

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ  
2019



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2019



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2393

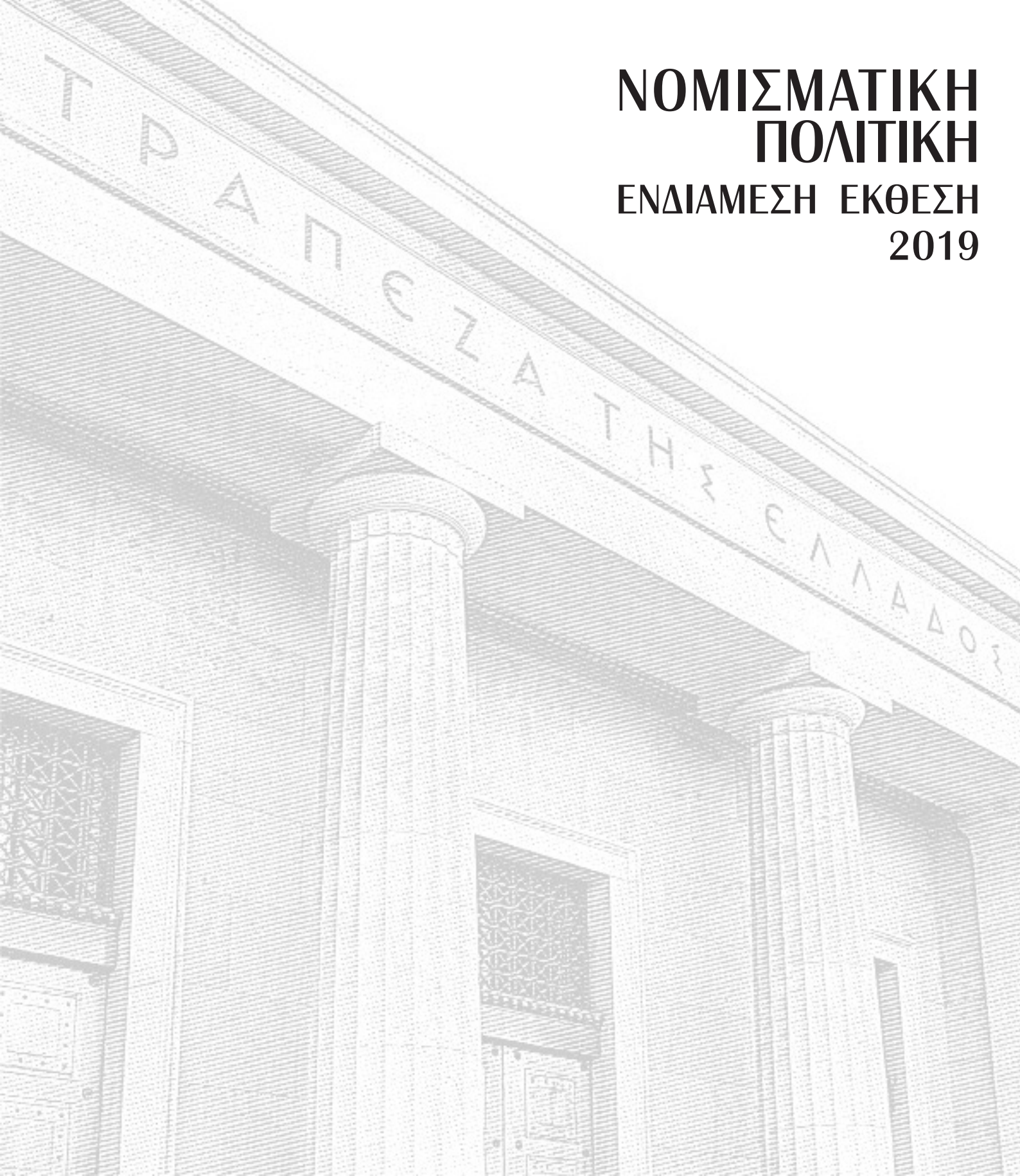
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN 1108 - 2305**

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2019



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2019



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο που η ελληνική οικονομία συνεχίζει να ανακάμπτει, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Οι δείκτες οικονομικού κλίματος και προσδοκιών έχουν βελτιωθεί σημαντικά και υποδηλώνουν συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής. Καταγράφονται θετικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, με αύξηση των καταθέσεων και βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των τραπεζών. Η εμπιστοσύνη στον τραπεζικό τομέα έχει ενισχυθεί σημαντικά και οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων καταργήθηκαν πλήρως από την 1η Σεπτεμβρίου. Η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος συνέβαλε στην αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων αποκλιμακώθηκαν σημαντικά τους τελευταίους μήνες, ιδίως μετά τις ευρωεκλογές του Μαΐου και τις εθνικές εκλογές του Ιουλίου. Η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων και η πρόωγη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ επιφέρουν μείωση των δαπανών για τόκους και βελτιώνουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η θετική έως τώρα πορεία αντανακλάται και στην πρόσφατη αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδος από τον οίκο αξιολόγησης S&P.

Παρ' όλα αυτά, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει πολύ περιοριστικές δημοσιονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε σύγκριση με όλες τις άλλες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, ενώ έχουν αυξηθεί σημαντικά και οι κίνδυνοι από το εξωτερικό περιβάλλον εξαιτίας της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, η υιοθέτηση και η πρόθεση ταχείας υλοποίησης του προγράμματος μεταρρυθμίσεων από την κυβέρνηση έχει αμβλύνει προηγούμενους κινδύνους που συνδέονταν με την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και το ενδεχόμενο ακύρωσής τους.

Η αποφασιστική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που ψηφίστηκαν και η διεύρυνση του

πεδίου των μεταρρυθμίσεων ώστε αυτό να συμπεριλάβει την ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης, τη διευθέτηση των δικαιωμάτων χρήσης γης, τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και τη ριζική αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα βοηθήσουν να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και οι μελλοντικές προκλήσεις και θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

\*\*\*

Η ελληνική οικονομία ενίσχυσε την αναπτυξιακή δυναμική της την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάπτυξη πρωτίστως υποστηρίχθηκε από τη θετική συμβολή των εξαγωγών, κυρίως υπηρεσιών, λόγω της σημαντικής ανόδου των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία, αλλά και αγαθών. Θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ είχε και η δημόσια κατανάλωση. Ωστόσο, η επενδυτική ζήτηση παρέμεινε υποτονική το εννεάμηνο. Οριακά θετική συμβολή στη διαμόρφωση του ΑΕΠ είχε η ιδιωτική κατανάλωση.

Η ανάκαμψη της οικονομίας αναμένεται να συνεχιστεί και το δ' τρίμηνο του 2019. Παρά το γεγονός ότι ορισμένοι βραχυχρόνιοι οικονομικοί δείκτες καταγράφουν λιγότερο θετική εικόνα (βιομηχανική παραγωγή και λιανικές πωλήσεις), ο δείκτης οικονομικού κλίματος διαμορφώνεται στα υψηλότερα επίπεδα που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία δώδεκα χρόνια, ενώ και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) υποδηλώνει ισχυρή ανάπτυξη στο βιομηχανικό τομέα, παραμένοντας σταθερά πάνω από το όριο του 50.

Ταυτόχρονα, καταγράφονται ιδιαίτερος ενθαρρυντικά μηνύματα, όπως η άνοδος της αγοράς ακινήτων, η συνεχιζόμενη ανάκαμψη της αγοράς εργασίας και η επιτάχυνση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, η σημαντική αύξηση των επενδύσεων των μη

χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, η αύξηση της αποταμίευσης και της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τις τράπεζες και τις κεφαλαιαγορές, καθώς και η ανοδική πορεία των εσόδων από τον τουρισμό τα τελευταία έτη. Η πορεία αυτών των δεικτών υποδηλώνει σημαντική ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας στην παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση.

Συνολικά στη διάρκεια του 2019 αναμένεται ελαφρά αύξηση του μέσου επιπέδου των τιμών του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Η μεταφορά σημαντικού αριθμού επεξεργασμένων ειδών διατροφής και των υπηρεσιών εστίασης στο μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ από τον κανονικό συντελεστή επέδρασε αντιπληθωριστικά, όπως και η καθοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αντισταθμίζοντας την ανοδική τάση των τιμών των υπηρεσιών και την περιορισμένη επίπτωση από την αύξηση του κατώτατου μισθού και την κατάργηση του υποκατώτατου μισθού.

\*\*\*

Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2019 αναμένεται να είναι 1,9%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη από το Ευρωσύστημα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2019 αναμένεται να είναι ισχυρότερος. Για τα έτη 2020 και 2021 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί σε 2,4% και 2,5% αντίστοιχα. Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται θετική καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Εντούτοις, η καταναλωτική δαπάνη εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με σχετικά ήπιους ρυθμούς, καθώς τα νοικοκυριά αναμένεται να χρησιμοποιήσουν μέρος της αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος για την αποπληρωμή χρεών, ενώ παράλληλα θα αυξηθεί και η αποταμίευση.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν σημαντικά την προσεχή διετία. Στην αύξηση των επενδύσεων αναμένεται να συμβάλουν η

εμπέδωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, η σταδιακή αποκατάσταση της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης, η επίσπευση των μεγάλων επενδυτικών σχεδίων (fast track) και των συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) και κυρίως η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων. Επιπλέον, θεσμικές πρωτοβουλίες, όπως η πρόσφατη ψήφιση του επενδυτικού νόμου και οι αναπτυξιακές παρεμβάσεις που περιλαμβάνονται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020, αναμένεται ότι θα συντείνουν στη χρηματοδότηση νέων παραγωγικών επενδύσεων.

Οι εξαγωγές αγαθών προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται, με βραδύτερους όμως ρυθμούς, επηρεαζόμενες από τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης κυρίως το 2020, ως απόρροια της επιδείνωσης του διεθνούς περιβάλλοντος. Οι εξαγωγές υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα αυξηθούν σύμφωνα με τη ζήτηση τουριστικών και ναυτιλιακών υπηρεσιών. Άνοδο όμως αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές, ακολουθώντας την πορεία τόσο της εγχώριας ζήτησης όσο και των εξαγωγών, λαμβάνοντας υπόψη ότι το εισαγωγικό τους περιεχόμενο παραμένει σχετικά υψηλό στην ελληνική οικονομία.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα το επόμενο διάστημα, κυρίως λόγω των αναμενόμενων χαμηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου, καθώς και λόγω των μειώσεων στην έμμεση φορολογία, ενώ θα αυξηθεί ελαφρώς έως το τέλος του 2021. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε λίγο υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα του γενικού δείκτη.

Σύμφωνα με τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι θα επιτευχθεί ο στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ το 2019 και το 2020.

\*\*\*



Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνουν και σημαντικούς κινδύνους, οι οποίοι προέρχονται κατά κύριο λόγο από το εξωτερικό περιβάλλον. Ειδικότερα, οι κίνδυνοι αυτοί συνδέονται με μια μεγαλύτερη του αναμενομένου επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης και του παγκόσμιου εμπορίου εξαιτίας του εμπορικού προστατευτισμού, το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς τη σύναψη συμφωνίας, μια απότομη διόρθωση στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και ενδεχόμενη αύξηση των γεωπολιτικών εντάσεων και αναζωπύρωση της προσφυγικής κρίσης.

Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, το ενδεχόμενο επιβράδυνσης της ανάκαμψης εξαιτίας του αρνητικού διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος ενέχει τον κίνδυνο να επέλθει μεταρρυθμιστική κόπωση και να καθυστερήσει η εφαρμογή των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων. Αντιθέτως, η ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η άμεση ή/και έμμεση μείωση των στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα και η ταχύτερη του αναμενομένου αποκλιμάκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων καθιστούν πιθανή και μια θετικότερη του αναμενομένου έκβαση για την οικονομική ανάπτυξη.

\*\*\*

Η κερδοφορία των τραπεζών βελτιώθηκε. Το εννεάμηνο του 2019 τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν άνοδο και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν σημαντικά έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018. Όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση παρέμειναν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019 σε ικανοποιητικό επίπεδο (15,9% και 16,9% αντίστοιχα).

\*\*\*

Παρατηρείται υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Συγκεκριμένα, τα μη εξυ-

πηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019 σε 71,2 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 10,6 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2018 και κατά περίπου 36 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ το εννεάμηνο του 2019 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις και διαγραφές.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε το Σεπτέμβριο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (42,1%). Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα ΜΕΔ, σε αντιδιαστολή με ρυθμίσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Παρ' όλα αυτά, στην πλειονότητα των περιπτώσεων επιλέγεται η λύση της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής και σπανιότερα της μείωσης του επιτοκίου και του διαχωρισμού του υπολοίπου οφειλής. Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνολολόγηση της ρύθμισης. Επίσης, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, αναδιαρθρώσεων δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν πολύ περιορισμένες. Ως αποτέλεσμα, παρατηρούνται ακόμη καθαρές ροές νέων ΜΕΔ.

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. Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής”, που στηρίζεται στο Σχήμα Προστασίας Ενεργητικού (APS), θα συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού αυτού, αλλά πρέπει να συμπληρωθεί και με άλλα μέτρα.

\*\*\*

Η Ελλάδα καλείται να αντιμετωπίσει μια σειρά προκλήσεων την προσεχή περίοδο, οι

οποίες επιβαρύνουν τις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Οι προκλήσεις αυτές αφορούν: το υψηλό δημόσιο χρέος (παρά βεβαίως τη σημαντική βελτίωση της βιωσιμότητάς του, που θεωρείται εξασφαλισμένη μεσοπρόθεσμα με τα μέτρα που ενέκρινε το Eurogroup από το 2012 έως το 2018), το οποίο δημιουργεί αβεβαιότητα σε μακροπρόθεσμη βάση (μετά το 2032) στην περίπτωση εξωγενών κλυδωνισμών, τη μεγάλη αρνητική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της χώρας, το υψηλό ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας και την προβλεπόμενη δημογραφική επιδείνωση λόγω της γήρανσης του πληθυσμού, τον αργό ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας, το μεγάλο επενδυτικό κενό που δημιουργήθηκε εξαιτίας της πολυετούς ύφεσης και τη χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα.

\*\*\*

Προκειμένου να περιοριστούν οι κίνδυνοι από την υποχώρηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και να αντιμετωπιστούν οι μελλοντικές προκλήσεις, προτείνονται οι ακόλουθες παρεμβάσεις πολιτικής:

**1ov** Η ριζική αντιμετώπιση των προκλήσεων στον τραπεζικό τομέα. Πέραν της εφαρμογής του σχεδίου “Ηρακλής”, θα πρέπει να εξεταστούν και άλλα σχήματα, όπως αυτό που εξεργάζονται οι υπηρεσίες της Τράπεζας της Ελλάδος, με το οποίο, παράλληλα με το πρόβλημα των ΜΕΔ, αντιμετωπίζεται και το ζήτημα της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTC). Ιδιαίτερα σημαντική πρόκληση είναι επίσης ο εκσυγχρονισμός και η εναρμόνιση των καθεστώτων αφερεγγυότητας και πτώχευσης επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

**2ov** Η μείωση των στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα μέχρι το 2022 – σε συνεννόηση και συμφωνία με τους εταίρους – στο πλαίσιο της επιτάχυνσης των μεταρρυθμίσεων.

**3ov** Η ενίσχυση του “τριγώνου της γνώσης”, δηλ. της εκπαίδευσης, της έρευνας και της καινοτομίας.

**4ov** Η αντιμετώπιση της υψηλής ανεργίας μέσω της διατήρησης της ευελιξίας της αγοράς εργασίας και της εφαρμογής στοχευμένων πολιτικών στήριξης της απασχόλησης.

**5ov** Η αντιστροφή του brain drain με αξιοποίηση των νέων προγραμμάτων και την παροχή στοχευμένων φορολογικών κινήτρων για το εξειδικευμένο προσωπικό που θα επiléξει τον επαναπατρισμό.

**6ov** Η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής τους ώστε να καλύπτουν το σύνολο των τομέων όπου υστερεί η Ελλάδα σε σχέση με τους Ευρωπαίους εταίρους στους διεθνείς δείκτες ανταγωνιστικότητας. Σύμφωνα με τους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας, υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης, ειδικά αν οι μεταρρυθμίσεις εστιάσουν στη βελτίωση του κράτους δικαίου, της ποιότητας του ρυθμιστικού περιβάλλοντος και της αποτελεσματικότητας της διοίκησης καθώς και στον έλεγχο της διαφθοράς.

\*\*\*

Η κυβέρνηση έχει πραγματοποιήσει ένα δυναμικό ξεκίνημα και εφαρμόζει ένα ευρύτατο πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και οικονομικών πολιτικών, εστιάζοντας στην επανεκκίνηση ήδη εγκεκριμένων εμβληματικών επενδυτικών έργων, στην επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων, στην προσέλκυση επενδύσεων, στην αναμόρφωση της δημόσιας διοίκησης και στη μείωση της φορολογίας. Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια έχει ήδη αποδώσει καρπούς, καθώς έχει οδηγήσει στην αποκλιμάκωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και έχει γίνει δεκτή με θετικά σχόλια από τους διεθνείς επενδυτές και τους Ευρωπαίους εταίρους. Η αποφασιστική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και η επιτάχυνση της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα ενισχύσουν περαιτέρω την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και θα συμβάλουν στην αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα. Επίσης, θα αυξήσουν την παραγωγικό-

τητα και μέσω αυτής την ανταγωνιστικότητα και το μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, αντισταθμίζοντας έτσι τις επιπτώσεις των δυσμενών δημογραφικών εξελίξεων στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης.

Οι πολιτικές αυτές κρίνονται προς τη σωστή κατεύθυνση και συμβαδίζουν με τις προτάσεις που έχει καταθέσει η Τράπεζα της Ελλάδος τα τελευταία χρόνια. Θα πρέπει μάλιστα οι μεταρρυθμίσεις να συνεχιστούν με την ίδια ένταση και στο προσεχές διάστημα, ενώ θα πρέπει επίσης να διευρυνθεί το πεδίο εφαρμογής τους ώστε να καλύπτουν το σύνολο των τομέων όπου υστερεί η Ελλάδα σε σχέση με τους Ευρωπαίους εταίρους. Κάτι τέτοιο θα βοηθήσει να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι από μια εντονότερη του αναμενομένου παγκόσμια επιβράδυνση και επίσης να κεφαλαιοποιηθούν οι θετικές προσδοκίες που έχουν διαμορφωθεί στο εσωτερικό, αλλά και στις διεθνείς αγορές. Επίσης, θα καταστήσει εφικτή την επιτάχυνση των εγχώριων και ξένων άμεσων επενδύσεων, την αναβάθμιση του αξιόχρεου των ελληνικών κρατικών ομολόγων και τη συμπερίληψή τους στο νέο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Μια τέτοια εξέλιξη θα μειώσει περαιτέρω το κόστος δανεισμού για το Ελληνικό Δημόσιο, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, γεγονός που θα έχει θετικές επιδράσεις στην

οικονομική δραστηριότητα και στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και τις θέσεις που έχουν εκφράσει τόσο η ΕΚΤ όσο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέρ της δημοσιονομικής επέκτασης, αλλά και τις εξαιρετικά περιοριστικές δημοσιονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες που εξακολουθεί να αντιμετωπίζει η Ελλάδα σε σύγκριση με όλες τις άλλες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, θα πρέπει να καταστεί δυνατόν, σε συμφωνία και συνεννόηση με τους Ευρωπαίους εταίρους, να μειωθούν οι στόχοι για το πρωτογενές πλεόνασμα. Οι χαμηλότεροι δημοσιονομικοί στόχοι θα επιτρέψουν περαιτέρω μείωση της φορολογίας και ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων. Κάτι τέτοιο, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση και διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα έχει ευνοϊκές επιδράσεις στο δυνητικό προϊόν και στη μακροχρόνια βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2019

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής



## **ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

### **ΠΡΟΕΔΡΟΣ**

Γιάννης Στουρνάρας

### **ΜΕΛΗ**

Ιωάννης Μουρμούρας

Θεόδωρος Μητράκος

Δημήτριος Σιδέρης

Γεώργιος-Σπυρίδων Ταβλάς

Όλγα Χαρίτου



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### Η ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΘΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ, ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΖΟΝΤΑΣ ΤΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Εισαγωγή	13
2	Εξελίξεις – Προοπτικές	13
3	Παγκόσμια οικονομία	19
4	Ενιαία νομισματική πολιτική	21
5	Χρηματοπιστωτικός τομέας	22
6	Προκλήσεις	26
7	Προϋποθέσεις για την επιτάχυνση της ανάκαμψης και την αντιμετώπιση των εξωτερικών κινδύνων	27

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	33
2	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	34
2.1	Παγκόσμια οικονομία	34
2.2	Ζώνη του ευρώ	38
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	41
3	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	42

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ.1

Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας: αίτια, κίνδυνοι και προοπτικές	45
---	----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	51
2	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	53
3	Η ενιαία αγορά χρήματος	59
4	Νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	61

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	67
2	Οικονομική δραστηριότητα	71
3	Αγορά ακινήτων	78
4	Απασχόληση και ανεργία	80

5	Πληθωρισμός, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	83
5.1	Πληθωρισμός	83
5.2	Κόστος εργασίας	85
5.3	Επιχειρηματικά κέρδη	86
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	87

6	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	89
---	---	----

7	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	93
---	--	----

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.1

Εξελίξεις και προοπτικές της μεταποίησης στην Ελλάδα	94
--	----

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.2

Η εξέλιξη της μακροχρόνιας ανεργίας στην Ελλάδα	98
---	----

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.3

Εξελίξεις και προοπτικές στον εισερχόμενο τουρισμό (2010-2019)	102
--	-----

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.4

Από το brain drain στο brain regain: τρόποι αναστροφής του φαινομένου στην Ελλάδα	108
---	-----

### ΠΛΑΙΣΙΟ ΙV.5

Αξιολόγηση των οικονομικών επιδράσεων του νέου αναπτυξιακού νόμου	113
---	-----

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	119
1.1	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	120
1.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2019	124
1.3	Προτάσεις πολιτικής	125
2	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών κατά το 2019	132
2.1	Γενική κυβέρνηση	132
2.2	Κρατικός προϋπολογισμός	132
2.3	Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	134
2.4	Χρέος γενικής κυβέρνησης	135

### ΠΛΑΙΣΙΟ V.1

Φορολογική μεταρρύθμιση και τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας	127
---	-----

### ΠΛΑΙΣΙΟ V.2

Μείωση δημοσιονομικού στόχου και βιωσιμότητα του χρέους	136
---	-----





<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI</b>	
<b>ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	
<b>ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ</b>	
<b>1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές</b>	<b>139</b>
<b>2 Τραπεζικές καταθέσεις</b>	<b>141</b>
<b>3 Τραπεζικά επιτόκια</b>	<b>143</b>
<b>4 Τραπεζική πίστη</b>	<b>146</b>
<b>5 Χρηματοπιστωτικές αγορές</b>	<b>150</b>
5.1 Διεθνείς κεφαλαιαγορές	150
5.2 Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	152
5.3 Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	154
5.4 Αγορά μετοχών	155
<b>6 Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα</b>	<b>156</b>
<b>ΠΛΑΙΣΙΟ VI.1</b>	
<b>Οι προοπτικές αναβάθμισης</b>	
<b>της πιστοληπτικής αξιολόγησης</b>	
<b>της Ελλάδος</b>	<b>160</b>
<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>167</b>

# Ι Η ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΘΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ, ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΖΟΝΤΑΣ ΤΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

## Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνική οικονομία συνεχίζει να ανακάμπτει, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Οι δείκτες οικονομικού κλίματος και προσδοκιών έχουν βελτιωθεί σημαντικά και υποδηλώνουν συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής. Καταγράφονται θετικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, με αύξηση των καταθέσεων και βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των τραπεζών. Η εμπιστοσύνη στον τραπεζικό τομέα έχει ενισχυθεί σημαντικά και οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων καταργήθηκαν πλήρως από την 1η Σεπτεμβρίου. Η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος συνέβαλε στην αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων αποκλιμακώθηκαν σημαντικά τους τελευταίους μήνες, ιδίως μετά τις ευρωεκλογές του Μαΐου και τις εθνικές εκλογές του Ιουλίου. Η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων και η πρόωρη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ επιφέρουν μείωση των δαπανών για τόκους και βελτιώνουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η θετική έως τώρα πορεία αντανακλάται και στην πρόσφατη αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδος από τον οίκο αξιολόγησης S&P.

Παρ' όλα αυτά, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει πολύ περιοριστικές δημοσιονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε σύγκριση με όλες τις άλλες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, ενώ έχουν αυξηθεί σημαντικά και οι κίνδυνοι από το εξωτερικό περιβάλλον εξαιτίας της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, η υιοθέτηση και η πρόθεση ταχείας υλοποίησης του προγράμματος μεταρρυθμίσεων από την κυβέρνηση έχει αμβλύνει προηγούμενους κινδύνους που συνδέονταν με την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και το ενδεχόμενο ακύρωσής τους.

Η αποφασιστική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που ψηφίστηκαν και η διεύρυνση του

πεδίου των μεταρρυθμίσεων ώστε αυτό να συμπεριλάβει την ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης, τη διευθέτηση των δικαιωμάτων χρήσης γης, τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και τη ριζική αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα βοηθήσουν να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και οι μελλοντικές προκλήσεις και θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ - ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

**Η ελληνική οικονομία ενίσχυσε την αναπτυξιακή δυναμική της την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας**

Η ελληνική οικονομία ενίσχυσε την αναπτυξιακή δυναμική της την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάπτυξη πρωτίτως υποστηρίχθηκε από τη θετική συμβολή των εξαγωγών, κυρίως υπηρεσιών, λόγω της σημαντικής ανόδου των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία, αλλά και αγαθών. Η αύξηση των εξαγωγών αγαθών επιβραδύνθηκε, αντανακλώντας την ενίσχυση του εμπορικού προσαρτητισμού διεθνώς. Θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ είχε και η δημόσια κατανάλωση. Ωστόσο, η επενδυτική ζήτηση παρέμεινε υποτονική το εννεάμηνο, ενδεχομένως και λόγω της προεκλογικής περιόδου. Οριακά θετική συμβολή στη διαμόρφωση του ΑΕΠ είχε η ιδιωτική κατανάλωση, η εξέλιξη της οποίας δεν συγχρονίστηκε με τη σημαντική ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών.

Η ανάκαμψη της οικονομίας αναμένεται να συνεχιστεί και το δ' τρίμηνο του 2019. Παρά το γεγονός ότι ορισμένοι βραχυχρόνιοι οικονομικοί δείκτες καταγράφουν λιγότερο θετική εικόνα (βιομηχανική παραγωγή και λιανικές πωλήσεις), ο δείκτης οικονομικού κλίματος διαμορφώνεται στα υψηλότερα επίπεδα που

έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία δώδεκα χρόνια, ενώ και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) υποδηλώνει ισχυρή ανάπτυξη στο βιομηχανικό τομέα, παραμένοντας σταθερά πάνω από το όριο του 50.

Ταυτόχρονα, καταγράφονται ιδιαιτέρως ενθαρρυντικά μηνύματα, όπως η άνοδος της αγοράς ακινήτων, η συνεχιζόμενη ανάκαμψη της αγοράς εργασίας και η επιτάχυνση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, η σημαντική αύξηση των επενδύσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, η αύξηση της αποταμίευσης και της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τις τράπεζες και τις κεφαλαιαγορές, καθώς και η ανοδική πορεία των εσόδων από τον τουρισμό τα τελευταία έτη. Η πορεία αυτών των δεικτών υποδηλώνει σημαντική ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας στην παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση.

Ειδικότερα:

- Στην αγορά ακινήτων καταγράφηκε αυξανόμενο, επενδυτικό κυρίως, ενδιαφέρον στη διάρκεια του 2019, με τις τιμές να αυξάνονται σημαντικά σε περιοχές υψηλής ζήτησης. Η συνολική ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων αναμένεται να πραγματοποιηθεί σταδιακά, σε άμεση σχέση με την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης.
- Στην αγορά εργασίας συνεχίστηκε και το 2019 η βελτίωση που καταγράφεται σταθερά από το 2014. Στην αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων κατά 2,5% και την περαιτέρω αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας το πρώτο εξάμηνο του 2019 συνέβαλε η συνέχιση της ανάκαμψης της οικονομίας, σε συνδυασμό με την επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών, οι οποίες μείωσαν τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας.
- Το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αυξήθηκε κατά 4,2% το πρώτο εξάμηνο του 2019, δηλαδή με τον υψηλότερο ρυθμό από το 2007. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση του

εισοδήματος από εξαρτημένη εργασία. Η κάμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά το πρώτο εξάμηνο συνδέεται με την αποπληρωμή οφειλών των νοικοκυριών, αλλά ενδεχομένως και με την αβεβαιότητα λόγω της προεκλογικής περιόδου. Η πολύ σημαντική ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και η συνεχιζόμενη βελτίωση της αγοράς εργασίας δείχνουν ωστόσο ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα ανακάμψει σύντομα.

- Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος συνέβαλε στην αντιστροφή της έντονης πρωτικής τάσης των αποταμιεύσεων, όπως επιβεβαιώνεται και από τη σταδιακή αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών.
- Οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία σχεδόν διπλασιάστηκαν το β' τρίμηνο του 2019 συγκριτικά με το χαμηλό επίπεδο του 5,9% του ΑΕΠ το 2015 και ανέρχονται πλέον σε 10,7% του ΑΕΠ σε ετήσια βάση. Ταυτόχρονα, ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα έγινε θετικός από το τέλος του 2018, ενισχύοντας την παραγωγική κεφαλαιακή βάση για πρώτη φορά μετά από εννέα έτη. Το ίδιο διάστημα, η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα σημείωσε σταθερή βελτίωση ως απόρροια της αύξησης τόσο της εσωτερικής χρηματοδότησης από ιδίους πόρους όσο και της εξωτερικής χρηματοδότησης, η οποία ενισχύθηκε από την αυξημένη προσφυγή στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές.
- Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε σημαντική βελτίωση σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2018 και ήταν σχεδόν ισοσκελισμένο. Η βελτίωση αυτή ήταν αποτέλεσμα κυρίως της συνεχιζόμενης ανοδικής πορείας των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες, ταξιδιωτικές και μεταφορών, η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Η τελευταία οφείλεται στην υποχώρηση του ρυθμού άνόδου των εξαγωγών, σε συνδυασμό με τη



συνεχιζόμενη αύξηση (αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό) των εισαγωγών. Η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να δρα αντισταθμιστικά στην αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Ειδικότερα, η επέκταση και ποιοτική αναβάθμιση του ξеноδοχειακού δυναμικού και η σχετικά συντηρητική τιμολογιακή πολιτική τα τελευταία χρόνια συνηγορούν στην εκτίμηση ότι ο τουριστικός κλάδος μπορεί, υπό προϋποθέσεις, να ενισχύσει περαιτέρω την ανταγωνιστικότητά του στην αγορά της Μεσογείου.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 0,8% το 2018 και ο πυρήνας του πληθωρισμού στο 0,5%. Κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του τρέχοντος έτους και τα δύο μεγέθη μέτρησης του εναρμονισμένου πληθωρισμού καταγράφουν μέσο ετήσιο ρυθμό 0,5%. Συνολικά στη διάρκεια του 2019 αναμένεται ελαφρά αύξηση του μέσου επιπέδου των τιμών του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Η μεταφορά σημαντικού αριθμού επεξεργασμένων ειδών διατροφής και των υπηρεσιών εστίασης στο μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) από τον κανονικό συντελεστή (24%) επέδρασε αντιπληθωριστικά, όπως και η καθοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αντισταθμίζοντας την ανοδική τάση των τιμών των υπηρεσιών και την περιορισμένη επίπτωση από την αύξηση του κατώτατου μισθού και την κατάργηση του υποκατώτατου μισθού.

#### **Θετικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα – σημαντική υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων**

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνέχισαν να ενισχύονται, ως αποτέλεσμα της οικονομικής ανάκαμψης και της βελτίωσης της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών και η βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης οδήγησαν στην άρση από την 1η Σεπτεμβρίου 2019 και των τελευταίων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Η βελτίωση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος συνέβαλε στη διαμόρφωση θετικών ετήσιων ρυθμών μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το δεκάμηνο του 2019. Ωστόσο, οι θετικοί ρυθμοί μεταβολής αφορούν μόνο τις χορηγήσεις προς μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ όσον αφορά τα νοικοκυριά και τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις η πιστωτική συστολή συνεχίζεται.

Βασική προϋπόθεση για την ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποτελεί η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ). Στη διάρκεια του 2019 παρατηρείται υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ σε άμεση συνάφεια με τους φιλόδοξους στόχους των τραπεζών, όμως ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παραμένει υψηλός. Η ενεργοποίηση του σχεδίου “Ηρακλής”, που στηρίζεται στο Σχήμα Προστασίας Ενεργητικού (ΑΡS), θα συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά πρέπει να συμπληρωθεί και με άλλα μέτρα.

Στη διάρκεια του 2019 και ιδίως μετά τις ευρωεκλογές του Μαΐου και τις εθνικές εκλογές του Ιουλίου, λόγω τόσο του ευνοϊκού διεθνούς επενδυτικού κλίματος όσο και των εγχώριων εξελίξεων, οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησαν κατά πολύ και η διαφορά αποδόσεων του δεκαετούς τίτλου αναφοράς έναντι του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου περιορίστηκε (κατά 2,4 ποσοστιαίες μονάδες), και μάλιστα σε μεγαλύτερη έκταση από ό,τι μειώθηκαν οι αντίστοιχες διαφορές αποδόσεων άλλων χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, βοήθησαν και οι περαιτέρω αναβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης, με πιο πρόσφατη την αξιολόγηση της S&P στις 25 Οκτωβρίου 2019, η οποία αναβάθμισε το αξιόχρεο της Ελλάδος σε BB- από B+.

Στο ευνοϊκό αυτό περιβάλλον, αυξήθηκε η ζήτηση για νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που φαίνεται από τη

σημαντική μείωση των τοκομεριδίων και των αποδόσεων στις νέες εκδόσεις. Συγκεκριμένα, τον Ιούλιο εκδόθηκε τίτλος επταετούς διάρκειας, με τοκομερίδιο 1,875%, με τον οποίο αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ. Τον Οκτώβριο ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους δέχθηκε εκ νέου προσφορές (re-opening) 1,5 δισεκ. ευρώ για το υφιστάμενο 10ετές ομόλογο αναφοράς, για το οποίο εκδηλώθηκε πολύ ισχυρή ζήτηση, 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 η συμμετοχή θεσμικών επενδυτών από το εξωτερικό ήταν ιδιαίτερα μεγάλη.

Την ίδια περίοδο παρατηρήθηκε σημαντική μείωση στις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου. Αξιοσημείωτη είναι η έκδοση, για πρώτη φορά, εντόκων γραμματίων τριών μηνών του Ελληνικού Δημοσίου με ελαφρώς αρνητική απόδοση. Σημαντική είναι η μείωση του υφιστάμενου αποθέματος των εντόκων γραμματίων, η οποία, σε συνδυασμό με την αύξηση της έκδοσης μακροπρόθεσμων τίτλων, επιφέρει επιμήκυνση της μεσοσταθμικής διάρκειας του δημόσιου χρέους.

