Οικονομικού του Γραφείου (2012-2014).

Είναι τακτικός Καθηγητής στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Μακεδονίας (εκλέχθηκε ομοφώνως στη θέση αυτή το 2001 στην ηλικία των 36 ετών). Έχει στο ενεργητικό του δεκαετή ακαδημαϊκή προϋπηρεσία σε γνωστά Βρετανικά Πανεπιστήμια (Λονδίνο, Σαουθάμπτον και Εδιμβούργο), ενώ υπήρξε επισκέπτης Καθηγητής σε αμερικανικά και ευρωπαϊκά Πανεπιστήμια. Είναι κάτοχος διδακτορικού τίτλου από το Πανεπιστήμιο του Λονδίνου και απόφοιτος του ΑΠΘ και του LSE. Έχει δημοσιεύσει πολλά ερευνητικά δοκίμια σε έγκριτα επιστημονικά περιοδικά στα πεδία της νομισματικής πολιτικής, της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών, τα μακροοικονομικά της ανοιχτής οικονομίας και τη θεωρία της ανάπτυξης. Θεωρείται ειδήμων σε θέματα που αφορούν την Οικονομική και Νομισματική Ένωση στην Ευρώπη και είναι συγγραφέας τριών βιβλίων στο αντικείμενο αυτό.

Το τελευταίο διάστημα έχει προσκληθεί να δώσει διαλέξεις και ομιλίες με θέμα την ευρωπαϊκή κρίση χρέους και τα προγράμματα προσαρμογής, τη νομισματική πολιτική και τις διεθνείς αγορές, μεταξύ άλλων, στα εξής διεθνούς φήμης πανεπιστήμια και ιδρύματα: Harvard University, Columbia University, NYU, LSE, Oxford University, National University of Singapore, Monash Business School (Melbourne), Banca d'Italia, Federal Reserve Bank of St. Louis, Council on Foreign Relations (Νέα Υόρκη), Brookings Institution, Institute of International Finance (Ουάσινγκτον), Bruegel Institute, Japan Center for Economic Research, OMFIF, Concordia κ.λπ.

Κατά καιρούς δημοσιεύει άρθρα στο διεθνές οικονομικό τύπο, ειδικότερα σε εφημερίδες και περιοδικά όπως Financial Times, Wall Street Journal, The Banker, OMFIF Bulletin κ.λπ.

Πρόσφατα βιβλία:

- Speeches on Monetary Policy and Global Capital Markets (2018), 705 σελ.
- Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών – Τόμος Β΄ (2015), 226 σελ.
- Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών – Τόμος Α΄ (2014), 241 σελ.

Πρόσφατες ομιλίες:

- Παρουσίαση βιβλίου στο NYU Stern School of Business, Νέα Υόρκη (Σεπτέμβριος 2018)



- Παρουσίαση βιβλίου στο Λονδίνο (Δεκέμβριος 2017)
- Ομιλία με τίτλο: “Post-MoU Greece: five proposals” στο 2ο Διεθνές Συνέδριο του Οικονομικού Επιμελητηρίου της Ελλάδος στο Κέντρο Πολιτισμού του Ιδρύματος Σταύρος Νιάρχος (Μάιος 2018).

### **Θεόδωρος Α. Μητράκος**

#### *Υποδιοικητής*

Γεννήθηκε στη Δόξα του Νομού Αρκαδίας το 1962. Είναι αριστούχος απόφοιτος των Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και διδάκτορας του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (M.A., PhD in Economics).

Την περίοδο 1987-1988 εργάστηκε ως ερευνητής στο Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ) και στη συνέχεια, κατά την περίοδο 1989-1997, στη Εθνική Στατιστική Αρχή σε θέματα Εθνικών Λογαριασμών. Από το 1997 εργάστηκε ως Οικονομολόγος-Ερευνητής στη Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, όπου δημιούργησε και ανέπτυξε τη Μονάδα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων. Κατά την περίοδο 2010-2011 διετέλεσε αντιπρόεδρος της Κτηματικής Εταιρίας του Δημοσίου.

Το 2011 εξελέγη Επίκουρος Καθηγητής στο Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, ενώ ως Επισκέπτης Καθηγητής διδάσκει στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών του Πανεπιστημίου Πελοποννήσου.

Έχει συμμετάσχει σε πολλά διεθνή συνέδρια και διαθέτει πλούσια ερευνητική και εκπαιδευτική εμπειρία. Το συγγραφικό του έργο είναι δημοσιευμένο σε διεθνή επιστημονικά περιοδικά και συλλογικούς τόμους, ενώ έχει συγγράψει με συνεργάτες του έξι βιβλία. Μεταξύ αυτών, “Η μορφολογία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και η διεθνής κρίση”, “Τα βήματα των μεταναστών στην ελληνική οικονομία”, “Structural change and banking employment”, καθώς και το βιβλίο “Εκπαίδευση και Αγορά Εργασίας”, το οποίο τιμήθηκε από την Ακαδημία Αθηνών. Η έρευνά του επικεντρώνεται σε θέματα αγοράς εργασίας, ευρωπαϊκής και νομισματικής πολιτικής, διανομής εισοδήματος και αγοράς ακινήτων.

Από το Μάρτιο του 2015 είναι Υποδιοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος.

Είναι επίσης Πρόεδρος του Ταμείου Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ), Μέλος της Επιτροπής Ελέγχου Δηλώσεων Περιουσιακής Κατάστασης της Βουλής και Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔ.ΔΗ.Χ.). Επιπλέον, εκπροσωπεί την Τράπεζα της Ελλάδος στην Economic and Financial Committee (EFC) της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

### **Γεώργιος – Σπυρίδων Ταβλάς**

#### *Μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και του Γενικού Συμβουλίου*

Ο Γεώργιος Ταβλάς είναι μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος, Αναπληρωτής του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος στο Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος. Κατέχει τη θέση του Διακεκριμένου Επισκέπτη Ερευνητή στο Hoover Institution του Stanford University και Επισκέπτη Καθηγητή στο Leicester University στο Ηνωμένο Βασίλειο. Πριν ξεκινήσει τη συνεργασία του με την Τράπεζα της Ελλάδος, διετέλεσε Επικεφαλής Διεύθυνσης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Εργάστηκε επίσης ως Ανώτερος Οικονομολόγος στην κυβέρνηση των ΗΠΑ και ως Σύμβουλος στην Παγκόσμια Τράπεζα και στον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης. Είναι απόφοιτος του Babson College και κατέχει Μεταπτυχιακό και Διδακτορικό Τίτλο στα Οικονομικά από το Πανεπιστήμιο της Νέας Υόρκης.

Διετέλεσε Ακαδημαϊκός Επισκέπτης στο Becker Friedman Institute του Πανεπιστημίου του Σικάγο, στο Κέντρο για την Ιστορία της Πολιτικής Οικονομίας του Duke University, στο Brookings Institution, στη Κεντρική Τράπεζα της Νότιας Αφρικής και στο Lebow School of Business του Drexel University. Επίσης, είναι ο αρχισυντάκτης του οικονομικού περιοδικού “Open Economies Review”, το οποίο εκδίδεται από τον εκδοτικό οίκο Springer.

**Δημήτριος Σιδέρης***Μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και του Γενικού Συμβουλίου*

Γεννήθηκε στην Αθήνα το 1964. Κατέχει Διδακτορικό Δίπλωμα (Ph.D.) από το Ευρωπαϊκό Πανεπιστημιακό Ινστιτούτο (European University Institute) στη Φλωρεντία, Μεταπτυχιακό Δίπλωμα Ειδίκευσης (MSc.) στα Οικονομικά από το Πανεπιστήμιο του Λονδίνου (Birckbeck College, University of London) και Πτυχίο από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Από το 1997 εργάζεται στην Τράπεζα της Ελλάδος, όπου προσελήφθη μετά από ειδικό διαγωνισμό. Εργαζόταν στην Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών (ΔΟΑΜ) ως επικεφαλής των Τμημάτων Οικονομετρικού Σχεδιασμού και Προβλέψεων και Εσωτερικής Οικονομίας.

Παράλληλα ακολούθησε και ακαδημαϊκή πορεία. Από το 1992 διδάσκει σε πανεπιστήμια του εξωτερικού (Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία) και της Ελλάδος αντικείμενα που καλύπτουν σχεδόν όλο το φάσμα της οικονομικής επιστήμης σε προπτυχιακό και μεταπτυχιακό επίπεδο. Σήμερα είναι Αναπληρωτής Καθηγητής Οικονομικής Θεωρίας στο Τμήμα Διεθνών, Ευρωπαϊκών και Περιφερειακών Σπουδών στο Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Έχει αξιόλογο αριθμό δημοσιεύσεων σε έγκριτα οικονομικά περιοδικά, στις εκδόσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ενώ έχει συγγράψει αρκετά δοκίμια εργασίας. Επίσης έχει σημαντικό αριθμό ανακοινώσεων σε συνέδρια, όπου έχει παρουσιάσει πρωτογενή έρευνα (συνέδρια της ΕΚΤ, της ΕΕ, της Τράπεζας της Ελλάδος, ICMAIF (του Παν/μιου Κρήτης), ASSET κ.λπ.).

Τα πεδία της ερευνητικής του ενασχόλησης περιλαμβάνουν την Διεθνή Πολιτική Οικονομία, τα Διεθνή Οικονομικά, τις Διεθνείς Νομισματικές Σχέσεις, τα Οικονομικά της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και την Ελληνική Οικονομία.

Συμμετείχε ως τακτικό μέλος σε ομάδες εργασίας των ΟΟΣΑ, Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ) και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και πιο αναλυτικά στις ομάδες WGF, WGEM, της ΕΚΤ, STEP του ΟΟΣΑ, EF της ΕΕ, LINK των Ηνωμένων Εθνών.

Το Σεπτέμβριο 2018 διορίστηκε ως μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος.

**Όλγα Χαρίτου***Μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και του Γενικού Συμβουλίου*

Η Όλγα Χαρίτου είναι διευθυντικό στέλεχος, με 40 περίπου έτη εμπειρία στην εφαρμογή και αξιοποίηση της τεχνολογίας στο χρηματοοικονομικό τομέα.

Είναι μαθηματικός με μεταπτυχιακό τίτλο (MSc) σε Computing Mathematics and Statistics από το University College Cardiff, University of Wales, U.K. από όπου αποφοίτησε με διάκριση.

Έχει άριστη γνώση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, της διατραπεζικής αγοράς και των συστημάτων πληρωμών, του εποπτικού, ρυθμιστικού και κανονιστικού πλαισίου συναλλαγών, καθώς και των τεχνολογικών εφαρμογών και μηχανισμών υποστήριξής τους.

Έχει μακρά εμπειρία στο σχεδιασμό και στην εφαρμογή συστημάτων πληροφορικής στον τραπεζικό και χρηματοοικονομικό κλάδο και στον σχεδιασμό καινοτόμων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με την αξιοποίηση των εξελίξεων της τεχνολογίας.

Από το 1981-2001 εργάστηκε ως Διευθυντικό Στέλεχος στον Τομέα Πληροφορικής και Οργάνωσης της Alpha Bank και από το 2001-2009 ήταν Διευθυντής Διοίκησης Πληροφορικής, υπεύθυνη στο σχεδιασμό και την υλοποίηση μεγάλων έργων Πληροφορικής για το δίκτυο της Τράπεζας, στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Ενδεικτικά μεγάλα έργα η Μετάπτωση του Ευρώ, η μετάπτωση στα IAS, η συγχώνευση της Ιονικής Τράπεζας, η ενοποίηση των Συστημάτων

Πληρωμών και των Back-Offices, καθώς και τα συστήματα MIS, EIS, Treasury, Risk και Asset/Private Management της Τράπεζας και του Ομίλου.

Τον Ιανουάριο του 2010 σύστησε την εταιρία ΟΜΙΚΡΟΝ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ ΜΕΠΕ και μέχρι τον Απρίλιο του 2019 ήταν ιδιοκτήτρια και Διευθύντρια της.

Η εταιρία είχε αντικείμενο την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σε θέματα Στρατηγικής, Σχεδιασμού και Υλοποίησης Εφαρμογών Πληροφορικής σε ελληνικές και ξένες εταιρίες, οι οποίες παρείχαν τις υπηρεσίες τους σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οργανισμούς, ασφαλιστικά ταμεία, ταμεία εναλλακτικών επενδύσεων, ταμεία διαχείρισης δημόσιου πλούτου (Sovereign funds), Asset Managers, Private and Wealth Managers, Investment Managers, Risk Managers, Compliance Officers, Family & Multi-family Offices, Prime Brokers κ.λπ.

Από τον Οκτώβριο του 2016 μέχρι τον Οκτώβριο του 2019 ήταν Μέλος του Εποπτικού Συμβουλίου της Ελληνικής Εταιρείας Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΥΠ).

Το Εποπτικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για την εποπτεία του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, η οποία διαχειρίζεται και αξιοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία και συμμετοχές του Δημοσίου που έχουν περιέλθει στην δικαιοδοσία της. Η ΕΕΣΥΠ αποσκοπεί την επαύξηση της αξίας και τη βελτίωση της απόδοσης των περιουσιακών της στοιχείων, καθώς και τη δημιουργία εσόδων, προς όφελος του Δημοσίου. Περαιτέρω, η Εταιρεία προωθεί μεταρρυθμίσεις των δημοσίων επιχειρήσεων μέσω αναδιάρθρωσης, βέλτιστης εταιρικής διακυβέρνησης και διαφάνειας, καθώς και μέσω της προαγωγής υπεύθυνης διοίκησης, κοινωνικής ευθύνης, αειφορίας, καινοτομίας και βέλτιστων εταιρικών πρακτικών.

Τον Απρίλιο του 2019 διορίστηκε μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος.

## **Ιουλία Αρμάγου**

### *Μέλος του Γενικού Συμβουλίου*

Γεννήθηκε στην Αθήνα στις 15 Ιουνίου 1958. Τελείωσε το Α΄ Τοσίτσειο Αρσάκειο Εκάλης το 1977 και αποφοίτησε από το Χημικό Τμήμα του Αριστοτέλειου Πανεπιστημίου Θεσσαλονίκης το 1981. Έκανε μεταπτυχιακές σπουδές στα πετρελαιοειδή στο ΕΜΠ (1984-1987) και στη συνέχεια ασχολήθηκε με την έρευνα στον τομέα της κοσμητολογίας με μεταπτυχιακές σπουδές το 1993 στην τοξικολογία της Ιατρικής σχολής του Πανεπιστημίου Αθηνών.

Την περίοδο 1982-1991 εργάστηκε ως χημικός ποιοτικού ελέγχου στην εταιρία πετρελαιοειδών Shell Company Hellas LTD. Στο διάστημα αυτό συμμετείχε το 1982-1983 στην επιτροπή Κανονισμών Λειτουργίας Εγκαταστάσεων Πετρελαιοειδών (ΥΒΕΤ) και το 1989 στην κοστολόγηση των καυσίμων (Υπ. Εθνικής Οικονομίας). Το 1983-1984 συμμετείχε στην περιβαλλοντολογική μελέτη για την επέκταση των ΕΛΔΑ και το 1985 εκπονεί τη μελέτη βιωσιμότητας της εταιρίας πετρελαιοειδών ΕΛΒΥΝ.

Το διάστημα 1989-1992, κατείχε θέσεις προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου σε επιχειρήσεις, διαδοχικά στην καλτσοβιομηχανία Πουρνάρα και στη σουηδική φαρμακευτική εταιρία NOBEL HELLAS.

Το 1992 με τον επίσης χημικό σύζυγό της Μ. Παπαευστρατίου ιδρύουν εταιρία έρευνας παραγωγής και εμπορίας καλλυντικών και παραφαρμακευτικών ειδών, την JULIETTE ARMAND, στην οποία είναι πρόεδρος μέχρι σήμερα. Η εν λόγω εταιρία είναι 100% ελληνική παραγωγική οικογενειακή επιχείρηση με εξαγωγική δραστηριότητα σε πάνω από 40 χώρες.

Είναι μέλος του Δ.Σ. του Πανελλήνιου Συνδέσμου Βιομηχανίας Καλλυντικών (μέλος του ΣΕΒ) από το 2017 μέχρι σήμερα.

Είναι μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος από το 2017.

### Ευάγγελος Γερανιωτάκης

*Μέλος του Γενικού Συμβουλίου*

Γεννήθηκε στις 25 Δεκεμβρίου του 1967 στην Αθήνα. Είναι απόφοιτος του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών και κάτοχος M.A. in Economics από το University of Kent, U.K. Βρίσκεται στη διαδικασία απόκτησης PhD in Economic and Writing-Up Status του Queen Mary's College.

Προσλήφθηκε με γραπτό διαγωνισμό στην Τράπεζα της Ελλάδος το 1997 μέσω προκήρυξης για εξειδικευμένο προσωπικό.

Διετέλεσε Προϊστάμενος του Τμήματος Έρευνας και Ανάλυσης Διεθνών Αγορών της Διεύθυνσης Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων της Τράπεζας της Ελλάδος (2012).

Είναι Πρόεδρος του Συλλόγου Υπαλλήλων Τράπεζας Ελλάδος και μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος από το 2013.

### Στέφανος Οκταποδάς

*Μέλος του Γενικού Συμβουλίου*

Είναι οικονομολόγος και έχει πραγματοποιήσει πανεπιστημιακές σπουδές στη Διοίκηση Επιχειρήσεων στην Ολλανδία και τις Η.Π.Α.

Έχει διατελέσει υψηλόβαθμο στέλεχος σε ανώτατες διευθυντικές θέσεις σε επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα.

Από το 1999 έως το 2011 διετέλεσε διευθυντικό στέλεχος του ομίλου τηλεπικοινωνιών Cosmote, αρχικά ως επικεφαλής οικονομικού ελέγχου και στη συνέχεια (2000/2011) ως Διευθύνων Σύμβουλος στην AMC, θυγατρική του ομίλου στην Αλβανία, ενώ παράλληλα διετέλεσε Διευθύνων Σύμβουλος της Cosmofon, θυγατρικής του ομίλου στα Βαλκάνια (2005/2008).

Δραστηριοποιήθηκε επιχειρηματικά το 2011, συμμετέχοντας μετοχικά στην ίδρυση της ελληνικής εταιρίας αναψυκτικών Green Cola Α.Ε., ασκώντας παράλληλα καθήκοντα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου της από το 2011 έως το 2014, ενώ έχει διατελέσει αντιπρόεδρος της ΛΑΡΚΟ και Διευθύνων Σύμβουλος της ΔΕΔΔΗΕ Α.Ε. (Διαχειρίστης του Ελληνικού Δικτύου Διανομής Ηλεκτρικής Ενέργειας).

Είναι μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος από το 2017.

### Αθανάσιος Σαββάκης

*Μέλος του Γενικού Συμβουλίου*

Πρόεδρος του Συνδέσμου Βιομηχανιών Ελλάδος. Πρόεδρος του Ελληνικού Χρηματιστηρίου Ενέργειας. Αντιπρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της SavvyCan AE - Hellenic Metal Packaging. Διευθύνων Σύμβουλος της BioSolids AE (βελτιωτικά εδάφους). Μέτοχος της National Can Hellas Α.Ε. Μέλος Δ.Ε. του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ). Γ' Αντιπρόεδρος του Ιδρύματος Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE). Γραμματέας του Συμβουλίου Ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας. Μέλος Δ.Σ. της Ελληνικής Παραγωγής – Συμβούλιο Βιομηχανιών για την Ανάπτυξη. Μέλος Δ.Σ. του Ελληνικού Συνδέσμου Επιχειρηματικών Πάρκων (ΕΣΕΠΠΑ). Αντιπρόεδρος Δ.Σ. του Κέντρου Επιχειρηματικής και Πολιτιστικής Ανάπτυξης (ΚΕΠΑ). Μέλος Δ.Σ. του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Θεσσαλονίκης (ΕΒΕΘ). Μέλος Δ.Σ. του Συνδέσμου Παραγωγών & Εμπόρων Λιπασμάτων (ΣΠΕΛ). Μέλος Δ.Σ. του Σωματείου Επιχειρηματικότητας Νέων (ΣΕΝ). Μέλος Δ.Σ. του Ιδρύματος Μουσείου Μακεδονικού Αγώνα (IMMA).

Κάτοχος MBA από το University of Stirling (UK), BSc in Business Studies & Economics από το University of Surrey (RIHE). Certified Lead Assessor για συστήματα BSEN ISO, από το Scottish Quality Management Center του Uni-

versity of Stirling. Έχει παρακολουθήσει το INSEAD Executive Education Program (Negotiation Dynamics & Strategic Management). Κάτοχος του Certificate in Purchasing and Supply Chain Management του International Federation of Purchasing & Supply Management.

Μιλάει Αγγλικά και Ιταλικά.

Είναι μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος από το 2017.

### **Νικόλαος Σκορίνης**

*Μέλος του Γενικού Συμβουλίου*

Γεννήθηκε στις 7 Ιανουαρίου 1948 στην Παλαιόβρυση Λακωνίας.

Ασχολήθηκε επί 38 έτη στον επιχειρηματικό τομέα της μουσικής και του βιβλίου. Υπήρξε εκδότης του περιοδικού “ΑΣΜΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟΝ”.

Διετέλεσε Γενικός Γραμματέας της ΓΣΕΒΕΕ (Γενική Συνομοσπονδία Επαγγελματιών Βιοτεχνών Εμπόρων Ελλάδας) κατά την περίοδο 1988-1993 και 2003-2013.

Υπήρξε ιδρυτικό μέλος της Οικονομικής Κοινωνικής Επιτροπής Ελλάδος (ΟΚΕ) και μέλος της Εκτελεστικής της Επιτροπής σε τρεις συνεχόμενες θητείες. Διετέλεσε Αντιπρόεδρος της ΟΚΕ την τετραετία 2012-2015 και Πρόεδρος την ίδια περίοδο της Α΄ Ομάδας των Εργοδοτών: (ΣΕΒ-ΕΣΕΕ-ΓΣΕΒΕΕ-ΣΕΤΕ-ΕΝΩΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ-ΕΝΩΣΗ ΕΛΛΗΝΩΝ ΕΦΟΠΛΙΣΤΩΝ κ.λπ.).

Συνέβαλε αποφασιστικά στην υπογραφή της εκάστοτε Εθνικής Συλλογικής Σύμβασης Εργασίας, από τη δεκαετία του 1990 μέχρι και το 2010, τις οποίες και συνυπέγραψε.

Έχει διοργανώσει και λάβει μέρος σε δεκάδες συνέδρια στην Ελλάδα και Ευρώπη· επιχειρηματικά, οικονομικά, συνδικαλιστικά, πολιτιστικά και κοινωνικού χαρακτήρα.

Άρθρα του και συνεντεύξεις έχουν δημοσιευθεί σε έντυπα και ηλεκτρονικά ΜΜΕ στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

Σύγχρονος συγγραφέας μυθιστορημάτων. Έργα του έχουν πάρει το δρόμο του θεάτρου, της μικρής και της μεγάλης οθόνης.

Είναι μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος από το 2015.

### **Γρηγόριος Στεργιούλης**

*Μέλος του Γενικού Συμβουλίου*

Ο Γρηγόριος Στεργιούλης από τον Οκτώβριο του 2019 είναι εκλεγμένο μέλος της Επιτροπής Ελέγχου της Τράπεζας της Ελλάδος.

Κατείχε τη θέση του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου του Οργανισμού Enterprise Greece από τον Ιούνιο του 2018, όπου και παρέμεινε μέχρι το Σεπτέμβριο του 2019.

Από το Φεβρουάριο του 2017 είναι μέλος του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ασκούσε τα καθήκοντα του Διευθύνοντος Συμβούλου στην Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε., από το Μάιο του 2015 και για τρία συναπτά έτη.

Το 1984 ξεκίνησε να εργάζεται στον Όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια, όπου ανελίχθηκε σε διευθυντικές θέσεις, σε διάφορους επιχειρησιακούς τομείς. Συμμετείχε στην ομάδα αναβάθμισης του Διυλιστηρίου Ασπροπύργου κατά την πε-

ρίοδο 1984-1987, ανέλαβε διάφορες θέσεις σε μελετητικές και παραγωγικές δραστηριότητες, με εξειδίκευση σε συστήματα ελέγχου και αριστοποίηση της παραγωγής και κατά το διάστημα 2008-2014 ανέλαβε Συντονιστής του Έργου αναβάθμισης του Διυλιστηρίου της Ελευσίνας.

Είναι χημικός μηχανικός, με μεταπτυχιακές σπουδές (MSc in Advanced Integrated Design) στη σχολή Houldsworth School of Applied Sciences του Πανεπιστημίου του Leeds στο Ηνωμένο Βασίλειο, από όπου και αποφοίτησε με διάκριση.

Διαθέτει σημαντική επαγγελματική εμπειρία στην πετρελαϊκή βιομηχανία και έχει εργαστεί σε εταιρίες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Έχει δημοσιεύσει τεχνικά άρθρα σε θέματα Αυτόματης Ρύθμισης, Συστημάτων Πληροφορικής της Παραγωγής και Συστημάτων Προηγμένης Ρύθμισης & Βελτιστοποίησης Λειτουργίας. Είναι ο συγγραφέας του βιβλίου με τίτλο: “Η Αγορά Πετρελαίου στην Νοτιοανατολική Ευρώπη”, το οποίο εξέδωσαν το Ινστιτούτο Ενέργειας Νοτιοανατολικής Ευρώπης και η Γενική Συνομοσπονδία Εργατών Ελλάδας, ενώ έχει συμμετάσχει σε πολλά συνέδρια ως εισηγητής.

## ΣΤ. ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΣΥΣΤΑΘΕΙΣΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Το Γενικό Συμβούλιο συστήνει μόνιμες ή προσωρινές Επιτροπές για να συνδράμουν στην εκπλήρωση των καθηκόντων του, να διευκολύνουν τις δραστηριότητές του και να υποστηρίξουν αποτελεσματικά τη λήψη αποφάσεων. Οι Επιτροπές έχουν συμβουλευτικό ρόλο, αλλά δύνανται επίσης να αναλάβουν συγκεκριμένες αρμοδιότητες που καθορίζονται από το Γενικό Συμβούλιο.

Η κύρια αποστολή των Επιτροπών είναι η εξέταση των θεμάτων που εμπίπτουν στις αρμοδιότητές τους, η προετοιμασία σχεδίων αποφάσεων προς έγκριση από το Γενικό Συμβούλιο και η υποβολή σχετικών ενημερώσεων, εκθέσεων, βασικών πληροφοριών και εισηγήσεων προς το Γενικό Συμβούλιο.

Το Γενικό Συμβούλιο έχει συστήσει τις ακόλουθες μόνιμες Επιτροπές:

### 1. Επιτροπή Ελέγχου

Η Επιτροπή Ελέγχου αποτελεί ανεξάρτητη επιτροπή και παρέχει υποστήριξη προς το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων του. Η Επιτροπή Ελέγχου επιβλέπει και αξιολογεί τις διαδικασίες κατάρτισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της Τράπεζας, σύμφωνα με τα ισχύοντα ελεγκτικά πρότυπα, και εξετάζει τις εκθέσεις των εξωτερικών ελεγκτών για θέματα αποκλίσεων από τις τρέχουσες λογιστικές πρακτικές, ενημερώνοντας σχετικά και το Γενικό Συμβούλιο για το αποτέλεσμα του υποχρεωτικού ελέγχου, για τη συμβολή του στην ακεραιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, καθώς και για το ρόλο της Επιτροπής Ελέγχου στην εν λόγω διαδικασία.

Στο πλαίσιο αυτό:

- διενεργεί συναντήσεις με τους εξωτερικούς ελεγκτές, χωρίς την παρουσία της Διοίκησης, μία φορά τουλάχιστον το χρόνο και οποτεδήποτε το κρίνει αναγκαίο, ιδίως δε κατά το στάδιο του προγραμματισμού, της διεξαγωγής του ελέγχου και της κατάρτισης των σχετικών εκθέσεων,
- διενεργεί συναντήσεις με τον Διευθυντή Εσωτερικής Επιθεώρησης και τον επικεφαλής της Μονάδας Διαχείρισης των Κινδύνων, χωρίς την παρουσία της Διοίκησης, τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο και εκτάκτως, κατά την κρίση της για θέματα της αρμοδιότητάς τους,
- καλεί οποιοδήποτε υπηρεσιακό παράγοντα, αρμοδίως, για την ενημέρωσή της επί θεμάτων που εμπίπτουν στο αντικείμενό της,
- διαμεσολαβεί για τη σύγκλιση τυχόν διαφορετικών απόψεων μεταξύ των εξωτερικών ελεγκτών και των εμπλεκόμενων διευθυντικών στελεχών της Τράπεζας, και
- ζητεί τη συνδρομή εμπειρογνομόνων, των οποίων η αμοιβή εγκρίνεται από το Γενικό Συμβούλιο.



Οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Ελέγχου συνίστανται ιδίως στις εξής:

- εξετάζει τις οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να διασφαλίζεται ότι η παρεχόμενη με αυτές πληροφόρηση είναι πλήρης, αξιόπιστη και σύμφωνη με το εκάστοτε ισχύον κανονιστικό πλαίσιο και τη νομοθεσία,
- αξιολογεί την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα των εξωτερικών ελεγκτών, καθώς επίσης επισκοπεί και παρακολουθεί τα κριτήρια και τη διαδικασία επιλογής τους,
- εξετάζει περιοδικά την επάρκεια και την αποτελεσματικότητα του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου της Τράπεζας και την επάρκεια των λειτουργιών της Διαχείρισης Κινδύνων και της Κανονιστικής Συμμόρφωσης,
- αξιολογεί το έργο της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης, με έμφαση σε θέματα που σχετίζονται με το βαθμό ανεξαρτησίας της, καθώς και την ποιότητα και το εύρος των διενεργούμενων ελέγχων,
- επιβεβαιώνει ότι οι κυριότεροι κίνδυνοι έχουν εντοπιστεί και αντιμετωπιστεί.

Η Επιτροπή Ελέγχου απαρτίζεται από τρία τουλάχιστον μέλη, τα οποία δεν έχουν εκτελεστικές αρμοδιότητες στην Τράπεζα και το ένα τουλάχιστον εξ αυτών ανταποκρίνεται, καθ' όλη τη διάρκεια της θητείας του, στις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- δεν θα κατέχει μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας και
- δεν θα έχει σχέση εξάρτησης με την Τράπεζα ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

Ένα τουλάχιστον από τα μέλη της Επιτροπής Ελέγχου θα πρέπει να διαθέτει εξειδίκευση και εμπειρία σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής.