Οι περισσότεροι διευκολυντικές συνθήκες στις διεθνείς αγορές, σε συνδυασμό με το ευνοϊκότερο επενδυτικό κλίμα για την ελληνική οικονομία, είχαν ως αποτέλεσμα να μειωθούν οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων που έχουν εκδώσει οι ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και παράλληλα να αυξηθεί η εκδοτική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα από το γ' τρίμηνο του έτους, ενώ το κόστος δανεισμού στις νέες εκδόσεις αποκλιμακώθηκε.

Τέλος, το 2019 καταγράφεται σημαντική άνοδος των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), η οποία ενισχύθηκε μετά τις ευρωεκλογές και τις εθνικές εκλογές του Ιουλίου. Η επίδοση αυτή του γενικού δείκτη του ΧΑ ήταν η καλύτερη τόσο μεταξύ όλων των ευρωπαϊκών αγορών όσο και μεταξύ

άλλων αγορών ανεπτυγμένων οικονομιών παγκοσμίως. Η άνοδος τροφοδοτείται από τον τραπεζικό κλάδο, υποδηλώνοντας τη διαμόρφωση θετικών προσδοκιών για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι οποίες ενισχύθηκαν μετά την έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή του σχεδίου “Ηρακλής”. Σημαντική άνοδο καταγράφει και ο δείκτης των βιομηχανικών και συναφών εταιριών ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

**Θετικές εξελίξεις στα δημόσια οικονομικά: επίτευξη των στόχων, μείωση του κόστους δανεισμού, αλλαγή του μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής**

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2019, το 2018 καταγράφηκε για τρίτη συνεχή χρονιά πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης, ύψους 1,0% του ΑΕΠ, έναντι 0,7% το 2017. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2018 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,3% του ΑΕΠ (μεθοδολογία ESA), έναντι πλεονάσματος 3,8% του ΑΕΠ το 2017.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2018, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,16% 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.

Η σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων και η πρόωγη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ, με την καταβολή ποσού 2,7 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο του 2019, επιφέρουν μείωση των δαπανών για τόκους, βελτιώνουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και συνηγορούν υπέρ της διατηρήσιμης πρόσβασης του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές με βιώσιμους όρους. Προς την κατεύθυνση αυτή θα συνέ-

τεινε η κατάργηση του ορίου κατοχής κρατικών ομολόγων από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Επίσης, το Νοέμβριο κατατέθηκε η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020, η οποία προβλέπει υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου το 2019 και σε μικρότερο βαθμό το 2020 μέσω της υιοθέτησης ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής. Συγκεκριμένα, προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης, 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. 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.

Όσον αφορά το λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση εκτιμάται ότι το 2020 θα αποκλιμακωθεί σε 167% από 173,3% το 2019, κυρίως λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

#### **Προβλέψεις για επιτάχυνση της ανάπτυξης και επίτευξη του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα**

Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2019 αναμένεται να είναι 1,9%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη από το Ευρωσύστημα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2019 αναμένεται να είναι ισχυρότερος. Για τα έτη 2020 και 2021 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί σε 2,4% και 2,5% αντίστοιχα. Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται θετική καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Εντούτοις, η καταναλωτική δαπάνη εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με σχετικά ήπιους ρυθμούς, καθώς τα νοικοκυριά αναμένεται να χρησι-

μοποιήσουν μέρος της αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος για την αποπληρωμή χρεών, ενώ παράλληλα θα αυξηθεί και η αποταμίευση.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν σημαντικά την προσεχή διετία. Επισημαίνεται ότι η απόκλιση μεταξύ των συνολικών χρηματοδοτικών πόρων του ιδιωτικού τομέα και των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία περιορίζεται λόγω της βελτίωσης τόσο των εγχώριων αποταμιευτικών πόρων και του τραπεζικού δανεισμού όσο και της άντλησης χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές. Στην αύξηση των επενδύσεων αναμένεται να συμβάλουν η εμπέδωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, η σταδιακή αποκατάσταση της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης, η επίτευξη των μεγάλων επενδυτικών σχεδίων (fast track) και των συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) και κυρίως η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων. Επιπλέον, θεσμικές πρωτοβουλίες, όπως η πρόσφατη ψήφιση του επενδυτικού νόμου και οι αναπτυξιακές παρεμβάσεις που περιλαμβάνονται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020, αναμένεται ότι θα συντείνουν στη χρηματοδότηση νέων παραγωγικών επενδύσεων.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες παρουσιάζονται στην παρούσα Έκθεση, οι μεταρρυθμίσεις του νέου αναπτυξιακού νόμου, εφόσον υλοποιηθούν πλήρως και άμεσα, θα οδηγήσουν σε ορίζοντα δεκαετίας σε σημαντική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, της απασχόλησης και των ιδιωτικών επενδύσεων.

Η υιοθέτηση του φιλικού προς την ανάπτυξη μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής που περιλαμβάνεται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020 και εξειδικεύεται στον πρόσφατο φορολογικό νόμο μειώνει το φορολογικό βάρος των πολιτών και των επιχειρήσεων, ενισχύει τα κίνητρα για εργασία, ενθαρρύνει τις παραγωγικές επενδύσεις και



μειώνει την παραοικονομία, με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση του εγχώριου προϊόντος. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, μια μόνιμη μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί με φορολογική ελάφρυνση κατά 1/4 της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ, με ταυτόχρονη όμως υλοποίηση δημοσιονομικών διαρθρωτικών μέτρων που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση, οδηγεί σε αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,5% μετά από μια δεκαετία μέσω της αύξησης των επενδύσεων, χωρίς να επιδεινωθεί το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα.

Οι εξαγωγές αγαθών προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται, με βραδύτερους όμως ρυθμούς, επηρεαζόμενες από τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης κυρίως το 2020, ως απόρροια της επιδείνωσης του διεθνούς περιβάλλοντος. Οι εξαγωγές υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα αυξηθούν σύμφωνα με τη ζήτηση τουριστικών και ναυτιλιακών υπηρεσιών. Άνοδο όμως αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές, ακολουθώντας την πορεία τόσο της εγχώριας ζήτησης όσο και των εξαγωγών, λαμβάνοντας υπόψη ότι το εισαγωγικό τους περιεχόμενο παραμένει σχετικά υψηλό στην ελληνική οικονομία.

Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Η επιτάχυνση των ρυθμών ανάπτυξης σε συνδυασμό με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών στην αγορά εργασίας αναμένεται να συμβάλουν θετικά στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα το επόμενο διάστημα, κυρίως λόγω των αναμενόμενων χαμηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου, καθώς και λόγω των μειώσεων στην έμμεση φορολογία, ενώ θα αυξηθεί ελαφρώς έως το τέλος του 2021. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε λίγο υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα του γενικού δείκτη.

Σύμφωνα με τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι θα επιτευχθεί ο στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ το 2019 και το 2020. Ωστόσο, 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 δαπανών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, προκειμένου να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος για το 2019, όπως άλλωστε εκτιμάται και στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020. Ευνοϊκά επιδρά στην επίτευξη του στόχου και η καλύτερη από την αναμενόμενη πορεία των εσόδων από ΦΠΑ.

#### **Αύξηση των κινδύνων που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον, ευνοϊκότερες συνθήκες όσον αφορά το εγχώριο περιβάλλον**

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας περιλαμβάνουν και σημαντικούς κινδύνους, οι οποίοι προέρχονται κατά κύριο λόγο από το εξωτερικό περιβάλλον. Ειδικότερα, οι κίνδυνοι αυτοί συνδέονται με μια μεγαλύτερη του αναμενόμενου επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης και του παγκόσμιου εμπορίου εξαιτίας του εμπορικού προστατευτισμού, το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς τη σύναψη συμφωνίας, μια απότομη διόρθωση στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και ενδεχόμενη αύξηση των γεωπολιτικών εντάσεων και αναξωπύρωση της προσφυγικής κρίσης.

Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, το ενδεχόμενο επιβράδυνσης της ανάκαμψης εξαιτίας του αρνητικού διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος ενέχει τον κίνδυνο να επέλθει μεταρρυθμιστική κόπωση και να καθυστερήσει η εφαρμογή των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων. Αντιθέτως, η ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η άμεση ή/και έμμεση μείωση των στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα και η ταχύτερη του αναμενόμενου αποκλιμάκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων καθιστούν πιθανή μια θετικότερη του

αναμενομένου έκβαση για την οικονομική ανάπτυξη.

Όσον αφορά το δημοσιονομικό πεδίο, οι κίνδυνοι που συνδέονται με το κόστος από τις διεκδικήσεις συνταξιούχων για τις περικοπές στις συντάξεις βάσει των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής έχουν περιοριστεί μετά την πρόσφατη απόφαση του Συμβουλίου της Επικρατείας, ενώ το θέμα θα επιλυθεί οριστικά μέσω “πilotικής δίκης” από την Ολομέλεια του Συμβουλίου εντός του 2020. Επιπλέον, διατάξεις της πρόσφατης συνταξιοδοτικής μεταρρύθμισης κρίθηκαν αντισυνταγματικές, οπότε αναμένονται ο σαφής υπολογισμός των αναδρομικών υποχρεώσεων προς τους συνταξιούχους και νομοθετικές ρυθμίσεις για την αντιμετώπιση, με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο, των εκκρεμοτήτων που προκύπτουν.

### 3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

#### **Επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας λόγω του εμπορικού προστατευτισμού και της παρατεταμένης αβεβαιότητας για την εμπορική πολιτική, η οποία πλήττει τις επενδύσεις**

Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε φάση επιβράδυνσης. Ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2019 αναθεωρήθηκε προς τα κάτω εκ νέου και σύμφωνα με το ΔΝΤ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3%, έναντι 3,6% το 2018.

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της υποτονικής ανάπτυξης το 2019 είναι η έντονη επιβράδυνση του τομέα της μεταποίησης και του παγκόσμιου εμπορίου. Αυτή οφείλεται στην άνοδο του εμπορικού προστατευτισμού και στην παρατεταμένη αβεβαιότητα για την εμπορική πολιτική, η οποία έπληξε τις επενδύσεις και τη ζήτηση κεφαλαιακών αγαθών, που αποτελούν σημαντικό τμήμα του διεθνούς εμπορίου. Η υποτονική ανάπτυξη οφείλεται όμως και σε διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως η χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας και η δημογραφική γήρανση στις προηγμένες οικονομίες.

Η επιβράδυνση το 2019 υπήρξε ομοιόμορφη μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών, ωστόσο ήταν εντονότερη στη ζώνη του ευρώ αλλά και σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Κίνα, η Ινδία, η Ρωσία και το Μεξικό, ενώ στην Αργεντινή εντάθηκε η ύφεση. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων, ο ρυθμός αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου εκτιμάται ότι υποχώρησε από 3,6% το 2018 σε 1,1% το 2019.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η παγκόσμια ανάπτυξη το 2020 αναμένεται να επιταχυνθεί σε 3,4% και παράλληλα αναμένεται να ανακάμψει ο ρυθμός αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου στο 3,2%. Η επιτάχυνση αυτή θα οφείλεται κυρίως στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ενώ οι ανεπτυγμένες οικονομίες αναμένεται να επιβραδυνθούν.

Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε μετά το α' τρίμηνο του 2019, σε μεγάλο βαθμό λόγω της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ζήτησης και του παγκόσμιου εμπορίου που έπληξε την ευρωπαϊκή οικονομία, ιδίως στον τομέα της μεταποίησης και σε χώρες-μέλη με έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό, ενώ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σημαντικά για το σύνολο του έτους και θα διαμορφωθεί σε 1,2%, έναντι 1,9% το 2018.

Μέχρι στιγμής, ο τομέας των υπηρεσιών και η αγορά εργασίας επέδειξαν σημαντική ανθεκτικότητα στην υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης και την κάμψη της μεταποίησης. Ωστόσο, καθώς η απόκλιση μεταξύ της πορείας της μεταποίησης και εκείνης των υπηρεσιών έχει διατηρηθεί για ασυνήθιστα μεγάλη διάρκεια, η αδυναμία του μεταποιητικού τομέα αναμένεται να περάσει σταδιακά και στις υπηρεσίες. Η εξάπλωση της επιβράδυνσης αναμένεται να περιορίσει το δυναμισμό της αγοράς εργασίας και να ανακόψει την άνοδο των μισθών, με αποτέλεσμα ο πυρήνας του πληθωρισμού να παραμείνει σταθερά σε χαμηλά επίπεδα.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος,

ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω σε 1,1% το 2020, υπό την επίδραση κυρίως των εξελίξεων στο διεθνές εμπόριο. Ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,2%, σε μέσα επίπεδα, το τρέχον έτος (έναντι 1,8% το 2018) και να υποχωρήσει περαιτέρω σε 1,1% το 2020.

Οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομία και ειδικά τη ζώνη του ευρώ περιβάλλονται από σημαντικούς κινδύνους, κυρίως λόγω των μέτρων προστατευτισμού και των αβέβαιων εξελίξεων στο διεθνές εμπόριο, των συσσωρευμένων χρηματοπιστωτικών αδυναμιών και του υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους, καθώς και του χρέους σε ξένο νόμισμα, κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ, όσον αφορά ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες. Πρόσθετοι κίνδυνοι πηγάζουν από την ενδεχομένως άτακτη αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση και την επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων με παράλληλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου.

Μεσομακροπρόθεσμα υπάρχουν επιπρόσθετοι κίνδυνοι. Ο εμπορικός προστατευτισμός και οι αυξανόμενες εμπορικές και γεωπολιτικές εντάσεις θα μπορούσαν να ανακόψουν τη λειτουργία των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας και να επηρεάσουν αρνητικά την αύξηση της παραγωγικότητας. Παράλληλα, η αύξηση της χρηματοπιστωτικής ευπάθειας θα μπορούσε να καταστήσει πιο επώδυνη την επόμενη ύφεση, ενώ και η κλιματική αλλαγή – π.χ. λόγω ακραίων καιρικών φαινομένων – θα μπορούσε να οδηγήσει σε χαμηλότερη παραγωγή και υψηλότερες τιμές στον πρωτογενή τομέα, με αποτέλεσμα την υποχώρηση της οικονομικής ανάπτυξης. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να επιδράσει αποσταθεροποιητικά στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα μέσω των επιπτώσεων που μπορεί να έχει στα περιουσιακά στοιχεία και στις υποχρεώσεις των εμπλεκόμενων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Επιβαρυντικός παράγοντας σε περίπτωση περαιτέρω επιδείνωσης των οικονομικών προοπτικών είναι το περιορισμένο περιθώριο

άσκησης αντικυκλικής πολιτικής, καθώς τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών στις προηγμένες οικονομίες είναι γενικώς πολύ χαμηλά ή και αρνητικά, ενώ το υψηλό δημόσιο χρέος σε πολλές χώρες περιορίζει τη δυνατότητα άσκησης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής. Αυτό υπογραμμίζει την ανάγκη βέλτιστων οικονομικών πολιτικών σε εθνικό επίπεδο και ενίσχυσης της συνεργασίας και του πολυμερούς συστήματος εμπορικών συναλλαγών σε διεθνές επίπεδο.

### **Απαιτείται δημοσιονομική επέκταση για την ανάσχεση της οικονομικής επιβράδυνσης**

Δεδομένου ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να σηκώσει μόνη της το βάρος της άμυνας απέναντι σε μια νέα κρίση, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να διαδραματίσει μεγαλύτερο ρόλο, π.χ. μέσω των δημόσιων επενδύσεων σε ανθρώπινο και υλικό κεφάλαιο, και να δράσει συμπληρωματικά προς τη νομισματική χαλάρωση. Το πολύ χαμηλό ή και αρνητικό κόστος χρηματοδότησης παρέχει την ευκαιρία να προωθηθούν επενδυτικά σχέδια με υψηλή κοινωνική, περιβαλλοντική και οικονομική απόδοση, με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Συνεπώς, η δημοσιονομική πολιτική, σε χώρες που διαθέτουν επαρκή δημοσιονομικό χώρο ή/και εντόνως πλεονασματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, πρέπει να γίνει επεκτατική. Τα κράτη-μέλη με υψηλό δημόσιο χρέος οφείλουν να συνεχίσουν τη δημοσιονομική εξυγίανση, υιοθετώντας όμως ένα μίγμα πολιτικής πιο φιλικό προς την οικονομική ανάπτυξη, με έμφαση στις επενδύσεις και τη χαμηλότερη φορολογία.

Η δημοσιονομική επέκταση μπορεί να συμβάλει όχι μόνο στη σταθεροποίηση της οικονομίας, αλλά και στη βελτίωση του ανθρώπινου και υλικού κεφαλαίου μέσω αυξημένων επενδύσεων στην εκπαίδευση, την έρευνα και τεχνολογία, την ψηφιοποίηση της οικονομίας και τις βασικές υποδομές. Θα μπορούσε έτσι να οδηγήσει μακροπρόθεσμα σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας. Παράλληλα, λαμβάνοντας υπόψη και τον κίνδυνο της κλιματικής αλλαγής, οι δημοσιονομικές παρεμ-

βάσεις είναι σκόπιμο να σχεδιάζονται με τρόπο ώστε να συμβάλλουν στη μετάβαση σε μια περιβαλλοντικά και κοινωνικά βιώσιμη οικονομία.

### **Πρέπει να αναληφθούν πρόσθετες πρωτοβουλίες για τη βάθυνση της ONE**

Εξαιτίας της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και του ενδεχομένου νέας ύφεσης, κρίνεται αναγκαία η ανάληψη δράσεων και πολιτικών για τον επιμερισμό του κινδύνου και την ενδυνάμωση της αλληλεγγύης στην ευρωζώνη, καθώς και για την ενίσχυση της πραγματικής σύγκλισης, η οποία έχει υποχωρήσει από το 2010 και μετά. Δηλαδή απαιτείται η βάθυνση της ONE. Κάτι τέτοιο μπορεί να επιτευχθεί, μεταξύ άλλων, με:

- 1) την ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης μέσω της θέσπισης ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος Ασφάλισης Καταθέσεων και της δημοσιονομικής υποστήριξης του Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης,
- 2) τη δημιουργία μιας πραγματικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών, που θα ενισχύσει τον επιμερισμό των κινδύνων στον ιδιωτικό τομέα και θα προωθήσει το διεθνές ρόλο του ευρώ. Η ενοποίηση και σύνδεση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών κέντρων στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία εν όψει του Brexit,
- 3) το μετασχηματισμό του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας σε ένα πλήρως ανεπτυγμένο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο, που θα ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης για τα κράτη-μέλη, σύμφωνα με τις ήδη αναληφθείσες πρωτοβουλίες προς την κατεύθυνση αυτή,
- 4) τη δημιουργία ενός κεντρικού εργαλείου δημοσιονομικής σταθεροποίησης, το οποίο θα μπορούσε να προσφέρει αποτελεσματική προστασία απέναντι σε ασύμμετρες διαταραχές που προκαλούνται από περιφερειακές αναταράξεις,

- 5) την έκδοση ενός ευρωπαϊκού ασφαλούς τίτλου που θα μπορούσε να ενισχύσει τους ισολογισμούς των τραπεζών και το διεθνές ρόλο του ευρώ, ενώ παράλληλα θα επιτρέψει την αποτελεσματική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ και την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών της,
- 6) την ενίσχυση και αναμόρφωση της Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών, ώστε να υπάρχει συμμετρική προσαρμογή, δηλαδή τόσο των χωρών με πλεονάσματα όσο και αυτών με ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών,
- 7) τη βάθυνση της ενιαίας αγοράς, ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών και της ψηφιακής τεχνολογίας, και
- 8) την εναρμόνιση της άμεσης φορολογίας.

## **4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

### **Η ενιαία νομισματική πολιτική έγινε περισσότερο διευκολυντική**

Στη διάρκεια του 2019 η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ εξαιτίας της κάμψης της παγκόσμιας οικονομίας είχε ως αποτέλεσμα την εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ. Το Σεπτέμβριο του 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού εξακολουθούσε να υπολείπεται των επιθυμητών επιπέδων στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, όπως ορίζονται από τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος. Επίσης, οι οικονομετρικές προβολές που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο ενσωμάτωναν εκ νέου αναθεώρηση προς τα κάτω της εκτιμώμενης πορείας του πληθωρισμού κατά τα επόμενα δύο έτη, καθώς η οικονομική επιβράδυνση στη ζώνη του ευρώ αποδείχθηκε εντονότερη από ό,τι αναμενόταν και οι προοπτικές για το ΑΕΠ κατέστησαν δυσμενέστερες. Επιπλέον, οι δείκτες πληθωριστικών προσδοκιών διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, τα οποία, ιδίως για ορισμένους δείκτες,



δεν ήταν δυνατόν να θεωρηθούν συνεπή με τις επιθυμητές τιμές λίγο κάτω του 2%.

Σύμφωνα με τις τελευταίες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2019), ο πυρήνας του πληθωρισμού θα διαμορφωθεί σε 1,0% (κατά μέσο όρο) το 2019 και θα επιταχυνθεί σε 1,3% το 2020, σε 1,4% το 2021 και 1,6% το 2022. Ο ετήσιος ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,2% κατά μέσο όρο το 2019, 1,1% το 2020, 1,4% το 2021 και 1,6% το 2022.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Σεπτέμβριο του 2019 να καταστήσει τη νομισματική πολιτική περισσότερο διευκολυντική με την ανακοίνωση της παρακάτω δέσμης μέτρων:

1. Μείωση του επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο -0,50%.
2. Επανεναρξη καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων ύψους 20 δισεκ. ευρώ μηνιαίως, οι οποίες θα συνεχιστούν μέχρι λίγο πριν από το χρονικό σημείο κατά το οποίο θα αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια.
3. Θέσπιση δυνατότητας αγοράς τίτλων που έχουν εκδοθεί από τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ και ανήκουν στις κατηγορίες των προϊόντων τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών, καλυμμένων ομολογιών και χρεογράφων μη τραπεζικών επιχειρήσεων ακόμη και με απόδοση περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.
4. Βελτίωση των όρων διεξαγωγής της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) που αποφασίστηκε το Μάρτιο του 2019, με (α) προσφορά υπό προϋποθέσεις στα πιστωτικά ιδρύματα ακόμη ελκυστικότερου επιτοκίου χρηματοδότησης και (β) επιμήκυνση της διάρκειας των πράξεων από δύο σε τρία έτη, ενώ επιπλέον (γ) χορηγήθηκε δικαίωμα πρόωρης

εξόφλησης της χρηματοδότησης που θα αντληθεί μέσω αυτών των πράξεων.

5. Προσφορά μηδενικού επιτοκίου για σημαντικό μέρος των ρευστών διαθεσίμων που τα πιστωτικά ιδρύματα τηρούν στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες. Μέχρι τότε τα διαθέσιμα τα οποία κατέθεταν στο Ευρωσύστημα τα πιστωτικά ιδρύματα (πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων) τοκίζονταν με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Τα παραπάνω μέτρα αλληλοσυμπληρώνονται και αλληλοενισχύονται. Επιδρώντας συνδυαστικά θα συμβάλουν ώστε να βελτιωθούν περαιτέρω οι συνθήκες χρηματοδότησης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και του πληθωρισμού σύμφωνα με το στόχο. Η νομισματική ώθηση έχει ως στόχο οι προοπτικές για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό να καταστούν συνεπείς με στέρεα και όχι παροδική προσέγγιση προς επίπεδα λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θεωρεί αναγκαίο η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος να διατηρήσει πολύ διευκολυντική κατεύθυνση για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο 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 κατευθύνεται σταθερά προς επίπεδα λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα.

## 5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

### Συνεχίζεται η βελτίωση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και στην οικονομία

Το δεκάμηνο του 2019, οι συνθήκες ρευστότητας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων βελτιώθηκαν, μετά και την αποδέσμευσή τους από το μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρε-

στότητα από την κεντρική τράπεζα (ΕΛΑ) το Μάρτιο, χάρη στη σταθερή εισροή καταθέσεων από τον ιδιωτικό τομέα, την άντληση πόρων μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος και την πρόσβαση στη διατραπεζική αγορά.

Την ίδια περίοδο, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα αυξήθηκαν κατά 5,4 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 139,7 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη και τη βελτίωση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος.

Η θετική εξέλιξη των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα συμβάδισε με καθαρή εισροή τραπεζογραμματίων στις τράπεζες και επαναπαρισμό κεφαλαίων από το εξωτερικό. **Στη διάρκεια του 2019 συνέχισαν να καταγράφονται σημαντικές εισροές τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα, με αποτέλεσμα η εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία ως ποσοστό του ΑΕΠ να υποχωρήσει στο 12% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 από 16% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Η βελτίωση του κλίματος στην ελληνική οικονομία συνέβαλε στην επιστροφή αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων. Η αυξημένη εισροή χρήματος από ξένους επισκέπτες στη χώρα σε συνδυασμό με τη διευρυνόμενη χρήση ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών για τη διενέργεια συναλλαγών επέτειναν την εξέλιξη αυτή.**

Οι προοπτικές εξέλιξης των τραπεζικών καταθέσεων εκτιμώνται γενικά ως θετικές, καθώς η συνεχής βελτίωση της εμπιστοσύνης όσον αφορά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος και η περαιτέρω άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν τη ζήτηση τραπεζικών καταθέσεων το επόμενο διάστημα. Επιπρόσθετα, η αναμενόμενη ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, στο πλαίσιο των προβλεπόμενων μέτρων πολιτικής, εκτιμάται ότι θα συνδράμει προς την κατεύθυνση αυτή.

Ωστόσο, η εξέλιξη των καταθέσεων δεν αντικρίστηκε από αύξηση της συνολικής πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα. Πάντως, ο ετήσιος ρυθμός συρρίκνωσης του υπολοίπου της τραπεζικής πίστης προς το σύνολο του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να αποκλιμακώνεται κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019. Η εξέλιξη του εν λόγω ρυθμού επηρεάστηκε θετικά από τη συμβολή της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ οι τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά διατήρησαν την πτωτική τους πορεία.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μετά το Δεκέμβριο του 2018 έγινε θετικός και διαμορφώθηκε σε 2,5% τον Οκτώβριο του 2019. Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019, η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ανήλθε σε 62 εκατ. ευρώ, έναντι 17 εκατ. ευρώ το 2018. Οι θετικοί ρυθμοί μεταβολής αφορούν τις χορηγήσεις προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ η ετήσια μεταβολή του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, αν και εξακολουθεί να είναι αρνητική, περιορίστηκε. Επιπλέον, η αύξηση της καθαρής ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ 2018 και 2019 αντανάκλα σε σημαντικό βαθμό περιορισμό των αποπληρωμών χρεών συναφθέντων κατά το παρελθόν εκ μέρους των δανειοληπτών στο πλαίσιο επαναδιαπραγμάτευσης ενήμερων δανείων με ευνοϊκότερους όρους. Θα ήταν προτιμότερο να αντανάκλουσε κυρίως αύξηση της μηνιαίας ακαθάριστης ροής τραπεζικών δανείων (δηλ. εκταμιεύσεων νέων δανείων) κατά το 2019 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η πιστωτική συστολή συνεχίζεται. Η συρρίκνωση των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά οφείλεται, από την πλευρά της προσφοράς, στην επιφυλακτική στάση των τραπεζών με δεδομένα τα ακόμη υψηλά επίπεδα επισφαλών δανείων,

παρά τη βελτίωση που καταγράφεται στη χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών. Από την πλευρά της ζήτησης δανείων, αρνητικά επέδρασαν το υψηλότερο επίπεδο επιτοκίου και ενδεχομένως η απροθυμία των νοικοκυριών να αναλάβουν νέα χρέη, προτιμώντας είτε να αποπληρώσουν τρέχουσες (δανειακές και φορολογικές) υποχρεώσεις είτε να αποταμιεύσουν. Θετικές επιδράσεις στη ζήτηση δανείων είχαν η άνοδος του ΑΕΠ, η βελτίωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης και οι προοπτικές ανοδικής πορείας των τιμών των ακινήτων.

Το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κυμαίνεται από τα μέσα του 2018 σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων, αξιόλογες μειώσεις επιτοκίου σημειώθηκαν στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις, λόγω της ευνοϊκής επίδρασης των προγραμμάτων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας. Αντίθετα, στην περίπτωση των νοικοκυριών, τα μεσοσταθμικά επιτόκια διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο το 2019 σε υψηλότερο επίπεδο έναντι του 2018 τόσο στα καταναλωτικά όσο και στα στεγαστικά δάνεια. **Παρά τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία, η απόκλιση του μεσοσταθμικού κόστους δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε το 2019 περίπου στα ίδια επίπεδα με το 2018 (242 μονάδες βάσης). Διευρύνθηκε όμως σημαντικά το 2019 η απόκλιση του μεσοσταθμικού κόστους δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου σε σύγκριση με τα λοιπά μέλη της ζώνης του ευρώ σε 150 μονάδες βάσης (έναντι 117 μονάδων βάσης το 2018).**

Οι προοπτικές για την αναθέρμανση των τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα είναι θετικές, καθώς: α) η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και η συνακόλουθη άνοδος των καταθέσεων θα ενισχύσουν περαιτέρω τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και β) η πολύ διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και

η διατήρηση ευνοϊκού κλίματος στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές διευρύνουν τις δυνατότητες των τραπεζών για άντληση χρηματοδοτικών πόρων από την ΕΚΤ και τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Βασική όμως προϋπόθεση για τη μείωση του κόστους δανεισμού και την ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποτελεί η υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

### Η κερδοφορία των τραπεζών βελτιώθηκε

Το εννεάμηνο του 2019 τα καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) εμφάνισαν άνοδο και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν σημαντικά έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στην αύξηση των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις, που θεωρούνται μη επαναλαμβανόμενα έσοδα, και στην περαιτέρω συγκράτηση των εξόδων. Τα έσοδα από προμήθειες μειώθηκαν έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018, ενώ τα έσοδα από τοκοφόρες εργασίες συνέχισαν να μειώνονται, εξαιτίας της συρρίκνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών αλλά και της χαμηλής ποιότητας του ενεργητικού.

Όσον αφορά τα έξοδα, συνεχίζεται η προσπάθεια για περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω εξορθολογισμού του δικτύου των καταστημάτων και περιστολής των γενικών διοικητικών εξόδων, με αποτέλεσμα ο λόγος εξόδων προς έσοδα των ελληνικών τραπεζών να διαμορφώνεται κοντά στο 50%, επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Μειωμένες εμφανίστηκαν οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, δεδομένης της προόδου αναφορικά με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και του σχετικά υψηλού επιπέδου κάλυψης από προβλέψεις που είχε δημιουργηθεί τις προηγούμενες περιόδους. Το ποσοστό των προβλέψεων είναι όμως χαμηλότερο από ό,τι σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ με υψηλούς δείκτες ΜΕΔ. Παρά τη βελτίωση συγκριτικά με το 2018, η

κερδοφορία μετά από φόρους είναι αναιμική και ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα (περίπου 2%) σε σχέση με το μέσο όρο των ευρωπαϊκών τραπεζών (7%).

### Η κεφαλαιακή επάρκεια παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα

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 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, κυρίως 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 αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω των λοιπών συνολικών εσόδων και καταχωρούνται στην καθαρή θέση (FVTOCI). Ωστόσο, πάνω από το ήμισυ των κεφαλαίων των τραπεζών αφορά κεφάλαια από αναβαλλόμενο φόρο, ενώ προκλήσεις για τα επόμενα έτη αποτελούν – μεταξύ άλλων – η σταδιακή επίπτωση από την πρώτη εφαρμογή του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 9 (IFRS 9), η κεφαλαιακή επίπτωση από τη στρατηγική μείωσης των ΜΕΔ και η σταδιακή δημιουργία κεφαλαιακού αποθέματος που αντιστοιχεί στην Ελάχιστη Απαιτήση Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL).

### Υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων – θετική εξέλιξη η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής”

Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019 σε 71,2 δισεκ. ευρώ,<sup>1</sup> μειωμένα κατά 10,6 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2018 και

κατά περίπου 36 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ το εννεάμηνο του 2019 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις και διαγραφές.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε το Σεπτέμβριο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (42,1%). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 43,0% για το στεγαστικό, 49,7% για το καταναλωτικό και 40,4% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης ανήλθε σε 44,2%. Τα προβλήματα των ΜΕΔ και της αδύναμης οργανικής κερδοφορίας εμφανίζονται ακόμη εντονότερα στις μη συστημικές τράπεζες.

Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα ΜΕΔ, σε αντιδιαστολή με ρυθμίσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Παρ’ όλα αυτά, στην πλειονότητα των περιπτώσεων επιλέγεται η λύση της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής και σπανιότερα της μείωσης του επιτοκίου και του διαχωρισμού του υπολοίπου οφειλής. **Ανησυχητικά υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθυστέρηση, αλλά εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Επίσης, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω εισπράξης καθυστερούμενων οφειλών, αναδιαρθρώσεων δανείων, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν πολύ περιορισμένες. Ως αποτέλεσμα, παρατηρούνται ακόμη καθαρές ροές νέων ΜΕΔ.**

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. Η εφαρ-

<sup>1</sup> Αφορά τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώνεται σε 72,8 δισεκ. ευρώ.



μογή του σχεδίου “Ηρακλής”, το οποίο έχει καταρτίσει η κυβέρνηση, θα συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού αυτού. Ωστόσο, κρίνεται αναγκαίο το εν λόγω σχέδιο να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος. Μάλιστα η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος, εκτός από την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, επιτυγχάνει ταυτόχρονα και περιορισμό του μειονεκτήματος που παρουσιάζει η σημερινή κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών, ότι δηλαδή η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (DTC) συνιστά δυσανάλογα μεγάλο μέρος των συνολικών κεφαλαίων.

Μια αποφασιστική και συστημική λύση στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα επιτρέψει να στρέψουν οι τράπεζες την προσοχή τους σε σύγχρονα επιχειρηματικά μοντέλα, στην αναζήτηση νέων επιχειρηδών αναπτυξιακών ευκαιριών και δραστηριοτήτων, σε νέες ψηφιακές και άλλες τεχνολογίες και, πάνω απ’ όλα, στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

## 6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει πολύ περιοριστικές δημοσιονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε σύγκριση με όλες τις άλλες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, παρά τη σημαντική πτώση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

- Τα πρωτογενή πλεονάσματα που έχουν συμφωνηθεί στο πλαίσιο της συμφωνίας για την ελάφρυνση του χρέους στο Eurogroup στις 21 Ιουνίου 2018 είναι πολύ υψηλά, ιδιαίτερα μάλιστα αν διορθωθούν για τον οικονομικό κύκλο, και, σε συνδυασμό με τις δυσμενείς δημογραφικές προοπτικές της χώρας, περιορίζουν τη δυνατότητα επίτευξης σημαντικά υψηλότερων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.

- Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο, περιορίζοντας την ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις και να στηρίξει την πραγματική οικονομία.
- Τα ελληνικά κρατικά ομόλογα δεν συμμετέχουν στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, με αποτέλεσμα η ελληνική οικονομία να μην επωφελείται σε σημαντικό βαθμό από τη νέα χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Όπως προαναφέρθηκε, παρά τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία, το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι υψηλότερο του αντίστοιχου στη ζώνη του ευρώ κατά 242 μονάδες βάσης.