Η θητεία των μελών της Επιτροπής Ελέγχου είναι τριετής και ανανεώσιμη. Παύση της θητείας προ της λήξεως αυτής μπορεί να αποφασιστεί από το Γενικό Συμβούλιο, εφόσον συντρέχει, αντιστοίχως, οποιαδήποτε από τις αιτίες παύσης της θητείας του Διοικητή, των Υποδιοικητών και των μελών του Γενικού Συμβουλίου, κατά τα ειδικώς προβλεπόμενα στο Καταστατικό της Τράπεζας.

Τα μέλη της Επιτροπής Ελέγχου δεν πρέπει να έχουν αρμοδιότητες ή ιδιότητες που μπορεί να θεωρηθούν ασυμβίβαστες με την αποστολή τους, συμμορφούμενα με τον “Κώδικα Συμπεριφοράς του Διοικητή και των Υποδιοικητών της Τράπεζας της Ελλάδος”, καθώς και τις διατάξεις του “Κώδικα Δεοντολογίας της Τράπεζας της Ελλάδος”.

Η Επιτροπή Ελέγχου συνεδριάζει τουλάχιστον ανά τρίμηνο και εκτάκτως, όποτε το κρίνει απαραίτητο. Επιπλέον, υποβάλλει ετησίως και εκτάκτως, όποτε της ζητηθεί, έκθεση στο Γενικό Συμβούλιο, διά του Διοικητή, αναφορικά με το έργο που της έχει ανατεθεί, αναφέροντας σχετικώς την άποψή της και παραθέτοντας προτάσεις για βελτιώσεις και μέτρα για την αντιμετώπιση των αδυναμιών που έχουν εντοπιστεί. Στην αρχή κάθε έτους συντάσσει το πρόγραμμα διεξαγωγής των εργασιών της και το υποβάλλει στο Γενικό Συμβούλιο διά του Διοικητή.

Στις 31.12.2019 η σύνθεση της Επιτροπής Ελέγχου είχε ως εξής:

Πρόεδρος:	Χαράλαμπος Σταματόπουλος
Μέλη:	- Δημήτριος Σιδέρης - Γρηγόριος Στεργιούλης - Διονύσιος Νικολάου

Επισημαίνεται ότι οι κ.κ. Γρηγόριος Στεργιούλης και Διονύσιος Νικολάου αντικατέστησαν τους κ.κ. Χρήστο Πολυζωγόπουλο και Ιωάννη Σιώμο, των οποίων η θητεία στην Επιτροπή Ελέγχου έληξε στις 22.7.2019.

Εντός του έτους 2019 η Επιτροπή Ελέγχου συνεδρίασε πέντε (5) φορές.

## 2. Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων

Σκοπός της Επιτροπής Διαχείρισης Κινδύνων είναι η αποτελεσματική κάλυψη όλων των μορφών κινδύνου, περιλαμβανομένων των χρηματοοικονομικών, λειτουργικών, κανονιστικών, και η διασφάλιση του ενοποιημένου ελέγχου τους, η εξειδικευμένη αντιμετώπισή τους και ο απαιτούμενος συντονισμός σε επίπεδο Τράπεζας.

Πιο συγκεκριμένα, η Επιτροπή:

- διαμορφώνει και εγκρίνει σε ετήσια βάση τη στρατηγική ανάληψης πάσης φύσεως κινδύνων και διαχείρισης κεφαλαίων που ανταποκρίνεται στους στόχους της Τράπεζας, καθώς και την πολιτική και τις αρχές που πρέπει να διέπουν τη διαχείριση κινδύνων ως προς την αναγνώριση, αξιολόγηση, μέτρηση, παρακολούθηση, έλεγχο και αντιμετώπισή τους, σε συνέπεια με την εκάστοτε επιχειρηματική στρατηγική και την επάρκεια των διαθέσιμων πόρων,
- αξιολογεί, σε εξαμηνιαία βάση τουλάχιστον, την επάρκεια και αποτελεσματικότητα της πολιτικής διαχείρισης κινδύνων και ιδίως τη συμμόρφωση προς το καθορισμένο επίπεδο ανοχής κινδύνου, καθώς και την καταλληλότητα των ορίων, των μέτρων και την επάρκεια των προβλέψεων σε σχέση με το ύψος και τη μορφή των αναλαμβανόμενων κινδύνων,
- λαμβάνει αποφάσεις και διατυπώνει συστάσεις σε περίπτωση κατά την οποία διαπιστώνει αδυναμία υλοποίησης της στρατηγικής που έχει διαμορφωθεί για τη διαχείριση κινδύνων της Τράπεζας ή αποκλίσεις ως προς την εφαρμογή της,
- ελέγχει την ανεξαρτησία, επάρκεια και αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της Μονάδας Διαχείρισης Κινδύνων της Τράπεζας,
- εγκρίνει σε ετήσια βάση την Πολιτική και τις αρχές που διέπουν την ανάπτυξη, εφαρμογή και παρακολούθηση του Πλαισίου Επιχειρησιακής Συνέχειας, ώστε να διασφαλίζεται η αδιάλειπτη επιχειρησιακή λειτουργία της Τράπεζας.

Η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων απαρτίζεται από τέσσερα μέλη, με Πρόεδρο τον Διοικητή, έναν Υποδιοικητή και δύο μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής. Ο Διοικητής, απουσιάζων ή κωλυόμενος, αναπληρώνεται από τον Υποδιοικητή που ορίζεται ως μέλος της Επιτροπής. Η Επιτροπή, στις συνεδριάσεις της οποίας ο Προϊστάμενος της Μονάδας Διαχείρισης Κινδύνων παρίσταται ως εισηγητής, ευρίσκεται σε απαρτία με την παρουσία τριών εκ των τεσσάρων μελών της. Η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων συνεδριάζει τουλάχιστον ανά εξάμηνο και εκτάκτως, όποτε κρίνεται σκόπιμο από τον Πρόεδρο.

Στις 31.12.2019 η σύνθεση της Επιτροπής Διαχείρισης Κινδύνων είχε ως εξής:

Πρόεδρος:	Γιάννης Στουρνάρας, Διοικητής
Μέλη:	- Ιωάννης Μουρμούρας, Υποδιοικητής - Δημήτριος Σιδέρης, μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής - Όλγα Χαρίτου, μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής

Επισημαίνεται ότι η κ. Όλγα Χαρίτου αντικατέστησε τον κ. Χαράλαμπο Σταματόπουλο, του οποίου η θητεία ως μέλους του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και συνακόλουθα του Γενικού Συμβουλίου έληξε στις 4.4.2019.

Εντός του έτους 2019 η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων συνεδρίασε τρεις (3) φορές.

## Ζ. ΟΡΓΑΝΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΞΟΥΣΙΑΣ

### 1. Διοικητής

Ο Διοικητής ασκεί τις εποπτικές, κυρωτικές και κανονιστικές αρμοδιότητες που προβλέπονται από το άρθρο 55Γ του Καταστατικού και αφορούν στην υποχρέωση παροχής στατιστικών πληροφοριών στην ΕΚΤ σύμφωνα με το άρθρο 5 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της κατ' εφαρμογή του εκδιδόμενης συμπληρωματικής νομοθεσίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η υποχρέωση παροχής στοιχείων περιλαμβάνει και τα απαιτούμενα στοιχεία για την κατάρτιση του ισοζυγίου

πληρωμών και των χρηματοοικονομικών λογαριασμών των επιμέρους τομέων της οικονομίας, καθώς και για τον υπολογισμό της διεθνούς επενδυτικής θέσης της χώρας. Στο πλαίσιο αυτό, ορίζει τα στοιχεία και τις πληροφορίες που οφείλουν να παρέχονται από τα υπόχρεα πρόσωπα εν αναφορά προς τις συναλλαγές τους με πρόσωπα εγκατεστημένα στην ημεδαπή ή την αλλοδαπή και τις έναντι των προσώπων αυτών απαιτήσεις και υποχρεώσεις τους, καθώς και τον τρόπο, το χρόνο και τη διαδικασία παροχής αυτών και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια.

## 2. Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής αναλύει τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και εξετάζει την επίδραση της νομισματικής πολιτικής που χαράσσεται στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, με την επιφύλαξη της ανεξαρτησίας του Διοικητή από οδηγίες, όπως προβλέπεται στο άρθρο 22 του Καταστατικού. Επίσης, εξετάζει την επίδραση των αποφάσεων που λαμβάνονται στο προαναφερθέν πλαίσιο σχετικά με θέματα που αφορούν τη λειτουργία και αποτελεσματικότητα των συστημάτων και μέσων πληρωμών και την έκδοση τραπεζογραμματίων.

Κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του ΕΣΚΤ το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής ενεργεί σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της ΕΚΤ, τις οποίες και ενσωματώνει στο εγχώριο δίκαιο.

Οι παραπάνω αρμοδιότητες ασκούνται μέσω της έκδοσης Πράξεων του Συμβουλίου και της μετέπειτα δημοσίευσής τους στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής αποτελείται από τον Διοικητή, τους δύο Υποδιοικητές και άλλα τρία μέλη που διορίζονται με Προεδρικό Διάταγμα, εκδιδόμενο μετά από πρόταση του Υπουργικού Συμβουλίου, ύστερα από γνώμη του Διοικητή, και δίνουν τον προβλεπόμενο στο άρθρο 22 του Καταστατικού όρκο.

Τα μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής οφείλουν και μετά την παύση των καθηκόντων τους να μην αποκαλύπτουν πληροφορίες των οποίων έλαβαν γνώση κατά την άσκηση των καθηκόντων τους και οι οποίες καλύπτονται από το επαγγελματικό απόρρητο.

Οι όροι απασχόλησης και οι αποδοχές των μελών του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής καθορίζονται με απόφαση του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας.

Ο Διοικητής και οι Υποδιοικητές είναι μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής, ως εκ της ιδιότητάς τους, και η θητεία τους διαρκεί για όσο χρόνο έχουν την ιδιότητα αυτή. Η θητεία των υπολοίπων μελών είναι εξαετής και μπορεί να ανανεώνεται. Σε περίπτωση θανάτου ή αποχώρησης για οποιονδήποτε λόγο μέλους του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής, εκτός από τον Διοικητή και τους Υποδιοικητές, πριν από τη λήξη της θητείας τους, η θητεία του μέλους που διορίζεται σε αντικατάστασή του θα περιλαμβάνει το υπόλοιπο της θητείας του θανόντος ή αποχωρήσαντος μέλους και μία ακόμη πλήρη θητεία, εφόσον το υπολειπόμενο μέρος της θητείας είναι μικρότερο από δύο έτη.

Πρόεδρος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής είναι ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, αναπληρούμενος κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 32 του Καταστατικού. Ο Πρόεδρος καλεί τα μέλη του Συμβουλίου σε συνεδρίαση όταν παρίσταται ανάγκη και τουλάχιστον μία φορά το μήνα.

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής βρίσκεται σε απαρτία όταν παρίστανται τέσσερα τουλάχιστον μέλη. Το Συμβούλιο αποφασίζει κατά πλειοψηφία. Σε περίπτωση ισοψηφίας υπερισχύει η ψήφος του Προέδρου. Σε περίπτωση θανάτου, λήξης της θητείας ή αποχώρησης μελών του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και μέχρι τον ορισμό νέων μελών, το Συμβούλιο μπορεί να λειτουργεί με ελλιπή συγκρότηση.

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής επικουρείται στο έργο του από υπηρεσιακές μονάδες της Τράπεζας και από επιτροπές αποτελούμενες από μέλη του και από υπαλλήλους της Τράπεζας, στις οποίες επιτροπές μπορεί να αναθέτει τη λήψη αποφάσεων επί ορισμένων θεμάτων της αρμοδιότητάς του, διατηρούμενης πάντως της αρμοδιότητας του Συμβουλίου να αποφασίζει και επί των θεμάτων αυτών.

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής μπορεί να αναθέτει την εποπτεία τομέων της αρμοδιότητάς του σε ορισμένα μέλη του.

Τα μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής είναι ως εκ του λειτουργήματός τους μέλη και του Γενικού Συμβουλίου της Τράπεζας (άρθρο 35Α του Καταστατικού).

### 3. Εκτελεστική Επιτροπή

Σύμφωνα με το άρθρο 28 του Καταστατικού η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Διοικητή και τους Υποδιοικητές, προσκαλείται από τον Διοικητή ή, εν απουσία του, από τον αναπληρούντα αυτόν Υποδιοικητή, και αποφασίζει με απαρτία και πλειοψηφία δύο μελών, στα οποία πρέπει να συγκαταλέγεται ο Διοικητής, εκτός αν αυτός αναπληρώνεται κατά τα ανωτέρω. Εάν δεν σχηματίζεται απαρτία, στην Επιτροπή μετέχει και το μέλος του Γενικού Συμβουλίου που ορίζεται κατά το τελευταίο εδάφιο του άρθρου 32. Το Γενικό Συμβούλιο ορίζει κατ' έτος τρία μέλη του από τα μη μετέχοντα στην Εκτελεστική Επιτροπή προς παρακολούθηση της άσκησης της αρμοδιότητάς της, δυνάμει να αναφέρονται στο Συμβούλιο.

Οι αρμοδιότητες της Εκτελεστικής Επιτροπής ρυθμίζονται από τη νομοθεσία εποπτείας πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων (βλ. ενδεικτικά ν. 4261/2014, ν. 4364/2016 και ν. 4537/2018), καθώς επίσης από το άρθρο 55Α του Καταστατικού.

Οι εν λόγω αρμοδιότητες αφορούν στην άσκηση κατασταλτικής εποπτείας υπό την έννοια της επιβολής διοικητικών κυρώσεων εις βάρος εποπτευόμενων φυσικών ή νομικών προσώπων, καθώς επίσης των μελών της διοίκησής τους. Ομοίως, συγκαταλέγονται η άσκηση κανονιστικών αρμοδιοτήτων κατόπιν ρητής και ειδικής νομοθετικής εξουσιοδοτικής διάταξης, καθώς επίσης η λήψη εποπτικών μέτρων και η εποπτεία αναφορικά με τη φερεγγυότητα, τη διασφάλιση επαρκούς ρευστότητας και τη διαρκή συμμόρφωση των εποπτευομένων με τις διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας.

Στόχοι της εποπτείας είναι η σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του πιστωτικού συστήματος και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί μεταξύ άλλων την μακροπροληπτική αρμοδιότητα προς ενίσχυση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μείωση της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων.

### 4. Επιτροπή Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων

Η εν λόγω Επιτροπή έχει συσταθεί με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος 1/20.12.2012 “Ανασύσταση Επιτροπής Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων και ανάθεση αρμοδιότητας” (ΦΕΚ Β' 3410), όπως ισχύει μετά τις τελευταίες τροποποιήσεις της με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 52/2.10.2015 “Σύνθεση και αρμοδιότητες της Επιτροπής Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων και της Επιτροπής Μέτρων Εξυγίανσης της Τράπεζας της Ελλάδος” (ΦΕΚ Β' 2312) και την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 165/17.12.2019 “Τροποποίηση της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 52/2.10.2015” (ΦΕΚ Β' 4730).

Στις αρμοδιότητές της συγκαταλέγεται η έκδοση των κανονιστικών και ατομικών αποφάσεων και εισηγήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων που εμπίπτουν στο πεδίο του άρθρου 55Α του Καταστατικού. Στις ανωτέρω αποφάσεις και εισηγήσεις περιλαμβάνονται ιδίως εκείνες που αφορούν την ίδρυση, την ανάκληση αδείας, τους όρους λειτουργίας των εποπτευομένων ιδρυμάτων, τη λήψη μέτρων και την επιβολή κυρώσεων και προστίμων σε νομικά και φυσικά πρόσωπα.

Η Επιτροπή Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων συγκροτείται από τον Διοικητή ως Πρόεδρο και ως μέλη από τον Υποδιοικητή που δεν μετέχει στην Επιτροπή Μέτρων Εξυγίανσης, καθώς επίσης από τους Διευθυντές των ακόλουθων Διευθύνσεων: (α) Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος, (β) Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης, (γ) Εργασιών Δημοσίου, (δ) Επιθεώρησης Εποπτευομένων Εταιρειών, και (ε) Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Ο Διοικητής σε περίπτωση απουσίας ή κωλύματος, αναπληρώνεται από τον ως άνω Υποδιοικητή. Σε περίπτωση ισοψηφίας υπερισχύει η ψήφος του Προέδρου.

### 5. Επιτροπή Μέτρων Εξυγίανσης

Η εν λόγω Επιτροπή έχει συσταθεί με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος 6/08.01.2013 “Ανασύσταση Επιτροπής Μέτρων Εξυγίανσης και ανάθεση αρμοδιοτήτων” (ΦΕΚ Β' 13), όπως ισχύει μετά την τροποποίησή της με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 52/2.10.2015 “Σύνθεση και αρμοδιότητες της Επιτροπής Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων και της Επιτροπής Μέτρων Εξυγίανσης της Τράπεζας της Ελλάδος” (ΦΕΚ Β' 2312).

2312) και την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 130/22.01.2018 “Τροποποίηση της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 52/2.10.2015” (ΦΕΚ Β΄ 609).

Στις αρμοδιότητές της συγκαταλέγεται η έκδοση των κανονιστικών και ατομικών αποφάσεων και εισηγήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος ως αρχής εξυγίανσης, οι οποίες εκδίδονται σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού (ΕΕ) αριθμ. 806/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Ιουλίου 2014, “περί θεσπίσεως ενιαίων κανόνων και διαδικασίας για την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και ορισμένων επιχειρήσεων επενδύσεων στο πλαίσιο ενός Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης και ενός Ενιαίου Ταμείου Εξυγίανσης και τροποποίησής του κανονισμού (ΕΕ) αριθμ. 1093/2010” (ΕΕ L 225 (30.7.2014)) και τις διατάξεις του άρθρου 2 ν. 4335/2015 (ΦΕΚ Α΄ 87/23.07.2015), καθώς και η έκδοση των αποφάσεων που αφορούν διαδικασίες εξυγίανσης, οι οποίες ήταν εκκρεμείς κατά τη θέση σε ισχύ του ως άνω νόμου.

Η Επιτροπή Μέτρων Εξυγίανσης συγκροτείται από τον Υποδιοικητή, στον οποίο αναφέρεται η Διεύθυνση Εξυγίανσης Πιστωτικών Ιδρυμάτων, ως Πρόεδρο, και ως μέλη από τους Διευθυντές των ακόλουθων Διευθύνσεων: (α) Στατιστικής, (β) Συστημάτων Πληρωμών και Διακανονισμού, και (γ) Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων. Ο Υποδιοικητής, σε περίπτωση απουσίας ή κωλύματος, αναπληρώνεται από το μέλος του Γενικού Συμβουλίου που ορίζεται κατά το τελευταίο εδάφιο του άρθρου 32 του Καταστατικού. Σε περίπτωση ισοψηφίας υπερσχύει η ψήφος του Προέδρου.

## Η. ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ

Οι Διευθύνσεις της Τράπεζας παρουσιάζονται στο Οργανόγραμμα που είναι αναρτημένο στον ιστοχώρο της Τράπεζας (<https://www.bankofgreece.gr/trapeza/dioikisi-domi/organogramma>). Οι Διευθύνσεις λειτουργούν σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας Διευθύνσεων της Τράπεζας.

## Θ. ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑ

### 1. Υπεύθυνος Προστασίας Δεδομένων (DPO – Data Protection Officer)

Ορίζεται με απόφαση της Διοίκησης, στην οποία και αμέσως αναφέρεται, και είναι υπεύθυνος για τον σχεδιασμό του λειτουργικού πλαισίου προστασίας δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα της Τράπεζας, τη διασφάλιση της εφαρμογής και της συμμόρφωσης με το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο και τη διαβούλευση με τις εποπτικές αρχές, όποτε αυτή απαιτείται.

Κύρια καθήκοντά του αποτελούν:

- ο σχεδιασμός της στρατηγικής, του προγράμματος και του λειτουργικού πλαισίου προστασίας δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα (επιμέρους πολιτικές, διαδικασίες και οδηγίες) της Τράπεζας,
- η παρακολούθηση του υφιστάμενου νομοθετικού πλαισίου, καθώς και των ειδικών διατάξεων που αφορούν στην Τράπεζα σχετικά με την προστασία δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα και η διασφάλιση της εφαρμογής και της συμμόρφωσης της Τράπεζας με αυτό,
- η παρακολούθηση των κινδύνων που σχετίζονται με την επεξεργασία δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα,
- η ενημέρωση, η καθοδήγηση και η υποστήριξη των Συντονιστών Προστασίας Δεδομένων κατά την άσκηση των καθημερινών τους καθηκόντων, όπως απορρέουν από το λειτουργικό πλαίσιο προστασίας δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα της Τράπεζας,
- ο συντονισμός, η οργάνωση, η καθοδήγηση και η εποπτεία των σχετικών δράσεων και ενεργειών που αναλαμβάνονται στην Τράπεζα σχετικά με την προστασία δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα (π.χ. γνωστοποίηση παραβίασης δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα, γνωμοδότηση αναφορικά με την εκτίμηση αντικτύπου),
- η παροχή συμβουλών για την κατάρτιση συμβάσεων με τρίτα μέρη που πρόκειται να επεξεργαστούν δεδομένα προσωπικού χαρακτήρα για λογαριασμό της Τράπεζας,

- η συνεργασία με την Αρχή Προστασίας Δεδομένων Προσωπικού Χαρακτήρα και λοιπές εποπτικές αρχές, όποτε αυτό απαιτείται, και
- η υποβολή περιοδικών αναφορών στη Διοίκηση της Τράπεζας.

## 2. Σύμβουλος Δεοντολογίας

Ορίζεται με απόφαση της Διοίκησης, επικουρεί την Τράπεζα στην προαγωγή υψηλών προτύπων επαγγελματικής συμπεριφοράς και είναι υπεύθυνος για την τήρηση και ορθή εφαρμογή του “Κώδικα Δεοντολογίας της Τράπεζας της Ελλάδος”. Ειδικότερα:

- παρέχει συμβουλές και κατευθύνσεις για την ορθή εφαρμογή του Κώδικα,
- μεριμνά για την ευαισθητοποίηση των αποδεκτών του Κώδικα στα εν λόγω θέματα, μέσω: α) εκπαίδευσης, β) ανάρτησης του Κώδικα στο εσωτερικό δίκτυο, κ.λπ.
- εντοπίζει ενδεχόμενους κινδύνους από τη μη εφαρμογή του Κώδικα,
- εξετάζει κάθε θέμα δεοντολογίας που προκύπτει και προτείνει στη Διοίκηση νέους ερμηνευτικούς δεοντολογικούς κανόνες,
- δέχεται αναφορές παραβίασης του Κώδικα και ενημερώνει αρμοδίως,
- αναλαμβάνει την ευθύνη να ενημερώνει τους εμπλεκόμενους αποδέκτες του Κώδικα για την πορεία των διαδικασιών,
- τηρεί αρχείο του ιστορικού όλων των αναφορών και περιστατικών που του έχουν αναφερθεί.

## Ι. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΠΟΙΚΙΛΟΜΟΡΦΙΑ

Η παροχή ίσων ευκαιριών απασχόλησης και εξέλιξης για όλους τους εργαζόμενους της Τράπεζας της Ελλάδος δεν αποτελεί απλώς νομική υποχρέωση, αλλά είναι συστατικό στοιχείο της πολιτικής της για το Ανθρώπινο Δυναμικό. Η πολιτική αυτή ενσωματώνεται στις διαδικασίες και στις πρακτικές διοίκησης του Ανθρώπινου Δυναμικού, εξασφαλίζοντας την αποτελεσματική τήρησή της. Προς τούτο, η Τράπεζα προωθεί την ισότητα στη μεταχείριση και την αξιοκρατική εξέλιξη του προσωπικού, δίνοντας ίσες ευκαιρίες εξέλιξης σε άνδρες και γυναίκες εργαζόμενους και εφαρμόζοντας ενιαία μισθολογική πολιτική ανεξαρτήτως φύλου σε όλες τις κατηγορίες εργαζομένων. Η Τράπεζα της Ελλάδος σέβεται και προασπίζει τη διαφορετικότητα των εργαζομένων της ανεξαρτήτως φύλου, ηλικίας, εθνικότητας, πολιτικών και θρησκευτικών πεποιθήσεων ή οποιασδήποτε άλλης διακρίσεως.

Αναφορικά με την ποικιλομορφία, τόσο σε επίπεδο Γενικού Συμβουλίου όσο και σε επίπεδο Ανωτάτης Διοικήσεως εκπροσωπούνται διάφορες ηλικιακές ομάδες με ποικίλη ακαδημαϊκή και εργασιακή εμπειρία, ώστε να καλύπτονται τα γνωστικά αντικείμενα και η εμπειρία που απαιτούνται για την ορθή και αποτελεσματική εκπλήρωση των καθηκόντων τους.

Προς επίρρωση τούτων, η Τράπεζα εφαρμόζει Κώδικα Δεοντολογίας, σε εναρμόνιση με τις Κατευθυντήριες Γραμμές (ΕΕ) 2015/855 και (ΕΕ) 2015/856 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 12ης Μαρτίου 2015, στον οποίο περιλαμβάνεται ρητά υποχρέωση ίσης μεταχείρισης και αποφυγής διακρίσεων.

## ΙΑ. ΛΟΙΠΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Τέλος σημειώνεται ότι η Τράπεζα εξαιρείται ρητά του πεδίου εφαρμογής της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 3 της εν λόγω Οδηγίας.



## **Έκθεση Ανεξάρτητου Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή**

---

Προς τους Μετόχους της ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

### **Έκθεση Ελέγχου επί των Οικονομικών Καταστάσεων**

#### **Γνώμη**

Έχουμε ελέγξει τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (η Τράπεζα), οι οποίες αποτελούνται από τον ισολογισμό της 31ης Δεκεμβρίου 2019, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και τον πίνακα διάθεσης κερδών της χρήσεως που έληξε την ημερομηνία αυτή, καθώς και περίληψη σημαντικών λογιστικών αρχών και μεθόδων και λοιπές επεξηγηματικές πληροφορίες.

Κατά τη γνώμη μας, οι συνημμένες οικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν εύλογα, από κάθε ουσιώδη άποψη, την οικονομική θέση της Τράπεζας της Ελλάδος κατά την 31η Δεκεμβρίου 2019 και τη χρηματοοικονομική της επίδοση για τη χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές που έχει καθορίσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), με την "Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2016/2249 της 3.11.2016 (ΕΚΤ/2016/34)" με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, όπως αυτές έχουν υιοθετηθεί από την Τράπεζα στο άρθρο 54Α του Καταστατικού της και για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες της ΕΚΤ εφαρμόζονται οι διατάξεις του Ν. 4548/2018 "Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών" και του Ν.4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα», όπου αυτά έχουν εφαρμοστεί από την Τράπεζα Ελλάδος.

#### **Βάση γνώμης**

Διενεργήσαμε τον έλεγχο μας σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου (ΔΠΕ) όπως αυτά έχουν ενσωματωθεί στην Ελληνική Νομοθεσία. Οι ευθύνες μας, σύμφωνα με τα πρότυπα αυτά περιγράφονται περαιτέρω στην ενότητα της έκθεσής μας "Ευθύνες ελεγκτή για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων". Είμαστε ανεξάρτητοι από την Τράπεζα, καθ' όλη τη διάρκεια του διορισμού μας, σύμφωνα με τον Κώδικα Δεοντολογίας για Επαγγελματίες Ελεγκτές του Συμβουλίου Διεθνών Προτύπων Δεοντολογίας Ελεγκτών, όπως αυτός έχει ενσωματωθεί στην Ελληνική Νομοθεσία και τις απαιτήσεις δεοντολογίας που σχετίζονται με τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων στην Ελλάδα και έχουμε εκπληρώσει τις δεοντολογικές μας υποχρεώσεις σύμφωνα με τις απαιτήσεις της ισχύουσας νομοθεσίας και του προαναφερόμενου Κώδικα Δεοντολογίας. Πιστεύουμε ότι τα ελεγκτικά τεκμήρια που έχουμε αποκτήσει είναι επαρκή και κατάλληλα να παρέχουν βάση για τη γνώμη μας.



## Σημαντικότερα θέματα ελέγχου

Τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου είναι εκείνα τα θέματα που, κατά την επαγγελματική μας κρίση, ήταν εξέχουσας σημασίας στον έλεγχό μας επί των οικονομικών καταστάσεων της ελεγχόμενης χρήσεως. Τα θέματα αυτά και οι σχετιζόμενοι κίνδυνοι ουσιώδους ανακρίβειας αντιμετωπίστηκαν στο πλαίσιο του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων ως σύνολο, για τη διαμόρφωση της γνώμης μας επί αυτών και δεν εκφέρουμε ξεχωριστή γνώμη για τα θέματα αυτά.

Σημαντικότερα θέματα ελέγχου	Πώς αντιμετωπίστηκαν τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου
<p>Πρόβλεψη έναντι πιστωτικού κινδύνου</p> <p>Η πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων ανήλθε κατά την 31 Δεκεμβρίου 2019 σε € 4.539 εκατ., σε σύγκριση με € 5.307 εκατ. κατά την 31 Δεκεμβρίου 2018. Η πρόβλεψη αυτή, περιλαμβάνει και την πρόβλεψη έναντι πιστωτικού κινδύνου. Η εκτίμηση και επιμέτρηση της πρόβλεψης έναντι του πιστωτικού κινδύνου γίνεται από τη Διοίκηση, με τη χρήση μοντέλου, είναι υποκειμενική και εμπεριέχει υψηλό βαθμό κρίσης που ασκεί η Διοίκηση κι επομένως θεωρήσαμε ότι αποτελεί ένα σημαντικό θέμα ελέγχου. Η Διοίκηση έχει παράσχει πληροφορίες σχετικά με την πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων στη σημείωση 12 "Προβλέψεις", παράγραφος "γ. Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων" των οικονομικών καταστάσεων.</p>	<p>Με βάση την αξιολόγηση των ελεγκτικών κινδύνων και ακολουθώντας μια προσέγγιση βασισμένη στον κίνδυνο, αξιολογήσαμε την επάρκεια της πρόβλεψης έναντι του πιστωτικού κινδύνου που επιμετράται από την Τράπεζα. Οι ελεγκτικές διαδικασίες που ακολουθήσαμε περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Αξιολόγηση του σχεδιασμού των εσωτερικών δικλίδων ελέγχου που σχετίζονται με την πρόβλεψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου που επιμετράται από τη Διοίκηση, συμπεριλαμβανομένων των εσωτερικών δικλίδων που σχετίζονται με την καταλληλότητα της μεθόδου και του μοντέλου καθώς και των κρίσεων που ασκεί η Διοίκηση για την εκτίμηση της πρόβλεψης αυτής.</li> <li>Με την υποστήριξη των ειδικών εμπειρογνομόνων μας (risk specialists), αξιολόγηση της καταλληλότητας της μεθοδολογίας και του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε από τη Διοίκηση για την επιμέτρηση του πιστωτικού κινδύνου καθώς και αξιολόγηση της κρίσεως που άσκησε η Διοίκηση.</li> <li>Έλεγχος της πληρότητας και της καταλληλότητας των υποκείμενων δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν για την επιμέτρηση του πιστωτικού κινδύνου και σε δειγματοληπτική βάση έλεγχος της ακρίβειας των δεδομένων αυτών.</li> <li>Αξιολόγηση της ακρίβειας των γνωστοποιήσεων που σχετίζονται με αυτό το σημαντικό θέμα.</li> </ul>



## Σημαντικότερα θέματα ελέγχου

## Πώς αντιμετωπίστηκαν τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου

### Πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους

Η πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους ανήλθε κατά την 31 Δεκεμβρίου 2019 σε € 2.735,2 εκατ., σε σύγκριση με € 2.168,8 εκατ. κατά την 31 Δεκεμβρίου 2018.

Η εκτίμηση της πρόβλεψης για παροχές προς ασφαλισμένους γίνεται με τη χρήση αναλογιστικού μοντέλου και περιλαμβάνει την άσκηση κρίσης της Διοίκησης αναφορικά με τον προσδιορισμό των σημαντικών αναλογιστικών παραδοχών. Η εκτίμηση των παραδοχών αυτών ενέχει σημαντικό βαθμό υποκειμενικότητας. Εξαιτίας της υποκειμενικότητας και του υψηλού βαθμού κρίσης που ασκείται από τη Διοίκηση θεωρήσαμε ότι αποτελεί ένα σημαντικό θέμα ελέγχου.

Η Διοίκηση έχει παράσχει περαιτέρω πληροφορίες στη σημείωση 12 "Προβλέψεις", παράγραφος "β. Πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους" των οικονομικών καταστάσεων.

Με βάση την αξιολόγηση των ελεγκτικών κινδύνων και ακολουθώντας μια προσέγγιση βασισμένη στον κίνδυνο αξιολογήσαμε τη μεθοδολογία και τις παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν από τη Διοίκηση αναφορικά με την πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους. Οι ελεγκτικές διαδικασίες που ακολουθήσαμε περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων:

- Αξιολόγηση του σχεδιασμού των εσωτερικών δικλίδων ελέγχου που σχετίζονται με την πληρότητα και ακρίβεια των δεδομένων, την μεθοδολογία καθώς και τις παραδοχές που χρησιμοποίησε η Διοίκηση για την εκτίμηση της πρόβλεψης για παροχές προς ασφαλισμένους.
- Αξιολόγηση, με την υποστήριξη των ειδικών εμπειρογνομόνων μας (αναλογιστές), της καταλληλότητας και του εύλογου των σημαντικών αναλογιστικών παραδοχών που χρησιμοποιήθηκαν στην αναλογιστική μελέτη για την εκτίμηση των προβλέψεων για παροχές προς ασφαλισμένους.
- Έλεγχος της πληρότητας των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν από τον εξωτερικό αναλογιστή και σε δειγματοληπτική βάση έλεγχος της ακρίβειας αυτών.
- Αξιολόγηση της ακρίβειας των γνωστοποιήσεων που σχετίζονται με αυτό το σημαντικό θέμα.



## Άλλες πληροφορίες

Η διοίκηση είναι υπεύθυνη για τις άλλες πληροφορίες. Οι άλλες πληροφορίες περιλαμβάνονται στην Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου, για την οποία γίνεται σχετική αναφορά στην Έκθεση επί άλλων Νομικών και Κανονιστικών Απαιτήσεων στην Έκθεση για την Ελληνική Οικονομία (Μέρος Α της Έκθεσης του Διοικητή χρήσης 2019) αλλά δεν περιλαμβάνουν τις Οικονομικές Καταστάσεις και την έκθεση ελέγχου επί αυτών. Η Έκθεση του Διοικητή αναμένεται να τεθεί στη διάθεσή μας μετά την ημερομηνία της έκθεσης ελέγχου.

Η γνώμη μας επί των οικονομικών καταστάσεων δεν καλύπτει τις άλλες πληροφορίες και δεν εκφράζουμε με τη γνώμη αυτή οποιασδήποτε μορφής συμπέρασμα διασφάλισης επί αυτών.

Σε σχέση με τον έλεγχό μας επί των οικονομικών καταστάσεων, η ευθύνη μας είναι να αναγνώσουμε τις άλλες πληροφορίες και με τον τρόπο αυτό, να εξετάσουμε εάν οι άλλες πληροφορίες είναι ουσιωδώς ασυνεπείς με τις οικονομικές καταστάσεις ή τις γνώσεις που αποκτήσαμε κατά τον έλεγχο ή αλλιώς φαίνεται να είναι ουσιωδώς εσφαλμένες. Εάν, όταν διαβάσουμε την Έκθεση του Διοικητή με βάση τις εργασίες που έχουμε εκτελέσει, καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ουσιώδες σφάλμα σε αυτές τις άλλες πληροφορίες, είμαστε υποχρεωμένοι να αναφέρουμε το γεγονός αυτό στους υπεύθυνους για τη διακυβέρνηση της Τράπεζας.

## Ευθύνες της διοίκησης και των υπευθύνων για τη διακυβέρνηση επί των οικονομικών καταστάσεων

Η διοίκηση έχει την ευθύνη για την κατάρτιση και εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές που έχει καθορίσει η ΕΚΤ, με την Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2016/2249 της 3.11.2016 (ΕΚΤ/2016/34) με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, όπως αυτές έχουν υιοθετηθεί από την Τράπεζα στο άρθρο 54Α του Καταστατικού της και για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες της ΕΚΤ, εφαρμόζονται οι διατάξεις του Ν. 4548/2018 "Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών" και του Ν.4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα», όπου αυτά έχουν εφαρμοστεί από την Τράπεζα Ελλάδος, όπως και για εκείνες τις δικλίδες εσωτερικού ελέγχου που η διοίκηση καθορίζει ως απαραίτητες, ώστε να καθίσταται δυνατή η κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων απαλλαγμένων από ουσιώδες σφάλμα, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος.

Κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, η διοίκηση είναι υπεύθυνη για την αξιολόγηση της ικανότητας της Τράπεζας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της, γνωστοποιώντας όπου συντρέχει τέτοια περίπτωση, τα θέματα που σχετίζονται με τη συνεχιζόμενη δραστηριότητα και τη χρήση της λογιστικής αρχής της συνεχιζόμενης δραστηριότητας,

Η Επιτροπή Ελέγχου (άρθ. 44 ν.4449/2017) της Τράπεζας έχει την ευθύνη εποπτείας της διαδικασίας χρηματοοικονομικής αναφοράς της Τράπεζας.



### Ευθύνες ελεγκτή για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων

Οι στόχοι μας είναι να αποκτήσουμε εύλογη διασφάλιση για το κατά πόσο οι οικονομικές καταστάσεις, στο σύνολο τους, είναι απαλλαγμένες από ουσιώδες σφάλμα, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος και να εκδώσουμε έκθεση ελεγκτή, η οποία περιλαμβάνει τη γνώμη μας. Η εύλογη διασφάλιση συνιστά διασφάλιση υψηλού επιπέδου, αλλά δεν είναι εγγύηση ότι ο έλεγχος που διενεργείται σύμφωνα με τα ΔΠΕ, όπως αυτά έχουν ενσωματωθεί στην Ελληνική Νομοθεσία, θα εντοπίζει πάντα ένα ουσιώδες σφάλμα, όταν αυτό υπάρχει. Σφάλματα δύναται να προκύψουν από απάτη ή από λάθος και θεωρούνται ουσιώδη όταν, μεμονωμένα ή αθροιστικά, θα μπορούσε εύλογα να αναμένεται ότι θα επηρέαζαν τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών, που λαμβάνονται με βάση αυτές τις οικονομικές καταστάσεις.

Ως καθήκον του ελέγχου, σύμφωνα με τα ΔΠΕ όπως αυτά έχουν ενσωματωθεί στην Ελληνική Νομοθεσία, ασκούμε επαγγελματική κρίση και διατηρούμε επαγγελματικό σκεπτικισμό καθ' όλη τη διάρκεια του ελέγχου. Επίσης:

- Εντοπίζουμε και αξιολογούμε τους κινδύνους ουσιώδους σφάλματος στις οικονομικές καταστάσεις, που οφείλεται είτε σε απάτη είτε σε λάθος, σχεδιάζοντας και διενεργώντας ελεγκτικές διαδικασίες που ανταποκρίνονται στους κινδύνους αυτούς και αποκτούμε ελεγκτικά τεκμήρια που είναι επαρκή και κατάλληλα για να παρέχουν βάση για τη γνώμη μας. Ο κίνδυνος μη εντοπισμού ουσιώδους σφάλματος που οφείλεται σε απάτη είναι υψηλότερος από αυτόν που οφείλεται σε λάθος, καθώς η απάτη μπορεί να εμπεριέχει συμπαιγνία, πλαστογραφία, εσκεμμένες παραλείψεις, ψευδείς διαβεβαιώσεις ή παράκαμψη των δικλίδων εσωτερικού ελέγχου.
- Κατανοούμε τις δικλίδες εσωτερικού ελέγχου που σχετίζονται με τον έλεγχο, με σκοπό το σχεδιασμό ελεγκτικών διαδικασιών κατάλληλων για τις περιστάσεις, αλλά όχι με σκοπό τη διατύπωση γνώμης επί της αποτελεσματικότητας των δικλίδων εσωτερικού ελέγχου της Τράπεζας.
- Αξιολογούμε την καταλληλότητα των λογιστικών αρχών και μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν και το εύλογο των λογιστικών εκτιμήσεων και των σχετικών γνωστοποιήσεων που έγιναν από τη Διοίκηση.
- Αποφαινόμαστε για την καταλληλότητα της χρήσης από τη διοίκηση της λογιστικής αρχής της συνεχιζόμενης δραστηριότητας και με βάση τα ελεγκτικά τεκμήρια που αποκτήθηκαν για το εάν υπάρχει ουσιώδης αβεβαιότητα σχετικά με γεγονότα ή συνθήκες που μπορεί να υποδηλώνουν ουσιώδη αβεβαιότητα ως προς την ικανότητα της Τράπεζας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της. Εάν συμπεράνουμε ότι υφίσταται ουσιώδης αβεβαιότητα, είμαστε υποχρεωμένοι στην έκθεση ελεγκτή να επιστήσουμε την προσοχή στις σχετικές γνωστοποιήσεις των οικονομικών καταστάσεων ή εάν αυτές οι γνωστοποιήσεις είναι ανεπαρκείς να διαφοροποιήσουμε τη γνώμη μας. Τα συμπεράσματά μας βασίζονται σε ελεγκτικά τεκμήρια που αποκτώνται μέχρι την ημερομηνία της έκθεσης ελεγκτή. Ωστόσο, μελλοντικά γεγονότα ή συνθήκες ενδέχεται να έχουν ως αποτέλεσμα η Τράπεζα να παύσει να λειτουργεί ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα.
- Αξιολογούμε τη συνολική παρουσίαση, τη δομή και το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένων των γνωστοποιήσεων, καθώς και το κατά πόσο οι οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν τις υποκείμενες συναλλαγές και τα γεγονότα με τρόπο που επιτυγχάνεται η εύλογη παρουσίαση.

Μεταξύ άλλων θεμάτων, κοινοποιούμε στους υπεύθυνους για τη διακυβέρνηση, το σχεδιαζόμενο εύρος και το χρονοδιάγραμμα του ελέγχου, καθώς και σημαντικά ευρήματα του ελέγχου, συμπεριλαμβανομένων όποιων σημαντικών ελλείψεων στις δικλίδες εσωτερικού ελέγχου εντοπίζουμε κατά τη διάρκεια του ελέγχου μας.

Επιπλέον, δηλώνουμε προς τους υπεύθυνους για τη διακυβέρνηση ότι έχουμε συμμορφωθεί με τις σχετικές απαιτήσεις δεοντολογίας περί ανεξαρτησίας και γνωστοποιούμε προς αυτούς όλες τις σχέσεις και άλλα θέματα που μπορεί εύλογα να θεωρηθεί ότι επηρεάζουν την ανεξαρτησία μας και τα σχετικά μέτρα προστασίας, όπου συντρέχει περίπτωση.

Από τα θέματα που γνωστοποιήθηκαν στους υπεύθυνους για τη διακυβέρνηση, καθορίζουμε τα θέματα εκείνα που ήταν εξέχουσας σημασίας για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της ελεγχόμενης χρήσεως και ως εκ τούτου αποτελούν τα σημαντικότερα θέματα ελέγχου.

## **Έκθεση επί άλλων Νομικών και Κανονιστικών Απαιτήσεων**

### **1. Έκθεση Διαχείρισης Γενικού Συμβουλίου**

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η διοίκηση έχει την ευθύνη για την κατάρτιση της Έκθεσης Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου και της Δήλωσης Εταιρικής Διακυβέρνησης που περιλαμβάνεται στην έκθεση αυτή, κατ' εφαρμογή των διατάξεων της παραγράφου 5 του άρθρου 2 του Ν. 4336/2015 (μέρος Β), σημειώνουμε ότι:

- α) Στην Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου περιλαμβάνεται δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, η οποία παρέχει τα πληροφοριακά στοιχεία που ορίζονται στο άρθρο 152 του Ν.4548/2018.
- β) Κατά τη γνώμη μας η Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού Συμβουλίου έχει καταρτισθεί σύμφωνα με το Καταστατικό της Τράπεζας και τις ισχύουσες νομικές απαιτήσεις των άρθρων 150-151 και της παραγράφου 1 (περιπτώσεις γ' και δ') του άρθρου 152 του Ν.4548/2018 και το περιεχόμενο αυτής αντιστοιχεί με τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις της χρήσης που έληξε την 31.12.2019.
- γ) Με βάση τη γνώση που αποκτήσαμε κατά το έλεγχό μας, για την Τράπεζα της Ελλάδος και το περιβάλλον της, δεν έχουμε εντοπίσει ουσιώδεις ανακρίβειες στην Έκθεση Διαχείρισης του Γενικού της Συμβουλίου

### **2. Συμπληρωματική Έκθεση προς την Επιτροπή Ελέγχου**

Η γνώμη μας επί των συνημμένων οικονομικών καταστάσεων είναι συνεπής με τη Συμπληρωματική Έκθεσή μας προς την Επιτροπή Ελέγχου της Τράπεζας, που προβλέπεται από το άρθρο 11 του κανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) αριθ. 537/2014.

### **3. Παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών**

Δεν παρείχαμε στην Τράπεζα μη ελεγκτικές υπηρεσίες που απαγορεύονται σύμφωνα με το άρθρο 5 του κανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) αριθ. 537/2014.

Οι επιτρεπόμενες μη ελεγκτικές υπηρεσίες που έχουμε παράσχει στην Τράπεζα, κατά τη διάρκεια της χρήσεως που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2019 γνωστοποιούνται στη σημείωση «VI. ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ» των συνημμένων οικονομικών καταστάσεων.





#### 4. Διορισμός Ελεγκτή

Διοριστήκαμε για πρώτη φορά ως Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές της Τράπεζας με την από 24 Φεβρουαρίου 2017 απόφαση της ετήσιας τακτικής γενικής συνέλευσης των μετόχων. Έκτοτε ο διορισμός μας έχει αδιαλείπτως ανανεωθεί για μια συνολική περίοδο δύο ετών με βάση τις κατ' έτος λαμβανόμενες αποφάσεις της τακτικής γενικής συνέλευσης των μετόχων.

17 Φεβρουαρίου 2020

Η Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

#### Δέσποινα Ξενάκη

A.M. ΣΟΕΛ: 14161

Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών  
Φραγκοκκλησιάς 3α & Γρανικού  
151 25 Μαρούσι  
A.M. ΣΟΕΛ: E 120

#### Μιχάλης Καραβάς

A.M. ΣΟΕΛ: 13371

Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών  
Φραγκοκκλησιάς 3α & Γρανικού  
151 25 Μαρούσι  
A.M. ΣΟΕΛ: E 120



## ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ 31.12.2019

# ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

(Ποσά σε ευρώ)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημείωση	31.12.2019	31.12.2018
<b>1. Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό</b>	<b>1.</b>	<b>6.544.316.602</b>	<b>5.390.195.138</b>
<b>2. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2.</b>	<b>2.700.269.631</b>	<b>2.483.673.148</b>
2.1 Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)	2.1	720.713.956	702.267.928
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις	2.2	1.979.555.675	1.781.405.220
<b>3. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>3.</b>	<b>228.868.498</b>	<b>320.388.447</b>
3.1 Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης	3.1	19.475.008	16.359.029
3.2 Λοιπές απαιτήσεις	3.2	209.393.490	304.029.418
<b>4. Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>4.</b>	<b>23.170</b>	<b>521.741</b>
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια	4.1	23.170	521.741
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ II		0	0
<b>5. Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>5.</b>	<b>7.651.000.000</b>	<b>10.123.400.000</b>
5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης		51.000.000	958.400.000
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης		7.600.000.000	9.105.000.000
5.3 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας		0	0
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτές πράξεις		0	0
5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης		0	60.000.000
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων		0	0
<b>6. Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ</b>	<b>6.</b>	<b>1.828.428</b>	<b>947.532.869</b>
<b>7. Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>7.</b>	<b>75.075.229.320</b>	<b>76.536.148.136</b>
7.1 Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	7.1	63.909.382.552	64.908.555.192
7.2 Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ	7.2	11.165.846.768	11.627.592.944
<b>8. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης</b>	<b>8.</b>	<b>4.863.576.750</b>	<b>5.295.537.932</b>
<b>9. Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>9.</b>	<b>9.978.878.494</b>	<b>5.963.874.072</b>
9.1 Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ	9.1	472.980.896	564.765.496
9.2 Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ	9.2	1.002.089.435	1.178.260.606
9.3 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ	9.3	8.455.772.990	4.133.564.050
9.4 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	9.4	0	0
9.5 Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	9.5	48.035.173	87.283.920
<b>10. Στοιχεία ενεργητικού υπό τακτοποίηση</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>11. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>	<b>11.</b>	<b>2.110.926.323</b>	<b>2.101.918.610</b>
11.1 Κέρματα ζώνης ευρώ	11.1	51.696.946	56.780.853
11.2 Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού	11.2	548.599.990	561.412.923
11.3 Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού	11.3	104.632.067	101.614.906
11.4 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού	11.4	2.040.409	62.905
11.5 Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα	11.5	826.922.126	819.046.810
11.6 Λοιπά στοιχεία	11.6	577.034.785	563.000.213
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>109.154.917.216</b>	<b>109.163.190.093</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Σημείωση	31.12.2019	31.12.2018
<b>1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία</b>	<b>1.</b>	<b>29.539.154.700</b>	<b>32.717.386.050</b>
<b>2. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>2.</b>	<b>9.108.199.191</b>	<b>6.942.079.203</b>
2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)	2.1	9.108.199.191	2.819.079.203
2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	2.2	0	4.030.000.000
2.3 Καταθέσεις προθεσμίας		0	0
2.4 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας		0	0
2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	2.5	0	93.000.000
<b>3. Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>4. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>4.</b>	<b>27.421.848.711</b>	<b>24.953.984.561</b>
4.1 Γενική κυβέρνηση	4.1	25.930.712.804	23.518.798.954
4.2 Λοιπές υποχρεώσεις	4.2	1.491.135.907	1.435.185.607
<b>5. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>5.</b>	<b>2.466.433.379</b>	<b>2.395.528.696</b>
<b>6. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>6.</b>	<b>741.439.347</b>	<b>714.999.931</b>
<b>7. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>7.</b>	<b>2.578</b>	<b>2.529</b>
7.1 Καταθέσεις και λοιπές υποχρεώσεις	7.1	2.578	2.529
7.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ II		0	0
<b>8. Λογαριασμός ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>9. Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>9.</b>	<b>25.658.087.094</b>	<b>28.596.286.346</b>
9.1 Υποχρεώσεις συνδεόμενες με την έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ		0	0
9.2 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ	9.2	0	0
9.3 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	9.3	25.658.087.094	28.596.286.346
9.4 Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	9.4	0	0
<b>10. Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση</b>	<b>10.</b>	<b>548.823</b>	<b>1.985.586</b>
<b>11. Λοιπές υποχρεώσεις</b>	<b>11.</b>	<b>931.257.299</b>	<b>770.434.515</b>
11.1 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού		0	37.766
11.2 Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα	11.2	66.916.406	47.212.839
11.3 Λοιπά στοιχεία	11.3	864.340.893	723.183.910
<b>12. Προβλέψεις</b>	<b>12.</b>	<b>7.797.365.401</b>	<b>7.805.756.379</b>
<b>13. Λογαριασμοί αναπροσαρμογής</b>	<b>13.</b>	<b>4.847.400.108</b>	<b>3.671.010.783</b>
<b>14. Μετοχικό Κεφάλαιο και Αποθεματικά</b>	<b>14.</b>	<b>643.180.585</b>	<b>593.735.514</b>
14.1 Μετοχικό κεφάλαιο	14.1	111.243.362	111.243.362
14.2 Τακτικό αποθεματικό	14.2	111.243.362	111.243.362
14.3 Έκτακτο αποθεματικό	14.3	134.500.000	84.500.000
14.4 Ειδικό αποθεματικό από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων	14.4	284.890.789	285.443.789
14.5 Λοιπά ειδικά αποθεματικά	14.5	1.303.072	1.305.001

ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ

109.154.917.216 109.163.190.093

# ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 2019

(Ποσά σε ευρώ)

	Σημείωση	2 0 1 9	2 0 1 8
1. Καθαροί τόκοι - έσοδα	1.	835.656.387	961.179.432
1.1 Τόκοι - έσοδα	1.1	851.121.956	961.277.610
1.2 Τόκοι - έξοδα	1.2	-15.465.569	-98.178
2. Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημίες αποτίμησης και προβλέψεις για κινδύνους	2.	56.819.536	29.524.438
2.1 Πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις	2.1	56.819.536	29.524.438
2.2 Ζημίες αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων	2.2	-1.963.703	-7.346.535
2.3 Μεταφορά από πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων	2.3	1.963.703	7.346.535
3. Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	3.	103.550.649	88.075.677
3.1 Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	3.1	107.203.411	91.810.322
3.2 Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες	3.2	-3.652.762	-3.734.645
4. Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές	4.	134.754.766	56.812.050
5. Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος	5.	14.563.443	50.209.184
6. Λοιπά έσοδα	6.	20.678.060	13.621.675
<b>Σύνολο καθαρών εσόδων</b>		<b>1.166.022.841</b>	<b>1.199.422.456</b>
7. Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών	7.	-824.338.330	-264.085.640
8. Λοιπές δαπάνες διαχείρισης	8.	-53.848.358	-67.838.799
9. Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων πάγιων στοιχείων ενεργητικού	9.	-11.858.174	-12.541.221
10. Δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος	10.	-1.720.177	-784.390
11. Προβλέψεις	11.	568.055.696	-196.570.926
<b>Σύνολο εξόδων</b>		<b>-323.709.343</b>	<b>-541.820.976</b>
<b>ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>		<b>842.313.498</b>	<b>657.601.480</b>

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 2019

Άρθρο 71 του Καταστατικού

(Ποσά σε ευρώ)

	2 0 1 9	2 0 1 8
Κέρδη χρήσεως	842.313.498	657.601.480
Μέρισμα προς καταβολή χρήσεως 2019 (0,6720 ευρώ ανά μετοχή σε 19.864.886 μετοχές)	-13.349.203	-9.477.934
Φόρος μερισμάτων (συντελεστής 29%, άρθρα 47 και 58 του ν. 4172/2013, όπως ισχύουν)	0	-3.871.269
Έκτακτο αποθεματικό	-50.000.000	0
Υπόλοιπο περιεχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	-778.964.295	-644.252.277
	<b>0</b>	<b>0</b>
Επιστροφή φόρου (*)	18.955.869	-
Ποσό προς καταβολή χρήσεως 2018	-3.871.269	-
Ποσό προς καταβολή χρήσεων 2014-2017	-15.084.600	-
	<b>0</b>	<b>-</b>

\* Σύμφωνα με την υπ' αριθ. 116/2019 γνωμοδότηση του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους (Τμήμα Β'), η οποία έγινε αποδεκτή από τον Διοικητή της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (σχετική Εγκύκλιος Ε.2107/12.06.2019), τα διανεμηθέντα μερίσματα συγκεκριμένων νομικών προσώπων, μεταξύ των οποίων και η Τράπεζα της Ελλάδος, παύουν να φορολογούνται ως κέρδη από επιχειρηματική δραστηριότητα κατ' άρθρο 47 παρ. 1 του ν. 4172/2013 (ΦΕΚ Α' 167) αναδρομικά από 1.1.2014. Κατόπιν τούτου, τα ποσά που, κατά συμμόρφωση προς προηγούμενες οδηγίες της Φορολογικής Διοίκησης (σχετική Εγκύκλιος ΠΟΛ 1059/2015), είχαν καταβληθεί για φόρους κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα (άρθρο 47 παρ. 1 του ν. 4172/2013) χρήσεων 2014-2018, θα αποδοθούν στους δικαιούχους μετόχους.

Αθήνα, 17 Φεβρουαρίου 2020

Ο ΔΙΟΙΚΗΤΗΣ

Η ΔΙΕΥΘΥΝΤΡΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΓΙΑΝΝΗΣ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ

ΜΑΡΙΑ ΠΑΓΩΝΗ



# ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

## I. ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος καταρτίζονται, σύμφωνα με το άρθρο 54Α του Καταστατικού της, με βάση τους λογιστικούς κανόνες και τις λογιστικές μεθόδους που ισχύουν κάθε φορά για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), όπως καθορίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), με την Κατευθυντήρια Γραμμή (ΕΕ) 2016/2249 της 3.11.2016 (ΕΚΤ/2016/34), με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

Οι κανόνες αυτοί βασίζονται σε ευρέως αποδεκτές λογιστικές αρχές και έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να καλύπτουν με το βέλτιστο τρόπο τις ανάγκες των εθνικών κεντρικών τραπεζών (ΕθνΚΤ) του Ευρωσυστήματος, στις ιδιαίτερες συνθήκες λειτουργίας τους. Για τα θέματα που τυχόν δεν καλύπτονται από τους κανόνες και τις οδηγίες της ΕΚΤ ή που η εφαρμογή τους δεν είναι υποχρεωτική αλλά συνιστώμενη, ακολουθούνται είτε οι συστάσεις της ΕΚΤ είτε οι διατάξεις του Καταστατικού της Τράπεζας σε συνδυασμό με τον ν. 4548/2018 “Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιριών” και τον ν. 4308/2014 “Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις”, στο μέτρο που δεν αντιβαίνουν τις διατάξεις του Καταστατικού.

Οι οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος αποτελούνται από τον Ισολογισμό, την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως, τον Πίνακα Διάθεσης Κερδών της χρήσης που έληξε την 31.12.2019, καθώς και από περίληψη σημαντικών λογιστικών αρχών και μεθόδων και λοιπές επεξηγηματικές πληροφορίες (Σημειώσεις επί των Οικονομικών Καταστάσεων). Δεδομένου του ειδικού ρόλου που επιτελεί η Τράπεζα της Ελλάδος ως κεντρική τράπεζα της χώρας, η δημοσίευση κατάστασης ταμειακών ροών δεν θα παρείχε στους αναγνώστες των οικονομικών καταστάσεων χρήσιμες πρόσθετες πληροφορίες.

## II. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Οι βασικές λογιστικές αρχές και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που διέπουν τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων στο Ευρωσύστημα (ΕΚΤ και ΕθνΚΤ των χωρών της ζώνης του ευρώ), και κατά συνέπεια εφαρμόζονται και από την Τράπεζα της Ελλάδος, είναι οι εξής:

- πραγματική οικονομική κατάσταση και διαφάνεια,
- συντηρητικότητα,
- ουσιώδες των λογιστικών γεγονότων,
- συνέπεια και συγκρισιμότητα,
- συνεχιζόμενη δραστηριότητα,
- πραγματοποίηση εσόδων/εξόδων (αρχή του δεδουλευμένου),
- αναγνώριση γεγονότων που επήλθαν μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού.

## III. ΣΥΝΟΨΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ

### α. Αναγνώριση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού

Ένα στοιχείο του ενεργητικού ή του παθητικού αναγνωρίζεται στον ισολογισμό όταν:

- οποιοδήποτε μελλοντικό οικονομικό όφελος που συνδέεται με αυτό αναμένεται να οδηγήσει σε εισροή ή εκροή για την Τράπεζα της Ελλάδος,

- όλοι οι κίνδυνοι και τα οφέλη που συνδέονται με το εν λόγω στοιχείο του ενεργητικού ή του παθητικού έχουν μεταβιβαστεί στην Τράπεζα της Ελλάδος και
- η αξία του στοιχείου του ενεργητικού ή του παθητικού είναι δυνατόν να μετρηθεί με αξιόπιστο τρόπο.

### β. Λογιστική καταγραφή των συναλλαγών

Οι λογαριασμοί τηρούνται με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους (κτήσης), εκτός των εμπορεύσιμων χρεογράφων (πλην των χαρτοφυλακίων που έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και των υφιστάμενων χαρτοφυλακίων για σκοπούς νομισματικής πολιτικής), του χρυσού και όλων των στοιχείων εντός και εκτός ισολογισμού εκφρασμένων σε ξένο νόμισμα, που αποτιμώνται στις αγοραίες τιμές.

Οι συναλλαγές που αφορούν χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού καταγράφονται στους λογαριασμούς την ημερομηνία διακανονισμού τους.

Οι συναλλαγές που αφορούν χρηματοοικονομικά στοιχεία σε ξένο νόμισμα, εκτός των άμεσων (spot) συναλλαγών επί τίτλων, καταγράφονται με βάση τη μέθοδο της οικονομικής προσέγγισης, σύμφωνα με την οποία:

- Την ημερομηνία συμφωνίας της συναλλαγής (transaction/trade date) γίνεται καταχώρηση του ποσού της συναλλαγής σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως).
- Την ημερομηνία διακανονισμού της συναλλαγής (settlement/value date) αντιλογίζονται οι εγγραφές στους λογαριασμούς τάξεως και γίνονται εγγραφές σε λογαριασμούς του ισολογισμού.

Σημειώνεται ότι η θέση κάθε ξένου νομίσματος, τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημιές που προκύπτουν από τις καθαρές πωλήσεις, καθώς και το μέσο κόστος, υπολογίζονται την ημερομηνία συμφωνίας της συναλλαγής. Οι δεδουλευμένοι τόκοι των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα, καθώς και οι σχετικές διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο υπολογίζονται και λογιστικοποιούνται σε ημερήσια βάση επηρεάζοντας αντίστοιχα τη συναλλαγματική θέση.