Λαμβάνοντας υπόψη την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, το οικονομικό περιβάλλον που διαμορφώνεται δημιουργεί ασφυκτικές συνθήκες και περιορίζει τη δυνατότητα της οικονομικής πολιτικής να στηρίξει την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

Πέρα από τα ανωτέρω, η Ελλάδα καλείται να αντιμετωπίσει μια σειρά προκλήσεων την προσεχή περίοδο, οι οποίες επιβαρύνουν τις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας:

- το υψηλό δημόσιο χρέος (παρά βεβαίως τη σημαντική βελτίωση της βιωσιμότητάς του, που θεωρείται εξασφαλισμένη μεσοπρόθεσμα με τα μέτρα που ενέκρινε το Eurogroup από το 2012 έως το 2018), το οποίο δημιουργεί αβεβαιότητα σε μακροπρόθεσμη βάση (μετά το 2032) στην περίπτωση εξωγενών κλυδωνισμών, όπως είναι μια διεθνής παρατεταμένη ύφεση ή μια σημαντική άνοδος των επιτοκίων,
- το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο παραμένει ελλειμματικό, σε συνδυασμό με τη μεγάλη αρνητική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της χώρας,

- το υψηλό ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας και την προβλεπόμενη δημογραφική επιδείνωση λόγω της γήρανσης του πληθυσμού, τα οποία επηρεάζουν αρνητικά τη δυνητική ανάπτυξη και δημιουργούν προβλήματα στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος,
- τον αργό ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας, που συνεπάγεται υψηλό κίνδυνο τεχνολογικής υστέρησης και ψηφιακού αναλφαριθμητισμού,
- το μεγάλο επενδυτικό κενό που δημιουργήθηκε εξαιτίας της πολυετούς ύφεσης και το οποίο κινδυνεύει να επηρεάσει μόνιμα την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας, και
- τη χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα που προκύπτει από τη χαμηλή θέση που καταλαμβάνει η Ελλάδα στους διεθνείς δείκτες διακυβέρνησης και ανταγωνιστικότητας.

## 7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Προκειμένου να περιορίσει τους κινδύνους από την υποχώρηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και να αντιμετωπίσει τις εναπομένουσες προκλήσεις και τα προβλήματα που κληροδότησε η κρίση, η κυβέρνηση εφαρμόζει ένα ευρύτατο πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Οι βασικές στοχεύσεις της οικονομικής πολιτικής αφορούν την αναμόρφωση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της δημόσιας διοίκησης, τον καλύτερο συντονισμό και την παρακολούθηση του κυβερνητικού έργου, την προσέλκυση επενδύσεων, ιδίως ξένων άμεσων επενδύσεων, την επανεκκίνηση μεγάλων επενδυτικών έργων, τις συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ), την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας και στο ευρύτερο επιχειρηματικό περιβάλλον και την αντιμετώπιση των μη εξυ-

πηρετούμενων δανείων. Επίσης, μέσω του Προϋπολογισμού του 2020 προωθείται ένα αναπτυξιακό και δημοσιονομικά ουδέτερο μίγμα πολιτικής με έμφαση στη μείωση της φορολογίας, με παράλληλη τήρηση της δημοσιονομικής πειθαρχίας και των συμφωνημένων δημοσιονομικών στόχων.

Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια της κυβέρνησης θα πρέπει να συνεχιστεί με την ίδια ένταση και στο προσεχές διάστημα προκειμένου να αποφύγει η χώρα τους κινδύνους από την παγκόσμια επιβράδυνση και να κεφαλαιοποιηθούν οι θετικές προσδοκίες που έχουν διαμορφωθεί στο εσωτερικό, αλλά και στις διεθνείς αγορές. Για το σκοπό αυτό, προτείνονται οι ακόλουθες παρεμβάσεις πολιτικής:

**1<sup>ον</sup> Η ριζική αντιμετώπιση των προκλήσεων στον τραπεζικό τομέα.** Πέραν της εφαρμογής του σχεδίου “Ηρακλής”, θα πρέπει να εξεταστούν και άλλα σχήματα, όπως αυτό που επεξεργάζονται οι υπηρεσίες της Τράπεζας της Ελλάδος, με το οποίο, παράλληλα με το πρόβλημα των ΜΕΔ, αντιμετωπίζεται και το ζήτημα της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTC). Ιδιαίτερα σημαντική πρόκληση είναι επίσης ο εκσυγχρονισμός και η εναρμόνιση των καθεστώτων αφερεγγυότητας και πτώχευσης επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

**2<sup>ον</sup> Η μείωση των στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα μέχρι το 2022** – σε συνεννόηση και συμφωνία με τους εταίρους – στο πλαίσιο της επιτάχυνσης των μεταρρυθμίσεων. Σε συνδυασμό με την υλοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, η μείωση του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος δεν θα υπονόμει τη βιωσιμότητα του χρέους. Υπέρ της εκτίμησης αυτής συνηγορούν η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων καθώς και η πρόωγη αποπληρωμή μέρους των δανείων του ΔΝΤ που ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο.

**3<sup>ον</sup> Η ενίσχυση του “τριγώνου της γνώσης”,** δηλ. της εκπαίδευσης, της έρευνας και της καινο-

τομίας, με την υιοθέτηση πολιτικών και μεταρρυθμίσεων που ενθαρρύνουν την έρευνα, διευκολύνουν τη διάδοση της τεχνολογίας, τονώνουν την επιχειρηματικότητα και ενισχύουν τους δεσμούς μεταξύ επιχειρήσεων, ερευνητικών κέντρων και πανεπιστημίων.

**4<sup>ον</sup> Η αντιμετώπιση της υψηλής ανεργίας.** Τα ποσοστά ανεργίας των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων παραμένουν υψηλά και αναδεικνύουν την ανάγκη διατήρησης της ευελιξίας της αγοράς εργασίας αφενός και εφαρμογής επιπρόσθετων στοχευμένων πολιτικών στήριξης της απασχόλησης για αυτές τις κοινωνικές ομάδες αφετέρου.

**5<sup>ον</sup> Η αντιστροφή του brain drain,** δηλαδή της μαζικής φυγής στο εξωτερικό ενός σημαντικού τμήματος του ανθρώπινου δυναμικού με υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης, δεξιότητες και επαγγελματικά προσόντα. Το φαινόμενο αυτό επηρέασε σημαντικά το μέγεθος και την ποιότητα του εργατικού δυναμικού, επιδείνωσε τους δημογραφικούς δείκτες της χώρας και διεύρυνε 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”). Στο πλαίσιο αυτό, θετική επίδραση αναμένεται να έχει το πρόγραμμα “Rebrain Greece” που πρόσφατα ανακοίνωσε το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, ενώ θα πρέπει να εξεταστεί και το ενδεχόμενο στοχευμένων φορολογικών κινήτρων για το εξειδικευμένο προσωπικό που θα επιλέξει τον επαναπατρισμό.

**6<sup>ον</sup> Η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής τους** ώστε να καλύπτουν το σύνολο των τομέων όπου υστερεί η Ελλάδα σε σχέση με τους Ευρωπαίους εταίρους στους διεθνείς δείκτες ανταγωνιστικότητας. Ενδεικτικά, οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν τα παρακάτω:

- **Επιτάχυνση της απονομής της δικαιοσύνης,** η οποία αποτελεί θεμελιώδη προϋπόθεση για την ενίσχυση του περιβάλλοντος αίσθηματος των πολιτών, τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων. Σύμφωνα με το δείκτη αποτελεσματικής επίλυσης εμπορικών διαφορών (enforcing contracts) της έκθεσης Doing Business της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2020, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 146η θέση μεταξύ 190 χωρών. Συγκεκριμένα, απαιτούνται κατά μέσο όρο 1.711 ημέρες για την εκδίκαση μιας υπόθεσης από το αρμόδιο πρωτοβάθμιο δικαστήριο και την εκτέλεση της απόφασης, έναντι 589,6 ημερών στις χώρες του ΟΟΣΑ. Επίσης, σύμφωνα με την ίδια έκθεση, όσον αφορά το δείκτη αποτελεσματικότητας του πλαισίου αφερεγγυότητας (resolving insolvency) η Ελλάδα κατατάσσεται στην 72η θέση μεταξύ 190 χωρών, ωστόσο ο χρόνος ολοκλήρωσης των πτωχευτικών διαδικασιών φθάνει τα 3,5 έτη, έναντι 1,7 στις χώρες του ΟΟΣΑ. Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανάκτησης (recovery rate) από τους εξασφαλισμένους πιστωτές μέσω αναδιοργάνωσης, εκκαθάρισης ή κατάσχεσης ανέρχεται σε 32% στην Ελλάδα, έναντι 70,2% στις χώρες του ΟΟΣΑ.
- **Επιτάχυνση των διαδικασιών για την απόκτηση (μέσω αγοραπωλησίας) και εγγραφή εμπράγματων δικαιωμάτων επί ακινήτων και για την έκδοση οικοδομικών αδειών.** Η Ελλάδα κατατάσσεται στην 156η θέση μεταξύ 190 χωρών ως προς το κόστος, τις διαδικασίες και το χρόνο που απαιτείται για να εγγραφεί η ακίνητη περιουσία (registering property) και συνολικά ως προς την ποιότητα του συστήματος διοικητικής καταγραφής και παρακολούθησης των εμπράγματων δικαιωμάτων (quality of land administration index). Περιθώρια βελτίωσης υπάρχουν στις διαδικασίες, τη χρονική διάρκεια, το κόστος και την ποιότητα του συστήματος έκδοσης οικοδομικών αδειών, όπου η Ελλάδα κατατάσσεται στην 86η θέση μεταξύ 190 χωρών.

- **Βελτίωση της πρόσβασης στη χρηματοδότηση.**

Υπάρχουν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης αναφορικά με την πρόσβαση στη χρηματοδότηση (getting credit), όπου η Ελλάδα κατατάσσεται στην 119η θέση μεταξύ 190 χωρών, και ειδικά όσον αφορά τα δικαιώματα των δανειοληπτών και των δανειστών μέσω της νομοθεσίας περί εξασφαλίσεων και όσον αφορά την προστασία των εξασφαλισμένων πιστωτών μέσω της πτωχευτικής νομοθεσίας.

Επιπλέον, εξετάζοντας τους δείκτες διακυβέρνησης (governance indicators) της Παγκόσμιας Τράπεζας μπορούν να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα ως προς τις μεταρρυθμίσεις οι οποίες είναι αναγκαίες για την ανάκαμψη της οικονομίας. Η Ελλάδα υστερεί διαχρονικά σε σχέση με τις χώρες υψηλού εισοδήματος του ΟΟΣΑ σε όλους τους δείκτες διακυβέρνησης, οι οποίοι περιλαμβάνουν: την πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας/τρομοκρατίας (political stability and absence of violence/terrorism), το κράτος δικαίου (rule of law), τον έλεγχο της διαφθοράς (control of corruption), την ποιότητα του ρυθμιστικού περιβάλλοντος (regulatory quality), την αποτελεσματικότητα της διοίκησης (government effectiveness) και την εκπροσώπηση και λογοδοσία (voice & accountability). Επιπλέον, η Ελλάδα υστερεί σε όλους τους επιμέρους δείκτες το 2018 σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση (το 2007). Αυτό υποδηλώνει ότι υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης, ειδικά αν οι μεταρρυθμίσεις εστιάσουν στη βελτίωση του κράτους δικαίου, της ποιότητας του ρυθμιστικού περιβάλλοντος και της αποτελεσματικότητας της διοίκησης καθώς και στον έλεγχο της διαφθοράς, δεδομένου ότι το 2018 η θέση της χώρας σε αυτούς τους δείκτες ήταν πολύ πιο χαμηλά από τα προ κρίσης επίπεδα.

Ενδεικτικά, με βάση τους δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας, οι απαιτούμενες αλλαγές και μεταρρυθμίσεις για τη βελτίωση του κράτους δικαίου θα πρέπει να στοχεύουν στην ενίσχυση της δεσμευτικότητας των συμβάσεων, στην επιτάχυνση της δικαστικής διαδικασίας, στην ανεξαρτησία της δικαιοσύνης και στον έλεγχο της παραβατικότητας/εγκληματικότη-

τας. Προκειμένου να αναβαθμιστεί η ποιότητα του ρυθμιστικού περιβάλλοντος, απαιτείται περιορισμός του κόστους κανονιστικής συμμόρφωσης, βελτίωση των φορολογικών κινήτρων για νέες επενδύσεις και ισότιμη μεταχείριση των νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων. Επιπλέον, προκειμένου να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα της διοίκησης, πρέπει να καταπολεμηθεί η γραφειοκρατία και να βελτιωθεί η ποιότητα της εκπαίδευσης και των υποδομών. Η καταπολέμηση της διαφθοράς – οποιασδήποτε μορφής και κλίμακας, μικρής ή μεγάλης – απαιτεί ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας, ώστε να περιοριστούν φαινόμενα άσκησης δημόσιας εξουσίας για προσωπικό όφελος. Επίσης, πρέπει να αποκλειστεί ο έλεγχος του κράτους από οικονομικές ελίτ και ιδιωτικά συμφέροντα.

Επισημαίνεται ότι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος οι οποίες παρουσιάζονται στην παρούσα έκθεση, **προκειμένου να επιτευχθεί αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία (από την οποία η Ελλάδα απέχει τώρα τρεις βαθμίδες), απαιτείται σημαντική επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων, έτσι ώστε να βελτιωθεί η θέση της χώρας στους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας**, οι οποίοι χρησιμοποιούνται από τους οίκους αξιολόγησης. Σύμφωνα με τα στοιχεία των δεικτών διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2018, η Ελλάδα έχει ανέβει 7 θέσεις κατά μέσο όρο στην κατάταξη από το 2017. Η ενσωμάτωση στις βαθμολογίες των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης της βελτίωσης της θέσης της χώρας κατά το 2018 αναμένεται ότι σύντομα θα επιφέρει βελτίωση της βαθμολογίας αντίστοιχης με αναβάθμιση κατά μία ακόμη βαθμίδα. Η επιστροφή των εν λόγω δεικτών στα προ κρίσης επίπεδα (μέσω επιτάχυνσης των μεταρρυθμίσεων και ριζικής αντιμετώπισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων) μπορεί να επιφέρει άνοδο της πιστοληπτικής αξιολόγησης ικανή ώστε να οδηγήσει τη βαθμολογία της ελληνικής οικονομίας σε επίπεδο αρκετά υψηλότερο από το κατώτατο όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

\* \* \*



Η επιτάχυνση της αναπτυξιακής δυναμικής συναρτάται με την αντιμετώπιση κρίσιμων αδυναμιών της οικονομίας, αλλά και με τις εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να δοκιμάσει την ανθεκτικότητα του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας. Εκτιμάται ωστόσο ότι, καθώς η οικονομία ανακάμπτει από μακρά ύφεση, υπάρχουν οι προϋποθέσεις, κυρίως μέσω της υλοποίησης των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων και της σημαντικής επιτάχυνσης των επενδύσεων, ώστε να ισχυροποιηθούν η εγχώρια ζήτηση και η ανταγωνιστικότητα και να αντισταθμιστεί μέρος των συνεπειών της επιβράδυνσης του εξωτερικού τομέα.

Στο πεδίο αυτό, η κυβέρνηση έχει πραγματοποιήσει ένα δυναμικό ξεκίνημα και εφαρμόζει ένα ευρύτατο πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και οικονομικών πολιτικών, εστιάζοντας στην επανεκκίνηση ήδη εγκεκριμένων εμβληματικών επενδυτικών έργων, στην επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων, στην προσέλκυση επενδύσεων, στην αναμόρφωση της δημόσιας διοίκησης και στη μείωση της φορολογίας. Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια έχει ήδη αποδώσει καρπούς, καθώς έχει οδηγήσει στην αποκλιμάκωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και έχει γίνει δεκτή με θετικά σχόλια από τους διεθνείς επενδυτές και τους Ευρωπαίους εταίρους. Η αποφασιστική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και η επιτάχυνση της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα ενισχύσουν περαιτέρω την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και θα συμβάλουν στην αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα. Επίσης, θα αυξήσουν την παραγωγικότητα και μέσω αυτής την ανταγωνιστικότητα και το μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, αντισταθμίζοντας έτσι τις επιπτώσεις των δυσμενών δημογραφικών εξελίξεων στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης.

Οι πολιτικές αυτές κρίνονται προς τη σωστή κατεύθυνση και συμβαδίζουν με τις προτάσεις που έχει καταθέσει η Τράπεζα της Ελλάδος τα τελευταία χρόνια. Θα πρέπει μάλιστα

οι μεταρρυθμίσεις να συνεχιστούν με την ίδια ένταση και στο προσεχές διάστημα, ενώ θα πρέπει επίσης να διευρυνθεί το πεδίο εφαρμογής τους ώστε να καλύπτουν το σύνολο των τομέων όπου υστερεί η Ελλάδα σε σχέση με τους Ευρωπαίους εταίρους. Κάτι τέτοιο θα βοηθήσει να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι από μια εντονότερη του αναμενομένου παγκόσμια επιβράδυνση και να κεφαλαιοποιηθούν οι θετικές προσδοκίες που έχουν διαμορφωθεί στο εσωτερικό, αλλά και στις διεθνείς αγορές. Επίσης, θα καταστήσει εφικτή την επιτάχυνση των εγχώριων και ξένων άμεσων επενδύσεων, την αναβάθμιση του αξιόχρεου των ελληνικών κρατικών ομολόγων και τη συμπερίληψή τους στο νέο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ.

Τα οφέλη από μια τέτοια εξέλιξη θα είναι πολύπλευρα. Πρώτον, το κόστος δανεισμού θα μειωθεί περαιτέρω για το Ελληνικό Δημόσιο, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, γεγονός που θα έχει θετικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Δεύτερον, θα διασφαλιστεί η απρόσκοπτη πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές με βιώσιμους όρους και θα βελτιωθεί η βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους. Τρίτον, στην περίπτωση που η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας ενταθεί και οδηγήσει σε ύφεση την ευρωπαϊκή οικονομία, αυξάνοντας την απροθυμία των διεθνών επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους, η ελληνική οικονομία θα καλύπτεται από το δίκτυο προστασίας του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, με αποτέλεσμα το κόστος χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας να παραμείνει ελεγχόμενο.

Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και τις θέσεις που έχουν εκφράσει τόσο η ΕΚΤ όσο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέρ της δημοσιονομικής επέκτασης, αλλά και τις εξαιρετικά περιοριστικές δημοσιονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες που εξακολουθεί να αντιμετωπίζει η Ελλάδα σε σύγκριση με όλες τις άλλες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, θα πρέπει να καταστεί δυνατόν, σε συμφωνία και συνεννόηση με τους

Ευρωπαϊούς εταίρους, να μειωθούν οι στόχοι για το πρωτογενές πλεόνασμα. Οι χαμηλότεροι δημοσιονομικοί στόχοι θα επιτρέψουν περαιτέρω μείωση της φορολογίας και ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων. Κάτι τέτοιο, σε συν-

δυασμό με την επιτάχυνση και διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα έχει ευνοϊκές επιδράσεις στο δυνητικό προϊόν και στη μακροχρόνια βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.



## II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια και η ευρωπαϊκή οικονομία βρίσκονται σε φάση σημαντικής επιβράδυνσης, υπό το βάρος περιοριστικών μέτρων στο διεθνές εμπόριο και υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε πολλές οικονομίες, καθώς και αβεβαιότητας εξαιτίας γεωπολιτικών κινδύνων και των επιπτώσεων του Brexit. Οι προβλέψεις για μικρή έστω ανάκαμψη στην παγκόσμια οικονομία το 2020 περιβάλλονται από σημαντικούς κινδύνους, τόσο οικονομικούς όσο και γεωπολιτικούς, η αντιμετώπιση των οποίων απαιτεί την ενίσχυση του πολυμερούς συστήματος εμπορικών συναλλαγών και την επίλυση διαφορών μέσω διαπραγματεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο και κατάλληλων οικονομικών πολιτικών σε εθνικό επίπεδο (βλ. Πλαίσιο II.1).

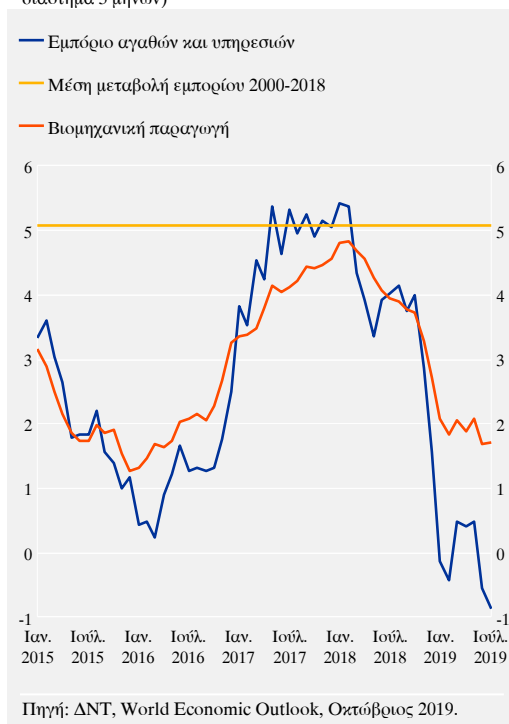
### I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Ο ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ** εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υποχώρησε σε 3,0% το 2019, το χαμηλότερο επίπεδο από την παγκόσμια οικονομική κρίση το 2009, έναντι 3,6% το 2018, ενώ προβλέπεται να ανέλθει σε 3,4% το 2020, αντανακλώντας κυρίως την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις αναπτυσσόμενες και αναδύμενες οικονομίες. Η υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης το τρέχον έτος οφείλεται στη σημαντική επιβράδυνση της βιομηχανικής παραγωγής, κυρίως κεφαλαιακών αγαθών, σε πολλές προηγμένες και αναδύμενες οικονομίες, ως αποτέλεσμα των εντάσεων και περιοριστικών μέτρων στο διεθνές εμπόριο και της σημαντικής υποχώρησης του όγκου των εμπορικών συναλλαγών (βλ. Διάγραμμα II.1). 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.

Η επιβράδυνση το 2019 υπήρξε ομοιόμορφη μεταξύ προηγμένων και αναδύμενων οικονομιών, ωστόσο υπήρξε εντονότερη στη ζώνη του ευρώ αλλά και σε ορισμένες αναδύμενες

### Διάγραμμα II.1 Παγκόσμιο εμπόριο και βιομηχανική παραγωγή (Ιανουάριος 2015-Ιούλιος 2019)

(ετήσιες μεταβολές όγκου, μέσος όρος για κυλιόμενο διάστημα 3 μηνών)



οικονομίες, όπως της Κίνας, της Ινδίας, της Ρωσίας και του Μεξικού, ενώ στην Αργεντινή εντάθηκε η ύφεση.

Στη **ζώνη του ευρώ** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε μετά το α' τρίμηνο του 2019, σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του παγκόσμιου εμπορίου, ενώ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σημαντικά για το σύνολο του έτους και θα διαμορφωθεί σε 1,2%, έναντι 1,9% το 2018. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρώς περαιτέρω σε 1,1% το 2020, υπό την επίδραση κυρίως της προβλεπόμενης επιβράδυνσης της εγχώριας ζήτησης. Ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,2% σε

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 12 Δεκεμβρίου 2019.



μέσα επίπεδα έτους (έναντι 1,8% το 2018) και προβλέπεται να υποχωρήσει περαιτέρω σε 1,1% το 2020.

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες της **ΝΑ Ευρώπης**, αν και επιβραδύνθηκε, διατηρήθηκε σχετικά υψηλός το 2019, ενώ αναμένεται να επιταχυνθεί το 2020 παράλληλα με την προβλεπόμενη ανάκαμψη της τουρκικής οικονομίας μετά από στασιμότητα το 2019.

Αξιοσημείωτη προβλέπεται να είναι το 2020 ανάκαμψη σε επιμέρους οικονομίες οι οποίες σημείωσαν σημαντική επιβράδυνση – για διάφορους λόγους – το 2019, όπως η Ρωσία, η Τουρκία, η Βραζιλία, το Μεξικό και η Σαουδική Αραβία. Η ανάκαμψη αυτή αναμένεται να έχει σημαντική συμβολή στην προβλεπόμενη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες.

Οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομία περιβάλλονται από σημαντικούς κινδύνους, κυρίως λόγω των περιοριστικών μέτρων και των αβέβαιων εξελίξεων στο διεθνές εμπόριο, των συσσωρευμένων χρηματοπιστωτικών αδυναμιών και του υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους, καθώς και του χρέους σε ξένο νόμισμα, κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ, όσον αφορά ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες. Οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι με οικονομικές επιπτώσεις αποτελούν πρόσθετους παράγοντες αβεβαιότητας.

Επιβαρυντικός παράγοντας σε περίπτωση περαιτέρω επιδείνωσης των οικονομικών προοπτικών είναι το περιορισμένο περιθώριο άσκησης αντικυκλικής πολιτικής, καθώς τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών στις προηγμένες οικονομίες είναι γενικώς πολύ χαμηλά ή και αρνητικά, ενώ το υψηλό δημόσιο χρέος σε πολλές χώρες περιορίζει τη δυνατότητα άσκησης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής. Αυτό υπογραμμίζει την ανάγκη να υιοθετηθούν βέλτιστες οικονομικές πολιτικές σε εθνικό επίπεδο και να ενισχυθεί η συνεργασία και το σύστημα πολυμερών εμπορικών συναλλαγών σε διεθνές επίπεδο.

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

### 2.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από αυξημένη αστάθεια και αβεβαιότητα. Η απρόβλεπτη συμπεριφορά κυβερνήσεων, κυρίως στο διεθνές εμπόριο αγαθών και τεχνολογίας, έχει υπεισέλθει πλέον ως νέος παράγοντας των εξελίξεων, επιβαρύνοντας τον ήδη ώριμο οικονομικό κύκλο πολλών μεγάλων οικονομιών. Η παρατεταμένη αβεβαιότητα ενσωματώνεται σταδιακά στις προσδοκίες πλήττοντας την εμπιστοσύνη, την επενδυτική δραστηριότητα και τις εξαγωγές. Ο όγκος του διεθνούς εμπορίου, αφού παρέμεινε σχεδόν στάσιμος επί δύο τρίμηνα, το β' τρίμηνο του 2019 μειώθηκε. Τον Οκτώβριο ο σύνθετος δείκτης παραγγελιών PMI της διεθνούς οικονομίας υποχώρησε περαιτέρω στο χειρότερο επίπεδο των τελευταίων ετών. Οι πρώτες εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του γ' τριμήνου στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις για συνέχιση της επιβράδυνσης έναντι του 2018 στις προηγμένες οικονομίες.

Ο ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ** εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί σημαντικά στο 3,0% το 2019, το χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας, έναντι 3,6% το 2018, ενώ προβλέπεται να επιταχυνθεί στο 3,4% το 2020, αντανακλώντας αποκλειστικά την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες. Νεότερες προβλέψεις του ΟΟΣΑ εκτιμούν ότι ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα είναι 2,9% το 2019, ενώ οριακή ανάκαμψη θα καταγραφεί μόνο από το 2021 και ύστερα. Η έκταση της επιβράδυνσης το 2019 υπήρξε κοινή μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών, ωστόσο οι δεύτερες συνεχίζουν να καταγράφουν σημαντικά υψηλότερο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα Π.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

**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 <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
			<b>Παγκόσμιο σύνολο</b>	<b>194</b>	<b>100,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	-	-	-	-	-	-
<b>1. Προηγμένες οικονομίες</b>	<b>39</b>	<b>40,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>102,0</b>	<b>103,1</b>	<b>103,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
ΗΠΑ		15,2	2,9	2,4	2,1	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	0,8	0,9	0,5	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	1,4	1,3	1,4	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	1,1	1,8	1,2	1,1	-0,5	-0,7	-0,9	85,8	84,5	83,4	3,1	2,6	2,4
<b>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	<b>155</b>	<b>59,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>50,6</b>	<b>53,3</b>	<b>55,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>
Κίνα		18,7	6,6	6,1	5,8	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* και *WEO database*, Οκτώβριος 2019. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Autumn 2019. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2019.

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 το Ηνωμένο Βασίλειο και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις. Μέσα επίπεδα έτους.

3 Της γενικής κυβέρνησης.

και αναδυόμενες οικονομίες, ως αποτέλεσμα των εντάσεων στο διεθνές εμπόριο και της σημαντικής υποχώρησης του όγκου του (βλ. Διάγραμμα II.1). 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 το 2019 εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι τελικά επιβραδύνθηκε περισσότερο από ό,τι προβλεπόταν τον Ιούλιο σε 1,7% το 2019, από 2,3% το 2018. Η σημαντικότερη επιβράδυνση παρατηρείται στη Γερμανία (0,4% από 1,5% το 2018) και την Ιταλία (0,1% 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 κατα-

νάλωση αντισταθμίζουν την επιβράδυνση των εξαγωγών και την υποχώρηση των επενδύσεων. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το γ' τρίμηνο του 2019, σε ετησιοποιημένη βάση διαμορφώθηκε σε 2,1%, από 2,0% το β' τρίμηνο και 3,1% το α' τρίμηνο, ωστόσο η επιβράδυνση υπήρξε μικρότερη των προβλέψεων. Στην **Ιαπωνία** αντιθέτως, η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους, κυρίως λόγω της ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης, ωστόσο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παραμένει χαμηλός.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ως σύνολο, εκτιμάται ότι το ΑΕΠ επιβραδύνθηκε επίσης κατά 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας στο 3,9% 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. Μεγαλύτερη επιβράδυνση σημειώθηκε στην Ινδία, την Κίνα, τη Ρωσία και την Τουρκία, αλλά και στις αναδυόμενες και αναπτυσσό-

μενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Ειδικότερα, στην Αργεντινή και τη Βενεζουέλα η ύφεση εντάθηκε το 2019. 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.

Ο ρυθμός αύξησης του όγκου του **παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί έντονα το 2019, σε 1,1% από 3,6% το 2018 και 5,7% το 2017. Η επιβράδυνση συνδέεται με τη μείωση του ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας βιομηχανικής παραγωγής, καθώς και των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, ως αποτέλεσμα της γενικότερης κυκλικής επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά και της αβεβαιότητας που προκαλούν οι κλιμακούμενες κινήσεις εμπορικού προστατευτισμού και οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις για τις εμπορικές σχέσεις μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και ΕΕ. Επιπρόσθετα, το παγκόσμιο εμπόριο επηρεάστηκε αρνητικά από την απότομη επιβράδυνση ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών (π.χ. Κίνα, Βραζιλία, Μεξικό και Ινδία), καθώς επίσης και από την κάμψη της παραγωγής και των πωλήσεων του κλάδου της αυτοκινητοβιομηχανίας, η οποία το 2018 έφθασε στο -3%, λόγω σειράς παραγόντων που επηρεάζουν τόσο τη συνολική προσφορά όσο και τη συνολική ζήτηση του κλάδου (συμμόρφωση με νέους κανονισμούς, μετατόπιση προτιμήσεων καταναλωτών, μετάβαση σε άλλη τεχνολογία κ.λπ.). Το διεθνές εμπόριο ωστόσο αναμένεται να ανακάμψει το 2020, κυρίως λόγω αύξησης της επενδυτικής ζήτησης από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, σε αντίθεση με τις προηγμένες οικονομίες, όπου η επιβράδυνση των επενδύσεων αναμένεται να συνεχιστεί τα επόμενα χρόνια.<sup>2</sup>

**Η μέση διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου** αυξανόταν το πρώτο τετράμηνο του 2019 (βλ. Διάγραμμα Π.2), ως αποτέλεσμα της μείωσης της συνολικής προσφοράς πετρελαίου, λόγω των κυρώσεων των ΗΠΑ κατά του Ιράν και της Βενεζουέλας και του περιορισμού της ημερή-

σιας παραγωγής από τις χώρες του ΟΠΕΚ και τη Ρωσία. Ωστόσο, κατά τους επόμενους μήνες, η ιδιαίτερα αυξημένη παραγωγή πετρελαίου στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με την επιβράδυνση της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας και τις δυσμενέστερες παγκόσμιες προοπτικές ανάπτυξης οδήγησαν σε υποχώρηση της τιμής του αργού πετρελαίου. Η μείωση της τιμής συγκρατήθηκε χάρη στην απόφαση των χωρών του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας τον Ιούλιο 2019 να παρατείνουν μέχρι και το α' τρίμηνο του 2020 τη συμφωνία του Δεκεμβρίου 2018 για περιορισμό της ημερήσιας παραγωγής κατά 1,2 εκατ. βαρέλια. Ταυτόχρονα, εντεινόταν οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι στη Μέση Ανατολή, ιδίως μετά την επίθεση σε υποδομές πετρελαίου της Σαουδικής Αραβίας, η οποία είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθεί πρόσκαιρα η αβεβαιότητα για τη διεθνώς παραγόμενη ποσότητα αργού πετρελαίου. Ωστόσο, οι παράγοντες που διαμορφώνουν τη διεθνή ζήτηση υπερίσχυσαν, και η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου σύντομα υποχώρησε και πάλι. Το ΔΝΤ εκτιμά μείωση της μέσης διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου κατά 9,6% για το 2019 σε σχέση με τα μέσα επίπεδα έτους για το 2018 και περαιτέρω μείωση το 2020 κατά 6,2%.

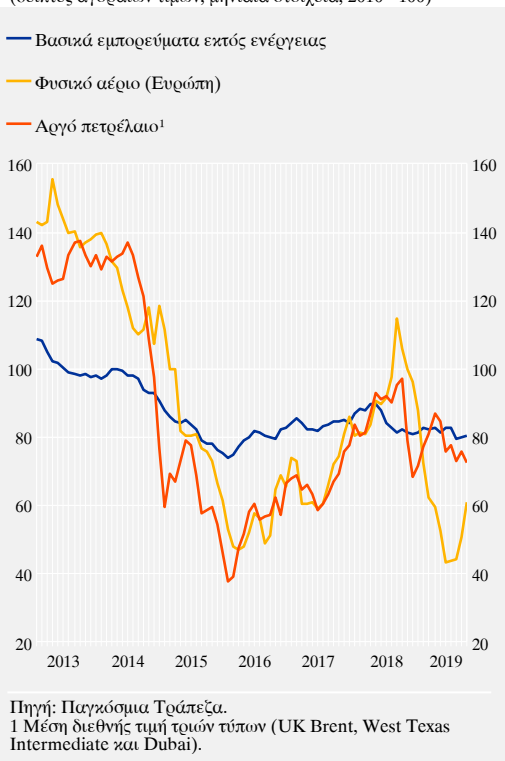
Ταυτόχρονα, η τιμή του φυσικού αερίου μειώνεται γενικά από τα τέλη του 2018, επηρεασμένη από την κάμψη της βιομηχανικής παραγωγής παγκοσμίως, και το καλοκαίρι του 2019 βρισκόταν στα χαμηλότερα επίπεδα των τριών τελευταίων ετών.

**Ο δείκτης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων** δεν παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις και αναμένεται να μειωθεί κατά 0,9% το 2019. Η αβεβαιότητα σχετικά με την κλιμάκωση των κινήσεων εμπορικού προστατευτισμού και με την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, κυρίως στην Κίνα, αντισταθμίστηκε εν μέρει από αυξητικές πιέσεις στις τιμές από την πλευρά της προσφοράς, όπως οι διαταραχές στην παραγωγή σιδηρομεταλλεύματος στη Βραζιλία και την Αυστραλία.

<sup>2</sup> Βλ. Πλαίσιο Π.1 του παρόντος κεφαλαίου.

**Διάγραμμα 11.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2013-Οκτώβριος 2019)**

(δείκτες αγοραίων τιμών, μηνιαία στοιχεία, 2010=100)



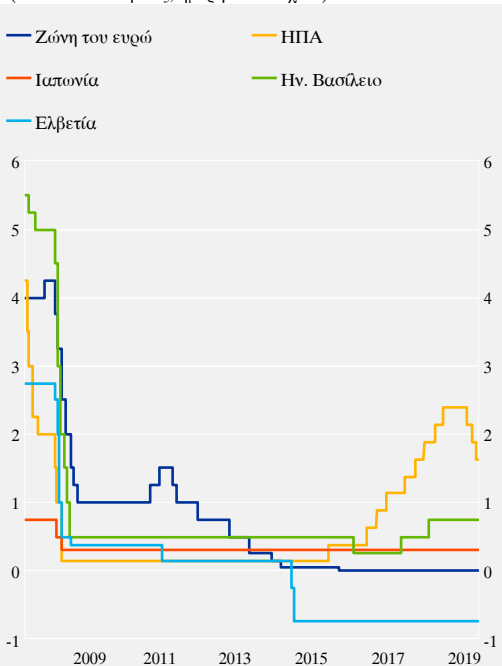
Ο **πληθωρισμός**, όπως μετρείται από τον ΔΤΚ, υποχώρησε το 2019 διεθνώς, κυρίως όμως στις προηγμένες οικονομίες, όπου εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,5%, από 2,0% το 2018, ενώ θα ενισχυθεί ελαφρά το 2020. Η υποχώρηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των καυσίμων, σε συνδυασμό με την 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 σε 4,9% το 2019, το χαμηλότερο δηλαδή εδώ και τουλάχιστον τέσσερις δεκαετίες. Τα εξαιρετικώς χαμηλά ποσοστά ανεργίας σε πολλές μεγάλες οικονομίες και η παρατηρούμενη έλλειψη επαρκούς εργατικού δυναμικού οδηγούν σε ταχύτερες αυξήσεις μισθών, 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 **νομισματική πολιτική** στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες απέκτησε ακόμη πιο διευκολυντικό χαρακτήρα εντός του 2019, ωστόσο η έκταση της θετικής επίδρασής της στην οικονομική δραστηριότητα φαίνεται πιο περιορισμένη σε σχέση με το παρελθόν, γεγονός που αναδεικνύει την αναγκαιότητα ενεργοποίησης επιπλέον μέσων δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής. Η επιβράδυνση των οικονομιών σε περιβάλλον μειούμενου πληθωρισμού και υψηλής αβεβαιότητας οδήγησε σε περισσότερο επεκτατική πολιτική από το καλοκαίρι και μετά στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** μείωσε για τρίτη φορά εντός του 2019 κατά 25 μ.β. το βασικό της επιτόκιο στις 31 Οκτωβρίου 2019, καθορίζοντας το εύρος-στόχο σε 1,50%-1,75%. 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. 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 ρυθμού ανόδου του γενικού ΕνΔΤΚ (από 1,8% το 2018 σε 1,2% το 2019). Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε την επανέναρξη, από 1ης Νοεμβρίου, 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 υπόλοιπες προηγ-

**Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών  
(1 Ιανουαρίου 2008-15 Νοεμβρίου 2019)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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

μένες οικονομίες η νομισματική πολιτική παρέμεινε εξαιρετικά διευκολυντική, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Ελβετίας, στην οποία τα βασικά επιτόκια παραμένουν αρνητικά από τις αρχές του 2015, στο -0,75% (βλ. Διάγραμμα II.3).

Η δημοσιονομική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι προσφέρει 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 θα είναι επεκτατική το 2019 στις προηγμένες οικονομίες ως

σύνολο, κυρίως όμως στις ΗΠΑ, τη Γερμανία, τη Γαλλία και τον Καναδά.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα αυξηθεί το 2019 στο 2,9% του ΑΕΠ, από 2,6% το 2018. Στις ΗΠΑ το ήδη υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελάχιστα στο 5,6% του ΑΕΠ, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης θα αυξηθεί κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες περίπου, στο 106,2% του ΑΕΠ. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα περιοριστεί στο 3,0% από 3,2% το 2018, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα αυξηθεί περαιτέρω στο 237,7% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο 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 εμφάνισε μικρή βελτίωση σε 2,2% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος σημείωσε περαιτέρω μικρή υποχώρηση στο 85,2% του ΑΕΠ.

**2.2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνθηκε σε 0,2% το β' τρίμηνο του 2019 και παρέμεινε αμετάβλητος το γ' τρίμηνο, από 0,4% το α' τρίμηνο, σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του παγκόσμιου εμπορίου, ενώ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σημαντικά για το σύνολο του έτους και θα διαμορφωθεί σε 1,2%, έναντι 1,9% το 2018. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί και το 2020 σε 1,1%, υπό την επίδραση της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας στο διεθνές εμπόριο και της επιβράδυνσης της εγχώριας ζήτησης.

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 τρέχον έτος και προβλέπεται να συνεχίσει να έχει θετική επίδραση και το 2020, ενώ και η εξωτερική ζήτηση προβλέπεται να σημειώσει μέτρια ανάκαμψη. Η



**ιδιωτική κατανάλωση** υπήρξε η κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης το 2019 και αναμένεται να συνεχίσει να έχει ανάλογη επίδραση και το 2020, στηριζόμενη στην αύξηση της απασχόλησης, μολονότι σε μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με τη 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 ενισχυόμενη περιουσιακή θέση των νοικοκυριών και η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση εκτιμάται ότι θα στηρίξουν την κατανάλωση. Οι **επενδύσεις** αυξήθηκαν κατά 4,5% το 2019, έναντι αύξησης κατά 2,4% το 2018, όμως αναμένεται να επιβραδυνθούν εκ νέου το 2020. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις ανέκαμψαν σημαντικά το 2019, μεσοπρόθεσμα ωστόσο προβλέπεται ότι θα επιβραδυνθούν από την επίδραση σειράς παραγόντων.

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 στο 7,5% του εργατικού δυναμικού τον Οκτώβριο του 2019, το χαμηλότερο επίπεδο από τον Ιούλιο του 2008, και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 7,6% κατά μέσο όρο στο σύνολο του έτους (έναντι 8,2% το 2018). Η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση του ποσοστού ανεργίας αναμένεται να συνεχιστούν και το 2020, αν και με αισθητά χαμηλότερους ρυθμούς, αντανακλώντας 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 προβλέπεται να αυξηθεί κατά 0,6% και το ποσοστό ανεργίας να υποχωρήσει στο 7,4%, σε μέσα επίπεδα, το 2020. Όσον αφορά τις εξελίξεις σε επιμέρους χώρες-μέλη, η μεγαλύτερη πτώση του ποσοστού ανεργίας το 2019 σημειώθηκε στην Ισπανία, την Κύπρο, την Ελλάδα και την Ιρλανδία, ενώ οι διαφορές στις επιδόσεις της αγοράς

εργασίας παραμένουν σημαντικές στη ζώνη του ευρώ, καθώς, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία (Οκτώβριος 2019), τα ποσοστά ανεργίας κυμαίνονταν μεταξύ 3,1% στη Γερμανία και 16,7% στην Ελλάδα.

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 εκτιμάται ότι ανέκαμψε σε 1% το Νοέμβριο και αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,2%, σε μέσα επίπεδα, το τρέχον έτος, έναντι 1,8% το 2018. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο πληθωρισμός αναμένεται να 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, αντανακλώντας τη βελτίωση της κυκλικής θέσης της οικονομίας, τη συνακόλουθη ανάκαμψη των περιθωρίων κέρδους και την άνοδο των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων.

Η σταδιακή ανάκαμψη των **τραπεζικών χορηγήσεων** προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε μέχρι και τον Αύγουστο 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 3,8% τον Οκτώβριο του 2019, από 4,0% τον αντίστοιχο μήνα του 2018, ενώ προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 3,5% τον Οκτώβριο, έναντι 3,2% τον Οκτώβριο του 2018. Τα αποτε-

λέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ευρωσυστήματος του Οκτωβρίου δείχνουν αύξηση της ζήτησης στεγαστικών, καταναλωτικών και λοιπών δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών και σταθερότητα της ζήτησης δανείων από επιχειρήσεις κατά το γ' τρίμηνο του 2019. Η ίδια έρευνα δείχνει επίσης ότι το γ' τρίμηνο του έτους τα κριτήρια χορήγησης δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και προς τα νοικοκυριά χαλάρωσαν ελαφρώς, ενώ αντίθετα συνεχίστηκε η τάση αυστηροποίησης των κριτηρίων χορήγησης καταναλωτικών δανείων. Οι συνθήκες χρηματοδότησης τόσο μέσω 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 η πτωτική πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος, η οποία υπήρξε το βασικό χαρακτηριστικό των δημοσιονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ την τρέχουσα δεκαετία, εκτιμάται ότι θα ανακοπεί. Συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος, το οποίο είναι σε πτωτική τάση από το υψηλότερο επίπεδο που είχε καταγράψει το 2014, εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 84,5% του ΑΕΠ το 2019. Το δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο υποχώρησε το 2018 σε 0,7% του ΑΕΠ – το χαμηλότερο επίπεδο από το 2000 – προβλέπεται να αυξηθεί σε 0,8% 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 εκτιμάται ότι θα σημειώσει μικρή πτώση. Το 2020 το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται ότι θα αυξηθεί ελαφρώς, ενώ το δημόσιο χρέος αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω σε 83,4% του ΑΕΠ από 84,5% το 2019. Σημειώνεται ότι καμία

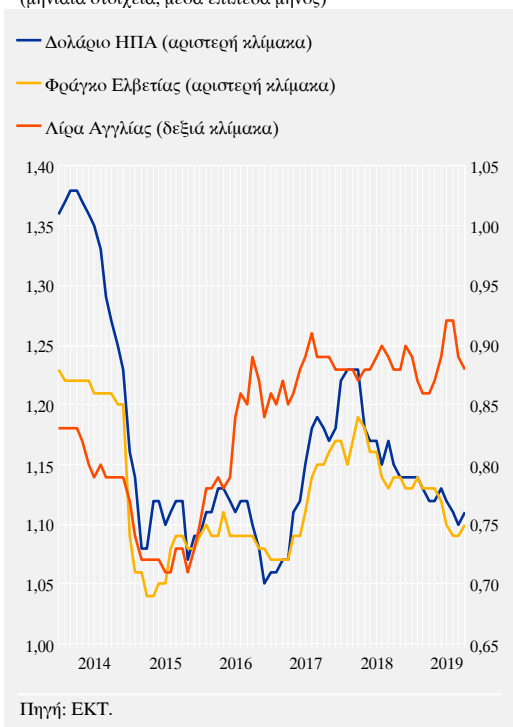
χώρα της ζώνης του ευρώ δεν προβλέπεται να έχει δημοσιονομικό έλλειμμα άνω του 3% του ΑΕΠ το 2020.

Η σημαντική επιβράδυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας το τρέχον έτος αλλά και το 2020 καθιστά αναγκαίο η **οικονομική πολιτική**, τόσο στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο όσο και στις χώρες-μέλη, να επικεντρωθεί στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας, της προσαρμοστικότητας και του αναπτυξιακού δυναμικού της οικονομίας, μέσω της βέλτιστης χρήσης των διαθέσιμων εργαλείων οικονομικής πολιτικής. Στην επιδίωξη αυτή θα πρέπει να ενεργοποιηθούν τόσο η δημοσιονομική πολιτική – αξιοποιώντας τα δημοσιονομικά περιθώρια, όπου υπάρχουν, αλλά και βελτιώνοντας τη σύνθεση των δημόσιων δαπανών υπέρ της ενίσχυσης των επενδύσεων σε υποδομές – όσο και η έμφαση στην υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σε θεσμικό επίπεδο, προτεραιότητα έχει δοθεί από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στην ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και στην ενίσχυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, καθώς και στη θέσπιση ενός δημοσιονομικού μέσου για τη σύγκλιση και την ανταγωνιστικότητα.

**Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες** που περιβάλλουν τις προοπτικές για την ευρωπαϊκή και παγκόσμια οικονομία παραμένουν καθοδικό. Το ευμετάβλητο και απρόβλεπτο στοιχείο στην ασκούμενη οικονομική πολιτική μεγάλων οικονομιών, κυρίως ως προς το διεθνές εμπόριο και την επιβολή ή απειλή επιβολής κυρώσεων ή δασμολογικών μέτρων, η προτίμηση των διμερών και περιφερειακών αντί των πολυμερών εμπορικών συμφωνιών, καθώς και οι αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις κυρίως στη Μέση Ανατολή, προσθέτουν κόστος και αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο και στις εξαγωγές, ενεργώντας ανασχετικά στη διάθεση ανάληψης κινδύνων και άρα στις επενδύσεις και το εισόδημα. Οι παράγοντες αυτοί προστίθενται στο ήδη βεβαρημένο από την κρίση χρηματοοικονομικό περιβάλλον, με τις συσσωρευμένες χρηματοπιστωτικές αδυναμίες, το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος και το χαμηλό ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας.

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

(μηνιαία στοιχεία, μέσα επίπεδα μηνός)



### 2.3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

#### Θετική απόφαση του Eurogroup για την Ελλάδα

Στις 4 Δεκεμβρίου το Eurogroup, με βάση την τέταρτη έκθεση στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ελλάδα έχει προβεί στις αναγκαίες ενέργειες για να επιτύχει τις ειδικές μεταρρυθμιστικές δεσμεύσεις της έως τα μέσα του 2019. Η εξέλιξη αυτή ανοίγει το δρόμο για την αποδέσμευση της δεύτερης δόσης ύψους 767 εκατ. ευρώ των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους. Τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν την απόδοση προς την Ελλάδα των κερδών της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος από τα χαρτοφυλάκια ελληνικών ομολόγων (ANFA και SMP) και την κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου σε δάνεια του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF).

#### Παράταση της προθεσμίας του Brexit

Στις 17 Οκτωβρίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, σε σύνθεση ΕΕ-27, επικύρωσε την αναθεωρημένη συμφωνία αποχώρησης και ενέκρινε την αναθεωρημένη πολιτική διακήρυξη που συμφωνήθηκαν στις 17 Οκτωβρίου 2019 σε επίπεδο διαπραγματευτών ΕΕ και Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ). Κατόπιν αιτήσεως του ΗΒ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε στις 29 Οκτωβρίου την παράταση της προθεσμίας αποχώρησης του ΗΒ από την ΕΕ έως τις 31 Ιανουαρίου 2020, ώστε να δοθεί χρόνος για την επικύρωση της συμφωνίας αποχώρησης. Το ΗΒ μπορεί να αποχωρήσει και νωρίτερα, την 1η Δεκεμβρίου 2019 ή την 1η Ιανουαρίου 2020, εάν η συμφωνία επικυρωθεί από αμφότερα τα μέρη.

#### Νέο δημοσιονομικό μέσο σύγκλισης και ανταγωνιστικότητας

Στο πλαίσιο της βάθυνσης της ONE, στις 7 Οκτωβρίου το Eurogroup συμφώνησε όλα τα βασικά στοιχεία της διακυβέρνησης, της χρηματοδότησης και της κατανομής των πόρων του νέου δημοσιονομικού μέσου σύγκλισης και ανταγωνιστικότητας για την ευρωζώνη, το τελικό μέγεθος του οποίου θα καθοριστεί με την υιοθέτηση του πολυετούς δημοσιονομικού πλαισίου 2021-2027. Στόχος του ενιαίου μέσου είναι η στήριξη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και δημόσιων επενδύσεων, ιδιαίτερα σε περιόδους σοβαρών οικονομικών δυσκολιών.

#### Μεταρρύθμιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ)

Τον Ιούνιο του 2019 το Eurogroup κατέληξε σε ευρεία συμφωνία σχετικά με την αναθεώρηση του κειμένου της Συνθήκης ΕΜΣ για την εφαρμογή της πολιτικής συμφωνίας που επιτεύχθηκε κατά τη Σύνοδο Κορυφής της ευρωζώνης το Δεκέμβριο του 2018. Η συμφωνία αυτή καλύπτει θέματα όπως ο κοινός μηχανισμός ασφαλείας (backstop) για την εξυγίανση των τραπεζών, τα προληπτικά μέσα, καθώς και θεσμικά θέματα συνεργασίας μεταξύ ΕΜΣ και Ευρωπαϊκής Επιτροπής

εντός και εκτός των προγραμμάτων. Οι ηγέτες των χωρών της ευρωζώνης στη Σύνοδο Κορυφής της 21ης Ιουνίου κάλεσαν το Eurogroup να συνεχίσει τις εργασίες του ώστε να καταστεί δυνατή η επίτευξη συνολικής συμφωνίας το Δεκέμβριο.

### 3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ<sup>3</sup>

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των οικονομιών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης<sup>4</sup> εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί το 2019 σε 2,9% από 3,7% το 2018. Η εξέλιξη αυτή για το 2019 οφείλεται πρωτίστως στη μεγάλη επιβράδυνση της τουρκικής οικονομίας και δευτερευόντως στην επιβράδυνση των οικονομιών των Δυτικών Βαλκανίων, ενώ ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ των οικονομιών των δύο χωρών της περιοχής που είναι κράτη-μέλη της ΕΕ, δηλ. της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας, θα παραμείνει ισχυρός.

Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2019 εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί σημαντικά στη **Βουλγαρία** και οριακά στη **Ρουμανία**. Οι δύο αυτές οικονομίες της ΕΕ συνεχίζουν να καταγράφουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, και το γ' τρίμηνο του 2019 είχαν ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ 0,8% και 0,6% αντίστοιχα, έναντι 0,3% κατά μέσο όρο στην ΕΕ-28). Η θετική αναπτυξιακή πορεία των δύο χωρών οφείλεται στην εγχώρια ζήτηση, ενώ οι καθαρές εξαγωγές συνεχίζουν να απομειώνουν το ΑΕΠ. Ειδικότερα, η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει ισχυρή, καθώς εξακολουθεί να υποστηρίζεται από την περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας και τον υψηλό ρυθμό αύξησης των αποδοχών και των συντάξεων, ενώ οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, καθώς εννοούνται από τη μεγαλύτερη απορρόφηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων. Στη Ρουμανία μάλιστα οι μέσες αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκαν και το 2019, για τέταρτο συνεχόμενο έτος, με διψήφιο ρυθμό ανόδου (13,0%, έναντι 16,3% το 2018), ενώ η επίδραση αυτών των αυξή-

σεων στο επίπεδο του πληθωρισμού παραμένει σχετικά περιορισμένη. Ωστόσο, και οι δύο χώρες αντιμετωπίζουν κινδύνους που ενδέχεται να επιβραδύνουν το ρυθμό ανάπτυξής τους. Σε ό,τι αφορά τη **Βουλγαρία**, ο κίνδυνος προέρχεται κυρίως από τις κλιμακούμενες παγκόσμιες εμπορικές εντάσεις και την πιθανότητα περαιτέρω επιβράδυνσης της οικονομίας της Κίνας, η οποία, ως ο δεύτερος μεγαλύτερος εμπορικός εταίρος της χώρας, αναμένεται να επηρεάσει δυσμενώς τη βουλγαρική οικονομία. Επιπρόσθετα, η αυξανόμενη πιστωτική επέκταση, και ιδίως η άνοδος των δανείων προς τα νοικοκυριά (στοιχεία Ιουλίου: άνοδος 19%), εγείρει ανησυχίες αναφορικά με το ενδεχόμενο να εξελιχθούν σε μη εξυπηρετούμενα δάνεια.<sup>5</sup> Όσον αφορά τη **Ρουμανία**, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές ανάπτυξης της χώρας προέρχονται από: α) την πολιτική αβεβαιότητα που δύναται 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 επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, κυρίως μέσω φορολογικών ελαφρύνσεων, με αποτέλεσμα την περαιτέρω διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος.

Στα **Δυτικά Βαλκάνια**, ο υψηλός ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σημαντικά σε 3,1% το 2019, από 4,0% το 2018. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην επιβράδυνση όλων των υπό εξέταση οικονομιών, πλην της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας (βλ. Πίνακα Π.2).

Ειδικότερα, οι ρυθμοί ανάπτυξης της **Αλβανίας, του Μαυροβουνίου, της Σερβίας, και της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης** για το 2019, αν και αναμένεται να παραμείνουν σε σχετικώς υψηλά

3 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.  
4 Οι προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Economic Forecast, Autumn 2019, Νοέμβριος 2019 και EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economy Quarterly – CCEQ, Οκτώβριος 2019) εκτός από τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, για την οποία οι προβλέψεις προέρχονται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.  
5 World Bank Group, Migration and Brain Drain, Europe and Central Asia Economic Update, Οκτώβριος 2019.

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες μεταβολές %)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες μεταβολές %)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Αλβανία	4,1	3,1	3,7	2,0	1,6	2,1	-6,8	-6,5	-5,6
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	3,6	2,8	2,6	1,4	1,1	1,4	-4,1	-4,8	-4,9
Βουλγαρία <sup>2</sup>	3,1	3,6	3,0	2,6	2,4	1,6	4,6	5,5	5,5
Μαυροβούνιο	5,1	3,1	3,0	2,9	0,5	1,3	-17,0	-16,6	-15,8
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	2,7	3,2	3,2	1,5	1,4	1,9	-0,3	-1,4	-2,0
Ρουμανία <sup>2</sup>	4,0	4,1	3,6	4,1	3,9	3,5	-4,4	-5,1	-5,3
Σερβία	4,4	3,1	3,8	2,0	2,5	2,7	-5,2	-6,3	-6,0
Τουρκία	2,8	0,3	3,1	16,3	15,3	10,3	-3,6	-0,6	-0,7

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

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ)*, 3rd Quarter 2019, Οκτώβριος 2019, *European Economic Forecast, Autumn 2019*, Νοέμβριος 2019, 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.

επίπεδα, θα καταγράψουν σημαντική επιβράδυνση συγκριτικά με το 2018, η οποία οφείλεται στην υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και κυρίως στη ραγδαία επιβράδυνση των επενδύσεων για το Μαυροβούνιο και τη Σερβία (ρυθμοί ανόδου 3,2% από 14,7% το 2018 και 7,8% από 17,8% το 2018 αντίστοιχα) και της βιομηχανικής παραγωγής για όλες τις χώρες. Η πτώση της βιομηχανικής παραγωγής στις τρεις πρώτες χώρες (-12%, -2,7%, -4,3% αντίστοιχα το πρώτο εξάμηνο 2019) παρατηρείται κατά κύριο λόγο στους τομείς της ενέργειας, λόγω δυσμενών καιρικών συνθηκών, και των

μετάλλων και υφασμάτων, λόγω μειωμένης ζήτησης από τις ευρωπαϊκές αγορές. Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης των τεσσάρων αυτών οικονομιών το 2020 προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρώς σε 3,3% από 3,1% το 2019.

Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων είναι διαφορετικοί για κάθε χώρα. Στη **Σερβία** σχετίζονται περισσότερο με τις πολιτικές εξελίξεις το 2020 (εκλογές), με το ρυθμό των μεταρρυθμίσεων της χώρας, ειδικότερα στο



δημόσιο τομέα, και με την πρόδοό της ως προς τη διαδικασία ένταξής της στην ΕΕ. Στο **Μαυροβούνιο**, η επανεκκίνηση έργων υποδομής μπορεί μεν να στηρίξει την ανάπτυξη της χώρας, η ολοκλήρωση όμως των μεταρρυθμίσεων, η δημοσιονομική εξυγίανση και η βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης παραμένουν προκλήσεις για τη χώρα. Ευρύτερα, η πρόσφατη (17 Οκτωβρίου 2019) άρνηση των χωρών-μελών της ΕΕ να ορίσουν ημερομηνία έναρξης ενταξιακών διαπραγματεύσεων για την Αλβανία και τη Βόρειο Μακεδονία ενδέχεται να πλήξει σε κάποιο βαθμό τις προσδοκίες και την οικονομική δραστηριότητα σε αυτές.

Στην **Τουρκία**, η οικονομική ανάκαμψη μετά τη συναλλαγματική κρίση του 2018 αποδεικνύεται ταχύτερη των προβλέψεων. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ, η οικονομία εκτιμάται ότι δεν θα βρεθεί σε ύφεση το 2019, αλλά θα επιβραδυνθεί σημαντικά. Ήδη τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους ο τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ υπήρξε θετικός. Η κάμψη της ιδιωτικής καταναλώσης περιορίζεται και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μετατράπηκε σε πλεονασματικό, καθώς η υποτίμηση της τουρκικής λίρας το 2018 συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό στην ανάκαμψη του εξωτερικού τομέα. Από όλες τις συνιστώσες της ζήτησης, η επιβράδυνση προήλθε κυρίως από τη ραγδαία συρρίκνωση των επενδύσεων (-22,8% το πρώτο εξάμηνο, 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 οικονομία της Τουρκίας προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να ανακάμπτει, καταγράφοντας θετικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και το 2020. Ωστόσο, η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, οι μεταβαλλόμενες και συχνά απρόβλεπτες εξελίξεις στις εμπορικές σχέσεις με τις ΗΠΑ και κυρίως οι γεωπολιτικές εξελίξεις στην περιοχή, όπως διαμορφώνονται με την άμεση εμπλοκή της Τουρκίας, εγκυμονούν κινδύνους οι οποίοι είναι δυνατόν να πλήξουν την αναπτυξιακή προοπτική της χώρας.

Ο **πληθωρισμός** παραμένει γενικά χαμηλός

στις περισσότερες χώρες της περιοχής, πλην της Τουρκίας λόγω των εξελίξεων του 2018, αλλά και εκεί σταδιακά αποκλιμακώνεται (βλ. Πίνακα Π.2). Στη **Σερβία**, ο πληθωρισμός επιβραδύνεται σταθερά (στο 1,1% το Σεπτέμβριο), 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% (Αύγουστος: 1,4%), καθώς η συνεχιζόμενη ανατίμηση του αλβανικού λεκ έναντι του ευρώ αντισταθμίζει εν μέρει τις πληθωριστικές πιέσεις από τις αυξήσεις των μισθών και τις αυξημένες τιμές των τροφίμων. 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 υποτίμησης του νομίσματος, η οποία έφθασε το 25,6% έναντι του ευρώ το 2018, υποχωρεί και διαμορφώθηκε στο 10,6% το Νοέμβριο. Το γεγονός αυτό αντανάκλα τη σταδιακή σταθεροποίηση της τουρκικής λίρας από την αρχή του έτους μέχρι σήμερα (υποτίμηση έναντι του ευρώ έως το τέλος Νοεμβρίου 2019: -3,3%). Αυτές οι συναλλαγματικές εξελίξεις επέτρεψαν στην κεντρική τράπεζα της Τουρκίας να μειώσει τρεις φορές το βασικό επιτόκιο πολιτικής, από 24,5% τον Ιούλιο του 2019 σε 14,0% στις 24 Οκτωβρίου 2019.

Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) σε όλες τις χώρες της περιοχής πλην της Βουλγαρίας και της Τουρκίας συνεχίζει να καταγράφει υψηλά ελλείμματα το 2019 (βλ. Πίνακα Π.2). Για το 2019 παρατηρείται ανάμικτη εικόνα. Η επιδείνωση των ΙΤΣ οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών, μετά την αναμενόμενη επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης από σημαντικούς εμπορικούς εταίρους στην ΕΕ, η οποία δεν είναι δυνατόν να αντισταθμιστεί από το βελτιωμένο ισοζύγιο των υπηρεσιών. Το **Μαυροβούνιο**

συνεχίζει να έχει το υψηλότερο έλλειμμα του ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η **Βουλγαρία** αποτελεί τη μοναδική οικονομία που καταγράφει πλεόνασμα, το οποίο εκτιμάται ότι διευρύνθηκε στο 5,5% του ΑΕΠ το 2019, κυρίως λόγω του περιορισμού του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου.

Στην **Τουρκία** το έλλειμμα του ΙΤΣ εκτιμάται ότι περιορίστηκε δραστικά το 2019, στο 0,6% του ΑΕΠ από 3,6% το 2018. Η βελτίωση αυτή σημειώνεται εξαιτίας της συνεχιζόμενης πώσης των εισαγωγών (-17,5% το πρώτο εξάμηνο), λόγω της εξασθένησης της εγχώριας ζήτησης και της ευνοϊκής επίδοσης του τουρισμού που επηρέασε θετικά το ισοζύγιο υπηρεσιών.

Το **δημοσιονομικό αποτέλεσμα** ως ποσοστό του ΑΕΠ επιδεινώθηκε το 2019 στις περισσότερες χώρες της ΝΑ Ευρώπης, πλην του Μαυροβουνίου και της Τουρκίας (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 (αγορά αεροσκαφών F16 από τις ΗΠΑ) το πρώτο εξάμηνο 2019, που αποτελούσε μέρος των δεσμεύσεών της ως μέλους του ΝΑΤΟ.

Ο **ρυθμός πιστωτικής επέκτασης** επιβραδύνεται το 2019 στις περισσότερες χώρες της περιοχής, πλην της Αλβανίας. Στην Τουρκία ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης είναι αρνητικός, καθώς η οικονομία εισήλθε σε ύφεση και αυξήθηκε

δραματικά το κόστος δανεισμού. Το **ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων** εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να μειώνεται το 2019 σε σύγκριση με το 2018 σχεδόν σε όλες τις χώρες, πλην της Τουρκίας εξαιτίας της μεταφοράς ενός ποσοστού των δανείων 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. Τα **τραπεζικά συστήματα** των εν λόγω χωρών εξακολουθούν να εμφανίζουν ικανοποιητικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι, για όσες χώρες υπάρχουν στοιχεία, κυμαίνεται από 14% στην Τουρκία έως 23,2% στη Σερβία. Στην **Τουρκία**, οι τράπεζες παρέμειναν ανθεκτικές από τότε που άρχισε η υποτίμηση της τουρκικής λίρας τον Αύγουστο 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 παραμένει εκτεθειμένο σε τυχόν επιδείνωση της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού και σε πιθανές συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Τέλος, όσον αφορά τη **Βουλγαρία**, η κυβέρνηση φιλοδοξεί να συμμετέχει η χώρα στην ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση πριν από το τέλος του έτους. Πρόσφατη αξιολόγηση έξι τραπεζών από την ΕΚΤ με ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress testing) δημιούργησε ανησυχίες για μη επίτευξη αυτού του στόχου, καθώς δύο τράπεζες της χώρας δεν πληρούν τα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> World Bank Group, όπ.π.

## Πλαίσιο II.1

### Η ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ: ΑΙΤΙΑ, ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η δεκαετία που ακολούθησε τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 χαρακτηρίστηκε από σχετικά αργή μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση, με σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών. Ειδικότερα, κατά την περίοδο 2012-2016, η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας υπήρξε αναμικτή αλλά και άνιση, στηριζόμενη στη δυναμική ανάκαμψη κυρίως των προηγμένων οικονομιών. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες διατήρησαν τον

σχετικά υψηλότερο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, ο οποίος ωστόσο δεν επέστρεψε στα προ κρίσης επίπεδα (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>1</sup>

Παρότι το 2017 η παγκόσμια οικονομία εμφάνισε συγχρονισμένη ανάκαμψη μεταξύ των χωρών, αυτή ήταν πρόσκαιρη. Από το 2018, η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνεται τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, το διεθνές εμπόριο παρουσιάζει τους χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης των τελευταίων ετών (βλ. Διάγραμμα Β), ενώ **οι προοπτικές ανάκαμψης για την παγκόσμια οικονομία κρίνονται αβέβαιες**. Η πρόσφατη συγχρονισμένη παγκόσμια επιβράδυνση αντανακλά επίσης μία γενικευμένη υποχώρηση του ρυθμού αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής, καθώς και των επενδύσεων. Αντίθετα, ο τομέας των υπηρεσιών παραμένει εύρωστος παγκοσμίως, υποστηρίζοντας την αγορά εργασίας, την αύξηση των μισθών και τη ζήτηση στις προηγμένες οικονομίες.

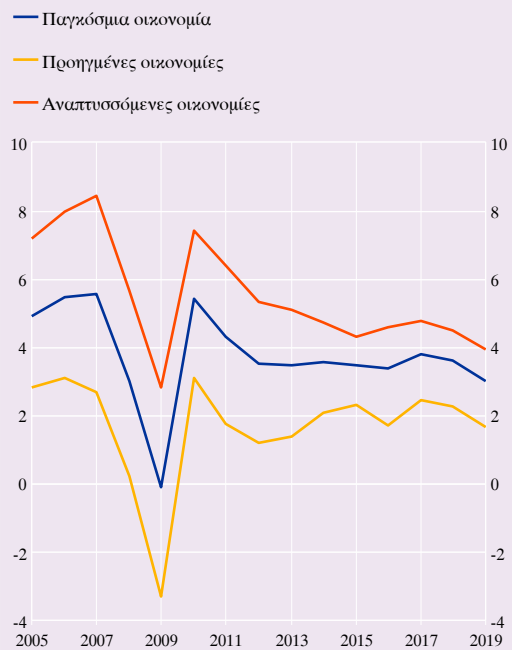
Επίσης σημαντικό χαρακτηριστικό της πρόσφατης επιβράδυνσης αποτελεί η αύξηση της **αβεβαιότητας**, η οποία βρίσκεται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, παρόμοια με εκείνα που είχαν καταγραφεί κατά την κρίση του 2012-2013 στην ευρωζώνη.<sup>2</sup> Σημαντικό μέρος της αβεβαιότητας σχετίζεται με την **επισηφαλή εξέλιξη των διεθνών εμπορικών σχέσεων και της οικονομικής πολιτικής**.<sup>3</sup> Στο παρόν πλαίσιο αναλύονται τα κυριότερα αίτια της πρόσφατης επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και αναφέρονται οι βασικοί κίνδυνοι και ο ρόλος των οικονομικών πολιτικών για την ανθεκτικότητα και τη δυναμική ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας.

### Κυριότερα αίτια της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας

Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας αντανακλά τη μείωση των συνολικών επενδύσεων (ως ποσοστού του ΑΕΠ) συγκριτικά με την πορεία της αντίστοιχης συνολικής αποταμίευσης παγκοσμίως, ιδίως μετά την κρίση του 2008.<sup>4</sup> Η εξέλιξη αυτή μπορεί να αναλυθεί με βάση τόσο κυκλικούς όσο και διαρθρωτικούς παράγοντες, οι οποίοι έχουν επηρεάσει αρνητικά κυρίως τις επενδύσεις. Οι κυκλικόι παράγοντες αφορούν συγκυριακά και άλλα γεγονότα, η αρνητική επίδραση των οποίων στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να είναι παροδική. Από την άλλη πλευρά, οι διαρθρωτικοί παράγοντες ασκούν πιο μόνιμη επίδραση, με αρνητικές επιπτώσεις για τη δυναμική της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας μακροχρόνια.

**Διάγραμμα Α Ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης (2005-2019)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: IMF, WEO database, Οκτώβριος 2019.  
Σημείωση: Για το 2019 εκτιμήσεις.