### γ. Αποτίμηση στοιχείων ενεργητικού και παθητικού

#### Απαιτήσεις και υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα και χρυσό

Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις της Τράπεζας σε συνάλλαγμα και χρυσό αποτιμώνται με βάση τις ισχύουσες ισοτιμίες της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού όπως καθορίζονται από την ΕΚΤ. Τα έσοδα και τα έξοδα μετατρέπονται σε ευρώ με την ισοτιμία που ίσχυε κατά το χρόνο της συναλλαγής. Η αναπροσαρμογή της αξίας των απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα γίνεται χωριστά κατά νόμισμα, συμπεριλαμβανομένων των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων.

Η αναπροσαρμογή της αξίας με βάση την αγοραία τιμή, των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που εκφράζονται σε συνάλλαγμα, παρουσιάζεται χωριστά από την αναπροσαρμογή της αξίας τους λόγω μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Για τον χρυσό δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφορών από αναπροσαρμογή της τιμής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Λογιστικοποιείται μία και μόνη αποτίμηση της αξίας του χρυσού με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού, όπως αυτή καθορίζεται από την ΕΚΤ.

#### Χρεόγραφα

- Τα χρεόγραφα που περιλαμβάνονται στο υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο που διακρατείται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος (κόστος κτήσης προσαρμοσμένο με τις αποσβεσθείσες υπέρ ή υπό το άρτιο διαφορές) και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους.
- Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα αποτιμώνται στις μέσες αγοραίες τιμές της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού, χωριστά για κάθε τίτλο (ανά ISIN), εφόσον δεν έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και δεν διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Τυχόν δικαιώματα προαίρεσης ενσωματωμένα στα χρεόγραφα δεν διαχωρίζονται για σκοπούς αποτίμησης.
- Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που έχουν χαρακτηριστεί ως διακρατούμενα μέχρι τη λήξη και οι μη εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους.

- Οι μη ρευστοποιήσιμες μετοχές καθώς και συμμετοχικοί τίτλοι που διακρατούνται ως μόνιμες επενδύσεις αποτιμώνται στο κόστος κτήσης και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους.

#### **Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού**

Στα πάγια στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνονται τα ακίνητα (οικόπεδα, κτίρια και εγκαταστάσεις κτιρίων, κτίρια υπό κατασκευή), τα έπιπλα, τα έργα τέχνης, τα μηχανήματα, ο ηλεκτρονικός εξοπλισμός και οι ασώματες ακινητοποιήσεις. Τόσο τα ακίνητα όσο και ο κινητός εξοπλισμός και οι ασώματες ακινητοποιήσεις εμφανίζονται στο κόστος κτήσης προσαρμοσμένα με τις αποσβέσεις και τυχόν απομειώσεις. Τα οικόπεδα, τα κτίρια υπό κατασκευή και τα έργα τέχνης δεν αποσβένονται.

Σύμφωνα με τη λογιστική πολιτική της Τράπεζας, τυχόν απομειώσεις στα ακίνητά της (οικόπεδα και κτίρια) γίνονται σε βάρος του ειδικού αποθεματικού από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων, που είχε δημιουργηθεί στο παρελθόν.

Οι αποσβέσεις διενεργούνται με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης για όλη τη διάρκεια της προσδοκώμενης ωφέλιμης ζωής του πάγιου στοιχείου.

Η εκτιμώμενη ωφέλιμη ζωή των πάγιων στοιχείων ανά κατηγορία έχει ως εξής:

Κτίρια – εγκαταστάσεις κτιρίων	40 έτη
Λοιπός εξοπλισμός	4-12 έτη
Ασώματες ακινητοποιήσεις και έξοδα πολυετούς απόσβεσης	4-5 έτη

#### **δ. Αναγνώριση εσόδων**

- Τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στο οικονομικό έτος το οποίο αφορούν, ανεξάρτητα από το χρόνο είσπραξης ή πληρωμής τους.
- Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και οι πραγματοποιηθείσες ζημίες από πράξεις επί συναλλάγματος, χρυσού και χρεογράφων μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως. Τα εν λόγω κέρδη και ζημίες υπολογίζονται με βάση το μέσο κόστος των αντίστοιχων στοιχείων κατά την ημερομηνία πραγματοποίησής τους.
- Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη (κέρδη από αποτίμηση) δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (revaluation accounts).
- Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες (ζημίες από αποτίμηση), κατά το ποσό που υπερβαίνουν προηγούμενα κέρδη από αποτίμηση, τα οποία έχουν καταγραφεί στον αντίστοιχο λογαριασμό αναπροσαρμογής, μεταφέρονται στο τέλος της χρήσης στα αποτελέσματα και δεν αντιλογίζονται έναντι νέων εξ αποτιμήσεως κερδών επόμενων χρήσεων. Επίσης, μη πραγματοποιηθείσες ζημίες που αφορούν οποιοδήποτε χρεόγραφο ή νόμισμα ή διαθέσιμα σε χρυσό δεν συμψηφίζονται με μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από άλλα χρεόγραφα ή νομίσματα ή χρυσό. Το μέσο κόστος του χρηματοοικονομικού στοιχείου από το οποίο θα προκύψουν μη πραγματοποιηθείσες ζημίες στο τέλος της χρήσης προσαρμόζεται στη συναλλαγματική ισοτιμία ή στην αγοραία τιμή που ίσχυε στο τέλος του έτους.
- Οι διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο που προκύπτουν από αγορασθέντες τίτλους υπολογίζονται και εμφανίζονται ως τμήμα των εσόδων από τόκους και αποσβένονται κατά την εναπομένουσα συμβατική διάρκεια ζωής των χρεογράφων σύμφωνα με τη μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR-internal rate of return).
- Οι ζημίες από απομείωση μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως και δεν αντιλογίζονται τα επόμενα έτη, εκτός εάν η απομείωση ελαττώνεται και η μεταβολή αυτή μπορεί να συσχετιστεί με παρατηρήσιμο γεγονός που επήλθε μετά την καταγραφή της αρχικής απομείωσης.

#### **ε. Στοιχεία εκτός ισολογισμού**

Οι τίτλοι και τα περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ που περιλαμβάνονται στους λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως) αποτυπώνονται στην ονομαστική τους αξία.

Οι εκτός ισολογισμού πράξεις επί χρηματοοικονομικών μέσων σε συνάλλαγμα (προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος, τα προθεσμιακά σκέλη των πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων και άλλες πράξεις επί νομισμάτων που συνεπάγονται

την ανταλλαγή ορισμένου νομίσματος έναντι άλλου σε μελλοντική ημερομηνία) περιλαμβάνονται στην καθαρή συναλλαγματική θέση για τον υπολογισμό του μέσου κόστους αγοράς και των συναλλαγματικών κερδών και ζημιών.

#### στ. Παροχές προς ασφαλισμένους

Η Τράπεζα διατηρεί προγράμματα παροχών σε ασφαλισμένους (εν ενεργεία και συνταξιούχους), τα οποία διαχωρίζονται σε προγράμματα καθορισμένων παροχών και σε προγράμματα καθορισμένων εισφορών.

Τα προγράμματα καθορισμένων παροχών σχετίζονται με την αποζημίωση εν ενεργεία προσωπικού λόγω αποχώρησης, καθώς και την παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης για το σύνολο των ασφαλισμένων. Οι σχετικές υποχρεώσεις προσδιορίζονται βάσει αναλογιστικής μελέτης που εκπονείται από ανεξάρτητη αναλογιστική εταιρία χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της προβλεπόμενης μονάδας υποχρέωσης (projected unit credit method). Η σχετική υποχρέωση εμφανίζεται στις “Προβλέψεις” και συγκεκριμένα στην κατηγορία “Πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους”. Η διαφορά που προκύπτει από την επιμέτρηση της παρούσας αξίας της υποχρέωσης καταχωρείται εξ ολοκλήρου στα αποτελέσματα χρήσεως.

Ως προγράμματα καθορισμένων εισφορών προς τους ασφαλισμένους, η Τράπεζα διατηρεί το πρόγραμμα γονικής παροχής και το πρόγραμμα μετεργασιακών παροχών. Οι εισφορές προς τα προγράμματα αυτά καταχωρούνται στο στοιχείο “Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών” της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως και δεν υφίσταται άλλη υποχρέωση για την Τράπεζα σχετικά με αυτά τα προγράμματα.

Συγχρόνως η Τράπεζα διαχειρίζεται, σε διακριτά χαρτοφυλάκια, τα περιουσιακά στοιχεία των προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών, τα δε περιουσιακά αυτά στοιχεία περιλαμβάνονται στο ενεργητικό της Τράπεζας.

#### ζ. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία

Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, οι οποίες συναποτελούν το Ευρωσύστημα, εκδίδουν τραπεζογραμμάτια ευρώ.<sup>8</sup> Η συνολική αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ κατανέμεται στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων.<sup>9</sup>

Από τη συνολική αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία, το 8% θεωρείται ότι εκδίδεται από την ΕΚΤ, ενώ το υπόλοιπο 92% κατανέμεται στις ΕθνΚΤ με βάση την κλείδα συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα. Το μερίδιο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ που αναλογεί στην Τράπεζα της Ελλάδος απεικονίζεται στον ισολογισμό στο στοιχείο 1 του παθητικού “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”.

Η διαφορά μεταξύ της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ που κατανέμεται σε κάθε ΕθνΚΤ, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων, και της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ που αυτή πράγματι θέτει σε κυκλοφορία, δημιουργεί έντοκα υπόλοιπα,<sup>10</sup> απαιτήσεων ή υποχρεώσεων εντός του Ευρωσυστήματος. Οι εν λόγω απαιτήσεις ή υποχρεώσεις απεικονίζονται αντίστοιχα στα στοιχεία του ισολογισμού “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ”.

Για την αποφυγή σημαντικών μεταβολών στο νομισματικό εισόδημα των ΕθνΚΤ σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, κάθε φορά που ένα κράτος-μέλος της ΕΕ υιοθετεί το ευρώ και η ΕθνΚΤ του εντάσσεται ως νέο μέλος στο Ευρωσύστημα, προβλέπεται ότι κατά το έτος ένταξης και για τα επόμενα πέντε έτη προσαρμόζονται τα υπόλοιπα που δημιουργούνται από την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ.

Τα ποσά των προσαρμογών υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι διαφορές μεταξύ του μέσου όρου της αξίας των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία που αναλογούν σε κάθε ΕθνΚΤ κατά την περίοδο αναφοράς (δηλ. διάστημα 24 μηνών που αρχίζει 30 μήνες πριν από την ένταξη στο ευρώ) και του μέσου όρου της αξίας των τραπεζογραμμάτων που θα της αναλογούσαν κατά τη διάρκεια της περιόδου αναφοράς, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής της

8 Απόφαση της ΕΚΤ της 13ης Δεκεμβρίου 2010 σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμμάτων ευρώ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2010/29), ΕΕ L35, 9.2.2011, σελ. 26, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

9 Με τον όρο “κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων” νοείται το 92% του μεριδίου συμμετοχής κάθε ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος στο συνολικά καταβεβλημένο (από όλες τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος) κεφάλαιο της ΕΚΤ.

10 Απόφαση της ΕΚΤ της 3ης Νοεμβρίου 2016 σχετικά με την κατανομή του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών με νόμισμα το ευρώ (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2016/36).

στο κεφάλαιο της ΕΚΤ. Στην κλειόμενη χρήση οι προσαρμογές προέρχονται από την ένταξη των ΕθνΚΤ της Λετονίας (1.1.2014) και της Λιθουανίας (1.1.2015), και θα πάψουν να εφαρμόζονται το 2020 και 2021 αντίστοιχα.

Οι τόκοι-έσοδα και οι τόκοι-έξοδα που απορρέουν από τις εν λόγω απαιτήσεις/υποχρεώσεις εκκαθαρίζονται μέσω των λογαριασμών της ΕΚΤ και απεικονίζονται στα αποτελέσματα χρήσεως στο στοιχείο “Καθαροί τόκοι-έσοδα”.

#### η. Υπόλοιπα εντός του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών/Υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος

Τα υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ προκύπτουν από διασυνοριακές συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης (με εντολέα και αποδέκτη κυρίως ιδιωτικές επιχειρήσεις). Οι συναλλαγές αυτές κατά κύριο λόγο πραγματοποιούνται μέσω του TARGET2<sup>11</sup> δημιουργώντας διμερή υπόλοιπα σε λογαριασμούς τηρούμενους μεταξύ των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτά τα διμερή υπόλοιπα συμψηφίζονται καθημερινά με την ΕΚΤ, ώστε κάθε ΕθνΚΤ να εμφανίζεται με μία καθαρή διμερή θέση έναντι της ΕΚΤ και μόνο. Τα εκφρασμένα σε ευρώ υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος έναντι της ΕΚΤ που συνδέονται με το TARGET2 εμφανίζονται στον ισολογισμό ως μία καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση στο στοιχείο του ενεργητικού ή παθητικού “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)”.

Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ έναντι ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ που δεν πραγματοποιούνται μέσω TARGET2 εμφανίζονται είτε στο στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ” είτε στο στοιχείο του παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ”.

Διάφορα άλλα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος εκφρασμένα σε ευρώ (όπως η ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ προς τις ΕθνΚΤ και η αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος) εμφανίζονται στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος ως μία καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση στο στοιχείο του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)” ή στο στοιχείο του παθητικού “Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”.

Οι απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στην ΕΚΤ περιλαμβάνονται στο στοιχείο του ενεργητικού “Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ”. Το συγκεκριμένο στοιχείο του ενεργητικού περιλαμβάνει (α) το καταβεβλημένο ποσό συμμετοχής των ΕθνΚΤ στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ, (β) οποιοδήποτε καθαρό ποσό έχει καταβληθεί από τις ΕθνΚΤ λόγω της αύξησης της συμμετοχής τους στα ίδια κεφάλαια<sup>12</sup> της ΕΚΤ ως αποτέλεσμα όλων των προηγούμενων αναθεωρήσεων στις κλείδες συμμετοχής της ΕΚΤ, και (γ) εισφορές σύμφωνα με το Άρθρο 48.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ σε σχέση με κεντρικές τράπεζες κρατών-μελών επί των οποίων καταργούνται οι παρεκκλίσεις.

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος που προκύπτουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ από τις ΕθνΚΤ όταν αυτές γίνονται μέλη του Ευρωσυστήματος είναι εκφρασμένα σε ευρώ και περιλαμβάνονται στο στοιχείο του ενεργητικού “Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ”.

Τα υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος, που προκύπτουν από την κατανομή των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ μεταξύ των ΕθνΚΤ, περιλαμβάνονται συμψηφιστικά σε ένα στοιχείο, είτε ενεργητικού είτε παθητικού, ως “Καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ”.

#### θ. Διανομή των κερδών της ΕΚΤ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει αποφασίσει ότι τα έσοδα της ΕΚΤ από το εκδοτικό της δικαίωμα που απορρέουν από το 8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ, τα οποία της έχουν κατανεμηθεί, και τα έσοδα από τα χρεόγραφα που κατέχει για σκοπούς νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο του

11 TARGET2: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system (Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο).

12 Ίδια κεφάλαια (όπως νοούνται με τη σημασία που χρησιμοποιούνται στο παρόν κείμενο) είναι το σύνολο των αποθεματικών, των λογαριασμών αναπροσαρμογής και των προβλέψεων που ισοδυναμούν με αποθεματικά, μείον οποιαδήποτε ζημία σε μεταφορά προηγούμενων χρήσεων της ΕΚΤ. Στην περίπτωση αναθεώρησης των κλειδών κατανομής κατά τη διάρκεια της χρήσης, τα ίδια κεφάλαια περιλαμβάνουν επιπροσθέτως το σωρευμένο καθαρό κέρδος/ζημία της ΕΚΤ έως την ημερομηνία της αναθεώρησης.

Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme-SMP), του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme-CBPP3), του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP), καθώς και του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP), διανέμονται στις ΕθνΚΤ τον Ιανουάριο του επόμενου έτους, με τη μορφή ενδιάμεσης διανομής κερδών<sup>13</sup>, εκτός εάν το Διοικητικό της Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίσει διαφορετικά.

Τα έσοδα αυτά διανέμονται εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ, εκτός αν αυτά υπερβαίνουν το καθαρό κέρδος της ΕΚΤ για το έτος και αν το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίσει να μεταφέρει ποσά για την ενίσχυση της πρόβλεψης της ΕΚΤ έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί ακόμη να αποφασίσει να χρεώσει τα κόστη που έχουν βαρύνει την ΕΚΤ και σχετίζονται με την έκδοση και διαχείριση των τραπεζογραμμάτων ευρώ έναντι των εσόδων από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ.

Το ποσό που διανέμεται στις ΕθνΚΤ περιλαμβάνεται στα αποτελέσματα χρήσεως, στο στοιχείο “Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές”.

#### **ι. Γεγονότα μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού**

Τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού προσαρμόζονται για γεγονότα που έλαβαν χώρα μεταξύ της ημερομηνίας τέλους της χρήσης και της ημερομηνίας έγκρισης των οικονομικών καταστάσεων, εφόσον επηρεάζουν ουσιωδώς την οικονομική κατάσταση της Τράπεζας κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού. Στην περίπτωση γεγονότων που λαμβάνουν χώρα μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού και δεν επηρεάζουν τα μεγέθη του ισολογισμού, αλλά η σπουδαιότητά τους είναι τέτοια ώστε η μη γνωστοποίησή τους θα επηρέαζε τη δυνατότητα των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων να διαμορφώνουν ορθές εκτιμήσεις και να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις, τα εν λόγω γεγονότα θα αναφέρονται στις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων.

#### **κ. Αλλαγές στις λογιστικές πολιτικές**

Στη χρήση 2019 δεν υπήρξαν αλλαγές στις λογιστικές πολιτικές που εφάρμοσε η Τράπεζα.

<sup>13</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 15.12.2014 σχετικά με την ενδιάμεση διανομή του εισοδήματος της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2014/57) με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, ΕΕ L53, 25.2.2015, σελ. 24.



## IV. ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

## ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

## 1. Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό

Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Βάρος σε χιλιάδες ουγγιές	4.832,9	4.808,5	24,4
Βάρος σε τόνους	150,3	149,6	0,7
Αξία χρυσού σε εκατ. ευρώ	6.544,3	5.390,2	1.154,1

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται:

- τα διαθέσιμα της Τράπεζας σε χρυσό διεθνών προδιαγραφών και χρυσές λίρες Αγγλίας (3.649,4 χιλιάδες ουγγιές),
- οι απαιτήσεις σε χρυσό έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (985,6 χιλιάδες ουγγιές), οι οποίες απορρέουν από τη συμμετοχή της Ελλάδος στο ΔΝΤ (καταβολή από την Τράπεζα στο ΔΝΤ για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου του μεριδίου συμμετοχής του σε χρυσό),
- ο χρυσός μη διεθνών προδιαγραφών και τα χρυσά νομίσματα (197,9 χιλιάδες ουγγιές).

Μέρος των διαθεσίμων σε χρυσό φυλάσσεται σε τράπεζες του εξωτερικού.

Τα διαθέσιμα και οι απαιτήσεις σε χρυσό σημείωσαν μικρή αύξηση 24,4 χιλιάδες ουγγιές ως αποτέλεσμα κυρίως της αγοραπωλησίας χρυσών λιρών Αγγλίας και χρυσών νομισμάτων. Η αύξηση της αξίας τους κατά 1.154,1 εκατ. ευρώ σε σχέση με την 31.12.2018 οφείλεται κυρίως στην αποτίμηση του χρυσού.

Στις 31.12.2019 η τιμή του χρυσού ανά ουγγιά ανήλθε σε 1.354,104 ευρώ, έναντι 1.120,961 ευρώ στις 31.12.2018, όπως αυτή καθορίζεται από την ΕΚΤ.

Το εξ αποτιμήσεως αποτέλεσμα που προέκυψε από τη σύγκριση της αξίας του χρυσού στις 31.12.2019 με το μέσο κόστος κτήσης ανέρχεται σε 4.666,0 εκατ. ευρώ και περιλαμβάνεται στο στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”. Το ποσό αυτό αφορά μη πραγματοποιηθέν κέρδος και αποτελεί αποθεματικό ασφαλείας έναντι πιθανών δυσμενών εξελίξεων στη διακύμανση της τιμής του χρυσού.

## 2. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται απαιτήσεις σε ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα (SDR) έναντι του ΔΝΤ, υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες του εξωτερικού (ανταποκριτές), προθεσμιακές καταθέσεις, τοποθετήσεις σε τίτλους, καθώς και η αξία των ξένων τραπεζογραμματίων που βρίσκονται στα ταμεία της Τράπεζας.

## 2.1 Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)

Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)	31.12.2019		31.12.2018		Μεταβολή	
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	SDR	Ευρώ	SDR	Ευρώ	SDR	Ευρώ
Διαθέσιμα σε SDR	9,1	11,2	4,8	5,9	4,3	5,3
Μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ σε SDR (μέρος της quota)	575,0	709,5	573,0	696,4	2,0	13,1
<b>Σύνολο</b>	<b>584,1</b>	<b>720,7</b>	<b>577,8</b>	<b>702,3</b>	<b>6,3</b>	<b>18,4</b>

Οι απαιτήσεις αυτές απορρέουν από την εν γένει συμμετοχή της Ελλάδος στο ΔΝΤ και αντιστοιχίζονται στο παθητικό με ισόποσες υποχρεώσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (βλ. σημείωση 6 “Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ”).

- **Διαθέσιμα σε SDR**

Τα διαθέσιμα σε SDR προήλθαν από κατανομές SDR του ΔΝΤ προς τη χώρα μας, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κυρίως το 2009 στο πλαίσιο της γενικής κατανομής SDR ύψους αντίστοιχου των 250 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ προς όλες τις χώρες-μέλη του ΔΝΤ, όπως αυτή εγκρίθηκε από το Συμβούλιο των Διοικητών του ΔΝΤ στις 7.8.2009 και τέθηκε σε ισχύ στις 28.8.2009.

Η εν λόγω κατανομή είχε ως σκοπό την παροχή ρευστότητας στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα με την ενίσχυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών-μελών του ΔΝΤ. Η κατανομή πραγματοποιήθηκε κατ' αναλογία προς τα ισχύοντα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του ΔΝΤ.

- **Μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (μέρος της quota) σε SDR**

Στο λογαριασμό αυτό εμφανίζεται το μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ που είναι εκφρασμένο σε SDR. Το μερίδιο συμμετοχής που είναι εκφρασμένο σε ευρώ (2.291,2 εκατ. ευρώ) εμφανίζεται στο στοιχείο 5 του παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ” ως κατάθεση του ΔΝΤ στην Τράπεζα. Τα δύο παραπάνω στοιχεία συνθέτουν τη συνολική συμμετοχή της χώρας στο κεφάλαιο του ΔΝΤ (quota), η οποία δεν έχει μεταβληθεί συγκριτικά με το 2018.

Οι παραπάνω απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ αποτιμήθηκαν με την ισοτιμία του SDR έναντι του ευρώ της 31.12.2019, όπως αυτή καθορίζεται από την ΕΚΤ (1 SDR=1,2339 ευρώ, έναντι 1 SDR=1,2154 ευρώ στις 31.12.2018).

## 2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις

Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπές απαιτήσεις			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Προθεσμιικές καταθέσεις σε τράπεζες του εξωτερικού	515,1	513,5	1,6
Υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού	17,1	21,5	-4,4
Εμπορεύσιμοι τίτλοι (ομόλογα/έντοκα γραμμάτια) που δεν διακρατούνται μέχρι τη λήξη τους	1.357,7	1.207,8	149,9
Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων	53,6	19,8	33,8
Ξένα τραπεζογραμμάτια στα ταμεία της Τράπεζας	36,1	18,8	17,3
<b>Σύνολο</b>	<b>1.979,6</b>	<b>1.781,4</b>	<b>198,2</b>

Στις 31.12.2019 το μεγαλύτερο μέρος των παραπάνω απαιτήσεων αφορούσε τοποθετήσεις σε δολάρια ΗΠΑ, κορώνες Νορβηγίας και δολάρια Αυστραλίας. Επιπλέον, η Τράπεζα έχει τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) σε γουάν Κίνας.

Οι εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμήθηκαν με τις μέσες αγοραίες τιμές της 31.12.2019 ανά ISIN (International Security Identification Number) και προέκυψαν εξ αποτιμήσεως κέρδη ύψους 10,5 εκατ. ευρώ και εξ αποτιμήσεως ζημίες ύψους 1,2 εκατ. ευρώ (31.12.2018: 1,1 εκατ. ευρώ και 1,4 εκατ. ευρώ, αντίστοιχα). Τα εξ αποτιμήσεως κέρδη μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”), ενώ οι εξ αποτιμήσεως ζημίες μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα χρήσεως και συμψηφίστηκαν με μεταφορά του αντίστοιχου ποσού από την πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για το σκοπό αυτό (στοιχείο 2 των αποτελεσμάτων “Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημίες αποτίμησης και προβλέψεις για κινδύνους”).

Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτιμήθηκαν με τις τιμές κλεισίματος της 31.12.2019 και τα εξ αποτιμήσεως κέρδη που προέκυψαν, ύψους 1,7 εκατ. ευρώ (31.12.2018: 0,6 εκατ. ευρώ), μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”).

## 3. Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ

Πρόκειται για απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου από χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων, υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες του εξωτερικού (ανταποκριτές), προθεσμιικές καταθέσεις και τοποθετήσεις σε τίτλους.

### 3.1 Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης

Απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Δάνειο σε δολάρια ΗΠΑ	0,6	0,7	-0,1
Δάνειο με ρήτρα χρυσού	18,9	15,6	3,3
<b>Σύνολο</b>	<b>19,5</b>	<b>16,3</b>	<b>3,2</b>

Στις απαιτήσεις αυτές περιλαμβάνονται τα δάνεια σε δολάρια ΗΠΑ και με ρήτρα χρυσού, τα οποία έχουν χορηγηθεί στο Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του σε διεθνείς οργανισμούς (εκτός ΔΝΤ).

Το δάνειο με ρήτρα χρυσού αποτιμήθηκε με την τιμή του χρυσού ανά ουγγιά στις 31.12.2019, η οποία ανήλθε σε 1.354,104 ευρώ, και το εξ αποτιμήσεως κέρδος που προέκυψε, ύψους 13,5 εκατ. ευρώ (31.12.2018: 10,3 εκατ. ευρώ), περιλαμβάνεται στο στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”.

### 3.2 Λοιπές απαιτήσεις

Λοιπές απαιτήσεις (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Προθεσμιακές καταθέσεις	137,7	152,2	-14,5
Εμπορεύσιμοι τίτλοι που δεν διακρατούνται μέχρι τη λήξη τους (ομόλογα/έντοκα γραμμάτια)	71,2	151,8	-80,6
Τρεχούμενοι λογαριασμοί ανταποκριτών κατοίκων εντός ζώνης ευρώ σε συνάλλαγμα	0,5	0,0	0,5
<b>Σύνολο</b>	<b>209,4</b>	<b>304,0</b>	<b>-94,6</b>

Από τις παραπάνω απαιτήσεις της 31.12.2019, ποσό ύψους 155,6 εκατ. ευρώ αφορά τοποθετήσεις σε δολάρια ΗΠΑ και ποσό ύψους 52,8 εκατ. ευρώ αφορά τοποθετήσεις σε λίρες Αγγλίας.

## 4. Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

### 4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια

Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα έντοκων τρεχούμενων λογαριασμών σε τράπεζες εξωτερικού το σύνολο των οποίων είχε διαμορφωθεί στις 31.12.2019 σε 23,2 χιλ. ευρώ (31.12.2018: 521,7 χιλ. ευρώ).

## 5. Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής

Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	51,0	958,4	-907,4
Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	7.600,0	9.105,0	-1.505,0
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,0	60,0	-60,0
<b>Σύνολο</b>	<b>7.651,0</b>	<b>10.123,4</b>	<b>-2.472,4</b>

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών χορηγήσεων της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, στο πλαίσιο της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Η συνολική χρηματοδότηση σε επίπεδο Ευρωσυστήματος μέσω πράξεων νομισματικής πολιτικής διαμορφώθηκε στις 31.12.2019 σε 624,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 734,4 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2018. Στο πλαίσιο των πράξεων αυτών, η Τράπεζα της Ελλάδος χορήγησε στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα 7,7 δισεκ. ευρώ, έναντι 10,1 δισεκ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση.

Η χορήγηση ρευστότητας, τόσο μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης (κύριας και πιο μακροπρόθεσμης) όσο και μέσω της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, πραγματοποιείται έναντι επαρκών εξασφαλίσεων, τις οποίες

παρέχουν οι αντισυμβαλλόμενοι. Τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία διακρίνονται σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα και πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας που θέτει το Ευρωσύστημα.

Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ, που διενεργούν πράξεις στο πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, συμμετέχουν από κοινού στα έσοδα και τις ζημίες σύμφωνα με τις ισχύουσες κλείδες συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Ζημίες από τις πράξεις αυτές μπορεί να πραγματοποιηθούν μόνο εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος πτωχεύσει και τα διαθέσιμα που προκύπτουν από τη ρευστοποίηση του ενεχύρου δεν είναι επαρκή. Σημειώνεται ότι οι ΕθνΚΤ, κατά την κρίση τους, δύνανται να δέχονται ως εξασφάλιση κατηγορίες αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων για τα οποία αναλαμβάνουν εξ ολοκλήρου τον κίνδυνο.

Ειδικότερα:

#### **Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διενεργούνται μέσω αντιστρεπτών συναλλαγών παροχής ρευστότητας με συχνότητα και διάρκεια συνήθως μίας εβδομάδας, μέσω τακτικών δημοπρασιών, και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη των στόχων της εκάστοτε εφαρμοζόμενης νομισματικής πολιτικής. Από τον Οκτώβριο του 2008 οι πράξεις αυτές διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κάλυψη του συνόλου των αιτούμενων προσφορών.

#### **Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης**

Οι πράξεις αυτές έχουν ως στόχο την παροχή στους αντισυμβαλλομένους πρόσθετης αναχρηματοδότησης πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας. Έχουν κατά κανόνα διάρκεια 3 μηνών και εντός του 2019 διενεργήθηκαν ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου και με πλήρη κάλυψη του συνόλου των αιτούμενων προσφορών.

Το 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε την εισαγωγή μιας νέας σειράς τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO II). Οι πράξεις αυτές έχουν τετραετή διάρκεια, με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά την παρέλευση διετίας.

Επιπρόσθετα, το 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε την εισαγωγή μιας νέας σειράς επτά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III), που θα διενεργούνται σε τριμηνιαία βάση. Οι πράξεις αυτές έχουν τριετή διάρκεια, με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά την παρέλευση διετίας. Σύμφωνα με τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, το τελικό επιτόκιο που εφαρμόζεται σε κάθε πράξη TLTRO III δύναται να είναι τόσο χαμηλό όσο το μέσο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, που ισχύει κατά τη διάρκεια της πράξης. Δεδομένου ότι το τελικό ύψος του επιτοκίου εκτοκισμού θα είναι γνωστό από το 2021 και επειδή προς το παρόν δεν είναι εφικτό να υπολογιστεί αξιόπιστα, αποφασίστηκε να χρησιμοποιηθεί το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων για τον υπολογισμό του τόκου των πράξεων TLTRO III για το 2019, καθώς αυτό κρίθηκε ως συντηρητική προσέγγιση.

Στις 31.12.2019 από το σύνολο των 7,6 δισεκ. ευρώ, τα 3,1 δισεκ. ευρώ προέρχονται από στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO II και τα υπόλοιπα 4,5 δισεκ. ευρώ από στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO III.

#### **Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης**

Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης έχει ως σκοπό την κάλυψη προσωρινών αναγκών των αντισυμβαλλομένων σε ρευστότητα. Έχει διάρκεια μίας ημέρας, προκαθορισμένο επιτόκιο και χορηγείται έναντι ασφαλειών με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

### **6. Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ**

#### **Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού	1,8	0,5	1,3
Παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Emergency Liquidity Assistance - ELA)	0,0	947,0	-947,0
<b>Σύνολο</b>	<b>1,8</b>	<b>947,5</b>	<b>-945,7</b>

Στο στοιχείο αυτό απεικονίζονται απαιτήσεις έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ που δεν σχετίζονται με πράξεις εφαρμογής νομισματικής πολιτικής. Ειδικότερα εκτός από τα υπόλοιπα τρεχούμενων λογαριασμών σε ανταποκριτές εξωτερικού, απεικονίζεται και η παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Emergency Liquidity Assistance - ELA) προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

Μέσω των πράξεων ELA παρέχεται ρευστότητα, με τη μορφή δανείων, προς φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία αντιμετωπίζουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Οι πράξεις αυτές είναι μεν εκτός ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, πλην όμως διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ με βάση το ισχύον θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και εφόσον δεν διατυπωθεί αντίρρηση από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Η Τράπεζα αναλαμβάνει τους κινδύνους καθώς και τα οφέλη που συνδέονται με αυτές τις πράξεις.

Για την παροχή ELA προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, η Τράπεζα λαμβάνει ως εξασφάλιση επαρκή περιουσιακά στοιχεία, ενώ παράλληλα το Ελληνικό Δημόσιο χορηγεί εγγύηση απευθείας στην Τράπεζα για το σύνολο των πράξεων αυτών.

Από τις 21 Μαρτίου 2019 τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα έχουν αποπληρώσει ολοσχερώς τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα.

## 7. Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

### 7.1 Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται τα χρεόγραφα που έχει αποκτήσει η Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο των Προγραμμάτων: Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programmes),<sup>14</sup> Αγοράς Τίτλων (Securities Markets Programme),<sup>15</sup> καθώς και Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP).<sup>16</sup>

Τα χρεόγραφα αυτά αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος και υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους (impairment tests).

Το αναπόσβεστο κόστος καθώς και η αγοραία αξία (η οποία δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό ή τα αποτελέσματα χρήσεως, αλλά παρουσιάζεται μόνο για λόγους συγκρισιμότητας) των χρεογράφων νομισματικής πολιτικής παρατίθενται στο παρακάτω πίνακα:

14 Απόφαση της ΕΚΤ της 2.7.2009 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP (ΕΚΤ/2009/16), ΕΕ L175, 4.7.2009, σελ.18, Απόφαση της ΕΚΤ της 3.11.2011 σχετικά με την εφαρμογή του δεύτερου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP2 (ΕΚΤ/2011/17), ΕΕ L297, 16.11.2011, σελ.70 και Απόφαση της ΕΚΤ της 15.10.2014 σχετικά με την εφαρμογή του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών - CBPP3 (ΕΚΤ/2014/40) ΕΕ L335 22.10.2014, σελ. 22, με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

15 Απόφαση της ΕΚΤ της 14.5.2010 σχετικά με την υιοθέτηση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme - SMP) (ΕΚΤ/2010/5), ΕΕ L124, 20.5.2010, σελ. 8.

16 Απόφαση της ΕΚΤ της 4.3.2015 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme - PSPP) (ΕΚΤ/2015/10) με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, ΕΕ L121, 14.5.2015, σελ. 20.

## Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019		31.12.2018		Μεταβολή	
	Αναπό- σβεστο κόστος	Αγοραία Αξία	Αναπό- σβεστο κόστος	Αγοραία Αξία	Αναπό- σβεστο κόστος	Αγοραία Αξία
Πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	68,5	70,0	141,8	147,1	-73,3	-77,1
Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3)	4.195,1	4.305,5	4.612,0	4.670,8	-416,9	-365,3
Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP)	837,2	895,5	1.655,6	1.760,1	-818,4	-864,6
Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP)	58.808,6	61.142,3	58.499,2	58.781,6	309,4	2.360,7
<b>Σύνολα</b>	<b>63.909,4</b>	<b>66.413,3</b>	<b>64.908,6</b>	<b>65.359,6</b>	<b>-999,2</b>	<b>1.053,7</b>

**- Χρεόγραφα στο πλαίσιο του πρώτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP)**

Οι αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος ολοκληρώθηκαν στις 30.6.2010.

**- Χρεόγραφα στο πλαίσιο του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)**

Στο πλαίσιο αυτού του Προγράμματος, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος προβαίνουν σε αγορές καλυμμένων ομολογιών σε ευρώ με σκοπό τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας.

**- Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme – SMP)**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να σταματήσει τις αγορές χρεογράφων στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος στις 6.9.2012.

**- Χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP)**

Στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος, οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος και η ΕΚΤ μπορούν να αγοράσουν στη δευτερογενή αγορά χρεόγραφα σε ευρώ που εκδίδονται από κεντρικές, περιφερειακές ή τοπικές κυβερνήσεις, άλλους αναγνωρισμένους εκδότες (agencies), καθώς και από υπερεθνικούς οργανισμούς και πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, στις 31.12.2019, κατείχε μόνο ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών (supranational securities) και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών.

Η μείωση του αναπόσβεστου κόστους των χαρτοφυλακίων του πρώτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP), του τρίτου Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3), καθώς και του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων (SMP) που βρίσκονται στην κατοχή της Τράπεζας της Ελλάδος, οφείλεται σε λήξεις χρεογράφων. Η αύξηση του αναπόσβεστου κόστους του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP) κατά 309,4 εκατ. ευρώ το 2019, έναντι 5.395,7 εκατ. ευρώ το 2018, οφείλεται στο γεγονός ότι η Τράπεζα, στο διάστημα από τον Ιανουάριο του 2019 έως τον Οκτώβριο του 2019, επανεπένδυε πλήρως μόνο τα ποσά από την εξόφληση τίτλων αποκτηθέντων στο πλαίσιο Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP) κατά τη λήξη τους, ενώ από την 1η Νοεμβρίου 2019 ξεκίνησαν εκ νέου οι καθαρές αγορές.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζεται η λογιστική αξία των χρεογράφων νομισματικής πολιτικής για την 31.12.2019 και 31.12.2018, με βάση την εναπομένουσα διάρκειά τους:



**31.12.2019**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	≤ 1 έτους	1-2 έτη	2-5 έτη	> 5 έτη
Πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	68,5	63,5	0,0	5,0	0,0
Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3)	4.195,1	720,3	662,9	1.980,6	831,3
Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP)	837,2	516,9	248,4	53,0	18,9
Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP)	58.808,6	5.851,7	6.191,4	21.572,7	25.192,8
<b>Σύνολο</b>	<b>63.909,4</b>	<b>7.152,4</b>	<b>7.102,7</b>	<b>23.611,3</b>	<b>26.043,0</b>

**31.12.2018**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	≤ 1 έτους	1-2 έτη	2-5 έτη	> 5 έτη
Πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	141,8	73,3	63,4	5,1	0,0
Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3)	4.612,0	401,0	724,0	2.205,5	1.281,5
Πρόγραμμα του Ευρωσυστήματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP)	1.655,6	826,6	511,8	269,3	47,9
Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP)	58.499,2	3.491,7	5.925,0	19.522,7	29.559,8
<b>Σύνολο</b>	<b>64.908,6</b>	<b>4.792,6</b>	<b>7.224,2</b>	<b>22.002,6</b>	<b>30.889,2</b>

Σημειώνεται ότι σε επίπεδο Ευρωσυστήματος έχει αποφασιστεί και η εφαρμογή των παρακάτω Προγραμμάτων, στα οποία όμως η Τράπεζα της Ελλάδος δεν συμμετέχει:

**- Δεύτερο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών του Ευρωσυστήματος (Covered Bond Purchase Programme – CBPP2)**

Το εν λόγω πρόγραμμα ολοκληρώθηκε στις 31.10.2012.

**- Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP)<sup>17</sup>**

**- Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Τίτλων (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP)<sup>18</sup>**

Την 1η Νοεμβρίου 2019 το Ευρωσύστημα ξεκίνησε εκ νέου τη διενέργεια καθαρών αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (asset purchase programme – APP) με μέσο ύψος αγορών 20 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Προηγήθηκε περίοδος δέκα μηνών από το τέλος του 2018, κατά τη διάρκεια της οποίας το Ευρωσύστημα επανεπένδυε πλήρως μόνο τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων αποκτηθέντων μέσω του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναμένει ότι οι εν λόγω αγορές θα διενεργούνται για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται αναγκαίο προκειμένου να ενισχυθεί η διευκολυντική επίδραση της νομισματικής πολιτικής και ότι θα παύσουν λίγο πριν αρχίσει να αυξάνει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σκοπεύει επίσης να συνεχίσει την πολιτική επανεπένδυσης για παρατεταμένη χρονική περίοδο μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα αρχίσει να αυξάνει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ και πάντως για όσο χρονικό διάστημα χρειαστεί για τη διατήρηση ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας και ενός διευκολυντικού, σε μεγάλο βαθμό, χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής.

<sup>17</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 19.11.2014 σχετικά με την εφαρμογή του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων προερχόμενων από Τιτλοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme - ABSPP) (ΕΚΤ/2014/45), με τις ισχύουσες τροποποιήσεις.

<sup>18</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 1.6.2016 σχετικά με την υιοθέτηση του Προγράμματος για τις Αγορές Εταιρικών Τίτλων (Corporate Sector Purchase Programme - CSPP) (ΕΚΤ/2016/16) με τις ισχύουσες τροποποιήσεις, ΕΕ L157, 15.6.2016, σελ. 28.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αξιολογεί σε τακτική βάση τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με τα χρεόγραφα χαρτοφυλακίων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής (CBPP, CBPP2, CBPP3, SMP, ABSPP, PSPP και CSPP). Έλεγχοι απομείωσης της αξίας των χρεογράφων των παραπάνω χαρτοφυλακίων διενεργούνται σε ετήσια βάση, χρησιμοποιώντας δεδομένα τέλους έτους, και εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Σε αυτούς τους ελέγχους, οι δείκτες απομείωσης αξιολογούνται χωριστά για κάθε πρόγραμμα.

Σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού της ΕΚΤ, οι ζημιές από τα χαρτοφυλάκια χρεογράφων στο πλαίσιο των προγραμμάτων SMP, CBPP3, PSPP (μόνο για τα χρεόγραφα υπερεθνικών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών) και CSPP, εάν πραγματοποιηθούν, κατανέμονται εξ ολοκλήρου στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες κλείδες συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα. Το σύνολο της αξίας των χαρτοφυλακίων χρεογράφων που βρίσκονται στην κατοχή των ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, στο πλαίσιο των εν λόγω προγραμμάτων, στις 31.12.2019, ανέρχεται σε 695,8 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων η Τράπεζα της Ελλάδος κατέχει 63,8 δισεκ. ευρώ (31.12.2018: 710,9 δισεκ. ευρώ και 64,8 δισεκ. ευρώ, αντίστοιχα).

Ως αποτέλεσμα του ελέγχου απομείωσης που πραγματοποιήθηκε στο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων CSPP, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε απαραίτητο τη διατήρηση πρόβλεψης έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής (βλ. σημείωση 12 του παθητικού “Πρόβλεψεις” και συγκεκριμένα στην κατηγορία “Πρόβλεψη έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής”).

Επίσης, ως αποτέλεσμα του ελέγχου απομείωσης που πραγματοποιήθηκε στο τέλος της χρήσης στο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων CBPP3, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναγνώρισε μια ένδειξη απομείωσης (impairment indicator) που σχετίζεται με χρεόγραφο του οποίου ο εκδότης αντιμετώπιζε σημαντικές χρηματοοικονομικές δυσκολίες κατά τη διάρκεια του 2019. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι η συγκεκριμένη ένδειξη δεν επηρέασε τις εκτιμώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές. Συνεπώς, δεν αναγνωρίστηκαν ζημιές απομείωσης στο τέλος της χρήσης για το συγκεκριμένο χρεόγραφο του χαρτοφυλακίου CBPP3.

Κατά τον έλεγχο απομείωσης της αξίας των χρεογράφων των λοιπών νομισματικών χαρτοφυλακίων που διενεργήθηκε στο τέλος της χρήσης 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε πως δεν συντρέχουν λόγοι απομείωσης της αξίας κανενός από αυτά.

## 7.2 Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

Περιλαμβάνονται ομόλογα και έντοκα γραμμάτια σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από κυβερνήσεις χωρών της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένου του Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Δ.), καθώς και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για τα χαρτοφυλάκια που κατέχει η Τράπεζα για καθαρά επενδυτικούς σκοπούς.

### Λοιπά χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
<b>A. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα</b> (εκτός αυτών που χαρακτηρίζονται ως διακρατούμενα έως τη λήξη τους)			
Χρεόγραφα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.			
• Ομόλογα	400,7	600,4	-199,7
• Ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο	220,1	59,7	160,4
Χρεόγραφα Ε.Δ.			
• Ομόλογα	81,6	0,0	81,6
• Έντοκα γραμμάτια	1.011,8	1.336,4	-324,6
<b>Σύνολο</b>	<b>1.714,2</b>	<b>1.996,5</b>	<b>-282,3</b>
<b>B. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα διακρατούμενα έως τη λήξη τους</b>			
• Ομόλογα Ε.Δ.	3.578,5	3.396,1	182,4
• Ομόλογα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.	5.867,6	6.231,0	-363,4
<b>Σύνολο</b>	<b>9.446,1</b>	<b>9.627,1</b>	<b>-181,0</b>
<b>Γ. Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων</b>	<b>5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>11.165,8</b>	<b>11.627,6</b>	<b>-461,8</b>

Τα χρεόγραφα, εκτός αυτών που χαρακτηρίζονται διακρατούμενα έως τη λήξη τους, αποτιμήθηκαν με τις μέσες αγοραίες τιμές της 31.12.2019 κατά ISIN (International Security Identification Number). Τα εξ αποτιμήσεως κέρδη ύψους 7,2 εκατ. ευρώ που προέκυψαν (31.12.2018: 3,8 εκατ. ευρώ), μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”), ενώ οι εξ αποτιμήσεως ζημιές ύψους 0,5 εκατ. ευρώ (31.12.2018: 3,2 εκατ. ευρώ) μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα χρήσεως και συμψηφίστηκαν με μεταφορά του αντίστοιχου ποσού από την πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για το σκοπό αυτό (στοιχείο 2 των αποτελεσμάτων “Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημιές αποτίμησης και προβλέψεις για κινδύνους”).

Τα χρεόγραφα που διακρατούνται έως τη λήξη τους αποτιμήθηκαν στο αναπόσβεστο κόστος. Πρόκειται για χρεόγραφα σταθερών ή προκαθορισμένων πληρωμών και καθορισμένης διάρκειας, τα οποία η Τράπεζα προτίθεται να διακρατήσει μέχρι τη λήξη τους. Από τον σχετικό έλεγχο απομείωσης, που διενεργήθηκε στο τέλος της χρήσης 2019, διαπιστώθηκε ότι δεν συντρέχουν λόγοι απομείωσης της αξίας τους.

Το 2019 η Τράπεζα της Ελλάδος πούλησε χρεόγραφα αξίας 28,2 εκατ. ευρώ από το χαρτοφυλάκιο διακράτησης έως τη λήξη, λόγω προσαρμογών στο πλαίσιο υπερβάσεων τεχνικών ορίων.

Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτιμήθηκαν με τις τιμές κλεισίματος της 30.12.2019 και τα εξ αποτιμήσεως κέρδη που προέκυψαν, ύψους 3,7 εκατ. ευρώ (31.12.2018: 2,2 εκατ. ευρώ, μεταφέρθηκαν σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”).

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζεται η λογιστική αξία των λοιπών χρεογράφων σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ, (πλην των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων), για την 31.12.2019 και 31.12.2018 με βάση την εναπομένουσα διάρκεια τους:

### 31.12.2019

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	≤ 1 έτους	1-2 έτη	2-5 έτη	> 5 έτη
<b>A. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα (εκτός των διακρατούμενων έως τη λήξη)</b>					
Χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.					
• Ομόλογα	400,7	110,5	96,2	144,9	49,1
• Ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο	220,1	95,1	125,0	0,0	0,0
Χρεόγραφα Ε.Δ.					
• Ομόλογα	81,6	0,0	0,0	81,6	0,0
• Έντοκα γραμμάτια	1.011,8	1.011,8	0,0	0,0	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>1.714,2</b>	<b>1.217,4</b>	<b>221,2</b>	<b>226,5</b>	<b>49,1</b>
<b>B. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα διακρατούμενα έως τη λήξη</b>					
• Ομόλογα Ε.Δ.	3.578,5	232,0	0,0	1.660,4	1.686,1
• Ομόλογα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.	5.867,6	827,1	246,5	305,8	4.488,2
<b>Σύνολο</b>	<b>9.446,1</b>	<b>1.059,1</b>	<b>246,5</b>	<b>1.966,2</b>	<b>6.174,3</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>11.160,3</b>	<b>2.276,5</b>	<b>467,7</b>	<b>2.192,7</b>	<b>6.223,4</b>

### 31.12.2018

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	≤ 1 έτους	1-2 έτη	2-5 έτη	> 5 έτη
<b>A. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα (εκτός των διακρατούμενων έως τη λήξη)</b>					
Χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.					
• Ομόλογα	600,4	90,2	140,2	284,9	85,1
• Ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο	59,7	0,0	59,7	0,0	0,0
Χρεόγραφα Ε.Δ.					
• Έντοκα γραμμάτια	1.336,4	1.336,4	0,0	0,0	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>1.996,5</b>	<b>1.426,6</b>	<b>199,9</b>	<b>284,9</b>	<b>85,1</b>
<b>B. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα διακρατούμενα έως τη λήξη</b>					
• Ομόλογα Ε.Δ.	3.396,1	900,7	227,7	1.199,2	1.068,5
• Ομόλογα χωρών της ζώνης του ευρώ εκτός Ε.Δ.	6.231,0	695,5	858,1	524,3	4.153,1
<b>Σύνολο</b>	<b>9.627,1</b>	<b>1.596,2</b>	<b>1.085,8</b>	<b>1.723,5</b>	<b>5.221,6</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>11.623,6</b>	<b>3.022,8</b>	<b>1.285,7</b>	<b>2.008,4</b>	<b>5.306,7</b>

## 8. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης

Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις σε ευρώ έναντι της γενικής κυβέρνησης			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
<b>A. Έντοκα δάνεια στο Ε.Δ.</b>			
Έντοκα δάνεια στο Ε.Δ. μέχρι 31.12.1993	326,0	407,5	-81,5
Έντοκα δάνεια στο Ε.Δ. από ρύθμιση οφειλών συναλλαγματικών διαφορών ν. 1083/80	1.562,5	1.953,1	-390,6
<b>Σύνολο</b>	<b>1.888,5</b>	<b>2.360,6</b>	<b>-472,1</b>
<b>B. Άτοκα δάνεια προς το Ε.Δ. για συμμετοχή στο ΔΝΤ</b>	<b>2.975,1</b>	<b>2.934,9</b>	<b>40,2</b>
<b>Γενικό σύνολο</b>	<b>4.863,6</b>	<b>5.295,5</b>	<b>-431,9</b>

Αφορούν μακροπρόθεσμα δάνεια σε ευρώ που έχει χορηγήσει η Τράπεζα στο Ελληνικό Δημόσιο.

- Η μείωση κατά 472,1 εκατ. ευρώ που παρατηρείται στα υπόλοιπα των εντόκων δανείων προς το Ελληνικό Δημόσιο οφείλεται στη σταδιακή αποπληρωμή τους. Σημειώνεται ότι τα εν λόγω δάνεια λήγουν το 2023.
- Η αύξηση κατά 40,2 εκατ. ευρώ του υπολοίπου των άτοκων δανείων προς το Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του στο ΔΝΤ, οφείλεται στην ενσωμάτωση της διαφοράς από την προσαρμογή του λογαριασμού “Καταθέσεις ΔΝΤ σε ευρώ”, λόγω μεταβολής της ισοτιμίας (ανατίμηση) του SDR έναντι του ευρώ, όπως ορίζει η σύμβαση που έχει υπογραφεί μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. σημείωση 5 του παθητικού “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ”).

Τα δάνεια για τη συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο ΔΝΤ θα επιστραφούν εξ ολοκλήρου όταν παύσει η λειτουργία του ΔΝΤ ή όταν παύσει η συμμετοχή της χώρας σε αυτό.

## 9. Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος

### 9.1 Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ

Σύμφωνα με το άρθρο 28 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ του ΕΣΚΤ είναι οι μόνοι εγγεγραμμένοι μεριδιούχοι του κεφαλαίου της ΕΚΤ.

Η εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ πραγματοποιείται σύμφωνα με την κλείδα κατανομής κάθε ΕθνΚΤ.

Σε κάθε ΕθνΚΤ αποδίδεται στάθμιση σε αυτή την κλείδα, η οποία ισούται με το άθροισμα:

- του 50% του μεριδίου συμμετοχής του οικείου κράτους-μέλους στο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε τρέχουσες τιμές και
- του 50% του μεριδίου συμμετοχής του στον πληθυσμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 29, παρ. 1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ).

Με βάση το ίδιο άρθρο, παρ. 3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, οι κλείδες κατανομής των ΕθνΚΤ για τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται ανά πενταετία μετά την ίδρυση του ΕΣΚΤ.

Επίσης, οι κλείδες κατανομής των ΕθνΚΤ για τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται με κάθε μεταβολή της σύνθεσης των εγγεγραμμένων μελών στο κεφάλαιό της.

Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έχουν καταβάλει πλήρως τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ σύμφωνα με τις κλείδες κατανομής τους και συμμετέχουν στα διανεμόμενα κέρδη (ή ζημίες) της.

Οι ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ συνεισφέρουν μόνο το 3,75% του συνολικού μεριδίου τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ για την κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 48.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ αυξάνεται αυτομάτως όταν ένα νέο μέλος (κράτος) εντάσσεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η αντίστοιχη ΕθνΚΤ εντάσσεται στο

ΕΣΚΤ. Η αύξηση καθορίζεται πολλαπλασιάζοντας το υφιστάμενο ύψος του εγγεγραμμένου κεφαλαίου της ΕΚΤ με το λόγο της κλειδας συμμετοχής της νεοεισερχόμενης ΕθνΚΤ στο ΕΣΚΤ προς το άθροισμα των κλειδών συμμετοχής των ΕθνΚΤ που είναι ήδη μέλη του ΕΣΚΤ.

#### Κλειδες κατανομής των ΕθνΚΤ στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ

Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες	2019	2018
	%	%
Banque Nationale de Belgique (Βέλγιο)	2,5280	2,4778
Deutsche Bundesbank (Γερμανία)	18,3670	17,9973
Eesti Pank (Εσθονία)	0,1968	0,1928
Central Bank of Ireland (Ιρλανδία)	1,1754	1,1607
Τράπεζα της Ελλάδος (Ελλάδα)	1,7292	2,0332
Banco de España (Ισπανία)	8,3391	8,8409
Banque de France (Γαλλία)	14,2061	14,1792
Banca d'Italia (Ιταλία)	11,8023	12,3108
Central Bank of Cyprus (Κύπρος)	0,1503	0,1513
Latvijas Banka (Λετονία)	0,2731	0,2821
Lietuvos bankas (Λιθουανία)	0,4059	0,4132
Banque centrale du Luxembourg (Λουξεμβούργο)	0,2270	0,2030
Central Bank of Malta (Μάλτα)	0,0732	0,0648
De Nederlandsche Bank (Ολλανδία)	4,0677	4,0035
Oesterreichische Nationalbank (Αυστρία)	2,0325	1,9631
Banco de Portugal (Πορτογαλία)	1,6367	1,7434
Banka Slovenije (Σλοβενία)	0,3361	0,3455
Národná banka Slovenska (Σλοβακία)	0,8004	0,7725
Suomen Pankki (Φινλανδία)	1,2708	1,2564
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ</b>	<b>69,6176</b>	<b>70,3915</b>
Българска народна банка (Βουλγαρία)	0,8511	0,8590
Česká národní banka (Τσεχία)	1,6172	1,6075
Danmarks Nationalbank (Δανία)	1,4986	1,4873
Hrvatska narodna banka (Κροατία)	0,5673	0,6023
Magyar Nemzeti Bank (Ουγγαρία)	1,3348	1,3798
Narodowy Bank Polski (Πολωνία)	5,2068	5,1230
Banca Națională a României (Ρουμανία)	2,4470	2,6024
Sveriges Riksbank (Σουηδία)	2,5222	2,2729
Bank of England (Ηνωμένο Βασίλειο)	14,3374	13,6743
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εκτός της ζώνης του ευρώ</b>	<b>30,3824</b>	<b>29,6085</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

Την 1.1.2019 έλαβε χώρα η πενταετής αναθεώρηση των κλειδών κατανομής των ΕθνΚΤ στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ, με αποτέλεσμα η κλειδα κατανομής της Τράπεζας της Ελλάδος να διαμορφωθεί σε 1,7292% από 2,0332%.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται τα στοιχεία που αφορούν τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ.

## Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019		31.12.2018		Μεταβολή
	%	€	%	€	
Εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ (28 χώρες-μέλη της ΕΕ)		10.825,0		10.825,0	0,0
Κλείδα κατανομής της Τράπεζας της Ελλάδος στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ	1,7292		2,0332		
Καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος		7.536,1		7.619,9	-83,8
Κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα	2,48385		2,88842		
Συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο της ΕΚΤ		187,2		220,1	-32,9
Συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ		285,8		344,7	-58,9
<b>Συνολικό μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ</b>		<b>473,0</b>		<b>564,8</b>	<b>-91,8</b>

Το μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας στο κεφάλαιο της ΕΚΤ ανέρχεται σε 187,2 εκατ. ευρώ έναντι 220,1 εκατ. ευρώ το 2018 και είναι εξ ολοκλήρου καταβεβλημένο. Αντιστοιχεί στο 2,48385% (κλείδα συμμετοχής στο Ευρωσύστημα) του καταβεβλημένου από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος κεφαλαίου της ΕΚΤ, το οποίο ανέρχεται σε 7.536,1 εκατ. ευρώ.

Η συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ ανέρχεται σε 285,8 εκατ. ευρώ, έναντι 344,7 εκατ. ευρώ το 2018, μειωμένη κατά 58,9 εκατ. ευρώ, ως αποτέλεσμα της μεταβολής της κλείδας κατανομής της Τράπεζας της Ελλάδος στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

## 9.2 Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ

## Απαιτήσεις από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019		31.12.2018		Μεταβολή
	%	€	%	€	
Συνολικά συναλλαγματικά διαθέσιμα που έχουν μεταβιβαστεί στην ΕΚΤ από τις 19 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος		40.344,1		40.792,6	-448,5
Κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα	2,48385		2,88842		
<b>Απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ</b>		<b>1.002,1</b>		<b>1.178,3</b>	<b>-176,2</b>

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται οι απαιτήσεις της Τράπεζας που απορρέουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ, σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης Ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 30 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ).

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μεταφέρθηκαν κατ' αναλογία του μεριδίου συμμετοχής της Τράπεζας στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ με την ένταξη της χώρας στην ζώνη του ευρώ και της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αποτελούνταν κατά 85% από δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας και κατά 15% από χρυσό.

Έναντι των συναλλαγματικών διαθεσίμων που μεταφέρθηκαν, ενεγράφη απαίτηση εκφρασμένη σε ευρώ η οποία αποφέρει τόκο που υπολογίζεται με επιτόκιο ίσο με το 85% του εκάστοτε επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρημα-



τοδότησης του Ευρωσυστήματος (η διαφορά 15% αντιστοιχεί στο μέρος της απαίτησης που προήλθε από τη μεταφορά του χρυσού και θεωρείται ότι έχει μηδενική απόδοση).<sup>19</sup>

Οι προσαρμογές των κλειδών κατανομής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ την 1.1.2019, οδήγησαν στην προσαρμογή της απαίτησης της Τράπεζας της Ελλάδος από τη μεταφορά συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ. Λόγω της μείωσης της κλειδας κατανομής, η απαίτηση της Τράπεζας της Ελλάδος μειώθηκε κατά 176,2 εκατ. ευρώ (από 1.178,3 εκατ. ευρώ σε 1.002,1 εκατ. ευρώ).

### 9.3 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται οι καθαρές απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ (βλ. ΙΙΙ Σύνοψη σημαντικών λογιστικών πολιτικών “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” και “Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ/Υπόλοιπα εντός του ευρωσυστήματος” καθώς και σημείωση 1 του παθητικού “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ	8.455,8	4.133,6	4.322,2

Από τη συνολική αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία, το 8% θεωρείται ότι εκδίδεται από την ΕΚΤ, ενώ το υπόλοιπο 92% κατανέμεται στις ΕθνΚΤ με βάση την κλείδα συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα, σε μηνιαία βάση. Η διαφορά μεταξύ της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ που κατανέμονται στην κάθε ΕθνΚΤ και της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ που αυτή πράγματι θέτει σε κυκλοφορία, καταγράφεται ως “καθαρή απαίτηση/ υποχρέωση εντός του Ευρωσυστήματος που σχετίζεται με την κατανομή τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος”.

Η αύξηση σε σύγκριση με το 2018 (4.322,2 εκατ. ευρώ) οφείλεται στη μείωση κατά 26,2% των τραπεζογραμμάτων που έχουν τεθεί πραγματικά σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος το 2019, καθώς και στην αύξηση κατά 5,0% της συνολικής αξίας των τραπεζογραμμάτων που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από το Ευρωσύστημα. Το υπόλοιπο της θέσης αυτής εκτοκίζεται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate), το οποίο για όλη τη διάρκεια του 2019 ήταν μηδενικό.