1 Το μερίδιο των αναπτυσσόμενων οικονομιών στο παγκόσμιο ΑΕΠ ήταν 59% το 2018, έναντι 49% το 2007, με αποτέλεσμα η αναμικτή τους ανάκαμψη να συμβάλει περισσότερο στο παγκόσμιο προϊόν σε σχέση με το παρελθόν.

2 Ahir, H., N. Bloom and D. Furceri (2018), "World Uncertainty Index", Stanford mimeo (γ' τρίμηνο 2019), καθώς και υποδείκτης εμπιστοσύνης των δεικτών Tracking Indexes for the Global Economic Recovery (TIGER) που καταρτίζονται από το Brookings Institution και τους Financial Times (Απρίλιος 2019).

3 Baker, S.R., N. Bloom and S.J. Davis, Global Economic Policy Uncertainty (GEPUI) Index (Σεπτέμβριος 2019) και World Trade Uncertainty Index των Ahir et al. (2018), όπ. παρ.

4 World Bank, World Development Indicators (WDI) (Οκτώβριος 2019).

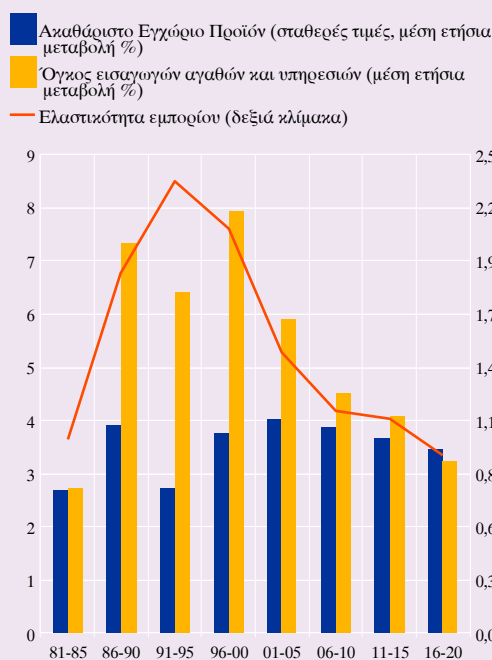
Ειδικότερα, η πρόσφατη ενίσχυση του **εμπορικού προστατευτισμού**, με την εισαγωγή δασμών στις εμπορικές ροές μεταξύ Κίνας και ΗΠΑ στο πλαίσιο και των κινήσεων τεχνολογικού προστατευτισμού στις δύο χώρες, μείωσε το ρυθμό ανόδου του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου και συνέβαλε στην κυκλική επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας.<sup>5</sup> Συνολικά, ο αριθμός των νέων εμπορικών περιορισμών (ανά έτος) αυξήθηκε παγκοσμίως από 230 το 2012 σε 945 το 2018, ενώ τα μη δασμολογικά περιοριστικά μέτρα, ιδίως τεχνικού περιεχομένου (technical barriers to trade), επηρεάζουν περίπου το 70% του παγκόσμιου εμπορίου.<sup>6</sup> Ο εμπορικός προστατευτισμός ενίσχυσε την αβεβαιότητα γύρω από τις υφιστάμενες εμπορικές σχέσεις και συμβάσεις, με περαιτέρω αρνητικές επιπτώσεις στο οικονομικό κλίμα και το παγκόσμιο εμπόριο. Αυτό αντανάκλαται στην ελαστικότητα του όγκου του εμπορίου ως προς το πραγματικό προϊόν, η οποία, ενώ υποχωρεί σταδιακά από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, εκτιμάται ότι θα μειωθεί περαιτέρω από 1,2 την περίοδο 2006-2010 σε 0,9 την περίοδο 2016-2020 (βλ. Διάγραμμα Β).

Ο εμπορικός προστατευτισμός συνεπάγεται επίσης σημαντικά κόστη προσαρμογής (adjustment costs) για τις επιχειρήσεις, μειώνοντας τις επενδύσεις και την παραγωγικότητα, καθώς και τη συνολική δραστηριότητα στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας (global value chains).<sup>7</sup> Οι αρνητικές επιπτώσεις του προστατευτισμού διαχέονται αναπόδραστα και στον τομέα των υπηρεσιών, καθώς πολλά αγαθά που υπόκεινται σε δασμούς συνδυάζονται με παρεχόμενες διεπιχειρησιακές υπηρεσίες (μάρκετινγκ, εφοδιαστική αλυσίδα, νομικές υπηρεσίες κ.λπ.). Η ένταση στις διμερείς εμπορικές σχέσεις μειώνει την οικονομική δραστηριότητα και σε τρίτες χώρες μέσω των διαταραχών που προκαλούνται στις αγορές εμπορευμάτων και κεφαλαίων. Συνολικά, η αρνητική επίδραση της εμπορικής διαμάχης Κίνας-ΗΠΑ στο παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται σε 0,8% σωρευτικά για την περίοδο 2017-2020.<sup>8</sup>

Η μείωση του παγκόσμιου εμπορίου και της οικονομικής δραστηριότητας συνάδει με την παρατηρούμενη **μείωση της δραστηριότητας στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας**, ήδη από το τέλος της κρίσης του 2008 και πριν από την πρόσφατη ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού.<sup>9</sup> Αυτό οφείλεται αφενός στη σταδιακή ενίσχυση του τομέα των υπηρεσιών σε σύγκριση με τον τομέα της μετα-

**Διάγραμμα Β ΑΕΠ, όγκος εισαγωγών και ελαστικότητα εμπορίου για την παγκόσμια οικονομία (1981-2020)**

(μέσοι όροι πενταετίας)



Πηγές: IMF, WEO database, Οκτώβριος 2019, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Για το 2019 εκτιμήσεις και για το 2020 προβλέψεις.

5 Η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ σε αγροτικά και βιομηχανικά προϊόντα (ύψους 25%) και σε αεροπλάνα (ύψους 10%) προέλευσης από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) αναμένεται να έχει πολύ μικρή επίπτωση στις διμερείς εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ-ΕΕ, καθώς ο όγκος των συναλλαγών αποτελεί μόλις το 2% των συνολικών διμερών εμπορικών ροών.

6 Global Trade Alert Database (Σεπτέμβριος 2019) και UNCTAD, *Key Statistics and Trends in Trade Policy 2018*, Φεβρουάριος 2019.

7 Η σημαντική αύξηση τις τελευταίες δεκαετίες του εμπορίου ενδιάμεσων αγαθών μέσω των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας ενισχύει την εμπορική διασύνδεση των οικονομιών και μεγεθύνει τις αρνητικές επιπτώσεις του εμπορικού προστατευτισμού.

8 IMF, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2019.

9 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2014-2015*, Ιούνιος 2015, Ειδικό θέμα Π.1 "Η επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου: αίτια και προοπτικές".

ποίησης. Αφετέρου, η διατήρηση βιώσιμων αλυσίδων αξίας σε παγκόσμιο επίπεδο απαιτεί υψηλά επιχειρηματικά κεφάλαια κίνησης και συνεπώς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Το 35% του παγκόσμιου εμπορίου χρηματοδοτείται μέσω τραπεζικού δανεισμού, ενώ το 80% της τραπεζικής χρηματοδότησης του εμπορίου συνομολογείται σε δολάρια.<sup>10</sup> Επομένως, ο χαμηλός ρυθμός προσφοράς πιστώσεων συγκριτικά με τα προ κρίσης επίπεδα και η ενίσχυση του δολαρίου από το 2014, που καθιστά δαπανηρότερη, ιδίως για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, την τιμολόγηση των εμπορικών συναλλαγών σε δολάρια, μείωσαν τη δραστηριότητα στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας και τον όγκο του εμπορίου (βλ. Διάγραμμα Β).

Επιπρόσθετα, διάφοροι **οικονομικοί και πολιτικοί παράγοντες στην Ευρωπαϊκή Ένωση** συνέβαλαν καθοριστικά στην ανάσχεση της δυναμικής της οικονομικής ανάκαμψης στην περιοχή και στην αύξηση του κλίματος αβεβαιότητας. Οι αλλαγές στη νομοθεσία για τους ρύπους των αυτοκινήτων μείωσαν σημαντικά την οικονομική δραστηριότητα στον τομέα της μεταποίησης στην ευρωζώνη, και ιδίως στη Γερμανία. Ο παράγοντας αυτός τείνει να λάβει διαρθρωτικό χαρακτήρα, καθώς παρατηρείται σημαντική κάμψη στη ζήτηση αυτοκινήτων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (όπως ντζέλ). Η πτώση στον κλάδο της αυτοκινητοβιομηχανίας οφείλεται ωστόσο και στην κάμψη της ζήτησης εξαιτίας της κατάργησης των σχετικών φορολογικών κινήτρων στην Κίνα. Επιπλέον, στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι παρατεταμένες και άκαρπες συζητήσεις για την έξοδο της χώρας από την ΕΕ επέτειναν τον κίνδυνο μη συντεταγμένου Brexit, ενισχύοντας το κλίμα πολιτικής αβεβαιότητας που κυριαρχεί τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε διεθνές επίπεδο και επιδρώντας αρνητικά στις επενδύσεις.<sup>11</sup>

Παράλληλα, η επιβράδυνση ορισμένων προηγμένων οικονομιών στα τέλη του 2018, όπως των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας, είναι αποτέλεσμα της **ωρίμανσης του οικονομικού κύκλου**. Η οικονομική μεγέθυνση στις ΗΠΑ, που ξεκίνησε τον Ιούνιο του 2009, είναι η μεγαλύτερη σε διάρκεια που έχει παρατηρηθεί από το 1945 και έχει ως αποτέλεσμα τη σωρευτική αύξηση του ΑΕΠ κατά 26% και τη μείωση της ανεργίας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.<sup>12</sup> Επίσης, η κυκλική επιβράδυνση πολλών αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, όπως της Βραζιλίας, του Μεξικού και της Ινδίας, κυρίως λόγω **ιδιοσυγκρασιακών παραγόντων**, συντείνει στην επιβράδυνση του παγκόσμιου προϊόντος.

Από την άλλη πλευρά, καθοριστικός διαρθρωτικός παράγοντας που συμβάλλει στην επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας είναι η **μετάβαση της οικονομίας της Κίνας** σε ένα περισσότερο ισόρροπο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης. Η μείωση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης της Κίνας από το 10% το 2010 στο 6,6% το 2018, με τάση περαιτέρω επιβράδυνσης μεσοπρόθεσμα, οφείλεται εν μέρει στη μείωση των εγχώριων επενδύσεων και των εξαγωγών (ως ποσοστού στο ΑΕΠ) και στην αύξηση της εγχώριας κατανάλωσης. Η σημαντική διασύνδεση της Κίνας με άλλες οικονομίες, ιδίως με τους καθαρούς εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων (μετάλλων, πετρελαίου), υποδηλώνουν ότι μία απότομη επιβράδυνση της οικονομικής της ανάπτυξης θα επιδράσει αρνητικά στην παγκόσμια οικονομία, μέσω του εμπορίου, της εμπιστοσύνης και των αγορών εμπορευμάτων και κεφαλαίων. Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι μια απότομη μείωση της εγχώριας ζήτησης της Κίνας κατά 1% θα μειώσει την παγκόσμια ανάπτυξη κατά 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας σε διάστημα ενός έτους.<sup>13</sup>

10 Shin, H.S. (2019), "What is behind the recent slowdown?", Bank for International Settlements, 14.5.2019.

11 Η αναθεωρημένη Συμφωνία Αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, η οποία εγκρίθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 17 Οκτωβρίου 2019, δεν κυρώθηκε από τη Βουλή των Κοινοτήτων. Προκειμένου να ολοκληρωθεί η κυρωτική διαδικασία, ως νέα ημερομηνία εξόδου του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ ορίστηκε η 31η Ιανουαρίου 2020.

12 Οικονομικά στοιχεία από το National Bureau of Economic Research (NBER) και το Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis.<sup>11</sup>

13 Banco de España, *Annual Report 2018*. Με βάση μελέτη της ΕΚΤ, μια επιβράδυνση του ΑΕΠ της Κίνας κατά 3,3% σωρευτικά σε τρία χρόνια θα μειώσει το ΑΕΠ της ευρωζώνης κατά 0,3% (ECB, *Economic Bulletin*, Issue 7/2017).



Πρόσθετοι παράγοντες, όπως η **γήρανση του πληθυσμού** στις προηγμένες οικονομίες, η οποία αυξάνει την οριακή ροπή προς αποταμίευση, καθώς και η συρρίκνωση του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας και η μείωση της παραγωγικότητας, επιδρούν αρνητικά στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και περιορίζουν τις προοπτικές μεγέθυνσης μακροπρόθεσμα. Τα **χαμηλά επίπεδα επενδύσεων**, ιδίως σε αναπτυσσόμενες οικονομίες, μειώνουν την ένταση του κεφαλαίου (capital deepening, δηλ. μειώνουν το λόγο του κεφαλαίου προς εργαζόμενο) και τη συνολική παραγωγικότητα των οικονομιών. Επίσης, **γεωπολιτικοί παράγοντες** εντείνουν την αβεβαιότητα και τις διαταραχές στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων και ενισχύουν τους κινδύνους για τη δυναμική της ανάπτυξης μακροπρόθεσμα.

Τέλος, **οικονομικοί παράγοντες που εμμένουν μετά την κρίση του 2009** συμβάλλουν στην επιβράδυνση των οικονομιών. Το ιδιωτικό και δημόσιο χρέος παραμένει υψηλό σε πολλές προηγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, παρά τη συνεχιζόμενη διαδικασία απομόχλευσης. Παράλληλα, η πολιτική της νομισματικής χαλάρωσης και εκτεταμένης παροχής ρευστότητας των τελευταίων ετών συνέβαλε στην κυκλική ανάπτυξη πολλών οικονομιών, αλλά και στην περαιτέρω συσσώρευση ιδιωτικού χρέους για τη χρηματοδότηση κυρίως εταιρικών συγχωνεύσεων και λιγότερο για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Τα χαμηλά, ακόμη και αρνητικά, επιτόκια μειώνουν την απόδοση των επενδύσεων, ενώ η αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών έχει αυξήσει σημαντικά την ανάληψη υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου. Στον τραπεζικό κλάδο, οι αυστηρότερες απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες, στο πλαίσιο και των πρόσφατων θεσμικών αλλαγών (Βασιλεία III), και τα χαμηλά περιθώρια κερδοφορίας των πιστωτικών ιδρυμάτων περιορίζουν το ρυθμό πιστωτικής επέκτασης σε ορισμένες προηγμένες κυρίως οικονομίες.

#### **Κίνδυνοι περαιτέρω επιδείνωσης και πολιτικές ανάσχεσης της παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης**

Σύμφωνα με διεθνείς οργανισμούς, ενδεχόμενη περαιτέρω ενίσχυση των ανωτέρω ανασταλτικών παραγόντων δύναται να οδηγήσει την παγκόσμια οικονομία σε ακόμη βραδύτερους ρυθμούς μεγέθυνσης. Επιπρόσθετα, έχουν ενταθεί οι ανησυχίες για μια επικείμενη ύφεση, ακόμη και μέσα στο 2020.<sup>14</sup> Το γ' τρίμηνο του 2019, η αισιοδοξία των επιχειρήσεων για τις προοπτικές της οικονομίας (όπως καταγράφεται στην έρευνα CFO Global Business Outlook) βρέθηκε στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων τριών ετών στις περισσότερες γεωγραφικές περιοχές, ενώ ο δείκτης πιθανότητας ύφεσης στις ΗΠΑ μέσα στους επόμενους 12 μήνες (Wall Street Journal) αυξήθηκε σε 34% τον Οκτώβριο από 18% τον Οκτώβριο του 2018.<sup>15</sup> Μία γενικευμένη επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας θα έχει αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις στις προσδοκίες των επενδυτών και στη μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και επομένως στην εκροή επενδυτικών κεφαλαίων κυρίως από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Επιπλέον, μια παρατεταμένη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας αυξάνει τον κίνδυνο οι χαμηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης να εμπεδωθούν στις προσδοκίες, με αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση των επενδύσεων και του δυναμικού προϊόντος και την ενίσχυση των εισοδηματικών ανισοτήτων μεταξύ προηγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών.

Ο ρόλος της οικονομικής πολιτικής είναι κρίσιμος για την ανάσχεση της επιβράδυνσης και για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Οι προοπτικές ανάκαμψης του παγκόσμιου εμπορίου

14 Τεχνική ύφεση είναι η καταγραφή δύο συνεχόμενων τριμήνων αρνητικού ρυθμού μεγέθυνσης. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης κάτω από το 2,5% σηματοδοτεί επίσης ύφεση για την παγκόσμια οικονομία (IMF, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2019).

15 CFO Global Business Outlook του Πανεπιστημίου Duke (Σεπτέμβριος 2019) που προκύπτει βάσει έρευνας ερωτηματολογίου σε οικονομικούς διευθυντές επιχειρήσεων σε διάφορες χώρες και Wall Street Journal, Economic Forecasting Survey (Οκτώβριος 2019) για την οικονομία των ΗΠΑ βάσει έρευνας ερωτηματολογίου σε οικονομολόγους. Και οι δύο θεωρούνται πρόδρομοι δείκτες πρόβλεψης της οικονομικής δραστηριότητας.

και της παγκόσμιας οικονομίας βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στο συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, καθώς και στην εποικοδομητική πολυμερή συνεργασία μεταξύ κρατών.<sup>16</sup> Σε παγκόσμιο επίπεδο, είναι σημαντικό να ενταθούν οι προσπάθειες στο πλαίσιο του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου για την επίτευξη συμφωνιών, βάσει κοινών κανόνων και με ευρεία συμμετοχή χωρών, και για τη μείωση της οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας. Η επίλυση των διενέξεων γύρω από το εμπόριο αγαθών και την κατοχή της τεχνολογίας, καθώς και το σταδιακό άνοιγμα των σχετικά κλειστών οικονομιών στο εμπόριο και τις επενδύσεις, είναι επίσης κρίσιμης σημασίας.

Οι κεντρικές τράπεζες, από την πλευρά τους, θα πρέπει να συνεχίσουν να επιδιώκουν, με όλα τα μέσα που έχουν στη διάθεσή τους, τη σταθεροποίηση του πληθωρισμού γύρω από τους στόχους και τη διατήρηση παγιωμένων πληθωριστικών προσδοκιών. Επίσης, επιβάλλεται η στενότερη παρακολούθηση και αντιμετώπιση πιθανών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα από τις δραστηριότητες των τραπεζικών και μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, μέσω της μακροπροληπτικής πολιτικής. Ταυτόχρονα, είναι αναγκαίο, σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και οικονομικής επιβράδυνσης, η πολιτική αυτή να έχει ενισχυμένο αντικυκλικό ρόλο για τη στήριξη του δανεισμού και, εν τέλει, της οικονομικής δραστηριότητας.<sup>17</sup>

Δεδομένων των περιορισμών της νομισματικής πολιτικής, είναι σκόπιμο η δημοσιονομική πολιτική να αποκτήσει πιο ενεργό ρόλο, όταν υπάρχει το απαιτούμενο δημοσιονομικό περιθώριο.<sup>18</sup> Συγκεκριμένα, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί σε δημόσιες επενδύσεις ή επενδυτικές συνεργασίες του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα που στοχεύουν σε υποδομές, έρευνα και τεχνολογία και ανάπτυξη των δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού. Οι χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος και περιορισμένο δημοσιονομικό περιθώριο υπάρχει ο κίνδυνος να παγιδευθούν σε μία παρατεταμένη κατάσταση υψηλού χρέους και χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης, πράγμα που καθιστά ακόμη πιο επιβεβλημένο τον προσεκτικό σχεδιασμό του συνδυασμού των μακροοικονομικών πολιτικών. Ένα μίγμα πολιτικής φιλικό προς την ανάπτυξη συμβάλλει στην άμεση στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας και στην αύξηση του δυναμικού προϊόντος μακροπρόθεσμα, συνεισφέροντας έτσι και στη βιωσιμότητα του χρέους. Τέλος, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις συμβάλλουν στην ανθεκτικότητα της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά και στην αντιμετώπιση πιο μακροπρόθεσμων προβλημάτων, όπως είναι η γήρανση του πληθυσμού και η κλιματική αλλαγή.

16 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το 2018, Πλαίσιο II.1 “Η οικονομική ανθεκτικότητα της ζώνης του ευρώ”, σελ. 41.

17 Luis de Guindos, Αντιπρόεδρος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, ομιλία με θέμα “Financial Supervision and Financial Stability Ten Years after the Crisis: Achievements and Next Steps”, CIRS Annual International Conference 2019, Λισσαβόνα, 4 Ιουλίου 2019. Για τα πλεονεκτήματα από το συντονισμό της νομισματικής και της μακροπροληπτικής πολιτικής για τη σταθεροποίηση της οικονομίας σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, βλ. και Rubio, M. and F. Yao (2019), “Macprudential Policies in a Low Interest Rate Environment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 10.1111/jmcb.12662.

18 Γιάννης Στουρνάρας, Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, ομιλία με θέμα “Greece in Europe: Reasons for Optimism”, Annual Stavros Niarchos Foundation Lecture, Πανεπιστήμιο Yale, 19 Σεπτεμβρίου 2019.

## III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

*Εξωτερικοί παράγοντες προκάλεσαν, ήδη από το 2018, εξασθένηση της οικονομικής ανάκαμψης και συνεπώς και των πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ. Με στόχο την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε σειρά μέτρων πολιτικής στη διάρκεια του 2019: μείωση του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, βελτίωση των όρων τήρησης ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες, επανέναρξη οριστικών αγορών τίτλων σε καθαρή βάση (πλέον των τίτλων που αποκτώνται για επανεπένδυση), διεξαγωγή τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Ως πλέον πρόσφατες καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) σχετικά με την πιθανή μελλοντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Σεπτέμβριο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν στα επίπεδα που έχουν διαμορφωθεί μετά την τελευταία αναπροσαρμογή προς τα κάτω, χωρίς να αποκλείονται περαιτέρω μειώσεις. Οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση θα συνεχιστούν επί όσο χρονικό διάστημα χρειαστεί – θα μηδενιστούν και πάλι λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση των βασικών επιτοκίων. Τέλος, η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος θα εξακολουθήσει για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια.*

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

Ήδη από τα τέλη του 2018, η διασταύρωση (cross-checking) των ευρημάτων της οικονομικής ανάλυσης που διεξάγει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με τα ευρήματα της νομισματικής ανάλυσής του, η οποία αποτελεί τη βάση για τη λήψη αποφάσεων όσον αφορά τη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, οδηγούσε στο συμπέρασμα ότι η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνεται. Η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του

ΑΕΠ έχει ως αποτέλεσμα την εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων. Παράλληλα, οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ κατέστησαν καθοδικοί, κυρίως λόγω εξελίξεων στον υπόλοιπο κόσμο.

Ως πρώτη αντίδραση στη διαπιστωθείσα εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων στη Νομισματική Ένωση, το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε τη διεξαγωγή νέας σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) κατά την περίοδο από τα τέλη του 2019 μέχρι τις αρχές του 2021. Όπως συνέβη και με την προηγούμενη σειρά στοχευμένων πράξεων, η οποία είχε διεξαχθεί κατά τη χρονική περίοδο 2016-2017, οι όροι υπό τους οποίους χορηγείται από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση στα πιστωτικά ιδρύματα (δηλ. κυρίως εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες) είναι τόσο ευνοϊκότεροι όσο εντονότερη είναι η πιστοδοτική τους δραστηριότητα όσον αφορά την πραγματική οικονομία. Παράλληλα με τη δρομολόγηση αυτών των πράξεων, το Ευρωσύστημα εξακολούθησε την πολιτική επανεπένδυσης (σε νέα επιλέξιμα χρεόγραφα με βάση το κανονιστικό πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων – APP) του προϊόντος της εξόφλησης τίτλων κτηθέντων κατά το παρελθόν από το Ευρωσύστημα σε εκτέλεση του εν λόγω προγράμματος αγοράς. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο, με στόχο την εν γένει άμβλυση της αβεβαιότητας στην οικονομία, συνέχισε να παρέχει καθοδηγητικές ενδείξεις όσον αφορά την πιθανή μελλοντική πορεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (forward guidance).

Το Σεπτέμβριο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, επικεντρώνόμενο μεταξύ άλλων στη διαμόρφωση των δεικτών πληθωριστικών προσδοκιών κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, αλλά και στη σημαντική ανθεώρηση προς τα κάτω των οικονομετρικών προβλέψεων που του υπέβαλαν οι εμπειρο-

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 12.12.2019.

γνώμονες της ΕΚΤ για το ρυθμό καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) ιδίως κατά τα επόμενα 2 έτη (έναντι των προβλέψεων που είχαν υποβληθεί τον Ιούνιο), αποφάσισε τη λήψη δέσμης μέτρων. Μέσω αυτής θα παρασχεθεί επιπλέον νομισματική ώθηση στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, ώστε οι προοπτικές για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό να καταστούν συνεπείς με στέρεα και όχι παροδική προσέγγιση των επιθυμητών τιμών. Μάλιστα θα πρέπει να προκύπτει ότι η προσέγγιση θα ολοκληρωθεί εντός του κατά το μέγιστο τριετούς προβλεπτικού ορίζοντα των μακροοικονομικών προβολών που υποβάλλονται ανά τρίμηνο στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Τα μέτρα που αποφασίστηκαν το Σεπτέμβριο περιλαμβάνουν τα εξής:

- 1 Μείωση του επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο -0,50%.
- 2 Ανακοίνωση ότι δεν αποκλείεται περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων στο μέλλον, εάν διαπιστωθεί ότι, παρά τα ισχύοντα μετά τη μείωση του Σεπτεμβρίου πολύ χαμηλά επίπεδα επιτοκίων, ο πληθωρισμός δεν θα επιστρέψει στις επιθυμητές τιμές εντός του μεσοπρόθεσμου ορίζοντα (όπως προσδιορίστηκε παραπάνω).
- 3 Επανεναρξη καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων. Η αξία των αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος θα υπερβαίνει κάθε μήνα τις εξοφλήσεις τίτλων (κτηθέντων κατά το παρελθόν σε εφαρμογή του προγράμματος) στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος κατά 20 δισεκ. ευρώ.
- 4 Ανακοίνωση ότι θα συνεχιστούν οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση μέχρι λίγο πριν το χρονικό σημείο κατά το οποίο θα αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια. Προδιαγράφεται επίσης συνέχιση της πολιτικής επανεπένδυσης μετά από το εν λόγω χρονικό σημείο για όσο χρειαστεί να παραμείνει υψηλός ο βαθμός στον οποίο η νομισματική πολιτική ακολουθεί αρκούντως διευκολυντική κατεύθυνση.
- 5 Θέσπιση δυνατότητας αγοράς τίτλων που έχουν εκδοθεί από τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ και ανήκουν στις κατηγορίες των προϊόντων τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών, καλυμμένων ομολογιών και χρεογράφων μη τραπεζικών επιχειρήσεων ακόμη και με απόδοση περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.
- 6 Βελτίωση των όρων διεξαγωγής της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με (α) προσφορά (υπό προϋποθέσεις) στα πιστωτικά ιδρύματα ακόμη ελκυστικότερου επιτοκίου χρηματοδότησης (θα μπορεί να καθίσταται τόσο χαμηλό όσο το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων) και (β) επιμήκυνση της διάρκειας των πράξεων από δύο σε τρία έτη, ενώ επιπλέον (γ) χορηγήθηκε δικαίωμα πρόωρης εξόφλησης της χρηματοδότησης που θα αντληθεί μέσω αυτών των πράξεων.
- 7 Προσφορά μηδενικού επιτοκίου για σημαντικό μέρος των ρευστών διαθεσίμων που τα πιστωτικά ιδρύματα τηρούν στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες. Μέχρι τώρα τα διαθέσιμα τα οποία τα πιστωτικά ιδρύματα κατέθεταν στο Ευρωσύστημα (πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων) τοκίζονταν με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Τα παραπάνω μέτρα αλληλοσυμπληρώνονται και αλληλοενισχύονται. Επιδρώντας συνδυαστικά, θα συμβάλουν ώστε να βελτιωθούν περαιτέρω οι συνθήκες χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και των πληθωριστικών πιέσεων. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο 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 κατευθύνεται σταθερά προς τις επιθυμητές τιμές.

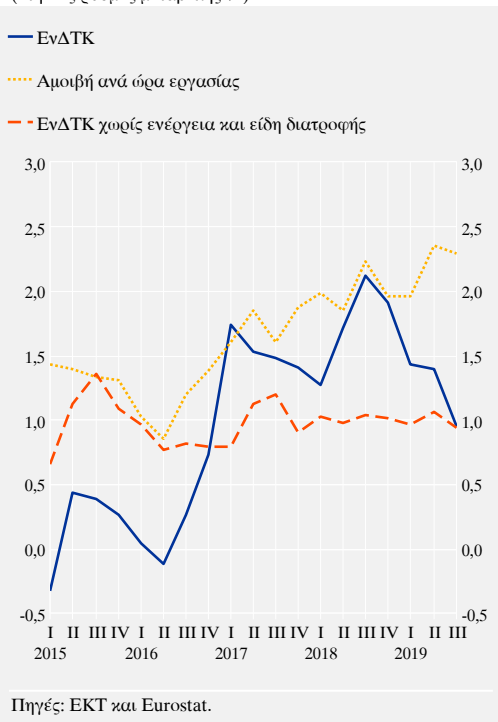
## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Το Μάρτιο του 2015 το Ευρωσύστημα άρχισε να πραγματοποιεί σε ευρεία κλίμακα οριστικές αγορές τίτλων από τους αντισυμβαλλομένους του (κυρίως εμπορικές ή επενδυτικές τράπεζες) με στόχο να αποσοβηθεί η ανάπτυξη συνθηκών αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Με τις αγορές τίτλων επιδιώκεται αύξηση του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος και ισοδύναμη ενίσχυση της ρευστότητας του τραπεζικού τομέα, η οποία συντελεί σε περαιτέρω χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, παρά το ότι το επίπεδο των βασικών επιτοκίων παραμένει αμετάβλητο. Ειδικότερα, στο πλαίσιο του προγράμματος αγορών τίτλων (APP) το Ευρωσύστημα, ενεργώντας σε μεγάλο βαθμό σε αποκεντρωμένη βάση, αποκτά από κάποιους αντισυμβαλλομένους του (μεταξύ αυτών που δραστηριοποιούνται στη δευτερογενή ή σε ορισμένες περιπτώσεις και την πρωτογενή αγορά τίτλων) χρεόγραφα εκφρασμένα σε ευρώ. Τα εν λόγω χρεόγραφα απαρτίζονται από (1) τίτλους τους οποίους έχει εκδώσει ο δημόσιος τομέας, δηλ. κρατικά ομόλογα, χρεόγραφα δημόσιων φορέων εκτός κεντρικών κυβερνήσεων, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων επιχειρήσεων, χρεόγραφα διεθνών οργανισμών ή πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών εγκατεστημένων στη ζώνη του ευρώ, (2) καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες τις οποίες έχουν εκδώσει πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ, (3) προϊόντα τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών έναντι του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ και (4) ομολογιακούς τίτλους τους οποίους έχουν εκδώσει μη τραπεζικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ.

Από το 2017 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ άρχισε να μειώνει σταδιακά το ύψος των κατά μήνα καθαρών αγορών τίτλων. Τον

**Διάγραμμα III.1 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή και αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2015-γ' τρίμηνο 2019)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



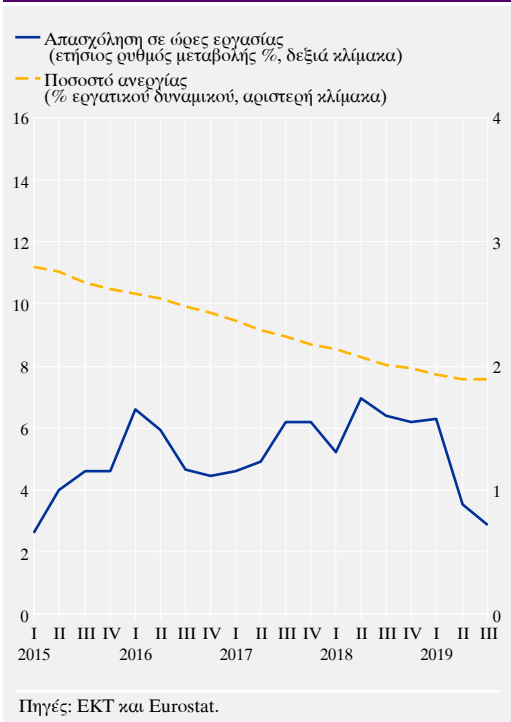
Οκτώβριο του 2018 οι μηνιαίες καθαρές αγορές μειώθηκαν από 30 σε 15 δισεκ. ευρώ, ενώ από την αρχή του 2019 και ύστερα οι καθαρές αγορές τίτλων μηδενίστηκαν.

Κατά τους μήνες που ακολούθησαν αυτές τις αποφάσεις, στα τέλη του 2018 και στις αρχές του 2019, άρχισαν να συγκεντρώνονται ενδείξεις σημαντικής εξασθένησης του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, χωρίς ωστόσο να διακοπεί η οικονομική ανάκαμψη.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμαινε (και εξακολουθεί να επισημαίνει) ότι ορισμένες γεωπολιτικές εξελίξεις προξενούν αβεβαιότητα, καθώς υιοθετούνται μέτρα προστατευτισμού, ενώ πολλές αναδυόμενες οικονομίες εμφανίζονται ευάλωτες. Από την άλλη πλευρά, παρατηρούνται εξελίξεις στη Νομισματική Ένωση, όπως η ισχυρή άνοδος του επιπέδου απασχόλησης και η αύξηση των



**Διάγραμμα III.2 Απασχόληση και ανεργία στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2015-γ' τρίμηνο 2019)**



μισθών, οι οποίες επηρεάζουν θετικά την οικονομική δραστηριότητα και συγκρατούν την περαιτέρω επιβράδυνση του πληθωρισμού (βλ. Διαγράμματα III.1 και III.2).

Προκειμένου να αντισταθμιστεί η επίδραση της επιβράδυνσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στην εξέλιξη των τιμών και κατά συνέπεια στην πιθανότητα το Ευρωσύστημα να επιτύχει το μεσοπρόθεσμο στόχο για πληθωρισμό λίγο κάτω του 2%, το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο δρομολόγησε εκ νέου (για τρίτη φορά) τη διεξαγωγή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) με τριμηνιαία συχνότητα μεταξύ Σεπτεμβρίου 2019 και Μαρτίου 2021 (βλ. Πίνακα III.1).

Είχε επίσης ανακοινωθεί ότι ο καθορισμός του επιτοκίου στις πράξεις TLTRO-III θα προέκυπτε κατόπιν διεξοδικής ανάλυσης του ρόλου των τραπεζών στο μηχανισμό μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Για

τον προσδιορισμό του μαθηματικού τύπου υπολογισμού του επιτοκίου θα λαμβάνονταν επίσης υπόψη οι τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις. Επιπρόσθετα, το Μάρτιο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο παρέτεινε κατά ένα και πλέον έτος, τουλάχιστον μέχρι το β' τρίμηνο του 2021, την ημερομηνία μέχρι την οποία οι τακτικές πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης θα διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό στη ρευστότητα προς χορήγηση από το Ευρωσύστημα.