### 9.4 Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

Στις 31.12.2019 το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2) ήταν πιστωτικό και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.3 του παθητικού “Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)”.

### 9.5 Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος έτους 2019	12,9	83,5	-70,6
Από διορθώσεις νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών	-0,4	-30,6	30,2
Από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ	35,5	34,4	1,1
<b>Σύνολο</b>	<b>48,0</b>	<b>87,3</b>	<b>-39,3</b>

19 Κατευθυντήρια γραμμή της ΕΚΤ της 3ης Νοεμβρίου 1998, όπως τροποποιήθηκε από την κατευθυντήρια γραμμή της 16ης Νοεμβρίου 2000 σχετικά με τη σύνθεση και αποτίμηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και τις λεπτομέρειες της αρχικής μεταβίβασής τους, το νόμισμα στο οποίο εκφράζονται οι ισοδύναμες απαιτήσεις και την απόδοσή τους (ΕΚΤ/2000/15), ΕΕ L336, 30.12.2000, σελ. 114.

Οι λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος, ύψους 48,0 εκατ. ευρώ, προέκυψαν από:

- Το αποτέλεσμα που προέκυψε για την Τράπεζα από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος του οικονομικού έτους 2019, ύψους 12,9 εκατ. ευρώ (έσοδο). Το συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα ήταν μικρότερο του αναλογούντος με βάση την κλείδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα (βλ. σημείωση 5 των αποτελεσμάτων “Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος”).
- Το ποσό 0,4 εκατ. ευρώ που κατέβαλε η Τράπεζα λόγω διορθώσεων στην αναδιανομή νομισματικού εισοδήματος των ετών 2017 και 2018 (βλ. σημείωση 5 των αποτελεσμάτων “Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος”).
- Το έσοδο ύψους 35,5 εκατ. ευρώ από την ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ της χρήσης 2019 (βλ. σημείωση 4 των αποτελεσμάτων “Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές”).

## 11. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού

### 11.1 Κέρματα ζώνης ευρώ

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Κέρματα ζώνης ευρώ	51,7	56,8	-5,1

Το υπόλοιπο του εν λόγω στοιχείου απεικονίζει την αξία των κερμάτων ευρώ που υπάρχουν στα ταμεία της Τράπεζας, τα οποία έχουν εκδοθεί από τις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Τα κέρματα που τίθενται σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου καταχωρούνται σε ειδικό λογαριασμό του τελευταίου, ο οποίος περιλαμβάνεται στο στοιχείο 4.1 του παθητικού “Γενική Κυβέρνηση”.

### 11.2 Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού

#### Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	Οικόπεδα	Κτίρια	Εξοπλισμός	Λοιπά
Λογιστική αξία την 1.1.2019	561,4	362,7	167,2	13,7	17,8
Κινήσεις:					
• Προσθήκες	8,1	0,0	2,0	3,7	2,4
• Αποσβέσεις	-11,9	0,0	-5,0	-3,9	-3,0
• Αναταξινόμησης	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,6
• Διαθέσεις- διαγραφές	-9,0	-9,0	0,0	0,0	0,0
Λογιστική αξία την 31.12.2019	548,6	353,7	164,2	14,1	16,6
Κόστος	794,7	353,7	204,9	166,3	69,8
Συσσωρευμένες αποσβέσεις	-246,1	0,0	-40,7	-152,2	-53,2
Λογιστική αξία την 31.12.2019	548,6	353,7	164,2	14,1	16,6

#### Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Σύνολο	Οικόπεδα	Κτίρια	Εξοπλισμός	Λοιπά
Λογιστική αξία την 1.1.2018	564,1	359,9	172,3	15,6	16,3
Κινήσεις:					
• Προσθήκες	9,8	0,0	2,8	1,5	5,5
• Αποσβέσεις	-12,5	0,0	-5,1	-4,2	-3,2
• Αναταξινόμησης	0,0	2,8	-2,8	0,8	-0,8
Λογιστική αξία την 31.12.2018	561,4	362,7	167,2	13,7	17,8
Κόστος	799,3	362,7	202,9	165,7	68,0
Συσσωρευμένες αποσβέσεις	-237,9	0,0	-35,7	-152,0	-50,2
Λογιστική αξία την 31.12.2018	561,4	362,7	167,2	13,7	17,8

Στην κατηγορία “Λοιπά” περιλαμβάνονται προκαταβολές κτήσεως λοιπού εξοπλισμού και λογισμικού υπό εγκατάσταση ύψους 13,5 εκατ. ευρώ καθώς και ασώματες ακινητοποιήσεις (κυρίως έξοδα λογισμικού) και έξοδα πολυετούς απόσβεσης ύψους 3,1 εκατ. ευρώ (11,8 εκατ. ευρώ και 6,0 εκατ. ευρώ αντίστοιχα την 31.12.2018).

Συνολικά, η αναπόσβεστη αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων μειώθηκε σε σχέση με το 2018 κατά 12,8 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι εντός του έτους 2019 πραγματοποιήθηκε πώληση οικοπέδου αξίας 8,5 εκατ. ευρώ.

Κατά τον έλεγχο απομείωσης της αξίας των ακινήτων, που πραγματοποιήθηκε την 31.12.2018 και 31.12.2019, δεν παρουσιάστηκαν ενδείξεις απομείωσης.

### 11.3 Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού

Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Περιουσιακά στοιχεία προγράμματος ασφάλισης προσωπικού	74,1	71,1	3,0
Μετοχές της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών σε SDR	20,9	20,9	0,0
Συμμετοχή στο Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων	5,3	5,3	0,0
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	4,3	4,3	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>104,6</b>	<b>101,6</b>	<b>3,0</b>

Στην κατηγορία “Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία” περιλαμβάνονται κυρίως η συμμετοχή στη “ΔΙΑΣ” (Διατραπεζικά Συστήματα Α.Ε.), ύψους 4,1 εκατ. ευρώ (αμετάβλητη συγκριτικά με το 2018), καθώς και μετοχές της εταιρίας “Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.” και του οργανισμού “SWIFT”.

### 11.4 Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας πράξεων εκτός ισολογισμού	2,0	0,1	1,9

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από την αποτίμηση των εκκρεμών πράξεων σε συνάλλαγμα (spot) που παρακολουθούνται σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού (τάξεως), σύμφωνα με τη μέθοδο της οικονομικής προσέγγισης, καθώς και από την αποτίμηση τίτλων εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου (warrants). Οι τίτλοι αυτοί απεικονίζονται σε λογαριασμούς τάξεως στην ονομαστική τους αξία. Τα ποσά αυτά καταχωρήθηκαν και σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (στοιχείο 13 του παθητικού “Λογαριασμοί αναπροσαρμογής”).

### 11.5 Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα

#### Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
<b>Δεδουλευμένοι τόκοι- έσοδα</b>			
Χαρτοφυλάκιο χρεογράφων			
• Χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς Νομισματικής Πολιτικής	346,5	374,1	-27,6
• Χρεόγραφα Επενδυτικού Χαρτοφυλακίου	152,6	154,1	-1,5
<b>Χαρτοφυλάκιο χρεογράφων - σύνολο</b>	<b>499,1</b>	<b>528,2</b>	<b>-29,1</b>
<b>Λοιποί τόκοι-έσοδα</b>	<b>36,9</b>	<b>7,8</b>	<b>29,1</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>536,0</b>	<b>536,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Λοιπά δεδουλευμένα έσοδα</b>			
• Από προμήθειες	33,6	28,2	5,4
• Από πωλήσεις προϊόντων IETA σε τρίτους	3,7	3,2	0,5
• Από διανομή κερδών της ΕΚΤ	23,2	11,1	12,1
• Λοιπά	1,5	0,0	1,5
<b>Σύνολο</b>	<b>62,0</b>	<b>42,5</b>	<b>19,5</b>
<b>Προπληρωθέντα έξοδα/ Προκαταβολές</b>	<b>228,9</b>	<b>240,5</b>	<b>-11,6</b>
<b>Γενικό Σύνολο</b>	<b>826,9</b>	<b>819,0</b>	<b>7,9</b>

Το σύνολο των δεδουλευμένων εσόδων και προπληρωθέντων εξόδων ανήλθαν σε 826,9 εκατ. ευρώ την 31.12.2019 έναντι 819,0 εκατ. ευρώ την 31.12.2018.

Στην κατηγορία “Λοιποί τόκοι-έσοδα” περιλαμβάνονται δεδουλευμένοι τόκοι επί των καταθέσεων Φορέων Γενικής Κυβέρνησης, οι οποίες περιλαμβάνονται στο στοιχείο 4.1 του παθητικού “Γενική Κυβέρνηση”.

#### 11.6 Λοιπά στοιχεία

Λοιπά στοιχεία (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Δάνεια στο προσωπικό	402,4	405,2	-2,8
Λοιπά	174,6	157,8	16,8
<b>Σύνολο</b>	<b>577,0</b>	<b>563,0</b>	<b>14,0</b>

Τα λοιπά στοιχεία ενεργητικού ανήλθαν την 31.12.2019 σε 577,0 εκατ. ευρώ, έναντι 563,0 εκατ. ευρώ την 31.12.2018.

Στην κατηγορία “Λοιπά” περιλαμβάνονται κυρίως τα εξής στοιχεία: απαίτηση δανείων από την παλαιά Τράπεζα Κρήτης, απαιτήσεις από ασφαλιστικούς οργανισμούς, πελάτες και αποθέματα Ι.Ε.Τ.Α., καθώς και αποθέματα εντύπων και γραφικής ύλης.

Για την απαίτηση δανείων από την παλαιά Τράπεζα Κρήτης, ύψους 61,0 εκατ. ευρώ, έχει σχηματιστεί ισόποση πρόβλεψη, η οποία περιλαμβάνεται στο στοιχείο 12 του παθητικού “Προβλέψεις” και συγκεκριμένα στην κατηγορία “Ειδικές προβλέψεις”.

## ΠΑΘΗΤΙΚΟ

## 1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία

Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
<b>Αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος</b>	<b>21.083,4</b>	<b>28.583,8</b>	<b>-7.500,4</b>
Υποχρέωση που απορρέει από το μερίδιο που εκδίδεται για λογαριασμό της ΕΚΤ (8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ επί την κλείδα συμμετοχής στο Ευρωσύστημα)	-2.568,8	-2.844,8	276,0
Απαίτηση/Υποχρέωση που απορρέει από την κατανομή εντός του Ευρωσυστήματος των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ	11.024,6	6.978,4	4.046,2
<b>Καθαρή απαίτηση που απορρέει από την κατανομή εντός του Ευρωσυστήματος των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ</b>	<b>8.455,8</b>	<b>4.133,6</b>	<b>4.322,2</b>
<b>Αξία τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων</b>	<b>29.539,2</b>	<b>32.717,4</b>	<b>-3.178,2</b>

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζεται το μερίδιο που αναλογεί στην Τράπεζα της Ελλάδος επί του συνόλου των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ στο Ευρωσύστημα, και υπολογίζεται με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων της Τράπεζας (2,2850% στις 31.12.2019 έναντι 2,6575% στις 31.12.2018).

Κατά τη διάρκεια του 2019, η συνολική αξία των τραπεζογραμμάτων που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από το Ευρωσύστημα αυξήθηκε κατά 5,0% (1.292,7 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2019, έναντι 1.231,1 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2018). Η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων ανέρχεται σε 29.539,2 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2019, έναντι 32.717,4 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2018 παρουσιάζοντας μείωση κατά 9,7%, κυρίως λόγω της μείωσης της κλείδας κατανομής τραπεζογραμμάτων της Τράπεζας. Η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ που πραγματικά έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την Τράπεζα της Ελλάδος μειώθηκε κατά 26,2%, από 28.583,8 εκατ. ευρώ το 2018 σε 21.083,4 εκατ. ευρώ το 2019. Καθώς η πραγματική κυκλοφορία είναι μικρότερη από αυτή που αναλογεί στην Τράπεζα, η διαφορά τους, ύψους 8.455,8 εκατ. ευρώ, εμφανίζεται στο στοιχείο 9.3 του ενεργητικού “Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ” (βλ. ΙΙΙ. Σύνοψη Σημαντικών Λογιστικών Πολιτικών “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

## 2. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής

## 2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Τρεχούμενοι λογαριασμοί (περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων)	9.108,2	2.819,1	6.289,1

Οι λογαριασμοί αυτοί εμφανίζουν τις καταθέσεις των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την εκπλήρωση της υποχρέωσής τους για τήρηση ελάχιστων αποθεματικών στο Ευρωσύστημα και για την τακτοποίηση των μεταξύ τους πληρωμών. Τα υπόλοιπα των ελάχιστων αποθεματικών, που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα, εκτοκίζονται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate), το οποίο κατά τη διάρκεια του 2019 ήταν μηδενικό.

Από τον Ιούνιο του 2014, τα πλεονάζοντα αποθεματικά των πιστωτικών ιδρυμάτων, δηλαδή τα ποσά ρευστότητας που τηρούν στους τρεχούμενους λογαριασμούς τους με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες καθ' υπέρβαση των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, εκτοκίζονται με μηδενικό επιτόκιο ή, με το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, εφόσον είναι μικρότερο του μηδενός. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά το 2019 ήταν αρνητικό (μέσος όρος -0,43%).

Από τις 30 Οκτωβρίου 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε σύστημα δύο βαθμίδων για τον εκτοκισμό των αποθεματικών, σύμφωνα με το οποίο μέρος από τα (ως άνω) πλεονάζοντα αποθεματικά των πιστωτικών ιδρυμάτων θα εξαιρείται από το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και θα εκτοκίζεται με ετήσιο επιτόκιο 0%. Το ποσό των εν λόγω πλεοναζόντων αποθεματικών το οποίο εξαιρείτο από το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων – η απαλλασσόμενη βαθμίδα (exempt tier) – καθορίστηκε ως το εξαπλάσιο των ελάχιστων αποθεματικών κάθε ιδρύματος<sup>20</sup>. Η μη απαλλασσόμενη βαθμίδα (non-exempt tier) των πλεοναζόντων αποθεματικών εξακολουθεί να εκτοκίζεται με μηδενικό επιτόκιο ή με το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, τα πιστωτικά ιδρύματα αύξησαν το υπόλοιπο των καταθέσεων στους τρεχούμενους λογαριασμούς που τηρούν στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Κατά τη διάρκεια του 2019 το μέσο υπόλοιπο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων διαμορφώθηκε σε 2,9 δισεκ. ευρώ, έναντι μέσου υπολοίπου 2,0 δισεκ. ευρώ κατά το έτος 2018 (αύξηση 45,0%).

## 2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	0,0	4.030,0	-4.030,0

Αφορά την πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων που παρέχει το Ευρωσύστημα στα πιστωτικά ιδρύματα, στο πλαίσιο της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ειδικότερα, πρόκειται για τις καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος διάρκειας μίας ημέρας (overnight) με προκαθορισμένο επιτόκιο, το οποίο για το 2019 ήταν αρνητικό (μέσος όρος -0,43%).

Το υπόλοιπο των καταθέσεων αυτών μεταβάλλεται σε ημερήσια βάση. Τα πιστωτικά ιδρύματα δεν είχαν πραγματοποιήσει καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας κατά την 31.12.2019.

Ωστόσο, κατά τη διάρκεια του 2019 το μέσο υπόλοιπο των παραπάνω καταθέσεων διαμορφώθηκε σε 0,6 δισεκ. ευρώ, έναντι μέσου υπολοίπου 0,4 δισεκ. ευρώ κατά το έτος 2018.

## 2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει τις καταθέσεις από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη, για την κάλυψη της μείωσης της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χορηγηθεί στην Τράπεζα ως εγγύηση για πράξεις νομισματικής πολιτικής, όταν αυτή μειωθεί κάτω από το προκαθορισμένο περιθώριο ασφαλείας.

Στις 31.12.2019 οι εν λόγω καταθέσεις είχαν μηδενικό υπόλοιπο.

## 4. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ

### 4.1 Γενική κυβέρνηση

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Γενική κυβέρνηση	25.930,7	23.518,8	2.411,9

<sup>20</sup> Ο πολλαπλασιαστής είναι δυνατόν να αναπροσαρμόζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, σύμφωνα με το εκάστοτε ύψος των πλεοναζόντων αποθεματικών.



Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών του Ελληνικού Δημοσίου και των Φορέων Γενικής Κυβέρνησης.

Κατά τη διάρκεια του 2019 το μέσο υπόλοιπο των παραπάνω κεφαλαίων διαμορφώθηκε σε 29,7 δισεκ. ευρώ, έναντι 19,1 δισεκ. ευρώ το 2018 (αύξηση 55,5%). Η αύξηση αυτή προέρχεται από την αύξηση των κεφαλαίων υπό τον Ενιαίο Λογαριασμό Θησαυροφυλακίου, ως επίσης και από τη μεταφορά διαθεσίμων των Φορέων Γενικής Κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο διαχείρισης της ρευστότητας του Συστήματος Λογαριασμών Θησαυροφυλακίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 4270/2014, περί αρχών δημοσιονομικής διαχείρισης και εποπτείας, όπως ισχύει.

#### 4.2 Λοιπές υποχρεώσεις

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Λοιπές υποχρεώσεις	1.491,1	1.435,2	55,9

Περιλαμβάνονται υπόλοιπα κυρίως λογαριασμών διαφόρων φορέων και οργανισμών, καθώς και υπόλοιπα λογαριασμών χρηματοπιστηριακών εταιριών.

#### 5. Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Καταθέσεις ΔΝΤ	2.293,6	2.253,6	40,0
Λοιπές καταθέσεις	172,8	141,9	30,9
<b>Σύνολο</b>	<b>2.466,4</b>	<b>2.395,5</b>	<b>70,9</b>

Οι καταθέσεις ΔΝΤ αφορούν καταθέσεις ποσού 2.293,6 εκατ. ευρώ (2.253,6 εκατ. ευρώ στις 31.12.2018) και σχετίζονται κυρίως με το λογαριασμό σε ευρώ (No.1), ύψους 2.291,2 εκατ. ευρώ, που τηρεί το ΔΝΤ στην Τράπεζα και αντιστοιχεί στο μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ που είναι εκφρασμένο σε ευρώ (μέρος της quota, βλ. σημείωση 2.1 του ενεργητικού “Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)”).

Η αύξηση κατά 40,0 εκατ. ευρώ οφείλεται στην προσαρμογή τέλους έτους, λόγω της μεταβολής της ισοτιμίας του SDR έναντι του ευρώ, ώστε οι καταθέσεις να αντιστοιχούν στο ποσό των SDR που καθορίζεται από το ΔΝΤ. Η ισοτιμία έχει ληφθεί από το ΔΝΤ (1 ευρώ = 0,80914 SDR στις 30.12.2019, έναντι 1 ευρώ = 0,82356 SDR στις 28.12.2018). Βάσει της σύμβασης που υπογράφηκε στις 2 Φεβρουαρίου 2016 μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Τράπεζας της Ελλάδος, το Ελληνικό Δημόσιο αναλαμβάνει το συναλλαγματικό κίνδυνο που προκύπτει από τις καταθέσεις του ΔΝΤ και γίνεται προσαρμογή αντίστοιχα στο υπόλοιπο των δανείων που έχουν δοθεί στο Ελληνικό Δημόσιο για τη συμμετοχή του στο ΔΝΤ.

Στις λοιπές καταθέσεις περιλαμβάνονται κυρίως τα κεφάλαια του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

#### 6. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ

Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Υποχρέωση προς το Ελληνικό Δημόσιο σε SDR από κατανομές του ΔΝΤ	11,2	5,9	5,3
Υποχρέωση προς το Ελληνικό Δημόσιο (μερίδιο συμμετοχής της Ελλάδος στο κεφάλαιο του ΔΝΤ - μέρος quota - σε SDR)	709,5	696,4	13,1
Λοιπές υποχρεώσεις	20,7	12,7	8,0
<b>Σύνολο</b>	<b>741,4</b>	<b>715,0</b>	<b>26,4</b>

Οι παραπάνω υποχρεώσεις προς το Ελληνικό Δημόσιο σε SDR αντιστοιχίζονται στο ενεργητικό με ισόποσες απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ (βλ. σημείωση 2.1 του ενεργητικού “Απαιτήσεις έναντι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)”).

## 7. Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

### 7.1 Καταθέσεις και λοιπές υποχρεώσεις

Πρόκειται για καταθέσεις διαφόρων φορέων και οργανισμών ύψους 2,6 χιλ. ευρώ (31.12.2018: 2,5 χιλ. ευρώ).

## 9. Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος

### 9.2 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ

Στο στοιχείο αυτό περιλαμβάνονται οι υποχρεώσεις της Τράπεζας της Ελλάδος που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ (βλ. III. Σύνοψη Σημαντικών Λογιστικών Πολιτικών “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”).

Το ύψος της υποχρέωσης στις 31.12.2019 ήταν μηδενικό, καθώς η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ που πραγματικά είχαν τεθεί σε κυκλοφορία ήταν μικρότερη από αυτή που αναλογούσε στην Τράπεζα. Επομένως η διαφορά τους εμφανίζεται ως απαίτηση στο στοιχείο 9.3 του ενεργητικού “Καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ”.

### 9.3 Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2)	25.658,1	28.596,3	-2.938,2

Πρόκειται για τις καθαρές υποχρεώσεις της Τράπεζας έναντι της ΕΚΤ που απορρέουν από τις διευρωπαϊκές συναλλαγές των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και τις συναλλαγές της Τράπεζας της Ελλάδος με τις λοιπές ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, με την ΕΚΤ, καθώς και με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (εκτός Ευρωσυστήματος) που συμμετέχουν στο σύστημα TARGET2 (Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο).

Το υπόλοιπο της θέσης αυτής εκτοκίζεται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate), το οποίο για όλη τη διάρκεια του 2019 ήταν μηδενικό.

### 9.4 Λοιπές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Στις 31.12.2019 το καθαρό αποτέλεσμα των λοιπών συναλλαγών της Τράπεζας της Ελλάδος με το Ευρωσύστημα ήταν χρεωστικό (απαίτηση) και απεικονίζεται στο στοιχείο 9.5 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”.

## 10. Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Στοιχεία παθητικού υπό τακτοποίηση	0,5	2,0	-1,5

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται διάφοροι λογαριασμοί, οι οποίοι την 31.12.2019 βρίσκονταν υπό διακανονισμό, όπως εισερχόμενες εντολές εν αναμονή εκτέλεσης.

Το υπόλοιπο την 31.12.2019 αφορά κυρίως επιταγές και εντολές πληρωτέες που δεν έχουν ακόμη διακανονιστεί, καθώς και υπό τακτοποίηση υπόλοιπα ενδιάμεσων λογαριασμών.

## 11. Λοιπές υποχρεώσεις

### 11.2 Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα

Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Δεδουλευμένοι τόκοι πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO II (αρνητικό επιτόκιο)	38,8	28,6	10,2
Δεδουλευμένοι τόκοι πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO III (αρνητικό επιτόκιο)	1,9	0,0	1,9
Αμοιβές και έξοδα χρήσης πληρωτέα	22,8	15,0	7,8
Έσοδα επόμενων χρήσεων	0,9	0,9	0,0
Λοιποί δεδουλευμένοι τόκοι & προμήθειες	2,5	2,7	-0,2
<b>Σύνολο</b>	<b>66,9</b>	<b>47,2</b>	<b>19,7</b>

### 11.3 Λοιπά στοιχεία

Λοιπά στοιχεία παθητικού (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Ποσό μερισμάτων προς διανομή τρέχουσας χρήσεως	13,3	9,5	3,8
Φόρος μερισμάτων	0,0	3,9	-3,9
Ποσό μερισμάτων προς διανομή χρήσεων 2014-2018	19,0	0,0	19,0
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως περιερχόμενο στο Ελληνικό Δημόσιο	779,0	644,3	134,7
Λοιπές υποχρεώσεις	53,0	65,5	-12,5
<b>Σύνολο</b>	<b>864,3</b>	<b>723,2</b>	<b>141,1</b>

Σύμφωνα με την υπ' αριθ. 116/2019 γνωμοδότηση του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους (Τμήμα Β'), η οποία έγινε αποδεκτή από τον Διοικητή της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (σχετική Εγκύκλιος Ε.2107/12.06.2019), τα διανεμηθέντα μερίσματα συγκεκριμένων νομικών προσώπων, μεταξύ των οποίων και η Τράπεζα της Ελλάδος, παύουν να φορολογούνται ως κέρδη από επιχειρηματική δραστηριότητα κατ' άρθρο 47 παρ. 1 του ν. 4172/2013 (ΦΕΚ Α' 167) αναδρομικά από 1.1.2014. Κατόπιν τούτου, τα ποσά που, κατά συμμόρφωση προς προηγούμενες οδηγίες της Φορολογικής Διοίκησης (σχετική Εγκύκλιος ΠΟΛ 1059/2015), είχαν καταβληθεί για φόρους κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα (άρθρο 47 παρ. 1 του ν. 4172/2013) χρήσεων 2014-2018, ύψους 19,0 εκατ. ευρώ, θα αποδοθούν στους δικαιούχους μετόχους.

Στην κατηγορία "Λοιπές υποχρεώσεις" περιλαμβάνονται λοιποί φόροι προς απόδοση, τα υπόλοιπα προσωρινών πιστωτικών λογαριασμών και διαφόρων λογαριασμών υπέρ τρίτων (προμηθευτές κ.λπ.), καθώς και λοιπές υποχρεώσεις.

## 12. Προβλέψεις

Προβλέψεις (ποσά σε εκατ. ευρώ)					
	Σύνολο	Ειδικές (α)	Για παροχές προς ασφαλισμένους (β)	Έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων (γ)	Για πράξεις νομισματικής πολιτικής (δ)
<b>Υπόλοιπο έναρξης 1.1.2019</b>	<b>7.805,8</b>	<b>325,3</b>	<b>2.168,8</b>	<b>5.307,0</b>	<b>4,7</b>
Αύξηση	849,6	197,9	651,7	0,0	0,0
Απελευθέρωση	-768,1	0,0	0,0	-766,0	-2,1
Χρησιμοποιηθείσες προβλέψεις	-101,6	-2,2	-97,4	-2,0	0,0
Μεταβολή προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών και λοιπών προβλέψεων	11,7	-0,4	12,1	0,0	0,0
<b>Υποσύνολο</b>	<b>-8,4</b>	<b>195,3</b>	<b>566,4</b>	<b>-768,0</b>	<b>-2,1</b>
<b>Υπόλοιπο λήξης 31.12.2019</b>	<b>7.797,4</b>	<b>520,6</b>	<b>2.735,2</b>	<b>4.539,0</b>	<b>2,6</b>

## Προβλέψεις

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Σύνολο	Ειδικές (α)	Για παροχές προς ασφαλι- σμένους (β)	Έναντι χρηματο- οικονομικών και λειτουργικών κινδύνων (γ)	Για πράξεις νομισματικής πολιτικής (δ)
<b>Υπόλοιπο έναρξης 1.1.2018</b>	<b>7.600,3</b>	<b>135,5</b>	<b>2.155,8</b>	<b>5.307,0</b>	<b>2,0</b>
Αύξηση	304,4	196,5	95,9	7,4	4,7
Απελευθέρωση	-9,3	-7,3	0,0	0,0	-2,0
Χρησιμοποιηθείσες προβλέψεις	-105,2	-1,9	-96,0	-7,4	0,0
Μεταβολή προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών και λοιπών προβλέψεων	15,6	2,5	13,1	0,0	0,0
<b>Υποσύνολο</b>	<b>205,5</b>	<b>189,8</b>	<b>13,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,7</b>
<b>Υπόλοιπο λήξης 31.12.2018</b>	<b>7.805,8</b>	<b>325,3</b>	<b>2.168,8</b>	<b>5.307,0</b>	<b>4,7</b>

Η Τράπεζα της Ελλάδος σχηματίζει επαρκείς προβλέψεις, μέσω των οποίων ισχυροποιείται η οικονομική της θέση, ώστε να αντεπεξέρχεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στον ρόλο της και στους κινδύνους που αναλαμβάνει.

Η Τράπεζα επαναξιολογεί σε ετήσια βάση το σύνολο των προβλέψεων και επαναπροσδιορίζει το ύψος τους μετά από εκτίμηση των κινδύνων.

Αναλυτικά οι προβλέψεις έχουν ως εξής:

## α. Ειδικές προβλέψεις

## Ειδικές προβλέψεις

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Για επισφαλείς απαιτήσεις και διαχειριστικά ελλείμματα	116,3	116,3	0,0
Για εκκρεμείς αγωγές	404,3	209,0	195,3
<b>Σύνολο</b>	<b>520,6</b>	<b>325,3</b>	<b>195,3</b>

Οι ειδικές προβλέψεις περιλαμβάνουν προβλέψεις έναντι επισφαλών απαιτήσεων προκειμένου να καλύψουν τον κίνδυνο που ενδέχεται να επέλθει από τη μη είσπραξη αυτών, καθώς και πρόβλεψη για την κάλυψη εκκρεμών αγωγών κατά της Τράπεζας σε περίπτωση ευδοκίμησής τους, συναφών προς την κύρια και επικουρική σύνταξη, το ποσό των οποίων προσεγγίστηκε με αναλογιστική μελέτη.

## β. Πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους

Η σχηματισθείσα πρόβλεψη συνολικού ύψους 2.735,2 εκατ. ευρώ, έναντι 2.168,8 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, περιλαμβάνει τις υποχρεώσεις της Τράπεζας έναντι των προγραμμάτων καθορισμένων παροχών για αποζημίωση προσωπικού (ν. 2112/20, όπως ισχύει) ύψους 46,4 εκατ. ευρώ, έναντι 39,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση και για την παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης συνολικού ύψους 2.380,4 εκατ. ευρώ, έναντι 1.833,5 την προηγούμενη χρήση, καθώς η Τράπεζα έχει αναλάβει και ενεργεί, βάσει του ν. 3863/2010, άρθρο 64, την κοινωνική ασφάλιση του προσωπικού της, σύμφωνα με τον οποίο ο υπολογισμός των παροχών διέπεται από τις γενικές διατάξεις των νόμων, όπως ισχύουν, σε συνδυασμό με τις διατάξεις των αντίστοιχων Καταστατικών των πρώην Ταμείων της Τράπεζας. Για την επιμέτρηση των υποχρεώσεων αυτών διενεργούνται ετησίως αναλογιστικές μελέτες από ανεξάρτητη αναλογιστική εταιρία και σχετική ανάλυση για τη χρήση 2019 παρατίθεται στον κάτωθι πίνακα.

## Πρόβλεψη για παροχές προς ασφαλισμένους

(ποσά σε εκατ. ευρώ)	Προγράμματα καθορισμένων παροχών			Αποζημίωση v. 2112/1920
	Κύρια σύνταξη	Επικουρική σύνταξη	Σύνολο	
<b>Υπόλοιπο έναρξης 1.1.2019</b>	<b>1.362,5</b>	<b>471,0</b>	<b>1.833,5</b>	<b>39,0</b>
Κόστος τρέχουσας υπηρεσίας	25,2	8,6	33,8	0,5
Τόκος επί παρούσας αξίας υποχρέωσης	25,8	8,5	34,3	0,6
Κόστος προϋπηρεσίας	140,2	0,0	140,2	0,0
Αναλογιστική ζημία λόγω αλλαγών σε χρηματοοικονομικές παραδοχές	135,9	77,0	212,9	3,8
Αναλογιστική ζημία λόγω αλλαγών σε δημογραφικές υποθέσεις	60,5	24,3	84,8	2,4
Αναλογιστική ζημία λόγω αλλαγών στην εμπειρία	108,1	28,0	136,1	2,3
Καταβολές παροχών	-71,9	-23,3	-95,2	-2,2
<b>Υπόλοιπο λήξης 31.12.2019</b>	<b>1.786,3</b>	<b>594,1</b>	<b>2.380,4</b>	<b>46,4</b>

Επιπρόσθετα, η Τράπεζα τηρεί προγράμματα καθορισμένων εισφορών για γονικές και μετεργασιακές παροχές συνολικού ύψους 308,4 εκατ. ευρώ, έναντι 296,3 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Σύμφωνα με απόφαση της Τράπεζας, οι παροχές αυτές δεν συνεπάγονται επιπλέον οικονομική επιβάρυνση της Τράπεζας πέραν της ήδη καταβαλλόμενης εργοδοτικής εισφοράς.

Οι κύριες αναλογιστικές παραδοχές, που χρησιμοποιήθηκαν έχουν ως εξής:

Κύριες αναλογιστικές παραδοχές ανά αναλογιστική μελέτη	Κύρια σύνταξη		Επικουρική σύνταξη		v. 2112/1920	
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
Επιτόκιο προεξόφλησης	1,01%	1,73%	1,04%	1,85%	0,77%	1,65%
Πληθωρισμός	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Θνησιμότητα	ENVK2000					

Επίσης, έχει γίνει η παραδοχή ότι η μελλοντική αύξηση των αποδοχών και συντάξεων θα είναι τουλάχιστον ίση με τον πληθωρισμό.

## γ. Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων

Η Τράπεζα σχηματίζει και διατηρεί πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων που απορρέουν από τις δραστηριότητές της.

Η Τράπεζα αναγνωρίζει, επιμετρεί και παρακολουθεί τους αναλαμβανόμενους κινδύνους κατόπιν σταθμίσεως και ενδελεχούς ελέγχου των δεδομένων, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείρισή τους. Στο πλαίσιο αυτό σχηματίζει προβλέψεις ακολουθώντας την πρακτική της ΕΚΤ και των άλλων ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος.

Οι αναγνωρισμένοι κίνδυνοι είναι:

## - Κίνδυνος αγοράς

Ο κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος μείωσης της αγοραίας αξίας των αποκτηθέντων από την Τράπεζα χρηματοοικονομικών μέσων εξαιτίας μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες (συναλλαγματικός κίνδυνος) ή στα επιτόκια (επιτοκιακός κίνδυνος).

## - Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος πραγματοποίησης ζημίας λόγω αδυναμίας ενός αντισυμβαλλομένου να ανταποκριθεί πλήρως ή εγκαίρως στην κάλυψη των υποχρεώσεων που έχει αναλάβει έναντι της Τράπεζας. Συμβαλλόμενα μέρη μπορεί να είναι δανειζόμενοι, εκδότες τίτλων καθώς και αποδέκτες καταθέσεων εκ μέρους της Τράπεζας.

### - Λειτουργικός κίνδυνος

Ο λειτουργικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος επιπτώσεων στην οικονομική κατάσταση, στην επιχειρησιακή ετοιμότητα ή/και στο κύρος της Τράπεζας ως αποτέλεσμα ανεπάρκειας ή αποτυχίας των διαδικασιών, του ανθρώπινου παράγοντα, των συστημάτων ή ως αποτέλεσμα εξωτερικών γεγονότων.

Από τη διαδικασία επιμέτρησης και κατά την κρίση της Διοίκησης της Τράπεζας έχουν σχηματισθεί προβλέψεις που προορίζονται να καλύψουν τους ακόλουθους κινδύνους:

- τον πιστωτικό κίνδυνο ή/και κίνδυνο αγοράς που σχετίζεται με τα χαρτοφυλάκια των ιδίων διαθεσίμων της Τράπεζας καθώς και με τη χορήγηση δανείων εκτός του πλαισίου εφαρμογής νομισματικής πολιτικής,
- τον πιστωτικό κίνδυνο ή/και κίνδυνο αγοράς που σχετίζεται με την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ήτοι τις πράξεις αναχρηματοδότησης των αντισυμβαλλομένων πιστωτικών ιδρυμάτων και την απόκτηση χρεογράφων στο πλαίσιο προγραμμάτων αγορών του Ευρωσυστήματος.

Η Τράπεζα επιμετρεί τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από τα χαρτοφυλάκια των ιδίων διαθεσίμων της καθώς και από τη χορήγηση δανείων εκτός του πλαισίου εφαρμογής νομισματικής πολιτικής.

Στους παρακολουθούμενους χρηματοοικονομικούς κινδύνους συμπεριλαμβάνονται και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Οι εν λόγω κίνδυνοι επιμετρούνται από την ΕΚΤ για κάθε ΕθνΚΤ. Οι επιμετρήσεις διενεργούνται με τα στοιχεία της τελευταίας εργάσιμης ημέρας εκάστου έτους.

Για την επιμέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων χρησιμοποιείται η Αξία σε Κίνδυνο (VaR), σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99% και με χρονικό ορίζοντα το ένα έτος.

Το ύψος της πρόβλεψης αυτής αφορά σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους και εξετάζεται σε ετήσια βάση. Η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων εγκρίνει το ύψος της πρόβλεψης που πρέπει να σχηματισθεί κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων.

Το συνολικό ύψος των επιμετρηθέντων χρηματοοικονομικών κινδύνων για τη χρήση 2019 ανήλθε σε 4.539,0 εκατ. ευρώ και καλύπτεται πλήρως από τη πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για το σκοπό αυτό.

### δ. Πρόβλεψη έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής

Η ΕΚΤ διεξάγει, σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, έλεγχο απομείωσης της αξίας των χρεογράφων αποκτηθέντων στο πλαίσιο της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (SMP, CBPP, CBPP2, CBPP3, PSPP, CSPP και ABSPP).

Στο πλαίσιο αυτό, κατά την κλειόμενη χρήση και ως αποτέλεσμα του ελέγχου απομείωσης που πραγματοποιήθηκε στο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων CSPP, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανεξέτασε το ύψος της πρόβλεψης έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής που είχε σχηματιστεί στις 31.12.2018 και αποφάσισε την προσαρμογή (μείωση) της συγκεκριμένης πρόβλεψης από 161,1 εκατ. ευρώ σε 89,4 εκατ. ευρώ την 31.12.2019.

Σύμφωνα με το άρθρο 32.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, η πρόβλεψη αυτή κατανέμεται σε όλες τις ΕθνΚΤ των συμμετεχόντων κρατών-μελών με βάση τις ισχύουσες κλείδες συμμετοχής στο Ευρωσύστημα στη χρονιά που πραγματοποιήθηκε η αρχική απομείωση (2018). Η συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στη συγκεκριμένη πρόβλεψη ανέρχεται σε 2,6 εκατ. ευρώ, η οποία ισοδυναμεί με το 2,8884% (κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα) της συνολικής πρόβλεψης (2018:4,7 εκατ. ευρώ).

Οι αντίστοιχες προσαρμογές εμφανίζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως της Τράπεζας. Στην περίπτωση της Τράπεζας της Ελλάδος το ποσό που προέκυψε από την μερική απελευθέρωση της πρόβλεψης ανήλθε σε 2,1 εκατ. ευρώ (βλ. σημείωση 5 των αποτελεσμάτων “Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος”).



### 13. Λογαριασμοί αναπροσαρμογής

Μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από την αποτίμηση (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
Χρυσού	4.678,4	3.550,8	1.127,6
Συναλλάγματος	145,7	112,3	33,4
Χρεογράφων	17,8	5,0	12,8
Μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων	5,4	2,8	2,6
Τίτλων warrants	0,1	0,1	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>4.847,4</b>	<b>3.671,0</b>	<b>1.176,4</b>

Σύμφωνα με τους κανόνες και τις λογιστικές αρχές που έχει καθορίσει η ΕΚΤ για τις τράπεζες-μέλη του ΕΣΚΤ και ιδίως την αρχή της συντηρητικότητας, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη που προκύπτουν από την αποτίμηση του χρυσού, των χρηματοοικονομικών μέσων σε ξένο νόμισμα, των χρεογράφων και των χρηματοοικονομικών μέσων εντός και εκτός ισολογισμού δεν λογίζονται ως έσοδα στα αποτελέσματα, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής (λειτουργούν ως αποθεματικά μόνο για τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία). Αντιθέτως, οι ζημιές από αποτίμηση που προκύπτουν στο τέλος της χρήσης λογίζονται ως έξοδα και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως (βλ. ΙΙΙ. Σύνοψη Σημαντικών Λογιστικών Πολιτικών “Αναγνώριση εσόδων”).

Από την αποτίμηση στο τέλος της χρήσης 2019 προέκυψαν μη πραγματοποιηθέντα κέρδη ύψους 4.847,4 εκατ. ευρώ, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων (4.678,4 εκατ. ευρώ) προέρχεται από τον χρυσό. Από τα εξ αποτιμήσεως κέρδη του συναλλάγματος, το μεγαλύτερο μέρος προέρχεται από τη θέση σε δολάρια ΗΠΑ.

### 14. Μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά

Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της Τράπεζας ανέρχεται σε 643,2 εκατ. ευρώ.

Αναλυτικά, το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά έχουν ως εξής:

#### 14.1 Μετοχικό κεφάλαιο

Το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας, μετά τις αυξήσεις που έγιναν σύμφωνα με τα ν.δ. 413/70 και 889/71, τους ν. 542/77 και 1249/82, την Υπουργική Απόφαση Ε. 2665/88, το ν. 2065/92, την Υπουργική Απόφαση 1281/30.10.96 και τις Πράξεις Υπουργικού Συμβουλίου 8/4.2.2000, 32/23.5.2002, 17/4.7.2005 και 8/10.6.2008, ανέρχεται σε 111.243.362 ευρώ, διαιρούμενο σε 19.864.886 μετοχές ονομαστικής αξίας 5,60 ευρώ έκαστη.

#### 14.2 Τακτικό αποθεματικό

Το τακτικό αποθεματικό ανέρχεται σε 111.243.362 ευρώ και είναι εξισωμένο με το μετοχικό κεφάλαιο.

#### 14.3 Έκτακτο αποθεματικό

Το έκτακτο αποθεματικό ενισχύθηκε από τα κέρδη της χρήσης 2019 κατά 50,0 εκατ. ευρώ και ανέρχεται σε 134,5 εκατ. ευρώ.

#### 14.4 Ειδικό αποθεματικό από την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων

Το ειδικό αυτό αποθεματικό σχηματίστηκε από την υπεραξία που προέκυψε από την αναπροσαρμογή της λογιστικής αξίας των ακινήτων της Τράπεζας στην εύλογη (αγοραία) αξία τους, κατά τις χρήσεις 2004 και 2007, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις ανεξάρτητων εκτιμητών.

Μέρος της υπεραξίας κεφαλαιοποιήθηκε κατά τις χρήσεις 2005 και 2008 με διανομή δωρεάν μετοχών στους μετόχους, ενώ μικρό μέρος, που προερχόταν από τα ακίνητα της Τράπεζας που πωλήθηκαν, μεταφέρθηκε στα κέρδη της Τράπεζας κατά τις χρήσεις 2008, 2009 και 2010.

Το 2017 ποσό ύψους 221,8 εκατ. ευρώ χρησιμοποιήθηκε για τη κάλυψη της ζημίας από την απομείωση των ακινήτων (οικοπέδων και κτιρίων) που διενεργήθηκε κατά τη χρήση αυτή.

Το υπόλοιπο του λογαριασμού στις 31.12.2019 ανέρχεται σε 284,9 εκατ. ευρώ.

#### **14.5 Λοιπά ειδικά αποθεματικά**

Ανέρχονται σε 1,3 εκατ. ευρώ και αφορούν την αξία έργων τέχνης και πάγιων στοιχείων, τα οποία έχουν παραχωρηθεί δωρεάν στην Τράπεζα.

## Υ. ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

Τα **κέρδη της Τράπεζας** στη χρήση 2019 ανήλθαν σε 842,3 εκατ. ευρώ, έναντι 657,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2019

#### Ε Σ Ο Δ Α

Τα **συνολικά καθαρά έσοδα** από την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τους τόκους των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, τις προμήθειες και τα λοιπά έσοδα από τις εργασίες εσωτερικού και εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 1.166,0 εκατ. ευρώ, έναντι 1.199,4 εκατ. ευρώ στη χρήση 2018, σημειώνοντας μείωση κατά 2,8%.

#### Ειδικότερα:

- Τα **καθαρά έσοδα από τόκους, χρηματοοικονομικές πράξεις και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος** διαμορφώθηκαν σε 907,0 εκατ. ευρώ, έναντι 1.040,9 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας μείωση κατά 12,9%.
- Τα **καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες** διαμορφώθηκαν σε 103,5 εκατ. ευρώ, έναντι 88,1 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση κατά 17,5%.
- Τα **έσοδα από μετοχές και συμμετοχές** υπερδιπλασιάστηκαν και ανήλθαν σε 134,8 εκατ. ευρώ, έναντι 56,8 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση.
- **Τέλος, τα λοιπά έσοδα** διαμορφώθηκαν σε 20,7 εκατ. ευρώ, έναντι 13,6 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση κατά 52,2%.

#### Ε Ξ Ο Δ Α

Τα **συνολικά έξοδα** διαμορφώθηκαν σε 323,7 εκατ. ευρώ, έναντι 541,8 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας μείωση κατά 40,3%.

#### Ειδικότερα:

- Τα **συνολικά έξοδα της Τράπεζας πλην προβλέψεων** διαμορφώθηκαν σε 891,8 εκατ. ευρώ, έναντι 345,2 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση κατά 546,6 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω της αναλογιστικής αποτίμησης των υποχρεώσεων της Τράπεζας για παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης στους ασφαλισμένους.
- Στη χρήση 2019 απελευθερώθηκαν σχηματισθείσες **προβλέψεις** για χρηματοοικονομικούς κινδύνους ύψους 766,0 εκατ. ευρώ, ενώ σχηματίστηκαν πρόσθετες προβλέψεις ύψους 197,9 εκατ. ευρώ, κυρίως για την κάλυψη υποχρεώσεων που εκτιμάται ότι θα προκύψουν από τις εκκρεμείς αγωγές των συνταξιούχων της Τράπεζας και για τις οποίες κρίνεται ότι υπάρχει πολύ μεγάλη πιθανότητα ευδοκίμησης. Ως αποτέλεσμα, οι προβλέψεις μείωσαν τα συνολικά έξοδα κατά 568,1 εκατ. ευρώ, έναντι αύξησης των εξόδων κατά 196,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, συμβάλλοντας θετικά στα αποτελέσματα της χρήσης 2019.

## ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

### 1. Καθαροί τόκοι - έσοδα

Οι καθαροί τόκοι - έσοδα (τόκοι - έσοδα μείον τόκοι - έξοδα) μειώθηκαν κατά 13,1% και ανήλθαν σε 835,6 εκατ. ευρώ, έναντι 961,2 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Για λόγους εναρμονισμένης παρουσίασης, οι τόκοι - έσοδα και οι τόκοι - έξοδα που προέρχονται από το ίδιο στοιχείο του ισολογισμού σχετιζόμενο με πράξεις νομισματικής πολιτικής, συμψηφίζονται είτε στους τόκους - έσοδα είτε στους τόκους - έξοδα, λαμβάνοντας υπόψη εάν το καθαρό ποσό είναι θετικό ή αρνητικό.

**1.1 Τόκοι - έσοδα**

Οι επιμέρους κατηγορίες των τόκων - εσόδων αναλύονται ως εξής:

<b>Τόκοι - έσοδα</b>			
<b>(ποσά σε εκατ. ευρώ)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>Μεταβολή</b>
α. από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	0,0	27,1	-27,1
β. από χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής	281,9	284,7	-2,8
γ. από πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα	0,4	97,7	-97,3
δ. από επενδυτικά χαρτοφυλάκια (εκτός χρεογράφων Ελληνικού Δημοσίου)	248,3	263,7	-15,4
ε. από επενδυτικά χαρτοφυλάκια σε χρεόγραφα Ελληνικού Δημοσίου	207,4	233,0	-25,6
στ. από μακροπρόθεσμες απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου	7,4	10,1	-2,7
ζ. από καταθέσεις του Ελληνικού Δημοσίου	62,1	31,6	30,5
η. από δάνεια στο προσωπικό της Τράπεζας	0,3	0,7	-0,4
θ. από καταθέσεις διαφόρων φορέων και οργανισμών	37,0	5,4	31,6
ι. από υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής	4,9	4,3	0,6
κ. λοιποί τόκοι - έσοδα	1,4	3,0	-1,6
<b>Σύνολο</b>	<b>851,1</b>	<b>961,3</b>	<b>-110,2</b>

Οι τόκοι - έσοδα μειώθηκαν κατά 110,2 εκατ. ευρώ και ανήλθαν σε 851,1 εκατ. ευρώ, έναντι 961,3 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, κυρίως λόγω της μείωσης των εσόδων από ειδικές χορηγήσεις σε πιστωτικά ιδρύματα μέσω πράξεων παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA).

Ειδικότερα:

**1.1.α. Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής**

Οι τόκοι ανά κατηγορία πράξεων αναλύονται ως εξής:

<b>Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>			
<b>(ποσά σε εκατ. ευρώ)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>Μεταβολή</b>
- από πράξεις TLTRO II	0,0	26,9	-26,9
- από τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,0	0,2	-0,2
<b>Σύνολο</b>	<b>0,0</b>	<b>27,1</b>	<b>-27,1</b>

Κατά την τρέχουσα χρήση αναγνωρίστηκαν τόκοι - έσοδα από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση, όπως αναλύονται στη σημείωση 1.2.α "Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής".

Στη χρήση 2018, οι τόκοι - έσοδα ύψους 27,1 εκατ. ευρώ προέρχονταν από δάνεια της Τράπεζας προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO II) και της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης που διενεργούνται από το Ευρωσύστημα για τη χορήγηση ρευστότητας, στο πλαίσιο της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ειδικότερα, οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO II εφαρμόστηκαν για πρώτη φορά το έτος 2016 με τετραετή διάρκεια και δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά την παρέλευση διετίας. Το τελικό ύψος του επιτοκίου εκτοκισμού των πράξεων TLTRO II για κάθε πιστωτικό ίδρυμα οριστικοποιήθηκε εντός του 2018. Έως τότε οι τόκοι των εν λόγω πράξεων υπολογίζονταν με βάση το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων,

καθώς αυτό είχε θεωρηθεί ότι αντανακλούσε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την αρχή της συντηρητικότητας που διέπει τους λογιστικούς κανόνες του Ευρωσυστήματος. Ως εκ τούτου στη χρήση 2018, πραγματοποιήθηκε επανυπολογισμός του ποσού των τόκων ανά Π.Ι. για τα έτη 2016 και 2017 και αναγνωρίστηκαν τόκοι - έσοδα ύψους 11,4 εκατ. ευρώ για το 2016 και ύψους 29,3 εκατ. ευρώ για το 2017, ενώ για το 2018 οι τόκοι - έξοδα ανήλθαν σε 13,8 εκατ. ευρώ. Επομένως, το συνολικό ποσό των τόκων – εσόδων από πράξεις TLTRO II για το έτος του 2018 ανήλθε σε 26,9 εκατ. ευρώ.

#### 1.1.β. Τόκοι χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής

Οι τόκοι ανά χαρτοφυλάκιο αναλύονται ως εξής:

Τόκοι χρεογράφων που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	2019	2018	Μεταβολή
- Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	3,7	6,3	-2,6
- Προγράμματος Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3)	28,7	29,6	-0,9
- Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP)	72,3	107,5	-35,2
- Προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP)	177,2	141,3	35,9
<b>Σύνολο</b>	<b>281,9</b>	<b>284,7</b>	<b>-2,8</b>

Πρόκειται για τους τόκους των χρεογράφων που αποκτήθηκαν από την Τράπεζα στο πλαίσιο του πρώτου Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για την αγορά Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme - CBPP), του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme - SMP), του τρίτου Προγράμματος του Ευρωσυστήματος για την Αγορά Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3), καθώς και του προγράμματος Αγοράς Τίτλων του Δημόσιου Τομέα (PSPP).

Το 2019 οι τόκοι ανήλθαν σε 281,9 εκατ. ευρώ, έναντι 284,7 εκατ. ευρώ το 2018. Παρατηρείται μείωση των τόκων των χαρτοφυλακίων CBPP και SMP, η οποία οφείλεται κυρίως στη μείωση του μέσου ύψους των χαρτοφυλακίων λόγω λήξεων. Παράλληλα αυξήθηκαν οι τόκοι του χαρτοφυλακίου PSPP, λόγω αύξησης της θέσης και της μέσης απόδοσής του.

#### 1.1.γ. Τόκοι από πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα

Οι τόκοι των ειδικών χορηγήσεων προς τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω πράξεων παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) ανήλθαν σε 0,4 εκατ. ευρώ, έναντι 97,7 εκατ. ευρώ το 2018. Η σημαντική μείωση οφείλεται στο γεγονός ότι από τις 21 Μαρτίου 2019 τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα έχουν αποπληρώσει ολοσχερώς τις πράξεις παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (βλ. σημείωση 6 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ”).

#### 1.1.δ. Τόκοι επενδυτικών χαρτοφυλακίων (εκτός χρεογράφων Ελληνικού Δημοσίου)

Οι τόκοι επενδυτικών χαρτοφυλακίων αναλύονται ως εξής:

Τόκοι επενδυτικών χαρτοφυλακίων ανά κατηγορία επενδύσεων (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	2019	2018	Μεταβολή
- από χρεόγραφα σε ευρώ	203,5	224,9	-21,4
- από χρεόγραφα σε συνάλλαγμα	32,2	25,3	6,9
- από προθεσμιακές καταθέσεις και τρεχούμενους λογαριασμούς	12,6	13,5	-0,9
<b>Σύνολο</b>	<b>248,3</b>	<b>263,7</b>	<b>-15,4</b>

Η μείωση κατά 15,4 εκατ. ευρώ έναντι της προηγούμενης χρήσης, οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση της θέσης σε χρεόγραφα σε ευρώ, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση της θέσης και της μέσης απόδοσης των χρεογράφων σε συνάλλαγμα.

#### 1.1.ε. Τόκοι επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα Ελληνικού Δημοσίου

Οι τόκοι του χαρτοφυλακίου της Τράπεζας σε χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου σημείωσαν μείωση κατά 25,6 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (2019: 207,4 εκατ. ευρώ, 2018: 233,0 εκατ. ευρώ), κυρίως λόγω της μείωσης της μέσης απόδοσης των χρεογράφων.

**1.1.στ. Τόκοι μακροπρόθεσμων απαιτήσεων έναντι του Ελληνικού Δημοσίου**

Η κατηγορία αυτή αφορά τους τόκους επί των δανείων που έχει χορηγήσει η Τράπεζα προς το Ελληνικό Δημόσιο μέχρι τις 31.12.1993.

Το 2019 οι τόκοι αυτοί ανήλθαν συνολικά σε 7,4 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας μείωση κατά 2,7 εκατ. ευρώ σε σχέση με το προηγούμενο έτος (2018: 10,1 εκατ. ευρώ). Η μείωση αυτή προήλθε αφενός από τη μείωση των επιτοκίων αναφοράς βάσει των οποίων εκτοκίζονται τα δάνεια προς το Ελληνικό Δημόσιο και αφετέρου από τη μείωση του κεφαλαίου των δανείων, λόγω της σταδιακής αποπληρωμής τους.

**1.1.ζ. Τόκοι από καταθέσεις του Ε.Δ.**

Στη χρήση 2019 έχουν αναγνωριστεί τόκοι - έσοδα επί των καταθέσεων του Ε.Δ. λόγω της επιβολής αρνητικών επιτοκίων, ύψους 62,1 εκατ. ευρώ (2018: 31,6 εκατ. ευρώ). Η αύξησή τους κατά 30,5 εκατ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη χρήση οφείλεται κυρίως στην αύξηση του μέσου ύψους των καταθέσεων αυτών.

**1.1.η. Τόκοι από δάνεια στο προσωπικό της Τράπεζας**

Οι τόκοι από δάνεια που έχουν χορηγηθεί στο προσωπικό της Τράπεζας (στεγαστικά και οικονομικών αναγκών) ανήλθαν σε 0,3 εκατ. ευρώ.

**1.1.θ. Τόκοι καταθέσεων διαφόρων φορέων και οργανισμών**

Οι τόκοι καταθέσεων διαφόρων φορέων και οργανισμών ανήλθαν σε 37,0 εκατ. ευρώ (2018: 5,4 εκατ. ευρώ) και αποτελούν έσοδα λόγω επιβολής αρνητικών επιτοκίων. Η αύξησή τους κατά 31,6 εκατ. ευρώ οφείλεται κυρίως στην επιβολή αρνητικών επιτοκίων σε καταθέσεις πρόσθετων φορέων και οργανισμών σε σχέση με το 2018.

**1.1.ι. Τόκοι από υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής**

Οι τόκοι ανά υποχρέωση αναλύονται ως εξής:

Τόκοι - έσοδα από υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι Π.Ι. ζώνης ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής (ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
- από λογαριασμούς υποχρεωτικών καταθέσεων Π.Ι. και από τρεχούμενους λογαριασμούς Π.Ι. πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων	2,1	2,1	0,0
- από τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	2,7	1,8	0,9
- από καταθέσεις για κάλυψη περιθωρίων	0,1	0,4	-0,3
<b>Σύνολο</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>	<b>0,6</b>

Τα υπόλοιπα των ελάχιστων αποθεματικών, που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα, εκτοκίζονται ημερησίως με βάση το ισχύον επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO rate). Το συγκεκριμένο επιτόκιο διατηρήθηκε σε μηδενικό επίπεδο το 2019.

Με βάση απόφαση της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2014/23), από τις 11 Ιουνίου 2014 εφαρμόζεται αρνητικό επιτόκιο στο τμήμα των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων που υπερβαίνει το μέσο επίπεδο υποχρεωτικών καταθέσεων (ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά).

Ως αποτέλεσμα, το σύνολο των εσόδων από τόκους επί των υποχρεωτικών καταθέσεων και των τρεχούμενων λογαριασμών πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων ανήλθε σε 2,1 εκατ. ευρώ (βλ. σημείωση 2.1 του παθητικού "Τρεχούμενοι λογαριασμοί - περιλαμβανομένων των υποχρεωτικών καταθέσεων").

Λόγω της επιβολής αρνητικών επιτοκίων προέκυψαν επίσης, έσοδα από τόκους ύψους 2,7 εκατ. ευρώ από τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και ύψους 0,1 εκατ. ευρώ από τις καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων.

**1.1.κ. Λοιποί τόκοι - έσοδα**

Οι λοιποί τόκοι - έσοδα ανήλθαν σε 1,4 εκατ. ευρώ έναντι 3,0 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Περιλαμβάνονται κυρίως τόκοι - έσοδα από τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος σε προγράμματα δανεισμού χρεογράφων χαρτοφυλακίων ιδίων διαθεσίμων και νομισματικής πολιτικής.



## 1.2 Τόκοι - έξοδα

Οι επιμέρους κατηγορίες των τόκων - εξόδων αναλύονται ως εξής:

Τόκοι - έξοδα (ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
α. Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	15,4	0,0	15,4
β. Λοιποί τόκοι - έξοδα	0,1	0,1	0,0
<b>Σύνολο</b>	<b>15,5</b>	<b>0,1</b>	<b>15,4</b>

Οι τόκοι - έξοδα αυξήθηκαν κατά 15,4 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 15,5 εκατ. ευρώ, έναντι 0,1 εκατ. ευρώ το 2018.

Συγκεκριμένα, κατά την τρέχουσα χρήση αναγνωρίστηκαν τόκοι - έξοδα ύψους 15,4 εκατ. ευρώ από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση, όπως αναλύονται στη σημείωση 1.1.α "Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής".

Ειδικότερα:

### 1.2.α. Τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής

Οι τόκοι από δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής ύψους 15,4 εκατ. ευρώ αφορούν πράξεις TLTRO II ύψους 13,5 εκατ. ευρώ και πράξεις TLTRO III ύψους 1,9 εκατ. ευρώ.

Οι τόκοι από πράξεις TLTRO II ύψους 13,5 εκατ. ευρώ έχουν υπολογιστεί με βάση το οριστικοποιημένο επιτόκιο εκτοκισμού για κάθε πιστωτικό ίδρυμα, ενώ οι τόκοι - έξοδα από πράξεις TLTRO III ύψους 1,9 εκατ. ευρώ έχουν υπολογιστεί με βάση το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, δεδομένου ότι το τελικό ύψους του επιτοκίου εκτοκισμού θα είναι γνωστό από το 2021 (βλ. σημείωση 5 του ενεργητικού "Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής" και συγκεκριμένα στην κατηγορία "Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης").

## 2. Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημίες αποτίμησης και προβλέψεις για κινδύνους

Το καθαρό αποτέλεσμα αναλύεται ως εξής:

Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημίες αποτίμησης και προβλέψεις για κινδύνους (ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
<b>2.1 Πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις</b>			
- από πράξεις επί συναλλάγματος	13,4	24,6	-11,2
- από πράξεις επί χρεογράφων	43,0	3,9	39,1
- από αγοραπωλησίες χρυσών νομισμάτων	0,4	1,0	-0,6
<b>Σύνολο</b>	<b>56,8</b>	<b>29,5</b>	<b>27,3</b>
<b>2.2 Ζημίες αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων</b>			
- από την αποτίμηση συναλλάγματος	-0,3	-2,8	2,5
- από την αποτίμηση χρεογράφων	-1,7	-4,6	2,9
<b>Σύνολο</b>	<b>-2,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>5,4</b>
<b>2.3 Μεταφορά από πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών κινδύνων</b>	<b>2,0</b>	<b>7,4</b>	<b>-5,4</b>
<b>Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημίες αποτίμησης και προβλέψεις για κινδύνους</b>	<b>56,8</b>	<b>29,5</b>	<b>27,3</b>

Το καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις αυξήθηκε κατά 27,3 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 56,8 εκατ. ευρώ, έναντι 29,5 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση.