Εξάλλου, κατά το χρονικό διάστημα από την αρχή του 2019 μέχρι τη συνεδρίασή του στα μέσα Σεπτεμβρίου 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρείχε τις εξής καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) με αντικείμενο τα πιθανά μέτρα νομισματικής πολιτικής στο μέλλον.

Πρώτον, το Διοικητικό Συμβούλιο είχε προδιαγράψει, για μετά τα τέλη του 2019, το χρονικό σημείο οπότε ενδέχεται να λάβει χώρα η πρώτη αύξηση των βασικών επιτοκίων. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο είχε υπογραμμίσει ότι, εάν δεν εξασφαλιζόταν μέχρι τα τέλη του 2019 η επιθυμητή εξέλιξη του πληθωρισμού, τα βασικά επιτόκια θα διατηρούνταν στα επίπεδα που ίσχυαν για όσο ακόμη χρόνο θα χρειαζόταν. Δεύτερον, το Διοικητικό Συμβούλιο είχε δηλώσει ότι το Ευρωσύστημα επρόκειτο να συνεχίσει, για παρατεταμένο χρονικό διάστημα μετά την πρώτη μελλοντική αύξηση των βασικών επιτοκίων, να επαναποθετεί σε χρεόγραφα το προϊόν της ωρίμανσης τίτλων τους οποίους είχε αποκτήσει κατά το παρελθόν σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς τίτλων.

Το Σεπτέμβριο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού εξακολουθούσε να υπολείπεται των επιθυμητών επιπέδων στη Νομισματική Ένωση, όπως ορίζονται από τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος (βλ. παρακάτω). Οι οικονομετρικές προβολές που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο ενσωμάτωναν εκ νέου αναθεώρηση προς τα κάτω της εκτιμώμενης πορείας

## Πίνακας III.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος το 2019\*

### 1. Πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης:

1.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για μία εβδομάδα	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά την εβδομάδα. <b>Διαδικασία:</b> Τουλάχιστον μέχρι τη λήξη της περιόδου τήρησης που ξεκινά το Μάρτιο του 2021, δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό.
1.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για τρεις μήνες	<b>Συχνότητα:</b> Μία φορά το μήνα (συνήθως στα τέλη του μηνός). <b>Διαδικασία:</b> Τουλάχιστον μέχρι τη λήξη της περιόδου τήρησης που ξεκινά το Μάρτιο του 2021, δημοπρασία για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό με επιτόκιο το οποίο υπολογίζεται εκ των υστέρων ως ο μέσος όρος του σταθερού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης οι οποίες έχουν διεξαχθεί κατά τη διάρκεια των τριμήνων πράξεων.

### 2. Πράξεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ:

2.1 Πράξεις διάρκειας μίας εβδομάδας	<b>Διαδικασία:</b> Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ με σταθερό επιτόκιο χωρίς ποσοτικό περιορισμό έναντι των εξασφαλίσεων που είναι αποδεκτές από το Ευρωσύστημα στις διάφορες πράξεις χορήγησης ευρώ.
--------------------------------------	--

### 3. Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations-TLTROs):

3.1 Σειρά TLTRO-III:	Το Μάρτιο του 2019 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε την ανά τρίμηνο διεξαγωγή, από το Σεπτέμβριο του 2019, τρίτης σειράς 7 στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας 2 ετών, η οποία το Σεπτέμβριο του 2019 επεκτάθηκε σε 3 έτη. Το επιτόκιο στις πράξεις αυτές προβλέπεται ίσο με το μέσο όρο του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, όπως αυτό θα διαμορφωθεί κατά την τριετία για την οποία θα διαρκέσει κάθε στοχευμένη πράξη. Οι τράπεζες με επαρκή ροή χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία, δηλ. πιστώσεις πάνω από ένα προκαθορισμένο όριο αναφοράς, απολαμβάνουν μειωμένο επιτόκιο χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα το οποίο μπορεί να φθάσει μέχρι το μέσο επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων κατά τη διάρκεια κάθε στοχευμένης πράξης. Η έκταση της μείωσης του επιτοκίου είναι ανάλογη με το βαθμό κατά τον οποίο η πιστοδοτική δραστηριότητα κάθε τράπεζας την περίοδο 1 Απριλίου 2019-31 Μαρτίου 2021 έχει υπερβεί το όριο αναφοράς. Η μεγαλύτερη μείωση επιτοκίου θα επιτυγχάνεται από τις τράπεζες που θα έχουν υπερβεί το όριο αναφοράς κατά 2,5%, ενώ εκείνες που θα επιτύχουν μικρότερες υπερβάσεις θα τυγχάνουν αναλογικά μικρότερων μειώσεων επιτοκίου. Το Σεπτέμβριο του 2019 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε να δώσει στις τράπεζες τη δυνατότητα εθελοντικής πρόωσης μερικής ή ολικής αποπληρωμής ανά τρίμηνο (μετά την πάροδο 24 μηνών από την ημερομηνία διακανονισμού κάθε στοχευμένης πράξης) των ποσών που θα έχουν αντλήσει μέσω TLTRO-III. Μετά την πρώτη πράξη TLTRO-III το Σεπτέμβριο του 2019 και τις εθελοντικές αποπληρωμές ποσών που είχαν αντληθεί μέσω TLTRO-II, το υπόλοιπο της συνολικής αντληθείσας χρηματοδότησης μέσω TLTRO στα τέλη Σεπτεμβρίου 2019 ανερχόταν σε 665 δισεκ. ευρώ.
----------------------	---

### 4. Διευρυμένο Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (Asset Purchase Programme – APP)

Το διευρυμένο πρόγραμμα περιλαμβάνει το Πρόγραμμα Αγοράς Προϊόντων Τιτλοποίησης, το Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών, το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα και το Πρόγραμμα Αγοράς Ομολόγων Μη Τραπεζικών Επιχειρήσεων. Από το Δεκέμβριο του 2015, το ΔΣ της ΕΚΤ είχε ανακοινώσει ότι θα επανεπενδύοντα τα κεφάλαια που αποπληρώνονται καθώς τα χρεόγραφα που έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος ωριμάζουν. Οι καθαρές μηνιαίες αγορές στο πλαίσιο των τεσσάρων προγραμμάτων μηδενίστηκαν από τον Ιανουάριο του 2019, ενώ συνεχίζονταν οι επανεπενδύσεις. Ωστόσο, το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους, το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε να αρχίσει εκ νέου καθαρές αγορές τίτλων στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος, το ύψος των οποίων θα ανέρχεται σε 20 δισεκ. ευρώ το μήνα, αρχής γενομένης από το Νοέμβριο του 2019. Στα τέλη Νοεμβρίου 2019 η αξία του χαρτοφυλακίου των τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του διευρυμένου προγράμματος ανερχόταν σε περίπου 2.570 δισεκ. ευρώ.

Πηγή: ΕΚΤ.

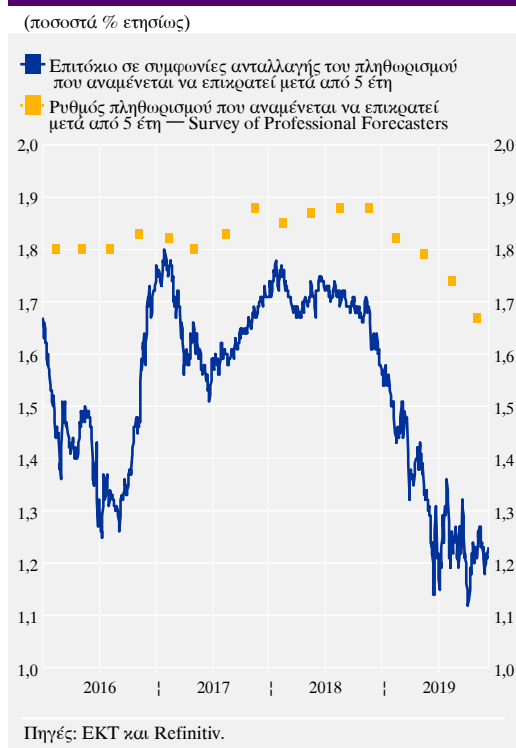
\* Ο πίνακας ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις αρχές Δεκεμβρίου.

του πληθωρισμού κατά τα αμέσως επόμενα έτη, καθώς η οικονομική επιβράδυνση στη ζώνη του ευρώ αποδείχθηκε εντονότερη από ό,τι αναμενόταν μέχρι εκείνη τη στιγμή και οι προοπτικές για το ΑΕΠ κατέστησαν δυσμενέστερες. Εξάλλου, εξακολούθησαν να διαπιστώνονται καθοδικοί κίνδυνοι για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ που δημοσιεύθηκαν το Σεπτέμβριο του 2019, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμενόταν

να διαμορφωθεί σε 1,2% κατά μέσο όρο το 2019, 1,0% το 2020 και 1,5% το 2021. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ σημείωσε ότι αυτές οι οικονομικές προβολές υπολείπονταν σημαντικά των επιθυμητών επιπέδων. Σύμφωνα με τις προβολές που είχαν υποβληθεί πρωτύτερα στο Διοικητικό Συμβούλιο τον Ιούνιο, ο πληθωρισμός αναμενόταν στο 1,5% το 2020 και στο 1,6% το 2021. Τέλος, το Δεκέμβριο του 2019 οι προβολές για το ρυθμό καταγραφόμενου πληθωρισμού κατά τα αμέσως επόμενα έτη διαμορφώθηκαν σε 1,1% για το 2020, 1,4% για το 2021 και 1,6% για το 2022. Το Διοικητικό

**Διάγραμμα III.3 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2016-6 Δεκεμβρίου 2019)**



Συμβούλιο διευκρίνισε ειδικότερα ότι αναμένει τον καταγραφόμενο πληθωρισμό να σημειώσει επιτάχυνση κατά τους επόμενους μήνες.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε το Σεπτέμβριο του 2019 (όπως εξάλλου και τους προηγούμενους μήνες) ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει υποτονικός. Αν και οι συνθήκες στις αγορές εργασίας καθίστανται λιγότερο χαλαρές και ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού διατηρείται υψηλός, εξελίξεις που τροφοδοτούν την αύξηση του κόστους εργασίας, η άσκηση των συνακόλουθων ανοδικών πιέσεων στον πυρήνα του πληθωρισμού φαίνεται να καθυστερεί. Σύμφωνα με τις τελευταίες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2019), ο πυρήνας του πληθωρισμού θα διαμορφωθεί σε 1,0% (κατά μέσο όρο) το 2019

και θα επιταχυνθεί, αρχικά ελαφρώς, σε 1,3% το 2020 και κατόπιν σε 1,4% το 2021 και 1,6% το 2022. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε το Δεκέμβριο του 2019 ότι εσχάτως παρατηρείται συγκράτηση της πτώσης του ρυθμού ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, άμβλυνση των καθοδικών κινδύνων που περιβάλλουν τις προοπτικές για το ΑΕΠ, καθώς επίσης και περιορισμένη ενίσχυση του υποκείμενου πληθωρισμού.

Ένα άλλο στοιχείο που, όπως σημείωσε ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, αποτέλεσε μέρος του υποβάθρου για τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ το Σεπτέμβριο του 2019 ήταν η διαμόρφωση των δεικτών πληθωριστικών προσδοκιών σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, τα οποία, ιδίως για ορισμένους δείκτες, δεν ήταν δυνατόν να θεωρηθούν συνεπή με τις επιθυμητές τιμές λίγο κάτω του 2%. Πράγματι, ο μακροχρόνια αναμενόμενος πληθωρισμός, δηλ. ο ρυθμός πληθωρισμού ο οποίος εκτιμάται ότι θα επικρατήσει σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα που ξεκινάει το 2024 μετά την πάροδο πενταετίας από την παρούσα στιγμή, όπως τεκμαίρεται από τις συμφωνίες ανταλλαγής πληθωρισμού που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ακολούθησε πατωτική πορεία από τα τέλη του 2018 (μέσος όρος 2018: 1,70%) και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 1,23% το Νοέμβριο του 2019 (βλ. Διάγραμμα III.3).

Αναλύοντας τους ετήσιους ρυθμούς πληθωρισμού οι οποίοι αναμένεται να επικρατήσουν σε διάφορες μελλοντικές στιγμές (π.χ. μετά την πάροδο τριετίας, πενταετίας, εννεαετίας κ.ο.κ.), συνάγεται ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές προσδοκούν πολύ βραδεία προσέγγιση του ρυθμού πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ προς τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος. Οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες οι οποίες αφορούν ορίζοντα πενταετίας και καταρτίζονται με βάση τις απαντήσεις σε σχετικό ερώτημα που περιλαμβάνεται στην έρευνα Survey of Professional Forecasters υποχωρούσαν στη διάρκεια του 2019. Η καταγραφείσα κατά το δ' τρίμηνο του 2019 τιμή αυτού του δείκτη (1,67%) αποτελεί ιστορικό ελάχιστο.

Υπό το φως της κατά τα ανωτέρω ανάλυσης των οικονομικών εξελίξεων, το Σεπτέμβριο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι είναι αναγκαίο να μειωθεί το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, την οποία το Ευρωσύστημα παρέχει στα πιστωτικά ιδρύματα, κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,50%. Αντίθετα, τόσο το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, στις οποίες καλούνται τα πιστωτικά ιδρύματα να συμμετάσχουν ανά εβδομάδα προκειμένου να αντλήσουν ρευστότητα από το Ευρωσύστημα, όσο και το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης, από την οποία τα πιστωτικά ιδρύματα αντλούν από τις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες ρευστότητα σε έκτακτη και προσωρινή βάση με δική τους πρωτοβουλία, δεν μεταβλήθηκαν, αλλά παραμένουν σταθερά σε επίπεδο 0% και 0,25% αντίστοιχα.

Επίσης το Σεπτέμβριο του 2019, αναπροσαρμόστηκαν οι καθοδηγητικές ενδείξεις όσον αφορά την πιθανή κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο μέλλον. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν στα επίπεδα που διαμορφώθηκαν κατόπιν της προαναφερθείσας μείωσης. Επιπρόσθετα επισημάνθηκε ότι δεν πρέπει να αποκλειστεί το ενδεχόμενο και άλλων μειώσεων των βασικών επιτοκίων, μέχρις ότου οι προοπτικές για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό, κατά τη διάρκεια του κατά το μέγιστο τριετούς ορίζοντα των οικονομετρικών προβολών οι οποίες υποβάλλονται περιοδικά στο Διοικητικό Συμβούλιο, καταδείξουν ότι προσεγγίζεται ο πρωταρχικός στόχος του Ευρωσυστήματος για εδραίωση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, δηλαδή για επίκράτηση –όχι στιγμιαία, αλλά με διάρκεια, όπως διευκρίνισε ο Πρόεδρος της ΕΚΤ– καταγραφόμενων ρυθμών πληθωρισμού λίγο κάτω του 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση. Επιπλέον, η προσέγγιση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στα προαναφερθέντα επιθυμητά επίπεδα θα πρέπει να αναμένεται να πραγματοποιηθεί με υψηλό βαθμό βεβαιότητας και ειδικότερα θα πρέπει να επιβεβαιώνεται με

συνέπεια από την εξέλιξη του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού (core inflation). Η εξέλιξη αυτού του δείκτη θα πρέπει να αποδεικνύει ότι ενισχύονται οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ.

Το Σεπτέμβριο του 2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε επίσης να πραγματοποιηθούν εκ νέου, από το Νοέμβριο του 2019, αγορές χρεογράφων σε καθαρή βάση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος μηνιαίου ύψους 20 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο που διέπει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP). Υπενθυμίζεται ότι μετά το τέλος του 2018 οι αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος επαρκούσαν μόνο για την επανεπένδυση του προϊόντος της εξόφλησης τίτλων τους οποίους το Ευρωσύστημα είχε αποκτήσει παλαιότερα (κατά την περίοδο από τα τέλη του 2014) σε εκτέλεση του εν λόγω προγράμματος και μόνο (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.1). Άλλη απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου το Σεπτέμβριο του 2019 ήταν να εξουσιοδοτηθούν αγορές εκ μέρους του Ευρωσυστήματος τίτλων με απόδοση σε αρνητικότερα επίπεδα από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και με εκδότες όχι μόνο (όπως ίσχυε μέχρι τότε) από τον δημόσιο, αλλά και από τον ιδιωτικό τομέα.

Ομοίως το Σεπτέμβριο του 2019, 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 επί όσο χρονικό διάστημα χρειαστεί να δρουν συμπληρωματικά προς τη διευκολυντική επίδραση των πολύ χαμηλών βασικών επιτοκίων. Οι καθαρές αγορές θα μηδενιστούν και πάλι, λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση των βασικών επιτοκίων. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης δήλωσε ότι θα συνεχιστεί η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα αρχίσουν να αυξάνονται τα

βασικά επιτόκια. Η πολιτική επανεπένδυσης θα εφαρμοστεί για όσο χρόνο επιβάλλεται (α) οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ να παραμείνουν ευνοϊκές και (β) ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική ακολουθεί διευκολυντική κατεύθυνση να διατηρηθεί υψηλός.

Παράλληλα, το Σεπτέμβριο του 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επαναπροσδιόρισε ορισμένες τεχνικές παραμέτρους της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Οι τεχνικές αυτές παράμετροι εξειδικεύθηκαν εκ νέου κατά τρόπο ώστε (α) οι συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας από το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ να διατηρηθούν ευνοϊκές, (β) ο μηχανισμός μετάδοσης των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να λειτουργεί απρόσκοπτα και (γ) να προαχθεί περαιτέρω ο διευκολυντικός χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Ειδικότερα, το επιτόκιο με το οποίο θα επιβαρύνονται τα πιστωτικά ιδρύματα για τη χρηματοδότηση την οποία θα αντλήσουν μέσω στοχευμένης πράξης 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 πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Πάντως τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία θα επιτυγχάνουν υπέρβαση (μεταξύ τέλους Μαρτίου 2019 και τέλους Μαρτίου 2021) του επιπέδου αναφοράς το οποίο έχει καθοριστεί (βάσει γενικού τύπου ο οποίος εφαρμόζεται για κάθε πιστωτικό ίδρυμα) για την καθαρή πιστωτική τους επέκταση<sup>2</sup> θα απολαύουν ακόμη χαμηλότερου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα μέσω των στοχευμένων πράξεων. Για αυτά τα πιστωτικά ιδρύματα, το κόστος χρηματοδότησης 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

υπήρξε αρνητική) που θα καταγραφεί κατά τη διάρκεια της στοχευμένης πράξης (βλ. Πίνακα III.1).

Εξάλλου, η διάρκεια των στοχευμένων πράξεων TLTRO-III, που είχε προσδιοριστεί αρχικά το Μάρτιο του 2019 σε δύο έτη, επανακαθορίστηκε το Σεπτέμβριο του 2019 σε τρία έτη. Η τριετής διάρκεια προσεγγίζει τη συνήθη διάρκεια των τραπεζικών δανείων για τη χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων. Επίσης, δόθηκε δικαίωμα πρόωρης εξόφλησης στο Ευρωσύστημα της μέσω των στοχευμένων πράξεων αντληθείσας χρηματοδότησης αφού παρέλθουν δύο έτη μετά το διακανονισμό της πράξης στην οποία είχε συμμετάσχει το πιστωτικό ίδρυμα.

Άλλη απόφαση την οποία έλαβε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το Σεπτέμβριο του 2019 ήταν να εισαγάγει διάκριση των καταθέσεων (εκτός των υποχρεωτικών) τις οποίες τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες σε δύο τμήματα (tiers). Εξ αυτών μόνο το ένα τμήμα θα βαρύνεται πλέον με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος. Όπως είναι γνωστό, εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων, κάθε πιστωτικό ίδρυμα τηρεί υποχρεωτική κατάθεση στην οικεία εθνική κεντρική τράπεζα. Το ύψος της υποχρεωτικής κατάθεσης πρέπει να ανέρχεται κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια κάθε περιόδου τήρησης (6 εβδομάδες συνήθως) σε 1% των κυριότερων υποχρεώσεων του πιστωτικού ιδρύματος.

Τα ρευστά διαθέσιμα των πιστωτικών ιδρυμάτων που είναι κατατεθειμένα (επιπλέον των υποχρεωτικών καταθέσεων) στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, τόσο στο πλαίσιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων όσο και εκτός πάγιας διευκόλυνσης (excess reserves), από τα μέσα του 2014 τοκίζονται με αρνητικό επιτόκιο, το επιτόκιο της πάγιας

2 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.



διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Η προαναφερθείσα απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, η οποία λήφθηκε το Σεπτέμβριο του 2019, συνεπάγεται ότι πλέον, από το τέλος Οκτωβρίου 2019 και μετά, μέρος των εν λόγω διαθεσίμων φέρει μηδενική απόδοση. Για ένα πιστωτικό ίδρυμα, το ύψος των ρευστών διαθεσίμων στην οικεία εθνική κεντρική τράπεζα που θα τύχουν μηδενικής αντί αρνητικής απόδοσης καθορίζεται αρχικά εξαπλάσιο από το ύψος της υποχρεωτικής κατάθεσης.

Η δέσμη των αλληλοσυμπληρούμενων μέτρων πολιτικής που υιοθετήθηκαν το Σεπτέμβριο του 2019 θα έχει ως αποτέλεσμα την εφαρμογή στην οικονομία της ζώνης του ευρώ νομισματικής ώθησης με σημαντικό μέγεθος. Η μείωση του επιτοκίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος θα επηρεάζει πρωτικά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην ενιαία αγορά χρήματος και εξ αυτού του λόγου και τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων που χορηγούν οι τράπεζες στους πελάτες τους, στο βαθμό που ο μηχανισμός μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν έχει διαταραχθεί. Η μείωση αυτή θα μεταδοθεί στα μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς, καθώς η επανέναρξη των καθαρών αγορών τίτλων, σε συνδυασμό με την πολιτική επανεπένδυσης, συμβάλλει σε συρρίκνωση του περιθωρίου έναντι του κινδύνου το οποίο ενσωματώνουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Οι τράπεζες συνήθως ακολουθούν αυτά τα επιτόκια για την τιμολόγηση των μεσομακροπρόθεσμων δανείων που παρέχουν. Η παροχή κατευθυντήριων ενδείξεων επιχειρεί να ρυθμίσει την έκταση στην οποία η μείωση του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, η επανέναρξη των καθαρών αγορών τίτλων και η συνέχιση της πολιτικής επανεπένδυσης στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων θα επηρεάσουν τα επίπεδα των επιτοκίων που αναμένεται να επικρατήσουν στο μέλλον, καθώς επίσης και ευρύτερα τις προσδοκίες για τις τιμές διάφορων οικονομικών μεγεθών που επηρεάζουν τις παρούσες αποφάσεις των οικονομικών μονάδων. Τέλος, η απαλλαγή μέρους των ρευστών διαθεσίμων που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύ-

ματα σε κατάθεση στο Ευρωσύστημα (πλέον των υποχρεωτικών τους καταθέσεων) από την επιβάρυνση με αρνητικό επιτόκιο περιορίζει τις συνέπειες της πολιτικής πολύ χαμηλών βασικών επιτοκίων για την κερδοφορία των τραπεζών. Έτσι ελαχιστοποιούνται τα περιθώρια να διαταραχθεί η ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και αντίστοιχα μεγιστοποιείται ο βαθμός στον οποίο η επίδραση της πολιτικής αρνητικών επιτοκίων στην οικονομία είναι συνολικά ευνοϊκή με περιορισμένη αντιστάθμιση από τις τυχόν παρενέργειες για το τραπεζικό σύστημα. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανέλαβε ότι θεωρεί αναγκαίο η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος να διατηρήσει πολύ διευκολυντική κατεύθυνση για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Η νομισματική διευκόλυνση θα συντελέσει ώστε να εξασφαλιστεί η επικράτηση ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ που προάγουν την ανάπτυξη και ενθαρρύνουν την άνοδο των εγχώριων τιμών, υποβοηθώντας την παραμονή του πληθωρισμού σε πορεία σύγκλισης προς επίπεδα λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα.

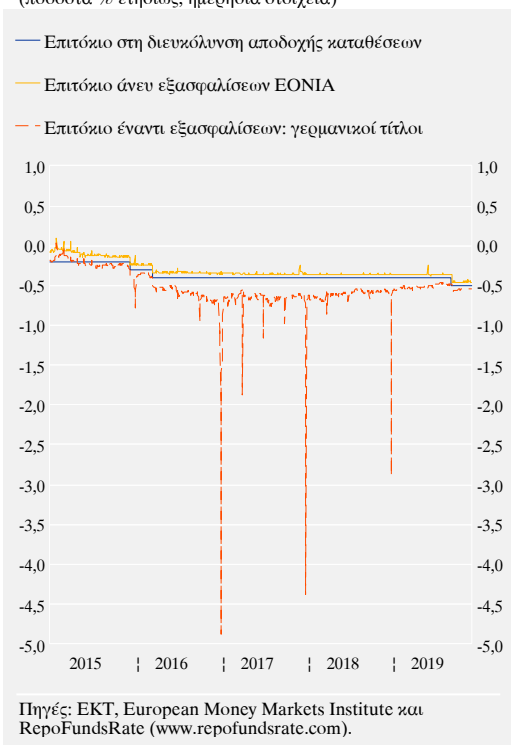
Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε ότι βρίσκεται σε ετοιμότητα να προχωρήσει, πέρα από τα μέτρα που εφαρμόζει επί του παρόντος, σε τροποποιήσεις εκ νέου των μέσων νομισματικής πολιτικής, εάν αυτό καταστεί αναγκαίο προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού να κατευθύνεται σταθερά προς τις επιθυμητές τιμές. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι το Ευρωσύστημα δεσμεύεται για τη λήψη μέτρων που να οδηγούν σε ευθυγράμμιση με το μεσοπρόθεσμο στόχο για τον πληθωρισμό τόσο σε περίπτωση που οι τιμές αυξάνονται με υπερβολικό ρυθμό όσο και σε περιπτώσεις, όπως οι παρούσες, που ο καταγραφόμενος πληθωρισμός υπολείπεται σημαντικά του 2%.

### 3 Η ΕΝΙΑΙΑ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019, το Ευρωσύστημα παρείχε

**Διάγραμμα III.4 Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2015-6 Δεκεμβρίου 2019)**

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



ρευσιτότητα προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ύψους περίπου 3.270 δισεκ. ευρώ, έναντι 3.198 δισεκ. ευρώ το 2018. Το 78% του συνολικού αυτού ύψους που καταγράφηκε το 2019 προήλθε κυρίως από παρελθούσες οριστικές αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς, με δεδομένη την εφαρμοσθείσα πολιτική επανεπένδυσης, η οποία διατήρησε κατά το μεγαλύτερο μέρος της υπό εξέταση περιόδου το σχετικό χαρτοφυλάκιο τίτλων του Ευρωσυστήματος σε κατ' ουσίαν σταθερό ύψος. Το υπόλοιπο (22%) της συνολικής ρευστότητας έχει αντληθεί κυρίως μέσω συμμετοχής, κατά το παρελθόν, στις στοχευμένες πράξεις της σειράς TLTRO-II, η οποία ολοκληρώθηκε στις αρχές του 2017.

Στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να επικρατούν, όπως προαναφέρθηκε, συνθήκες υπερβάλλουσας ρευστότητας

κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019. Δηλαδή, οι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες είχαν ρευστά διαθέσιμα στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες πολύ μεγαλύτερου ύψους από ό,τι ήταν αναγκαίο για την κάλυψη των υποχρεωτικών καταθέσεων.

Δεδομένης της υπερβάλλουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στην αγορά χρήματος για δάνεια μίας ημέρας (EONIA) παρέμειναν πολύ χαμηλά, κατά μέσο όρο στο -0,366% το οκτάμηνο του 2019 (έναντι -0,363% το 2018), λίγες μονάδες βάσης πάνω από το αρνητικό επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα III.4). Το Σεπτέμβριο, μετά τη μείωση του βασικού αυτού επιτοκίου, το EONIA υποχώρησε σε -0,403%. Οι σχετικές προθεσμιακές συμβάσεις υποδηλώνουν ότι το επιτόκιο EONIA αναμένεται να παραμείνει σε αρνητικά επίπεδα μέχρι και το έτος 2027. Μάλιστα, η καμπύλη των προθεσμιακών αυτών επιτοκίων μετατοπιζόταν προοδευτικά προς τα κάτω από την αρχή του έτους μέχρι τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου το Σεπτέμβριο, μετά την οποία η καμπύλη μετατοπίστηκε προς τα άνω. Τον Οκτώβριο εισήχθη το €STR, το οποίο διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το μήνα αυτό σε επίπεδο -0,55% και το Νοέμβριο σε -0,54%.

Το Ευρωσύστημα ανέπτυξε το €STR ως το νέο επιτόκιο αναφοράς για την αγορά καταθέσεων χονδρικής άνευ εξασφαλίσεων διάρκειας μίας ημέρας, το οποίο αντικαθιστά το EONIA. Το νέο επιτόκιο, το οποίο διαχειρίζεται και επιβλέπει η EKT, βασίζεται αποκλειστικά σε άμεσα διαθέσιμα στοιχεία του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο της υποχρεωτικής υποβολής από τα πιστωτικά ιδρύματα στοιχείων για την αγορά χρήματος (Money Market Statistical Reporting) σε ημερήσια βάση.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Στο πλαίσιο αυτό, 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 ανταλλαγής επιτοκίων διάρκειας μίας ημέρας (OIS swap market).

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των επιτοκίων EONIA και €STR. Για παράδειγμα, το EONIA αφορά τη χορήγηση χρηματοδότησης μεταξύ αντισυμβαλλόμενων τραπεζών (interbank lending rate), ενώ το €STR αποτυπώνει τη δραστηριότητα άντλησης χρηματοδότησης (borrowing rate) όχι μόνο από άλλα πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρίες ή εταιρίες διαχείρισης ενεργητικού. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι το μερίδιο της διατραπεζικής αγοράς στο σύνολο της αγοράς χρήματος έχει περιοριστεί αισθητά τα τελευταία χρόνια, ενώ οι συναλλαγές μεταξύ τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών έχουν αυξηθεί σημαντικά. Επιπρόσθετα, το €STR υπολογίζεται, όπως προαναφέρθηκε, με βάση την υποχρεωτική υποβολή στατιστικών στοιχείων από μια ευρύτερη και σταθερή βάση τραπεζών. Κατά συνέπεια, καταρτίζεται με βάση υψηλότερους όγκους συναλλαγών σε σύγκριση με το EONIA, περιορίζοντας τις δυνατότητες χειραγώγησης και συμβάλλοντας ώστε το νέο επιτόκιο να αντανakλά με αξιοπιστία το κόστος άντλησης κεφαλαίων για τις τράπεζες.

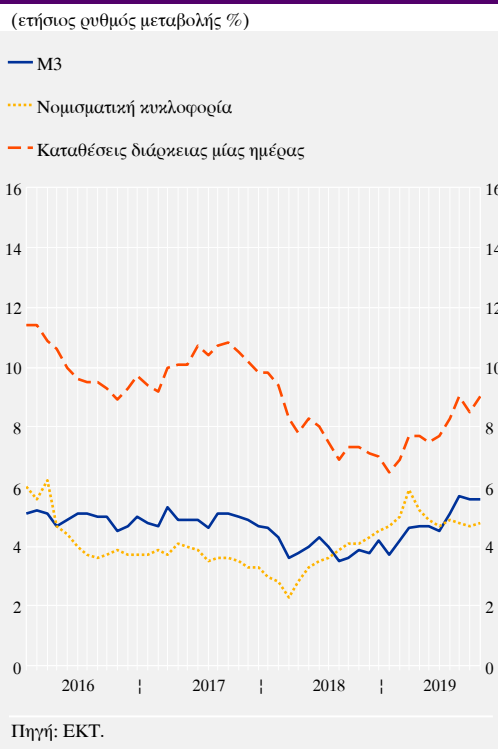
Τέλος, τα επιτόκια για τοποθετήσεις στην αγορά χρήματος έναντι πολλών κατηγοριών εξασφαλίσεων (λ.χ. γερμανικά ή γαλλικά κρατικά ομόλογα), στο πλαίσιο συναλλαγών με τη μορφή των συμφωνιών επαναγοράς (repos), διαμορφώθηκαν σημαντικώς χαμηλότερα από το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (βλ. Διάγραμμα III.4).

#### 4 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης που διεξάγει το Ευρωσύστημα, οι τάσεις που καταγράφουν τα νομισματικά μεγέθη συνδέονται στενά με την εκτίμηση των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών μεσομακροπρόθεσμα.

Μετά την επιβράδυνση που κατέγραψε από τα μέσα του 2017 έως τις αρχές του τρέχοντος

**Διάγραμμα III.5 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2019)**



έτους, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας του χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) σταδιακά ανέκαμψε (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 4,8%, 2018: 4,0%, βλ. Διάγραμμα III.5). Η ενίσχυση του ρυθμού έλαβε χώρα παρά την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και παρά την εξασθένηση της τεχνικής επίδρασης που σχετίζεται με τις αγορές τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Οι αγορές τίτλων από την κεντρική τράπεζα είναι δυνατόν να επηρεάσουν την ποσότητα του χρήματος με την ευρεία έννοια τόσο άμεσα, με μηχανικό τρόπο, όσο και έμμεσα λόγω της επακόλουθης ανακατανομής των χαρτοφυλακίων εκ μέρους των πωλητών των τίτλων. Η άμεση τεχνική επίδραση στο νομισματικό μέγεθος M3 εξαρτάται από τον τομέα στον οποίο ανήκουν οι κύριοι (δηλαδή οι τελικοί πωλητές) των τίτλων που πωλούνται στην κεντρική τράπεζα με τη μεσολάβηση άλλου Νομισματικού Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος

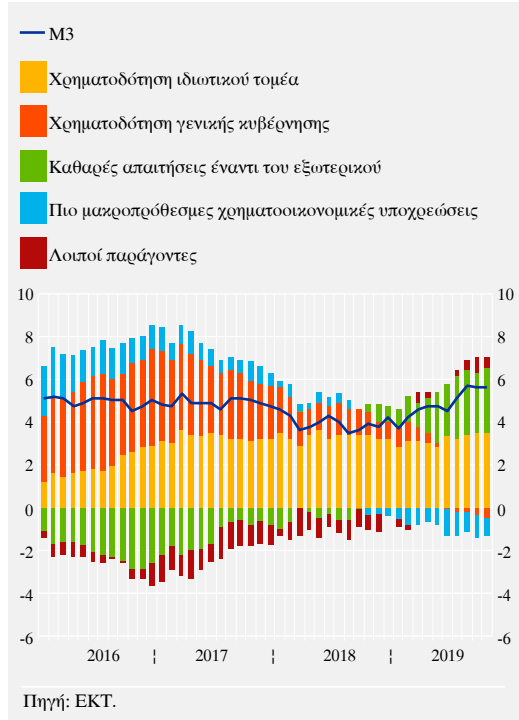
(NXI),<sup>4</sup> συνήθως εμπορικής ή επενδυτικής τράπεζας. Για παράδειγμα, οι αγορές τίτλων θα επιφέρουν ισόποση άμεση αρχική αύξηση του M3, εφόσον οι κύριοι των τίτλων προέρχονται από τον τομέα διακράτησης χρήματος (money holding sector) στη ζώνη του ευρώ (νοικοκυριά, μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI κ.ά.), καθώς οι καταθετικοί τους λογαριασμοί που περιλαμβάνονται στο M3 πιστώνονται με το αντίτιμο της συναλλαγής. Εάν οι τελικοί πωλητές είναι NXI ή μη κάτοικοι ζώνης του ευρώ, το M3 δεν επηρεάζεται, καθώς οι καταθέσεις τους δεν περιλαμβάνονται σε αυτό το μέγεθος. Ωστόσο, μετά την πώληση, είναι πιθανόν ότι πολλοί από τους πωλητές των τίτλων θα ανακατανεύμουν τα χαρτοφυλάκιά τους. Ορισμένες από τις συναλλαγές που προκύπτουν από την ανακατανομή αυτή θα οδηγήσουν σε αύξηση του M3, όπως για παράδειγμα όταν ένας μη κάτοικος της ζώνης του ευρώ αποκτήσει μετοχές ή ομόλογα που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με έδρα στη ζώνη του ευρώ.