Η αύξηση κατά 27,3 εκατ. ευρώ του καθαρού αποτελέσματος από χρηματοοικονομικές πράξεις οφείλεται κυρίως στην αύξηση των κερδών από πράξεις επί χρεογράφων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη μείωση των κερ-

δών από πράξεις επί συναλλάγματος. Στα πραγματοποιηθέντα κέρδη από πράξεις επί χρεογράφων περιλαμβάνεται το αποτέλεσμα από πωλήσεις χρεογράφων διακρατούμενων έως τη λήξη, λόγω προσαρμογών στο πλαίσιο υπερβάσεων τεχνικών ορίων.

Επίσης, τα αποτελέσματα του 2019 επιβαρύνθηκαν με ζημίες από την αποτίμηση των χρεογράφων και του συναλλάγματος στο τέλος του έτους, ύψους 2,0 εκατ. ευρώ, έναντι 7,4 εκατ. ευρώ το 2018. Οι ζημίες αυτές συμψηφίστηκαν με μεταφορά του αντίστοιχου ποσού από την πρόβλεψη που έχει σχηματιστεί για τον σκοπό αυτό (βλ. σημείωση 12 του παθητικού “Προβλέψεις” και συγκεκριμένα στην κατηγορία “Πρόβλεψη έναντι χρηματοοικονομικών και λειτουργικών κινδύνων”).

### 3. Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες

Οι επιμέρους κατηγορίες των εσόδων από αμοιβές και προμήθειες αναλύονται ως εξής:

Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	2019	2018	Μεταβολή
<b>3.1 Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>			
Αμοιβή από τη διαχείριση του Κοινού Κεφαλαίου ΝΠΔΔ & Ασφαλιστικών Φορέων - ν. 2469/97	62,0	52,0	10,0
Προμήθειες από τη διενέργεια εισπράξεων και πληρωμών για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου	23,2	22,6	0,6
Αμοιβή διαχείρισης τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	14,6	10,0	4,6
Εισφορές ασφαλιστικών επιχειρήσεων για τις υπηρεσίες εποπτείας	3,8	3,7	0,1
Έσοδα συμμετοχής στην ΗΔΑΤ	1,9	1,9	0,0
Λοιπές αμοιβές και προμήθειες	1,7	1,6	0,1
<b>Σύνολο</b>	<b>107,2</b>	<b>91,8</b>	<b>15,4</b>
<b>3.2 Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,0</b>
<b>Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>103,5</b>	<b>88,1</b>	<b>15,4</b>

Τα καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες αυξήθηκαν κατά 17,5% και διαμορφώθηκαν σε 103,5 εκατ. ευρώ, έναντι 88,1 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση.

Το 2019 έγινε αναταξινόμηση ποσού 1,1 εκατ. ευρώ από τα “Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες” στα “Λοιπά έσοδα”, όπως είχαν δημοσιευθεί την προηγούμενη χρήση, ώστε να καταστούν συγκρίσιμα με την τρέχουσα χρήση. Το εν λόγω ποσό αφορά εισπραττόμενες προμήθειες από τα Π.Ι. μέλη των συστημάτων TARGET2 και T2S.

### 4. Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές

Έσοδα από μετοχές και συμμετοχές (ποσά σε εκατ. ευρώ)			
	2019	2018	Μεταβολή
<b>Έσοδα από την ΕΚΤ:</b>			
α. Μερίδιο από ενδιάμεση διανομή κερδών της ΕΚΤ	35,5	34,4	1,1
β. Μερίδιο από την τελική διανομή κερδών της ΕΚΤ	23,2	19,4	3,8
γ. Έσοδα από τη μείωση της συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στην Καθαρή Θέση της ΕΚΤ	72,8	0,0	72,8
<b>Λοιπά έσοδα από μετοχές και συμμετοχές</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>0,3</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>134,8</b>	<b>56,8</b>	<b>78,0</b>

Τα έσοδα από μετοχές και συμμετοχές της Τράπεζας στη χρήση 2019 διαμορφώθηκαν σε 134,8 εκατ. ευρώ, έναντι 56,8 εκατ. ευρώ το 2018.

Ειδικότερα:

**Έσοδα από την ΕΚΤ**

Έσοδο ποσού 72,8 εκατ. ευρώ από την ΕΚΤ οφείλεται στη μείωση της συμμετοχής της Τράπεζας στην Καθαρή Θέση της ΕΚΤ, λόγω της αναπροσαρμογής της κλείδας κατανομής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ (5ετής αναπροσαρμογή) (βλ. σημείωση 9.1 του ενεργητικού “Συμμετοχή στο κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις της ΕΚΤ”).

Παράλληλα, από την ενδιάμεση και την τελική διανομή κερδών της ΕΚΤ της χρήσης 2019, στην Τράπεζα αναλογούν ποσά 35,5 εκατ. ευρώ και 23,2 εκατ. ευρώ αντίστοιχα, τα οποία έχουν αναγνωρισθεί στα αποτελέσματα της χρήσης.

**Λοιπά έσοδα από μετοχές και συμμετοχές**

Τα εν λόγω έσοδα ανήλθαν σε 3,3 εκατ. ευρώ και αφορούν εισπραχθέντα μερίσματα για τη χρήση 2018 από τις συμμετοχές της Τράπεζας στις εταιρίες: BIS (Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών), ΔΙΑΣ (Διατραπεζικά Συστήματα Α.Ε.), ΕΧΑΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.) και SWIFT.

**5. Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος**

Καθαρό αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
- Συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα	267,8	269,1	-1,3
- Αναλογούν με βάση την κλείδα συμμετοχής της Τράπεζας στο Ευρωσύστημα	280,7	352,6	-71,9
<b>α. Αποτέλεσμα από τη συγκέντρωση και αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος</b>	<b>12,9</b>	<b>83,5</b>	<b>-70,6</b>
<b>β. Διορθώσεις νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών</b>	<b>-0,4</b>	<b>-30,6</b>	<b>30,2</b>
<b>γ. Πρόβλεψη έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>14,6</b>	<b>50,2</b>	<b>-35,6</b>

Στη χρήση 2019 το συνολικό αποτέλεσμα της αναδιανομής ήταν θετικό για την Τράπεζα της Ελλάδος.

Νομισματικό εισόδημα είναι το εισόδημα που συγκεντρώνουν οι ΕθνΚΤ στο πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Το ποσό του νομισματικού εισοδήματος για κάθε ΕθνΚΤ προκύπτει από τον υπολογισμό των πραγματικών και τεκμαρτών ετήσιων εσόδων, τα οποία απορρέουν από τα στοιχεία του ενεργητικού που έχει στην κατοχή του το Ευρωσύστημα έναντι της νομισματικής βάσης. Από τα έσοδα αφαιρούνται οι τόκοι που καταβάλλονται στα στοιχεία της νομισματικής βάσης και το καθαρό αποτέλεσμα κατανέμεται στις ΕθνΚΤ με βάση τις ισχύουσες κλείδες.

Η νομισματική βάση αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία του παθητικού:

- τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία,
- υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής,
- υποχρεώσεις συνδεδεμένες με την έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ,
- καθαρές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δόσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2),
- δεδουλευμένοι τόκοι στο τέλος κάθε τριμήνου από στοιχεία του παθητικού που σχετίζονται με πράξεις εφαρμογής νομισματικής πολιτικής διάρκειας πέραν του ενός έτους,
- υποχρεώσεις έναντι της ΕΚΤ που σχετίζονται με συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων (swap) που αποφέρουν καθαρό έσοδο για το Ευρωσύστημα,
- καθαρές υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ.

Ποσά τόκων που έχουν πληρωθεί επί των παραπάνω υποχρεώσεων, οι οποίες αποτελούν τη νομισματική βάση, αφαιρούνται από το νομισματικό εισόδημα της κάθε ΕθνΚΤ.

Τα ταυτοποιημένα στοιχεία του ενεργητικού, των οποίων οι αποδόσεις λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του νομισματικού εισοδήματος, είναι τα ακόλουθα:

- δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής,
- χρεόγραφα που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Πρόκειται για χρεόγραφα πιστωτικών ιδρυμάτων χωρών της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο των Προγραμμάτων Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP, CBPP2 και CBPP3), χρεόγραφα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων (SMP), του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα (PSPP) και του Προγράμματος Αγοράς Εταιρικών Τίτλων (CSPP). Η απόδοση των καλυμμένων ομολογιών του CBPP, του CBPP2 και του PSPP (χρεόγραφα που εκδίδονται από κεντρικές, περιφερειακές ή τοπικές κυβερνήσεις και άλλους αναγνωρισμένους εκδότες) υπολογίζεται σε ημερήσια βάση με το τελευταίο διαθέσιμο επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, ενώ για τα χρεόγραφα των προγραμμάτων SMP, CBPP3, PSPP (μόνο για τα υπερεθνικά χρεόγραφα) και CSPP υπολογίζεται η πραγματική τους απόδοση,
- απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ,
- καθαρές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος που απορρέουν από το υπόλοιπο του λογαριασμού δοσοληψιών με το ΕΣΚΤ (TARGET2),
- καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή, εντός του Ευρωσυστήματος, των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ,
- απαιτήσεις έναντι αντισυμβαλλομένων της ζώνης του ευρώ που σχετίζονται με συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων (swap) μεταξύ της ΕΚΤ και κεντρικών τραπεζών εκτός Ευρωσυστήματος που αποφέρουν καθαρό έσοδο για το Ευρωσύστημα,
- δεδουλευμένοι τόκοι στο τέλος κάθε τριμήνου από στοιχεία του ενεργητικού που σχετίζονται με πράξεις εφαρμογής νομισματικής πολιτικής διάρκειας πέραν του ενός έτους,
- ένα ελάχιστο ποσό διαθεσίμων χρυσού για κάθε ΕθνΚΤ, κατ' αναλογία της κλειδας κατανομής της. Ο χρυσός θεωρείται ότι δεν παράγει εισόδημα.

Όταν η αξία των ταυτοποιημένων στοιχείων του ενεργητικού μιας ΕθνΚΤ υπολείπεται ή υπερβαίνει την αξία της νομισματικής βάσης, η απόδοση της διαφοράς (gap), ως έσοδο ή έξοδο, υπολογίζεται σε ημερήσια βάση με το εκάστοτε ισχύον οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.

Στο τέλος κάθε οικονομικού έτους το νομισματικό εισόδημα του Ευρωσυστήματος κατανέμεται μεταξύ των ΕθνΚΤ, σύμφωνα με τις ισχύουσες κλείδες τους στο Ευρωσύστημα. Η συγκέντρωση και η αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος επιφέρει καθαρά αναδιανεμητικά αποτελέσματα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τόσο το ύψος της νομισματικής βάσης και των ταυτοποιημένων στοιχείων ενεργητικού κάθε ΕθνΚΤ όσο και τα έσοδα/έξοδα που προέρχονται από αυτά αποκλίνουν από αυτό που τους αναλογεί με βάση την κλείδα συμμετοχής τους στο Ευρωσύστημα.

Ο παραπάνω τρόπος κατανομής του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος καθιερώθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2016/36).

Το ποσό προς είσπραξη ύψους 12,9 εκατ. ευρώ, που προέκυψε για την Τράπεζα το 2019, οφείλεται στο γεγονός ότι το συγκεντρωθέν από την Τράπεζα νομισματικό εισόδημα, ύψους 267,8 εκατ. ευρώ, ήταν μικρότερο του αναλογούντος με βάση την κλείδα συμμετοχής της στο Ευρωσύστημα, το οποίο υπολογίστηκε σε 280,7 εκατ. ευρώ (βλ. σημείωση 9.5 του ενεργητικού “Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)”).

Η διόρθωση του νομισματικού εισοδήματος προηγούμενων ετών, ύψους 0,4 εκατ. ευρώ, αφορά τον επανυπολογισμό και την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος για τα έτη 2018 και 2017.

Επίσης, στο καθαρό αποτέλεσμα περιλαμβάνεται ποσό ύψους 2,1 εκατ. ευρώ που αναλογεί στην Τράπεζα από τη μερική απελευθέρωση ποσού πρόβλεψης έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής για χρεόγραφο του χαρτοφυλακίου CSPP που κατείχε μια ΕθνΚΤ στη χρήση 2019 (βλ. σημείωση 12 του παθητικού “Προβλέψεις” και συγκεκριμένα στην κατηγορία “Πρόβλεψη έναντι ζημιών από πράξεις νομισματικής πολιτικής”).

## 6. Λοιπά έσοδα

Λοιπά έσοδα			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
Έσοδα από την παραγωγή προϊόντων	11,1	9,0	2,1
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	9,6	4,6	5,0
<b>Σύνολο</b>	<b>20,7</b>	<b>13,6</b>	<b>7,1</b>

Στα λοιπά έσοδα περιλαμβάνονται έσοδα ύψους 11,1 εκατ. ευρώ (2018: 9,0 εκατ. ευρώ) που προέρχονται από την παραγωγή προϊόντων κυρίως για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου (κέρματα, διαβατήρια, έντυπα), καθώς επίσης και λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης ύψους 9,6 εκατ. ευρώ, που προέρχονται από τη χορήγηση πιστοποίησης επαγγελματικής επάρκειας, από τη διαχείριση ακινήτων, από τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος σε έργα του Ευρωσυστήματος κ.λπ.

Το 2019 έγινε αναταξινόμηση ποσού 1,1 εκατ. ευρώ από τα “Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες” στα “Λοιπά έσοδα”, σε σχέση με τη δημοσίευση της προηγούμενης χρήσης, ώστε να καταστούν συγκρίσιμα με την τρέχουσα χρήση (βλ. σημείωση 3 των αποτελεσμάτων “Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες”).

## ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΞΟΔΩΝ

### 7. Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών

Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
Αμοιβές προσωπικού και οι λοιπές παροχές	172,6	168,2	4,4
Πρόβλεψη για συνταξιοδοτικές παροχές	651,7	95,9	555,8
<b>Σύνολο</b>	<b>824,3</b>	<b>264,1</b>	<b>560,2</b>

Οι δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών διαμορφώθηκαν σε 824,3 εκατ. ευρώ, έναντι 264,1 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, εμφανίζοντας αύξηση κατά 560,2 εκατ. ευρώ.

Στη χρήση 2019 σχηματίστηκαν προβλέψεις για συνταξιοδοτικές παροχές ύψους 651,7 εκατ. ευρώ, οι οποίες οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στη σημαντική μείωση των επιτοκίων προεξόφλησης που εφαρμόστηκαν κατά την αναλογιστική αποτίμηση των υποχρεώσεων της Τράπεζας για παροχή κύριας και επικουρικής σύνταξης στους ασφαλισμένους.

### 8. Λοιπές δαπάνες διαχείρισης

Λοιπές δαπάνες διαχείρισης			
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2019	2018	Μεταβολή
Αναλώσεις εντύπων και υλικών	8,9	11,4	-2,5
Δικαιώματα χρήσης λογισμικού - Κόστη μηχανογραφικών συστημάτων	11,4	14,3	-2,9
Αμοιβές τρίτων	8,7	7,7	1,0
Δημοσιεύσεις και συνδρομές	4,5	4,3	0,2
Δαπάνες ενοικίων, συντήρησης/ επισκευής ακινήτων και εξοπλισμού	5,5	5,6	-0,1
Λοιπά διοικητικά έξοδα	14,9	24,5	-9,6
<b>Σύνολο</b>	<b>53,9</b>	<b>67,8</b>	<b>-13,9</b>

Οι λοιπές δαπάνες διαχείρισης μειώθηκαν κατά 13,9 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 53,9 εκατ. ευρώ, έναντι 67,8 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση.

Η μεταβολή οφείλεται κυρίως στη μείωση των λοιπών διοικητικών εξόδων κατά 9,6 εκατ. ευρώ, καθώς κατά την προηγούμενη χρήση είχε πραγματοποιηθεί εφάπαξ δωρεά ποσού 5,0 εκατ. ευρώ για κοινωνική σκοπό και είχαν λογιστικοποιηθεί φόροι-τέλη προηγούμενων χρήσεων ποσού 2,5 εκατ. ευρώ.

Η μείωση των δικαιωμάτων χρήσης λογισμικού - κόστη μηχανογραφικών συστημάτων κατά ποσό 2,9 εκατ. ευρώ οφείλεται κυρίως στη μείωση των εξόδων από τη συμμετοχή της Τράπεζας στο κόστος ανάπτυξης και λειτουργίας συστημάτων του Ευρωσυστήματος.

#### **9. Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων πάγιων στοιχείων ενεργητικού**

Οι αποσβέσεις διαμορφώθηκαν σε 11,9 εκατ. ευρώ, έναντι 12,5 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας μείωση κατά 0,6 εκατ. ευρώ και. Το έξοδο των αποσβέσεων ανά κατηγορία παγίου παρουσιάζεται στη σημείωση 11.2 του ενεργητικού *“Ενσώματα και ασώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού”*.

#### **10. Δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος**

Οι δαπάνες για τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού συστήματος που απαιτήθηκαν στη χρήση 2019 ανήλθαν σε 1,7 εκατ. ευρώ, έναντι 0,8 εκατ. ευρώ στην προηγούμενη χρήση.

#### **11. Προβλέψεις**

Στη χρήση 2019 απελευθερώθηκαν σχηματισθείσες προβλέψεις για χρηματοοικονομικούς κινδύνους προηγούμενων ετών ύψους 766,0 εκατ. ευρώ, ενώ σχηματίστηκαν πρόσθετες προβλέψεις ύψους 197,9 εκατ. ευρώ, κυρίως για την κάλυψη υποχρεώσεων που εκτιμάται ότι θα προκύψουν από τις εκκρεμείς αγωγές των συνταξιούχων της Τράπεζας και για τις οποίες κρίνεται ότι υπάρχει πολύ μεγάλη πιθανότητα ευδοκίμησης. Η εν λόγω εκτίμηση προσεγγίστηκε με αναλογιστική μελέτη. Ως αποτέλεσμα, οι προβλέψεις μείωσαν τα συνολικά έξοδα κατά 568,1 εκατ. ευρώ, έναντι αύξησης των εξόδων κατά 196,6 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση, συμβάλλοντας θετικά στα αποτελέσματα της χρήσης 2019.

Το 2019 έγινε αναταξινόμηση ποσού 1,8 εκατ. ευρώ από τις *“Προβλέψεις”* στις *“Δαπάνες προσωπικού και συνταξιοδοτικών παροχών”*, όπως είχαν δημοσιευθεί την προηγούμενη χρήση, ώστε να καταστούν συγκρίσιμα με την τρέχουσα χρήση.

Οι προβλέψεις για τη χρήση 2019 παρουσιάζονται στη σημείωση 12 του παθητικού *“Προβλέψεις”*.

Το σύνολο του προσωπικού κατά την 31.12.2019 ανέρχεται σε 1.894 άτομα, έναντι 1.844 άτομα στις 31.12.2018.



## VI. ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

### 1. Λογαριασμοί εκτός Ισολογισμού (Τάξεως)

Λογαριασμοί εκτός Ισολογισμού (Τάξεως) (ποσά σε εκατ. ευρώ)	31.12.2019	31.12.2018	Μεταβολή
1. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου από τη διαχείριση του “Κοινού Κεφαλαίου Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων” σύμφωνα με τον ν. 2469/97	42.949,6	42.000,1	949,5
2. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου και λοιπά χρεόγραφα από τη διαχείριση και θεματοφύλαξη κεφαλαίων δημόσιων οργανισμών, ασφαλιστικών φορέων και ιδιωτών	4.488,9	4.340,6	148,3
3. Περιουσιακά στοιχεία αποδεκτά από το Ευρωσύστημα ως εξασφάλιση για πράξεις νομισματικής πολιτικής και παροχή ενδοημερήσιας ρευστότητας	17.332,2	13.766,5	3.565,7
4. Περιουσιακά στοιχεία αποδεκτά από την Τράπεζα της Ελλάδος ως εξασφάλιση για πράξεις έκτακτης παροχής ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα	0,0	11.788,8	-11.788,8
5. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	10.405,9	15.328,7	-4.922,8
<b>Σύνολο</b>	<b>75.176,6</b>	<b>87.224,7</b>	<b>-12.048,1</b>

Στους λοιπούς λογαριασμούς τάξεως περιλαμβάνονται κυρίως:

- Η υποσχετική επιστολή (promissory note) ύψους 4,6 δισεκ. SDR (5,6 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2019) με δικαιούχο το ΔΝΤ, που έχει εκδοθεί από το Ελληνικό Δημόσιο για το ανεξόφλητο υπόλοιπο των δανείων που έχει λάβει από το ΔΝΤ μέχρι την 31.12.2019, στο πλαίσιο της συμφωνίας στήριξης της χώρας από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το ΔΝΤ. Η υποσχετική επιστολή δεν δημιουργεί τόκους και είναι μη διαπραγματεύσιμη. Το Ελληνικό Δημόσιο έχει την αποκλειστική υποχρέωση αποπληρωμής του εν λόγω δανείου. Η υποσχετική επιστολή φυλάσσεται στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ενεργεί ως θεματοφύλακας (Depository) και ως δημοσιονομικός αντιπρόσωπος (Fiscal Agent) της Ελλάδος έναντι του ΔΝΤ.
- Η υποχρέωση του Ελληνικού Δημοσίου προς το ΔΝΤ από κατανομές ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων ύψους 782,4 εκατ. SDR (966,9 εκατ. ευρώ).
- Εντολές ενέγγυων πιστώσεων προς εκτέλεση, εγγυητικές επιστολές τρίτων για εξασφάλιση καλής εκτέλεσης έργων ή συμβάσεων προμηθειών, κέρματα ευρώ στην αποθήκη της Τράπεζας, τίτλοι εκδόσεως του Ε.Δ., τίτλοι κυριότητας του Ε.Δ. προς φύλαξη, καθώς και τίτλοι σε ενέχυρο υπέρ της Τράπεζας της Ελλάδος από συμμετοχή σε προγράμματα δανεισμού χρεογράφων.
- Πράξεις σε συνάλλαγμα (spot) από την ημερομηνία συναλλαγής μέχρι την ημερομηνία διακανονισμού (εφαρμογή της οικονομικής προσέγγισης στην απεικόνιση των πράξεων αυτών στον ισολογισμό).

### 2. Ενδεχόμενες υποχρεώσεις

Κατά την 31η Δεκεμβρίου 2019, υπήρχαν εκκρεμείς αγωγές εναντίον της Τράπεζας της Ελλάδος σε σχέση με τις εν γένει δραστηριότητές της ύψους 1,3 δισεκ. ευρώ. Κατόπιν αξιολόγησης του ισχύοντος νομικού πλαισίου και των επιμέρους επίδικων πραγματικών περιστατικών, η Διοίκηση κρίνει με βάση τις υφιστάμενες πιθανότητες ευδοκίμησης των αγωγών αυτών ότι δεν συντρέχει λόγος σχηματισμού πρόβλεψης κατά την 31.12.2019.

### 3. Γεγονότα μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού

#### Προσαρμογή της κλείδας κατανομής της ΕΚΤ

Λόγω της αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση και της συνακόλουθης αποχώρησης της Τράπεζας της Αγγλίας από το ΕΣΚΤ, οι κλείδες κατανομής των υπόλοιπων ΕθνΚΤ στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ σταθμίστηκαν με ισχύ από την 1η Φεβρουαρίου 2020, ως εξής:

Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες	Έως 31.01.2020 %	Από 01.02.2020 %
Banque Nationale de Belgique (Βέλγιο)	2,5280	2,9630
Deutsche Bundesbank (Γερμανία)	18,3670	21,4394
Eesti Pank (Εσθονία)	0,1968	0,2291
Central Bank of Ireland (Ιρλανδία)	1,1754	1,3772
Τράπεζα της Ελλάδος (Ελλάδα)	1,7292	2,0117
Banco de España (Ισπανία)	8,3391	9,6981
Banque de France (Γαλλία)	14,2061	16,6108
Banca d'Italia (Ιταλία)	11,8023	13,8165
Central Bank of Cyprus (Κύπρος)	0,1503	0,1750
Latvijas Banka (Λετονία)	0,2731	0,3169
Lietuvos bankas (Λιθουανία)	0,4059	0,4707
Banque centrale du Luxembourg (Λουξεμβούργο)	0,2270	0,2679
Central Bank of Malta (Μάλτα)	0,0732	0,0853
De Nederlandsche Bank (Ολλανδία)	4,0677	4,7662
Oesterreichische Nationalbank (Αυστρία)	2,0325	2,3804
Banco de Portugal (Πορτογαλία)	1,6367	1,9035
Banka Slovenije (Σλοβενία)	0,3361	0,3916
Národná banka Slovenska (Σλοβακία)	0,8004	0,9314
Suomen Pankki (Φινλανδία)	1,2708	1,4939
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ</b>	<b>69,6176</b>	<b>81,3286</b>
Българска народна банка (Βουλγαρία)	0,8511	0,9832
Česká národní banka (Τσεχία)	1,6172	1,8794
Danmarks Nationalbank (Δανία)	1,4986	1,7591
Hrvatska narodna banka (Κροατία)	0,5673	0,6595
Magyar Nemzeti Bank (Ουγγαρία)	1,3348	1,5488
Narodowy Bank Polski (Πολωνία)	5,2068	6,0335
Banca Națională a României (Ρουμανία)	2,4470	2,8289
Sveriges Riksbank (Σουηδία)	2,5222	2,9790
Bank of England (Ηνωμένο Βασίλειο)	14,3374	0,0000
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εκτός της ζώνης του ευρώ</b>	<b>30,3824</b>	<b>18,6714</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

#### Επίπτωση στη συμμετοχή στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ

Η ΕΚΤ διατήρησε το εγγεγραμμένο της κεφάλαιο αμετάβλητο στα 10.825 εκατ. ευρώ μετά την αποχώρηση της Τράπεζας της Αγγλίας από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Το μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας της Αγγλίας στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ, το οποίο ανερχόταν σε 14,3374%, ανακατανεμήθηκε στις εναπομένουσες ΕθνΚΤ εντός και εκτός της ζώνης του ευρώ. Ως εκ τούτου, το μερίδιο συμμετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ αυξήθηκε κατά 16,3%, από 1,7292% σε 2,0117%.

Το καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ θα παραμείνει επίσης αμετάβλητο στα 7.659 εκατ. ευρώ, ως έχει κατά το έτος αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ (2020), καθώς οι εναπομένουσες ΕθνΚΤ θα καλύψουν το ποσό του κεφαλαίου που είχε καταβληθεί από την Τράπεζα της Αγγλίας, ύψους 58 εκατ. ευρώ. Επιπλέον, οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ θα κληθούν να καταβάλουν στη συνέχεια πλήρως την αυξημένη (μετά την αποχώρηση της Τράπεζας της Αγγλίας από το ΕΣΚΤ) συμμετοχή τους στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ σε δύο ετήσιες δόσεις. Ως αποτέλεσμα, η Τράπεζα της Ελλάδος μεταβίβασε στην ΕΚΤ ποσό 0,4 εκατ. ευρώ στις 3 Φεβρουαρίου 2020 και θα μεταβιβάσει 15,1 εκατ. ευρώ το 2021 και 15,1 εκατ. ευρώ το 2022.

#### Επίπτωση στις απαιτήσεις των ΕθνΚΤ από τη μεταβίβαση των συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ

Σύμφωνα με το άρθρο 30.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, οι εισφορές των ΕθνΚΤ στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ καθορίζονται κατ' αναλογία της συμμετοχής τους στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ. Μετά από (α) την αύξηση της στάθμισης των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ (που έχουν μεταβιβάσει συναλλαγματικά διαθέσιμα στην ΕΚΤ) στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ, ως αποτέλεσμα της αποχώρησης της Τράπεζας της Αγγλίας από το

ΕΣΚΤ, και (β) την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να μειωθεί το ποσοστό των εισφορών των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, ώστε το συνολικό ποσό των συναλλαγματικών διαθεσίμων που έχουν ήδη μεταβιβαστεί από τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ να παραμείνει στο σημερινό επίπεδο, η απαίτηση από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων προσαρμόστηκε οριακά. Ειδικότερα για την Τράπεζα της Ελλάδος, αυτή η προσαρμογή συνίστατο σε μικρή μείωση της απαίτησής της κατά 4,2 εκατ. ευρώ, ποσό το οποίο επιστράφηκε από την ΕΚΤ στις 3 Φεβρουαρίου 2020.

#### 4. Λοιπές πληροφορίες

Η Τράπεζα της Ελλάδος διαχειρίζεται μέρος των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ που έχουν εκχωρηθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος και την Κεντρική Τράπεζα Κύπρου, βάσει σύμβασης μεταξύ των δύο ΕθνΚΤ για κοινή διαχείριση («pooling»). Η διαχείριση διενεργείται στην Τράπεζα σύμφωνα με το πλαίσιο και τις οδηγίες της ΕΚΤ.

#### 5. Υπηρεσίες ανεξάρτητου Ορκωτού Ελεγκτή – Λογιστή

Η ελεγκτική εταιρία Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (“Deloitte”) ήταν ο νόμιμος ανεξάρτητος ορκωτός ελεγκτής λογιστής για τη χρήση που έκλεισε την 31η Δεκεμβρίου 2019. Οι ορκωτοί ελεγκτές πέραν των υπηρεσιών του υποχρεωτικού ελέγχου επί των οικονομικών καταστάσεων της χρήσης 2019, παρείχαν και επιτρεπόμενες μη ελεγκτικές υπηρεσίες (προσυμφωνημένες διαδικασίες). Ο ακόλουθος πίνακας παρουσιάζει τις συνολικές αμοιβές για ελεγκτικές και μη ελεγκτικές υπηρεσίες για τις χρήσεις 2019 και 2018.

##### Αμοιβές ανεξάρτητου Ορκωτού Ελεγκτή - Λογιστή

(ποσά σε ευρώ)	2019	2018
Αμοιβές ελεγκτικών υπηρεσιών	235.000	235.000
Αμοιβές μη ελεγκτικών υπηρεσιών	285.250	28.000
<b>Σύνολο</b>	<b>520.250</b>	<b>263.000</b>

Αθήνα, 17 Φεβρουαρίου 2020

Ο ΔΙΟΙΚΗΤΗΣ

Η ΔΙΕΥΘΥΝΤΡΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗΣ  
ΓΕΝΙΚΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΓΙΑΝΝΗΣ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ

ΜΑΡΙΑ ΠΑΓΩΝΗ