Η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του M3 αντανάκλα την εκ νέου επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του χρήματος με τη στενή έννοια (M1)<sup>5</sup> (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 7,5%, 2018: 7,3%). Μεταξύ των επιμέρους στοιχείων του M1, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας ενισχύθηκε στη διάρκεια του έτους (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 5,0%, 2018: 3,5%), χωρίς όμως να θεωρείται ασυνήθιστα υψηλός ή ενδεικτικός εκτενούς υποκατάστασης τραπεζικών καταθέσεων με μετρητά λόγω του περιβάλλοντος πολύ χαμηλών τραπεζικών επιτοκίων. Από την άλλη πλευρά, οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας αυξάνονται στη διάρκεια του 2018 και του 2019 με ρυθμό χαμηλότερο κατά μέσο όρο σε σύγκριση με προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα ΠΙ.5) (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 7,9%, 2018: 7,9%, 2015-2017: 10,4%), σε συνέπεια με την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ.

Οι λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις που αποτελούν στοιχεία του M2 (δηλ. οι καταθέ-

**Διάγραμμα ΠΙ.6 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Οκτώβριος 2019)**

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



σεις υπό προειδοποίηση έως 3 μήνες και με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη) παρουσίασαν συνολικά ενδειξίες σταθεροποίησης (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 0,3%, 2018: -1,5%). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων αυτών, που παρέμενε αρνητικός από τα μέσα του 2013, μεταστράφηκε από το β' τρίμηνο του 2019 σε ελαφρά θετικό. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα κυρίως την επιτάχυνση της ανόδου των καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως 3 μήνες, αλλά και τη σταδιακή εξα-

<sup>4</sup> Ειδικότερα, στα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) της ζώνης του ευρώ περιλαμβάνονται οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και η ΕΚΤ, που απαρτίζουν το Ευρωσύστημα, τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ (όπως ορίζονται με βάση το νομικό πλαίσιο της ΕΕ), καθώς και όλοι οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί της ζώνης του ευρώ η δραστηριότητα των οποίων είναι να δέχονται καταθέσεις ή/και στενά υποκατάστατα αυτών από οντότητες πλην NXI και να χορηγούν πιστώσεις ή/και να επενδύουν σε χρεόγραφα. Σε αυτούς τους οργανισμούς εντάσσονται τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων.

<sup>5</sup> Το M1 περιλαμβάνει τα νομισματικά στοιχεία με τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας, που αντιπροσωπεύουν περίπου το 70% του συνολικού M3 στη ζώνη του ευρώ.

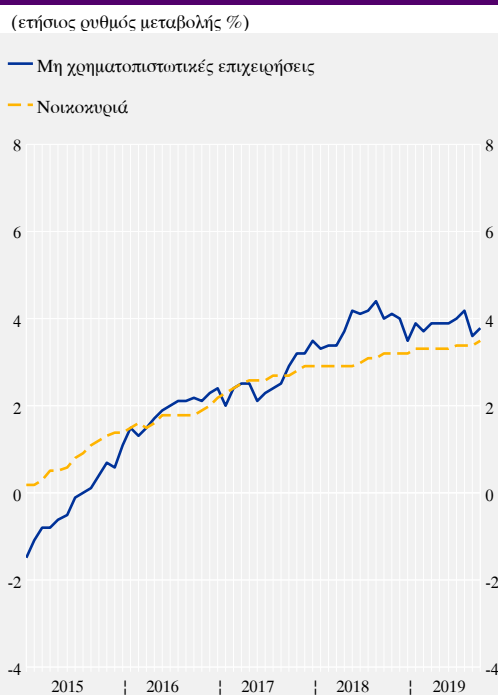
σθένηση της μείωσης των καταθέσεων προθεσμίας έως 2 έτη.

Με βάση τη λογιστική απεικόνιση του τραπεζικού συστήματος, η άνοδος του χρήματος με την ευρεία έννοια το 2019, η οποία αποτυπώνεται ως αύξηση μέρους των υποχρεώσεων του πιστωτικού συστήματος, αντικρίστηκε από την πλευρά του ενεργητικού κυρίως από αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης από τα εγχώρια NXI προς τον ιδιωτικό τομέα (βλ. Διάγραμμα III.6). Η χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα – είτε μέσω χορήγησης δανείων είτε μέσω αγοράς χρεογράφων από τα NXI (συμπεριλαμβανομένων των αγορών χρεογράφων από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς εταιρικών ομολόγων) – παραμένει τα τελευταία δύο και πλέον έτη η κύρια πηγή δημιουργίας χρήματος στη ζώνη του ευρώ.

Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα εξακολούθησε να επηρεάζεται θετικά από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων, επιταχυνόμενος ελαφρά στη διάρκεια του 2019 (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 3,5%, 2018: 3,3%). Πρόσθετοι λόγοι για τους οποίους ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά συνέχισε την ανοδική του τάση (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 3,3%, 2018: 3,0%) ήταν η ευνοϊκή επίδραση της βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας και το θετικό κλίμα στην αγορά ακινήτων. Ο αντίστοιχος ρυθμός των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατέγραψε ελαφρά κάμψη μετά το Σεπτέμβριο του 2018 (4,4%), ακολουθώντας με χρονική υστέρηση την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2018 και εξής (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 3,8%, 2018: 3,9%, βλ. Διάγραμμα III.7). Επιπλέον, στη διάρκεια του 2019, τα NXI (εκτός του Ευρωσυστήματος) προέβησαν σε σημαντικής κλίμακας αγορές τίτλων εκδοθέντων από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ.

Στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, η συμβολή της πιστωτικής επέκτασης από τα NXI προς τη γενική κυβέρνηση στην άνοδο του

**Διάγραμμα III.7 Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup>**  
(Ιανουάριος 2015-Οκτώβριος 2019)



Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> Ο ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά έχει προσαρμοστεί για τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί ή μεταβιβάσει, καθώς και για τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθέσιμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων (notional cash pooling) που παρέχουν τα NXI σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

M3 συνέχισε να υποχωρεί σταδιακά και πρόσφατα έγινε οριακά αρνητική (βλ. Διάγραμμα III.6). Αυτό συνέβη διότι η συμβολή της χρηματοδότησης μέσω αγορών χρεογράφων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος έβαινε μειούμενη από τις αρχές του 2017 και μετά, λόγω του περιορισμού του ύψους των μηνιαίων καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς (βλ. Ενότητα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Εκτός από το Ευρωσύστημα, τα λοιπά NXI ενίσχυσαν ελαφρά το 2019 τις αγορές χρεογράφων εκδοθέντων από τη γενική κυβέρνηση, με αποτέλεσμα η σχετική συμβολή της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα λοιπά NXI στη ζώνη του ευρώ να είναι οριακά μόνο αρνητική το 2019 σε σύγκριση με την περίοδο από το 2016 και μετά, κατά την οποία ήταν εντονότερα αρνητική.



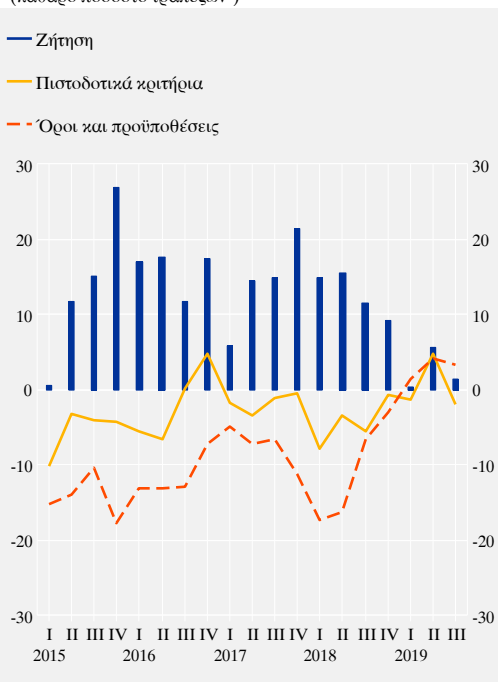
Πέρα από τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα, ένας άλλος παράγοντας που στήριξε την αύξηση του M3 από τα τέλη του 2018 ήταν η αύξηση των καθαρών απαιτήσεων των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού (βλ. Διάγραμμα III.6). Αυτή οφείλεται, πέρα από το συνεχιζόμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ, στην αύξηση των επενδύσεων χαρτοφυλακίου στη ζώνη του ευρώ από ξένους επενδυτές (μη κατοίκους), οι οποίοι ενίσχυσαν τις καθαρές αγορές ομολόγων και μετοχών και μεριδίων επενδυτικών κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, το ενδιαφέρον των εγχώριων επενδυτών για τίτλους εξωτερικού ήταν χαμηλότερο σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Αντίθετα, η ενίσχυση των πιο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των NXI (δηλ. καταθέσεων προθεσμίας και χρεογράφων με αρχική διάρκεια άνω των 2 ετών και καταθέσεων υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών), οι οποίες χαρακτηρίζονται από συγκριτικά μικρότερο βαθμό ρευστότητας και δεν περιλαμβάνονται στο M3, επέδρασε πτωτικά την περίοδο αυτή στην εξέλιξη του M3, αντανακλώντας κυρίως την αυξημένη έκδοση ομολόγων εκ μέρους των NXI λόγω της βελτίωσης των συνθηκών άντλησης ρευστότητας από τις αγορές το πρώτο εξάμηνο του 2019.

Στη διάρκεια των τριών πρώτων τριμήνων του 2019, οι συνθήκες τραπεζικού δανεισμού στη ζώνη του ευρώ, όπως καταγράφονται με βάση τις απαντήσεις των τραπεζών στην Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων, διατηρήθηκαν γενικά ευνοϊκές μετά από μία τετραετή σχεδόν περίοδο σημαντικής χαλάρωσης των πιστοδοτικών κριτηρίων<sup>6</sup> και των όρων και προϋποθέσεων<sup>7</sup> τραπεζικού δανεισμού και ενίσχυσης της ζήτησης (βλ. Διάγραμμα III.8), ως απόρροια των μέτρων νομισματικής πολιτικής.

Οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ εκτιμούσαν κατά το 2019 ότι η ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά συνέχιζε γενικά να ενισχύεται, αν και η έκταση της αύξησης στη ζήτηση επιχειρηματικών και καταναλωτικών δανείων μετριάστηκε σημαντικά σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Η εξέλιξη αυτή πιθανόν συνδέ-

**Διάγραμμα III.8 Μεταβολή στη ζήτηση, στα πιστοδοτικά κριτήρια και στους όρους των επιχειρηματικών δανείων στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2015-γ' τρίμηνο 2019)**

(καθαρό ποσοστό τραπεζών<sup>1</sup>)



Πηγή: EKT, Bank Lending Survey (BLS).

<sup>1</sup> Ως καθαρό ποσοστό τραπεζών ορίζεται η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια/οι όροι των δανείων αυστηροποιήθηκαν ή ότι η ζήτηση αυξήθηκε και του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια/οι όροι χαλάρωσαν ή ότι η ζήτηση μειώθηκε.

εται με τις χαμηλότερες προσδοκίες για την οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ. Αν και η ενίσχυση της ζήτησης επιχειρηματικών

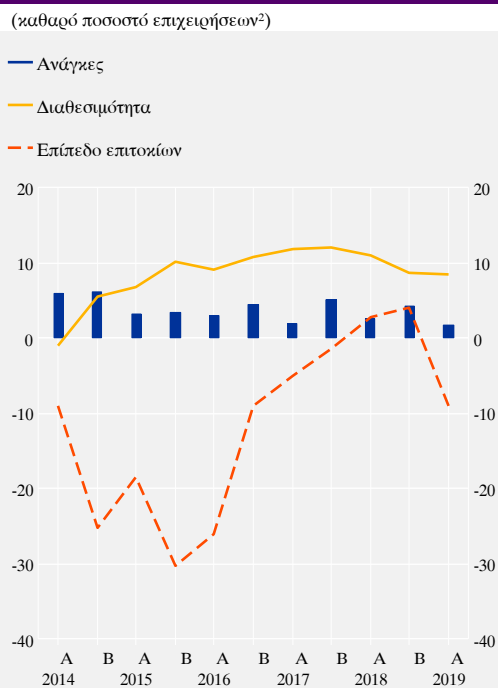
- <sup>6</sup> Ως πιστοδοτικά κριτήρια ορίζονται οι εσωτερικές για κάθε τράπεζα οδηγίες οι οποίες οριοθετούν την πιστοδοτική της πολιτική. Περιλαμβάνουν, γραπτές ή μη, εξειδικευμένες κριτηρίων και διαδικασιών οι οποίες αφορούν τα νέα δάνεια που είναι επιθυμητά για την τράπεζα, τις γεωγραφικές περιοχές στις οποίες θα δραστηριοποιηθεί η τράπεζα, τις εξασφαλίσεις οι οποίες είναι αποδεκτές κ.λπ. 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 αλλάξουν τη γραπτή διατύπωση των πιστοδοτικών κριτηρίων, μεταβάλλουν την αυστηρότητα με την οποία εφαρμόζουν τις γραπτές οδηγίες, γεγονός που επίσης λογίζεται ως μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων για τους σκοπούς της έρευνας αυτής.
- <sup>7</sup> Οι όροι και οι προϋποθέσεις διατυπώνονται στη σύμβαση του δανείου που έχει συμφωνηθεί μεταξύ της τράπεζας και του δανειολήπτη και γενικά περιλαμβάνουν το περιθώριο επιτοκίου πάνω από το επιτόκιο αναφοράς, το ύψος και τη διάρκεια του δανείου, άλλες χρεώσεις πλην του επιτοκίου δανεισμού, τις απαιτούμενες εξασφαλίσεις κ.λπ. Οι όροι αυτοί εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά του κάθε δανειολήπτη και μπορεί να μεταβληθούν είτε ταυτόχρονα είτε ανεξάρτητα από τα πιστοδοτικά κριτήρια.

δανείων τα προηγούμενα έτη ήταν ευρεία, προερχόμενη εξίσου από μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις, το πρώτο εννεάμηνο του 2019 η ζήτηση δανείων από μικρομεσαίες επιχειρήσεις εκτιμάται ότι αυξήθηκε σε πολύ μικρότερο βαθμό από ό,τι προηγουμένως, ενώ για τις μεγάλες επιχειρήσεις εκτιμάται ότι υποχώρησε το 2019, για πρώτη φορά από το 2014 και μετά.

Από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, τα πιστοδοτικά κριτήρια για επιχειρηματικά δάνεια παρουσιάζουν συνολικά ενδείξεις σταθεροποίησης από τα τέλη του 2018 και εξής, μετά από μία πενταετή περίοδο σχεδόν συνεχούς χαλάρωσης. Ο κυριότερος παράγοντας που θεωρείται ότι συνέβαλε σε αυτή την εξέλιξη ήταν οι αυξημένες εκτιμήσεις των τραπεζών για τον κίνδυνο που σχετίζεται με την επιδείνωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων. Τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα καταναλωτικά δάνεια αυστηροποιήθηκαν επίσης το 2019, όπως άλλωστε είχε αρχίσει να συμβαίνει από το δεύτερο εξάμηνο του 2018, ενώ για τα στεγαστικά δάνεια τα εν λόγω κριτήρια παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα. Οι όροι και οι προϋποθέσεις χορήγησης τραπεζικής πίστης, μετά από τετραετή περίοδο συνεχούς χαλάρωσης, επίσης παρουσίασαν ενδείξεις αυστηροποίησης το 2019, κυρίως στην περίπτωση των επιχειρηματικών δανείων και σε μικρό μόνο βαθμό για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά. Η αυστηροποίηση των όρων των επιχειρηματικών δανείων υλοποιήθηκε κυρίως με διεύρυνση του περιθωρίου επιτοκίου σε δάνεια με υψηλότερο επίπεδο κινδύνου, ανακόπτοντας την τάση για μείωση των εν λόγω περιθωρίων που καταγραφόταν αδιάλειπτα από το 2013 και εξής. Επιπρόσθετα, από το τελευταίο τρίμηνο του 2018, η τάση των τραπεζών για περαιτέρω συρρίκνωση του περιθωρίου σε επιχειρηματικά δάνεια με μέσο επίπεδο κινδύνου έχει μετριαστεί σημαντικά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.

Παρόμοιες ενδείξεις για τις συνθήκες χρηματοδότησης προκύπτουν και από την οπτική γωνία των επιχειρήσεων, με βάση τα αποτε-

**Διάγραμμα III.9 Μεταβολή αναγκών, διαθεσιμότητας και επιτοκίων τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup>**



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).  
 1 Η έρευνα διεξάγεται δύο φορές το χρόνο. Η πρώτη διεξαγωγή καλύπτει το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου εκάστου έτους (περίοδος Α) ενώ η δεύτερη καλύπτει το αμέσως επόμενο διάστημα Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).  
 2 Ως καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων ορίζεται η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες/διαθεσιμότητα/επιτόκιο για μία συγκεκριμένη πηγή χρηματοδότησης αυξήθηκαν και του ποσοστού εκείνων που απάντησαν ότι μειώθηκαν. Έχει ληφθεί ο μέσος όρος των απαντήσεων όσον αφορά τραπεζικά δάνεια και τραπεζικές υπεραναλήψεις, πιστωτικές γραμμές.

λέσματα της έρευνας για την πρόσβαση σε χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ (SAFE). Σύμφωνα με τις απαντήσεις των μικρομεσαίων, ως επί το πλείστον, επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην έρευνα, το έλλειμμα εξωτερικής χρηματοδότησης που αντιμετώπισαν, με βάση τις δύο πιο πρόσφατες επαναλήψεις της έρευνας (που καλύπτουν τις περιόδους Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019 και Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2019), παρέμεινε αρνητικό για πέμπτο συνεχές έτος: η εκτιμώμενη από τις επιχειρήσεις διαθεσιμότητα (προσφορά) εξωτερικής χρηματοδότησης συνέχισε να βελτιώνεται σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι οι αντίστοιχες ανάγκες (ζήτηση) (βλ. Διάγραμμα III.9). Το μέγεθος των επιχειρήσεων φαίνεται

ότι συσχετίζεται με τις εκτιμήσεις τους για τις συνθήκες χρηματοδότησης: όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση, το καθαρό ποσοστό των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ)<sup>8</sup> που ανέφεραν αύξηση της διαθεσιμότητας τραπεζικών δανείων και πιστωτικών γραμμών παρέμεινε αρκετά χαμηλότερο σε σχέση με τις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, αν και η διαφορά αυτή έχει περιοριστεί τα δύο τελευταία έτη σε σύγκριση με την περίοδο 2014-2017. Εξάλλου, οι ανάγκες των μικρομεσαίων επιχειρήσεων εκτιμάται ότι αυξήθηκαν ελαφρά σε καθαρή βάση (κυρίως για τραπεζικές υπεραναλήψεις ή πιστωτικές γραμμές και όχι τόσο για τραπεζικά δάνεια),<sup>9</sup> ενώ οι μεγάλες επιχειρήσεις συνέχισαν να αναφέρουν συχνότερα ενίσχυση των αναγκών τους για τραπεζική χρηματοδότηση.

Κατά τη συνολική περίοδο Οκτωβρίου 2018-Μαρτίου 2019, η πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος είχε τη γνώμη ότι οι προοπτικές τους και η προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν δάνεια συνέχισαν για πέμπτο κατά σειρά έτος να επιδρούν ευνοϊκά στη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης, αν και σε μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με τους προηγούμενους δώδεκα μήνες, ενώ η εκλαμβανόμενη επίδραση του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος στη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης έγινε αρνητική.

Το ποσοστό των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που αντιμετώπισαν χρηματοδοτικά εμπόδια την περίοδο Οκτωβρίου 2018-Σεπτεμβρίου 2019 (δηλ. η αίτηση δανείου απορρίφθηκε,

αντιμετώπισαν υψηλό κόστος δανεισμού, έλαβαν περιορισμένη χρηματοδότηση ή αποθαρρύνθηκαν από το να υποβάλουν αίτημα δανείου στην τράπεζα) υποχώρησε ελαφρά σε σχέση με το προηγούμενο έτος, αλλά παρέμεινε μεγαλύτερο από το αντίστοιχο μερίδιο των μεγάλων επιχειρήσεων. Αναφορικά με τους όρους των τραπεζικών δανείων, το καθαρό ποσοστό<sup>10</sup> των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που ανέφεραν αύξηση στα επιτόκια έγινε στη διάρκεια του 2018 θετικό (3%), για πρώτη φορά τα τελευταία πέντε έτη. Στην τελευταία επανάληψη της έρευνας ωστόσο που αφορά το διάστημα Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2019 το ποσοστό αυτό έγινε και πάλι αρνητικό, καθώς η πλειοψηφία των επιχειρήσεων αυτών δήλωσε ότι τα επιτόκια υποχώρησαν. Το αντίστοιχο καθαρό ποσοστό για τις μεγάλες επιχειρήσεις παρέμεινε ελαφρά αρνητικό το 2018 και στη συνέχεια υποχώρησε περαιτέρω, υποδηλώνοντας ευρύτερης κλίμακας μειώσεις επιτοκίων για τις επιχειρήσεις αυτές. Επίσης άλλοι όροι, όπως το διαθέσιμο ύψος και η διαθέσιμη διάρκεια του δανείου, εκτιμάται ότι εξακολούθησαν να βελτιώνονται και για τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων.

<sup>8</sup> Το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων ή πιστωτικών γραμμών αυξήθηκε κατά την υπό εξέταση περίοδο και του ποσοστού των επιχειρήσεων που ανέφεραν ότι η διαθεσιμότητά τους μειώθηκε.

<sup>9</sup> Δηλ. με βάση το σχετικό καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων, που εκφράζει τη διαφορά μεταξύ του ποσοστού των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι οι ανάγκες τους για τραπεζικό δάνειο ή πιστωτική γραμμή αυξήθηκαν κατά την υπό εξέταση περίοδο και του ποσοστού εκείνων που ανέφεραν ότι οι ανάγκες τους για τραπεζικό δάνειο ή πιστωτική γραμμή μειώθηκαν.

<sup>10</sup> Δηλ. η διαφορά ανάμεσα στο ποσοστό των επιχειρήσεων που ανέφεραν αύξηση στο επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που ανέφεραν μείωση επιτοκίου.

## IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το εννεάμηνο του 2019 η οικονομική δραστηριότητα αυξήθηκε με ρυθμό 2,2%, κυρίως χάρη στην άνοδο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της δημόσιας κατανάλωσης. Η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε υποτονική, ιδιαίτερα το πρώτο εξάμηνο λόγω των εκλογικών αναμετρήσεων. Η ιδιωτική κατανάλωση υστέρησε σε σχέση με τη σημαντική αύξηση του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών και οι επενδύσεις παρέμειναν αναιμικές. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και των καταναλωτών διατηρήθηκαν ωστόσο σε υψηλά επίπεδα, αντανακλώντας τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, τη θεαματική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων και την άρση και των τελευταίων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Η μείωση των ρυθμών ανάπτυξης διεθνώς επιβράδυνε το ρυθμό αύξησης των εξαγωγών αγαθών, αλλά οι ταξιδιωτικές εισπράξεις συνέχισαν να κινούνται σε υψηλά επίπεδα.

Η απασχόληση συνέχισε να αυξάνεται και το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε περαιτέρω. Οι τιμές κατέγραψαν μικρή αύξηση, καθώς η μείωση του ΦΠΑ και οι πτωτικές τάσεις των διεθνών τιμών του πετρελαίου αντιστάθμισαν την περιορισμένη επιβάρυνση του κόστους των επιχειρήσεων συγκεκριμένων κλάδων από την αύξηση του κατώτατου μισθού, αλλά και τις αυξητικές τάσεις των τιμών στις υπηρεσίες.

Το εννεάμηνο του 2019 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και θαλάσσιες μεταφορές, αλλά και λόγω της συνεχιζόμενης άνοδου των εξαγωγών αγαθών χωρίς καύσιμα.

Η ανάκαμψη αναμένεται να επιταχυνθεί, στο βαθμό που η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης και ιδιαίτερα των επενδύσεων θα αντισταθμίσει τις αρνητικές επιδράσεις από την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Κρίσιμες προϋποθέσεις για την αναπτυξιακή πορεία μεσοπρόθεσμα είναι η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η σημαντική επιτάχυνση των επενδύσεων. Η μείωση των στό-

χων για το δημοσιονομικό πλεόνασμα ή/και η ταχύτερη του αναμενομένου μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μπορούν να επιταχύνουν τις θετικές εξελίξεις. Οι μη εγχώριοι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας συνδέονται με το ενδεχόμενο επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης σε περίπτωση απότομης διόρθωσης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, με τυχόν επιδείνωση του προσφυγικού, με το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς τη σύναψη συμφωνίας, καθώς και με τις γεωπολιτικές εντάσεις.

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

Η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή δυναμική της την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάπτυξη πρωτίστως υποστηρίχθηκε από τη θετική συμβολή των εξαγωγών, κυρίως υπηρεσιών (λόγω της σημαντικής άνοδου των τουριστικών εσόδων και των εσόδων από τη ναυτιλία), αλλά και αγαθών. Η αύξηση των εξαγωγών αγαθών επιβραδύνθηκε, αντανακλώντας την αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς. Θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ είχε και η δημόσια κατανάλωση. Αντίθετα, η επενδυτική ζήτηση παρέμεινε υποτονική το εννεάμηνο, ενδεχομένως και λόγω της προεκλογικής περιόδου. Ως αποτέλεσμα, η συμβολή των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου ήταν οριακά θετική, καθώς η σημαντική αύξηση των επενδύσεων σε “Μεταφορικό εξοπλισμό” και σε “Κατοικίες” εν πολλοίς αντισταθμίστηκε από τη μείωση των επενδύσεων σε “Λοιπές κατασκευές”. Οριακά θετική συμβολή στη διαμόρφωση του ΑΕΠ είχε η ιδιωτική κατανάλωση, η εξέλιξη της οποίας δεν ήταν ανάλογη με τη σημαντική ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, ενδεχομένως και λόγω των εκλογών. Αρνητική ήταν η συμβολή των εισαγωγών

1 Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 13.12.2019.

## Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2013-γ' τρίμηνο 2019)

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (α' τρίμ.)	2019 (β' τρίμ.)	2019 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-2,7 (-1,8)	0,8 (0,5)	-0,3 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,9 (0,6)	1,0 (0,7)	0,7 (0,5)	-0,3 (-0,2)	0,2 (0,2)
Δημόσια κατανάλωση	-5,3 (-1,2)	-1,2 (-0,3)	1,5 (0,3)	-0,7 (-0,2)	-0,5 (-0,1)	-2,5 (-0,5)	0,2 (0,0)	9,4 (1,9)	-0,5 (-0,1)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-8,3 (-1,1)	-4,6 (-0,5)	0,6 (0,1)	4,6 (0,5)	9,4 (1,1)	-12,0 (-1,5)	8,1 (0,9)	-6,1 (-0,8)	2,0 (0,2)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-31,3 (-1,0)	-53,2 (-1,2)	-25,8 (-0,3)	-12,4 (-0,1)	-5,5 (-0,0)	17,4 (0,1)	6,7 (0,0)	19,4 (0,1)	3,9 (0,0)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	-4,0 (-4,1)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)	0,4 (0,5)	1,6 (1,6)	-1,4 (-1,4)	1,4 (1,4)	0,9 (1,0)	0,3 (0,3)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	-0,8%	0,5%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	0,8%	1,0%	0,2%	1,4%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	-4,4 (-4,6)	0,8 (0,9)	-1,1 (-1,2)	0,7 (0,7)	1,8 (1,8)	0,2 (0,2)	3,2 (3,2)	2,1 (2,1)	-1,9 (-2,0)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1,6 (0,4)	7,7 (2,2)	2,8 (0,9)	-1,9 (-0,6)	6,9 (2,1)	8,7 (2,8)	4,5 (1,5)	5,8 (2,0)	9,5 (3,2)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,3 (1,0)	7,7 (-2,3)	0,4 (-0,1)	1,2 (-0,4)	7,4 (-2,4)	3,0 (-1,0)	9,8 (-3,3)	3,7 (-1,3)	-2,9 (1,1)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (1,4)	... (-0,2)	... (0,7)	... (-1,0)	... (-0,4)	... (1,8)	... (-1,8)	... (0,7)	... (4,3)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 5 Δεκεμβρίου 2019, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

Η πορεία των **δεικτών οικονομικού κλίματος** το γ' τρίμηνο του 2019 αντανάκλα την αυξημένη εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας (βλ. Διάγραμμα IV.2). Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων, κυρίως στη μεταποίηση και τις υπηρεσίες, κινήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο της από το α' τρίμηνο του 2000, ενώ και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) υποδηλώνει ισχυρή ανάπτυξη στο βιομηχανικό τομέα, παραμένοντας σταθερά πάνω από το όριο του 50. Όσον αφορά τους βραχυχρόνιους οικονομικούς δείκτες, η βιομηχανική παραγωγή την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου παρέμεινε ανοδική, αλλά επιβραδυνόμενη σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους, ενώ οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν οριακά το εννεάμηνο του 2019.

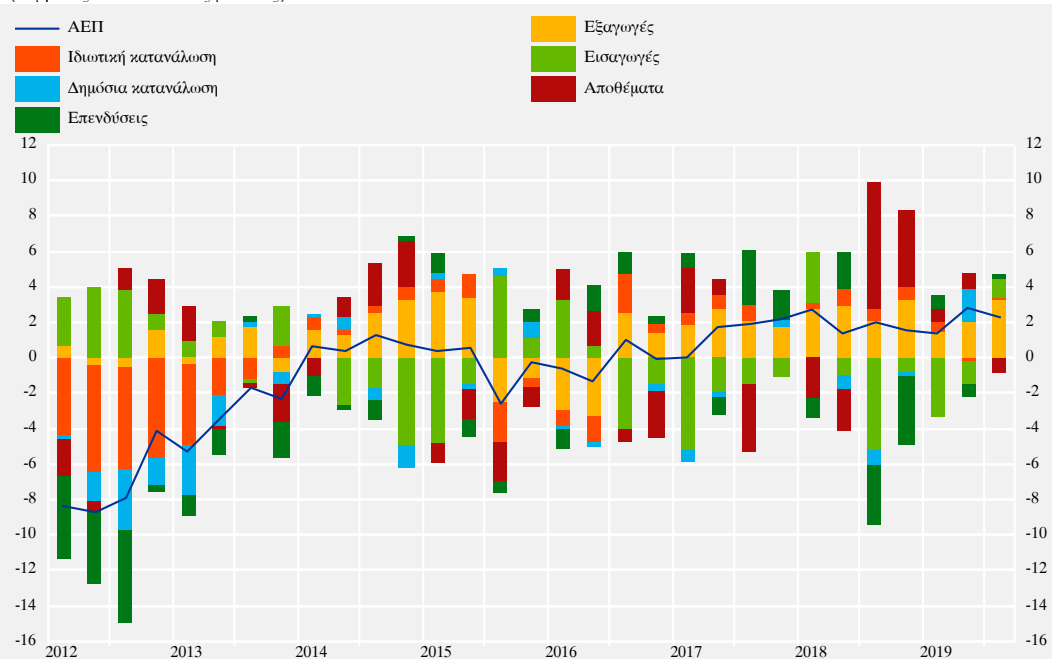
Στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου καταγράφηκε η ισχυρότερη άνοδος του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών από το 2007, κυρίως λόγω της αύξησης του εισοδήματος από εξαρτημένη εργασία. Η κάμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά το πρώτο εξάμηνο συνδέεται με την προεκλογική περίοδο, αλλά και με την απομόγχευση που βρίσκεται σε εξέλιξη στον τομέα των νοικοκυριών. Η πολύ σημαντική βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και η συνεχιζόμενη βελτίωση της αγοράς εργασίας δείχνουν ωστόσο ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα ανακάμψει σύντομα.

Η ανοδική πορεία της τουριστικής ζήτησης και ιδιαίτερα των ταξιδιωτικών εσόδων συνεχίστηκε τα τελευταία έτη, συμβάλλοντας σημαντικά στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης και στη ρευστότητα νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Η επέκταση και ποιοτική αναβάθμιση του ξενοδοχειακού δυναμικού και η



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

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

σχετικά συντηρητική τιμολογιακή πολιτική τα τελευταία χρόνια συντείνουν στην εκτίμηση ότι ο τουριστικός κλάδος είναι σε θέση, υπό προϋποθέσεις, να διευρύνει περαιτέρω την ανταγωνιστικότητά του στην αγορά της Μεσογείου.

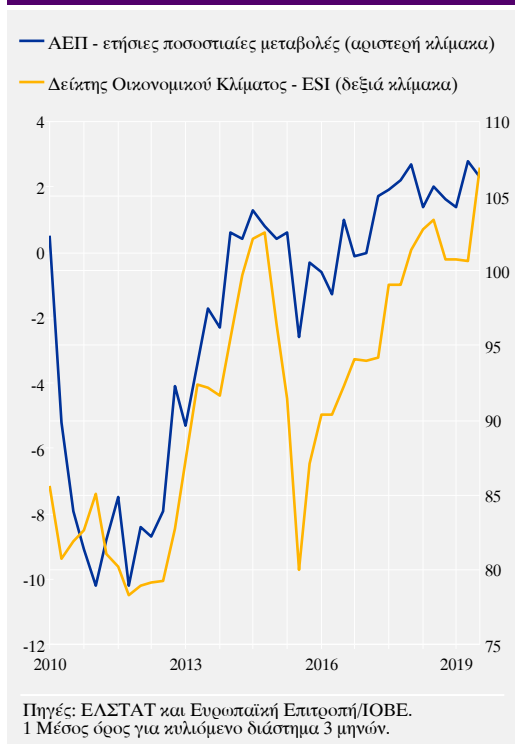
Όσον αφορά την αγορά ακινήτων, στη διάρκεια του 2019 καταγράφηκε αυξανόμενο επενδυτικό κυρίως ενδιαφέρον, με τις τιμές να αυξάνονται σημαντικά σε περιοχές υψηλής ζήτησης. Εκτιμάται ότι πλέον έχει ανακοπεί η πτωτική τάση των τιμών στα χαμηλότερων προδιαγραφών ακίνητα και ότι η συνολική ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων θα πραγματοποιηθεί σταδιακά.

Σε σχέση με τις εξελίξεις στην αγορά εργασίας, επισημαίνεται ότι συνεχίστηκε και το 2019 η βελτίωση που καταγράφεται σταθερά από το 2014. Στην αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων κατά 2,5% και την περαι-

τέρω αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας το πρώτο εξάμηνο του 2019 συνετέλεσε η συνέχιση της ανάκαμψης, σε συνδυασμό με την επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών, οι οποίες μείωσαν τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας. Ωστόσο, τα ποσοστά ανεργίας των νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων παραμένουν υψηλά και αναδεικνύουν την ανάγκη διατήρησης της ευελιξίας της αγοράς εργασίας, αφενός, και εφαρμογής επιπρόσθετων στοχευμένων πολιτικών στήριξης της απασχόλησης για αυτές τις κοινωνικές ομάδες, αφετέρου.

Στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) παρουσίασε σημαντική βελτίωση το εννεάμηνο σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2018. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην ανοδική πορεία των εισπράξεων, πρωτίτως από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από θαλάσσιες μεταφορές. Επιπλέον, η άνοδος

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



των εξαγωγών αγαθών χωρίς καύσιμα συνεχίστηκε, αν και με βραδύτερο ρυθμό, ενώ επιβράδυνση σημείωσε η αύξηση των εισαγωγών.

Σε ό,τι αφορά τη διεθνή ανταγωνιστικότητα, παραμένει αναγκαίο να βελτιωθεί η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα, στην οποία η Ελλάδα συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά έναντι σχεδόν όλων των οικονομιών της ΕΕ-28. Αντίθετα, σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας, η Ελλάδα φαίνεται να διατηρεί το πλεονέκτημα της σημαντικής βελτίωσης της περιόδου 2010-2015.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, στη διάρκεια του 2019 αναμένεται να καταγραφεί ελαφρά αύξηση του μέσου επιπέδου του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Η μεταφορά σημαντικού αριθμού επεξεργασμένων ειδών διατροφής και των υπηρεσιών εστίασης στο μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ (13%) από τον κανονικό συντελεστή (24%) επέδρασε αντιπληθωριστικά, όπως και η καθοδική πορεία των διε-

θνών τιμών του πετρελαίου, αντισταθμίζοντας την ανοδική τάση των τιμών των υπηρεσιών και την περιορισμένη επίπτωση από την αύξηση του κατώτατου μισθού και την κατάργηση του υποκατώτατου μισθού.

Η επιτάχυνση της αναπτυξιακής δυναμικής συναρτάται με την αντιμετώπιση κρίσιμων αδυναμιών της οικονομίας, αλλά και με τις εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον. Ειδικότερα:

(α) Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να δοκιμάσει την ανθεκτικότητα του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας. Εκτιμάται ωστόσο ότι, καθώς η οικονομία ανακάμπτει από μακρά ύφεση, υπάρχουν οι προϋποθέσεις, κυρίως μέσω της σημαντικής επιτάχυνσης των επενδύσεων, να ισχυροποιηθεί η εγχώρια ζήτηση και να αντισταθμιστεί μέρος των συνεπειών της επιβράδυνσης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

(β) Παρά τη σχετική στασιμότητα της επενδυτικής ζήτησης, φαίνεται ότι βελτιώνονται οι συνθήκες για την ενίσχυση των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα, καθώς η απόγλιση μεταξύ των συνολικών χρηματοδοτικών πόρων του ιδιωτικού τομέα και των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία περιορίζεται λόγω της βελτίωσης τόσο των εγχώριων αποταμιευτικών πόρων όσο και της άντλησης χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές. Επιπλέον σημειώνεται ότι από το τέλος του 2018 ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις έχει γίνει θετικός, ενισχύοντας την παραγωγική κεφαλαιακή βάση για πρώτη φορά μετά από εννέα έτη. Η αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης, η επίσπευση των μεγάλων επενδυτικών σχεδίων (fast track) και των συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) και κυρίως η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων – και ιδιαίτερα των μεγάλων επενδυτικών σχεδίων, όπως αυτό του Ελληνικού – αναμένεται να βοηθήσουν στην κατεύθυνση αυτή. Σημαντική, ειδικά στην περίπτωση της πλήρους και αποτελεσματικής εφαρμογής, αναμένεται να είναι και η συμβολή των διατάξεων του ν. 4635/2019, του οποίου οι επιδράσεις αναλύονται στο Πλαίσιο IV.5.

(γ) Η βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος υπήρξε συνεχής το προηγούμενο διάστημα και οδήγησε στην άρση και των τελευταίων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Ωστόσο, η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι καθοριστική για τη δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να στηρίζει την πραγματική οικονομία.

(δ) Η επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης απαιτεί, εκτός από την άμεση επιτάχυνση των επενδύσεων, και τη συνέχιση του μεταρρυθμιστικού έργου, ιδιαίτερα στην κατεύθυνση της άρσης των συνεπειών της κρίσης στο εργατικό δυναμικό. Η μαζική φυγή στο εξωτερικό ενός σημαντικού τμήματος του ανθρώπινου δυναμικού με υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης, δεξιοτήτων και επαγγελματικών προσόντων (“brain drain”) επηρέασε σημαντικά το μέγεθος και την ποιότητα του εργατικού δυναμικού, επιδείνωσε τους δημογραφικούς δείκτες της χώρας και διεύρυνε το χάσμα μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων. Η χάραξη και η αξιόπιστη εφαρμογή μιας ολιστικής εθνικής αναπτυξιακής στρατηγικής που θα βασίζεται στην ενδεδειγμένη ανάληψη των κλάδων παραγωγής με σκοπό την ταυτοποίηση των απαιτούμενων δεξιοτήτων υψηλής εξειδίκευσης είναι προτεραιότητα για την αναστροφή του φαινομένου (“brain regain”, βλ. Πλαίσιο IV.4).

Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2019 αναμένεται να είναι 1,9%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ, και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη από το Ευρωσύστημα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2019 αναμένεται να είναι ισχυρότερος. Για τα έτη 2020 και 2021 αναμένονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ, 2,4% και 2,5% αντίστοιχα. Στην εξέλιξη αυτή αναμένεται να συμβάλει κυρίως η εγχώρια ζήτηση, με σημαντική ενίσχυση της επενδυτικής δαπάνης αλλά και ήπια αύξηση της κατανάλωσης. Θετικά εκτιμάται ότι θα συμβάλει η άνοδος, αν και με

βραδύτερους ρυθμούς, των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

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

Τέλος, οι κίνδυνοι που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται με (α) την επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης και του παγκόσμιου εμπορίου εξαιτίας του εμπορικού πολέμου, (β) το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς τη σύναψη συμφωνίας, (γ) τις γεωπολιτικές εντάσεις και μια επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης. Το ενδεχόμενο απότομης διόρθωσης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές συνιστά έναν επιπλέον κίνδυνο για τις προβλέψεις.

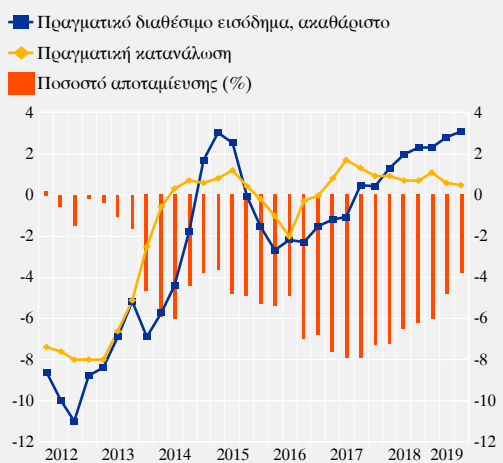
## 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

### ΕΞΕΛΙΞΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε οριακά το εννεάμηνο του έτους (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1), εν μέρει αντανakλώντας την πολιτική αβεβαιότητα εν όψει των εκλογών το πρώτο εξάμηνο του έτους και την απομόχλευση των νοικοκυριών που είναι σε εξέλιξη, παρά τη σημαντική βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ). Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και ΜΚΙΕΝ αυξήθηκε κατά 4,2% το πρώτο εξάμηνο του 2019, δηλαδή με τον υψηλότερο ρυθμό από την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Η ανάλυση των επιμέρους συνιστωσών του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικο-

**Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2012-β' τρίμηνο 2019)**

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



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων. 1 Μέσος όρος για κυλιόμενο διάστημα 4 τριμήνων.

κυριών και των ΜΚΙΕΝ (βλ. Διάγραμμα IV.3) καταδεικνύει πρωτίστως τη σημαντική αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας, η οποία αντανακλά κυρίως την αύξηση της

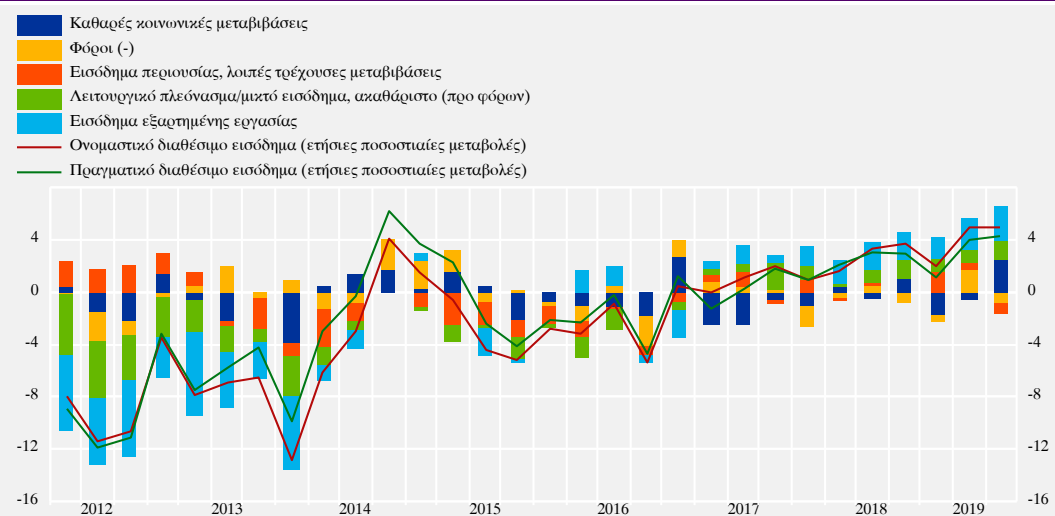
μισθωτής απασχόλησης. Δευτερευόντως, σημαντική ήταν η συμβολή του λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (1,2 ποσοστιαία μονάδα), που σε μεγάλο βαθμό αφορά εισόδημα αυτοαπασχολούμενων.

Η ιδιωτική κατανάλωση δεν ακολούθησε τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και ΜΚΙΕΝ, με αποτέλεσμα το ποσοστό αποταμίευσης να είναι λιγότερο αρνητικό, τάση που παρατηρείται από το δ' τρίμηνο του 2017 (βλ. Διάγραμμα IV.4). Η αντιστροφή της έντονης πρωτικής τάσης των αποταμιεύσεων επιβεβαιώνεται και από τη σταδιακή αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών.<sup>2</sup>

Πάντως, η σημαντική βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης τους τελευταίους τέσσερις μήνες, η οποία κατά μέσο όρο βρίσκεται σε υψηλό 19 ετών (βλ. Πίνακα IV.2) και η θετική δυναμική της απασχόλησης, όπως αποτυπώνεται από τα διαθέσιμα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ (βλ. ενό-

<sup>2</sup> Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 12,9 δισεκ. ευρώ από το γ' τρίμηνο του 2017 έως το β' τρίμηνο του 2019.

**Διάγραμμα IV.4 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2012-β' τρίμηνο 2019)**



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων, και ΕΚΤ, Household Sector Report, Νοέμβριος 2019. Σημείωση: Φόροι = τρέχοντες φόροι εισοδήματος, πλούτου + φόροι στην παραγωγή και στις εισαγωγές (συμπεριλαμβανομένου του ΕΝΦΙΑ).

## Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης & δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2012-2019)

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-12,2	-8,1	-0,4	-1,5	-0,6	1,2	1,4	0,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-3,1	22,9	27,1	-9,1	20,9	-6,7	9,3	6,1 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-73,9	-69,3	-52,8	-50,3	-62,9	-58,9	-44,0	-6,8 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-41,7	3,1	30,1	13,8	10,7	22,2	25,8	12,7 (Ιαν.-Νοέμ.)
Καταναλωτική πίστη <sup>2</sup>	-5,1 (Δεκ.)	-3,9 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-1,3 (Οκτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία	58,2	61,4	64,7	62,1	65,5	64,1	69,4	69,3 (Ιαν.-Νοέμ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-19,2	-0,5	-2,2	2,3	-2,3	2,1	5,8	6,2 (Ιαν.-Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-10,5	14,5	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4	4,8	23,9 (Ιαν.-Οκτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	-3,3 (Δεκ.)	-5,0 (Δεκ.)	-3,3(Δεκ.)	-1,2 (Δεκ.)	0,0 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)	0,2 (Δεκ.)	2,5 (Οκτ.)
Στεγαστική πίστη <sup>2</sup>	-3,4 (Δεκ.)	-3,3 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,3 (Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-33,4	-8,2	15,5	3,1	22,9	-14,6	0,8	-11,9 (Ιαν.-Ιούν.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-31,2	-24,9	-6,0	-0,5	-6,8	19,5	21,4	9,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	26,1	50,6	23,8	-29,9	-1,1	-9,6	4,8	-6,4 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών), 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.

τητα 4 του παρόντος κεφαλαίου), συνηγορούν υπέρ της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης για το σύνολο του έτους.

Η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας σημείωσε οριακή αύξηση 1,0% το εννεάμηνο του 2019, καθώς η αύξηση των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό-οπτικά συστήματα και κατοικίες αντισταθμίστηκε από την υποχώρηση στις λοιπές (πλην κατοικιών) κατασκευές. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό-οπτικά συστήματα αυξήθηκαν κατά 15,5%, σε μεγάλο βαθμό λόγω επίδρασης βάσης, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν για έβδομο συνεχόμενο τρίμηνο και κατέγραψαν αύξηση 9,8% το εννεάμηνο του 2019. Αντίθετα, οι λοιπές κατασκευές μειώθηκαν κατά 15,2%. Οι επενδύσεις

σε μηχανολογικό εξοπλισμό-οπτικά συστήματα, καθώς και σε εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνίας αυξήθηκαν ελαφρά. Παράλληλα, οι δημόσιες επενδύσεις ενισχύθηκαν σημαντικά το δεκάμηνο του έτους, καθώς οι εκταμιεύσεις του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων αυξήθηκαν κατά 23,9% (βλ. Πίνακα IV.2).

Με βάση δεδομένα μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών θεσμικών τομέων, η εικόνα των επενδύσεων από τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις είναι καλύτερη. Οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία υπερδιπλασιάστηκαν το β' τρίμηνο του 2019, συγκριτικά με το χαμηλό επίπεδο του 5,0% του ΑΕΠ στο τέλος του 2015, και ανέρχονται πλέον σε 10,7% του



ΑΕΠ σε ετησιοποιημένη βάση. Εξακολουθούν όμως να βρίσκονται στο ήμισυ του ανώτατου επιπέδου προ κρίσης. Ταυτόχρονα, ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις είναι θετικός από το τέλος του 2018, ενισχύοντας την παραγωγική κεφαλαιακή βάση για πρώτη φορά μετά από εννέα έτη. Το ίδιο διάστημα, η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα σημείωσε σταθερή βελτίωση, ως απόρροια της αύξησης τόσο της “εσωτερικής χρηματοδότησης” από ιδίους πόρους<sup>3</sup> όσο και της “εξωτερικής χρηματοδότησης”, η οποία ενισχύθηκε από τις 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), 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. Κατά συνέπεια, εξακολουθεί να υφίσταται ένα χρηματοδοτικό κενό (δηλ. ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης από τράπεζες και κεφαλαιαγορές), που το β' τρίμηνο του 2019 ισοδυναμεί με 2,6% του ΑΕΠ. Παράλληλα, από τις αρχές του 2019, μετά από εννέα συνεχή έτη, ανακόπηκε η αποεπένδυση χρηματοοικονομικού πλούτου και πραγματοποιούνται πλέον καθαρές χρηματοοικονομικές επενδύσεις της τάξεως του 0,8% του ΑΕΠ (κυρίως σε μετοχές και τεχνικά ασφαλιστικά αποθεματικά).

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 δημι-

ουργία 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 Διαδικασιών, 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 (βλ. ενότητα 4 του παρόντος κεφαλαίου). Οι παραπάνω διατάξεις αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα μεσοπρόθεσμα (βλ. Πλαίσιο IV.5).

Για το σύνολο του 2019 προβλέπεται επιτάχυνση της επενδυτικής δραστηριότητας, λόγω του ευνοϊκού μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της βελτίωσης των προσδοκιών των επιχειρήσεων. Παράλληλα, η διεξαγωγή των βουλευτικών εκλογών τερμάτισε την πολιτική αβεβαιότητα και η νέα κυβέρνηση προχώρησε στην άρση των εμποδίων που υπήρχαν σε επενδύσεις-ορόσημα, όπως το Ελληνικό και τα μεταλλεία Κασσάνδρας. Η αποκατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης αναμένεται να επιταχυνθεί από την υλοποίηση του σχεδίου “Ηρακλής” για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων επηρέασε ανάλογα και τα επιτόκια των εταιρικών ομολόγων. Αρκετές επιχειρήσεις έχουν προχωρήσει τους τελευταίους μήνες σε έκδοση νέων ομολόγων και αναμένεται μέρος της αντήθησας ρευστότητας να διατεθεί στην υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων. Τέλος, η αναστολή του ΦΠΑ για τρία χρόνια σε όλες τις οικοδομικές άδειες που εκδόθηκαν από την 1η Ιανουαρίου 2006 αναμένεται να αναθερμάνει την αγορά ακινήτων, αν και λόγω του μεγάλου αποθέματος αδιάθετων κατοικιών, η επίδραση στην κατασκευή νέων κατοικιών αναμένεται να είναι περιορισμένη.

3 Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών (και των παρακαταθέντων κερδών των επιχειρήσεων) και των καθαρών κεφαλαίων μεταβιβάσεων.

### Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2014-γ' τρίμηνο 2019)

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (α' τρίμ.)	2019 (β' τρίμ.)	2019 (γ' τρίμ.)
<b>Γεωργία, δασοκομία και αλιεία</b>	8,0 (0,3)	0,3 (0,0)	-6,1 (-0,3)	8,8 (0,4)	3,5 (0,2)	-0,9 (-0,0)	-2,5 (-0,1)	-3,7 (-0,2)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	-5,8 (-0,9)	-4,2 (-0,6)	7,2 (1,0)	2,4 (0,4)	2,8 (0,4)	6,7 (1,0)	7,3 (1,1)	3,7 (0,5)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-4,0 (-0,5)	-3,2 (-0,4)	3,2 (0,4)	3,6 (0,4)	1,7 (0,2)	0,3 (0,0)	0,7 (0,1)	-0,2 (-0,0)
Κατασκευές	-12,7 (-0,4)	-8,4 (-0,2)	25,5 (0,6)	-2,2 (-0,1)	7,4 (0,2)	33,3 (0,9)	33,3 (1,0)	18,5 (0,6)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	1,4 (1,2)	0,1 (0,0)	-2,1 (-1,7)	1,2 (1,0)	1,3 (1,0)	0,2 (0,2)	1,5 (1,2)	0,7 (0,6)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	4,8 (1,0)	-2,2 (-0,5)	-4,3 (-0,9)	3,6 (0,8)	4,1 (0,9)	3,0 (0,7)	3,9 (0,9)	3,6 (0,8)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-5,8 (-0,2)	-5,4 (-0,2)	-0,5 (-0,0)	-1,0 (-0,0)	0,0 (0,0)	-1,5 (-0,0)	1,4 (0,0)	0,0 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-6,4 (-0,3)	-2,3 (-0,1)	-1,3 (-0,1)	-6,5 (-0,3)	-10,0 (-0,4)	-9,2 (-0,3)	-9,9 (-0,4)	-7,0 (-0,2)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	3,4 (0,7)	2,2 (0,5)	-0,7 (-0,1)	2,3 (0,5)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-3,1 (-0,1)	4,8 (0,2)	-1,4 (-0,1)	3,3 (0,2)	5,5 (0,3)	3,1 (0,2)	4,5 (0,2)	4,1 (0,2)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	0,9 (0,2)	0,0 (0,0)	-1,7 (-0,4)	-0,5 (-0,1)	0,8 (0,2)	-1,1 (-0,2)	1,5 (0,3)	-2,3 (-0,5)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-2,2 (-0,1)	3,5 (0,1)	-2,2 (-0,1)	0,1 (-0,0)	1,9 (0,1)	-1,1 (-0,0)	1,8 (0,1)	6,7 (0,3)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 5 Δεκεμβρίου 2019, εποχιακά διορθωμένα στοιχεία.  
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

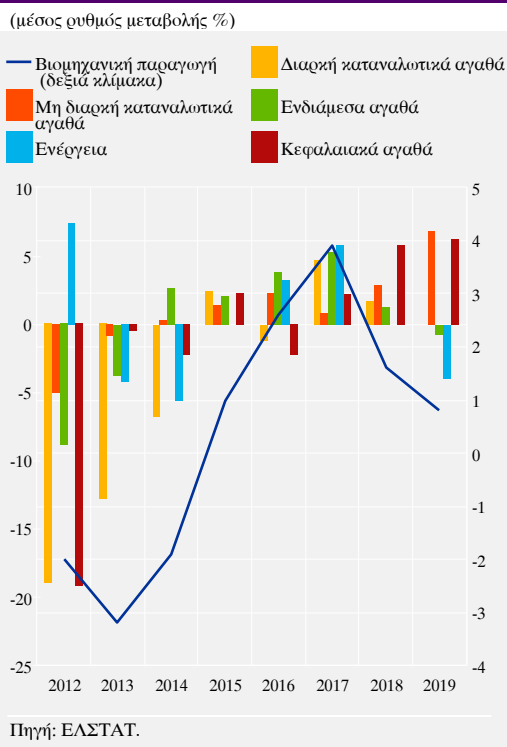
#### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Στη διάρκεια του εννεαμήνου του 2019 η **ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας** αυξήθηκε κατά 1,3% σε σταθερές τιμές, λόγω της επίδοσης του τριτογενούς τομέα και ειδικότερα των υπηρεσιών εμπορίου, ξενοδοχείων-εστιατορίων και μεταφορών-αποθήκευσης καθώς και του τομέα των κατασκευών.

Η προστιθέμενη αξία της **βιομηχανίας** (συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας) αυξήθηκε με επιβραδυνόμενο ρυθμό το εννεάμηνο του 2019 (0,2%, έναντι 1,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2018, βλ. Πίνακα IV.3 και Διάγραμμα IV.5). Η βιομηχανική δραστηριότητα, σύμφωνα με το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, μετά την ανοδική πορεία της περιόδου 2015-2017, αυξήθηκε με επιβραδυνόμενο ρυθμό το 2018,

ακολουθώντας την κάμψη της βιομηχανικής παραγωγής στη ζώνη του ευρώ. Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 αυξήθηκε κατά 0,8% (έναντι 1,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2018, βλ. Διάγραμμα IV.6), λόγω της μείωσης της παραγωγής ορυχείων-λατομείων και ηλεκτρισμού. Ο ρυθμός ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής παρέμεινε ισχυρός (2,3% το δεκάμηνο έναντι 2,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2018), παρά τη μείωση της παραγωγής του κλάδου πετρελαίου και άνθρακα. Οι πιο δυναμικοί κλάδοι που στηρίξαν τη μεταποιητική παραγωγή και συνδέθηκαν με αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα ήταν οι κλάδοι της παραγωγής φαρμακευτικών προϊόντων και φαρμακευτικών σκευασμάτων, χημικών ουσιών και προϊόντων, κατασκευής προϊόντων από ελαστικό και πλαστικές ύλες, καθώς και οι κλάδοι βιομηχανίας τροφίμων και παραγωγής προϊόντων καπνού.

**Διάγραμμα IV.5 Βιομηχανική παραγωγή (2012-δεκάμηνο 2019)**



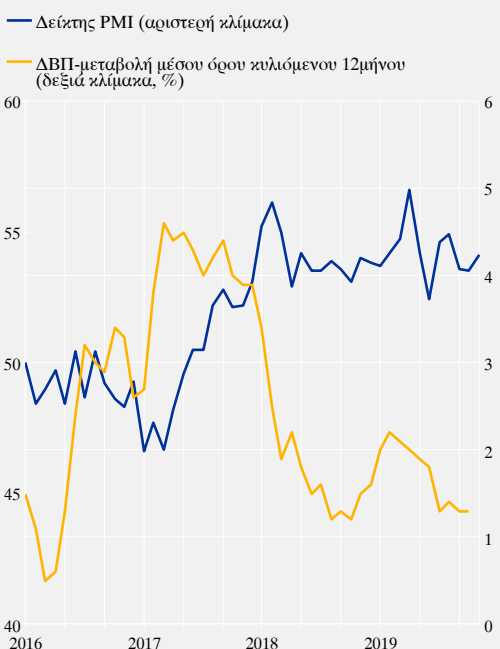
Στον κλάδο της βιομηχανίας ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού, όπως καταγράφεται από τις έρευνες του IOBE, αυξήθηκε κατά 0,7 της μονάδας την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019 έναντι των βελτιωμένων επιπέδων της αντίστοιχης περιόδου του 2018. Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση βρίσκεται επί 30 συνεχείς μήνες σε επίπεδα που υποδηλώνουν ισχυρή ανάπτυξη, αντανakλώντας τη θετική δυναμική του κλάδου της μεταποίησης λόγω της αύξησης της ανταγωνιστικότητας κόστους και της εξωστρέφειας (βλ. Διάγραμμα IV.6). Αντιθέτως, ο PMI στη ζώνη του ευρώ είναι κάτω από το όριο του 50 επί δέκα συναπτούς μήνες.

Η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο του 2019 ήταν ιδιαίτερα θετική (28,2%, έναντι 5,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2018) (βλ. Πίνακα IV.3). Σε θετική κατεύθυνση (αν και με μικρή επιβράδυνση) κινούνται και τα στοιχεία του

όγκου οικοδομικών αδειών (9,7% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, έναντι αύξησης κατά 15,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2018). Ωστόσο, ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές κατέγραψε μείωση το πρώτο εξάμηνο του 2019 (-11,9%, έναντι -2,7% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2018, βλ. Πίνακα IV.2), λόγω της μείωσης τόσο του υποδείκτη των οικοδομικών έργων όσο και του υποδείκτη των έργων πολιτικού μηχανικού (έργα υποδομών).

Το εννεάμηνο του 2019 συνεχίστηκε η αύξηση στους κλάδους του τριτογενούς τομέα (0,8%) λόγω κυρίως της καλής επίδοσης των κλάδων του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των μεταφορών-αποθήκευσης (+3,5%). Μικτή είναι η εικόνα που προκύπτει από τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο

**Διάγραμμα IV.6 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2016-Νοέμβριος 2019)**



Πηγές: Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών και ΕΛΣΤΑΤ για το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής.  
Σημείωση: Τα στοιχεία για τον ΔΒΠ αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου 2016-Οκτωβρίου 2019.  
1 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση.

## 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	-1,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,0	0,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσυκλετών	7,8	7,2	6,3	10,8	7,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>2. Μεταφορές</b>					
Χερσαίες μεταφορές	-5,7	-2,3	10,9	-1,1	-1,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και αεροπορικές μεταφορές	-3,1	-4,6	-9,6	-0,2	4,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	0,1	3,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	3,0	8,2	8,0	8,8	8,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
<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	1,6 (Ιαν.-Ιουν.)
Παραγωγή κιν/ζών ταινιών-βίντεο-ηλεκτρονικών προγραμμάτων, ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,2	-1,3	-5,0	7,0	-19,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-22,4	-15,0	-3,7	15,6	7,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	6,9	2,3 (Ιαν.-Ιουν.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-12,8	0,6 (Ιαν.-Ιουν.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	-1,1	6,4 (Ιαν.-Ιουν.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-7,4	-4,7	9,1	25,9	15,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	19,0	10,7	8,6	11,0	6,0 (Ιαν.- Νοεμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	15,2	7,0	6,0	5,7	7,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
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>	<b>-16,2</b>	<b>1,5</b>	<b>16,9</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,9 (Ιαν.-Νοεμ.)</b>

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

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

εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές, ενώ οριακά αρνητικά κινούνται οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.4).

Οι υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα ακολουθούν τις εξελίξεις του τουρισμού για το 2019, που εμφανίζονται θετικές τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο

και από την πλευρά της προσφοράς (βλ. Πλαίσιο IV.3). Η θετική πορεία των αφίξεων για έκτη συνεχόμενη χρονιά, η ανοδική τάση που καταγράφουν οι ταξιδιωτικές εισπράξεις και η σημαντική βελτίωση του ξενοδοχειακού δυναμικού, τόσο σε όρους όγκου όσο και σε όρους ποιότητας, αναμένεται να συμβάλουν στην αναπτυξιακή προσπάθεια της ελληνικής οικονομίας.

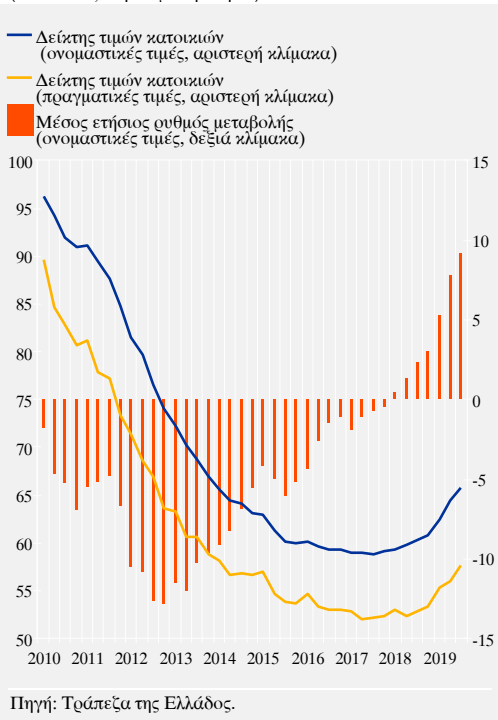
### 3 ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στη διάρκεια των ένδεκα μηνών του 2019 η αγορά ακινήτων συγκεντρώνει αυξανόμενο, επενδυτικό κυρίως, ενδιαφέρον. Παρά τις σημαντικές διαφοροποιήσεις σε τοπικό επίπεδο, παρατηρείται πλέον βελτίωση των προοπτικών στο σύνολο σχεδόν της αγοράς, με τις τιμές να αυξάνονται με αξιοσημείωτους ρυθμούς σε περιοχές υψηλής ζήτησης. Αν και η διάχυση της αύξησης των τιμών δεν παρατηρείται σε όλο το φάσμα της αγοράς, εκτιμάται ότι πλέον έχει ανακοπεί η πτωτική τάση των τιμών στα χαμηλότερων προδιαγραφών ακίνητα και έχουν σταθεροποιηθεί σε μεγάλο βαθμό οι δευτερεύουσες αγορές. Προϋπόθεση για τη συνολική ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων είναι η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης εκ μέρους ιδιωτών και επιχειρήσεων για χρήση και επέκταση σε νέους χώρους και ακίνητα, η οποία εκτιμάται ότι θα πραγματοποιηθεί σταδιακά.

Ειδικότερα, το εννεάμηνο του 2019 η **αγορά των κατοικιών** εμφανίζει ενδείξεις προοδευτικής βελτίωσης, αν και εξακολουθεί να υπάρχει σημαντική ετερογένεια στις μεταβολές των τιμών των κατοικιών σε τοπικό επίπεδο. Με βάση τα στοιχεία εκτιμήσεων που έχουν συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, το εννεάμηνο του 2019 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν αυξημένες κατά 7,4% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 1,3% το αντίστοιχο διάστημα του 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.7). Η σημαντική άνοδος του δείκτη για το σύνολο της χώρας οφείλεται κυρίως στους αξιοσημείωτους ρυθμούς αύξησης των τιμών διαμερισμάτων της ευρύτερης περιοχής της Αθήνας (10,3%) και της Θεσσαλονίκης (7,6%), καθώς στις άλλες μεγάλες πόλεις και τις λοιπές περιοχές της χώρας οι ρυθμοί που καταγράφονται είναι ηπιότεροι (4,5% και 4,8% αντίστοιχα). Η ιδιαίτερη δυναμική της οικιστικής αγοράς της πρωτεύουσας αποτυπώνεται και στους σημαντικά υψηλούς ρυθμούς αύξησης του αριθμού και του όγκου των νέων οικοδομικών αδειών της Αττικής κατά το οκτάμηνο του 2019 (74,6% και 50,1% αντί-

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2010-γ' τρίμηνο 2019)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



στοιχα έναντι της ίδιας περιόδου του 2018), σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Ωστόσο, η βελτίωση των συνθηκών της αγοράς κατοικιών καταγράφεται και σε επίπεδο χώρας, με τις επενδύσεις σε κατοικίες<sup>4</sup> να ενισχύονται κατά 9,8% το εννεάμηνο του 2019, έναντι 12,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Παράλληλα, αύξηση της καθαρής εισροής κεφαλαίων για αγορές ακινήτων από ξένους επενδυτές καταγράφεται και στα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το εννεάμηνο του 2019 (55,1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018). Στην αύξηση της ζήτησης κατοικιών έχει συντελέσει το έντονο ενδιαφέρον για στοχευμένα οικιστικά ακίνητα, τα οποία, ειδικά μέσω των βραχυχρόνιων μισθώσεων, έχουν αποκτήσει επενδυτικά χαρακτηριστικά και προσφέρουν αποδόσεις κοντά στα επίπεδα των επαγγελματικών χρήσεων.

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



Στον κλάδο των **επαγγελματικών ακινήτων** κατά το πρώτο εξάμηνο του 2019 καταγράφηκε άνοδος των τιμών τόσο στην αγορά γραφείων όσο και στην αγορά καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών. Συγκεκριμένα, οι τιμές των γραφειακών χώρων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών κατέγραψαν ρυθμούς αύξησης 2,2% και 4,2% αντίστοιχα σε σχέση με το δεύτερο εξάμηνο του 2018 για το σύνολο της χώρας, ενώ οι αντίστοιχοι ρυθμοί για την Αθήνα ανήλθαν σε 2,0% και 4,6%. Κύρια χαρακτηριστικά της αγοράς είναι η ζήτηση ακινήτων εισοδήματος από επενδυτές και η πραγματοποίηση πράξεων με αποδόσεις που συχνά προσεγγίζουν τα επίπεδα του υψηλότερου σημείου του κύκλου της αγοράς πριν από την έναρξη της κρίσης (περίοδος 2005-2007). Ωστόσο, σημειώνεται ότι αφενός η ζήτηση δεν έχει διαχυθεί στη δευτερεύουσα αγορά και αφετέρου αφορά λιγότερο την εγχώρια ζήτηση για χρήση νέων χώρων ή επέκταση υφιστάμενων δραστηριοτήτων και περισσότερο τη ζήτηση από το εξωτερικό για ακίνητα εισοδήματος με εξασφαλισμένη μίσθωση και απόδοση. Με βάση τα πιο πρόσφατα αναλυτικά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, κατά το οκτάμηνο του 2019 η οικοδομική δραστηριότητα για νέα γραφεία κατέγραψε μείωση 37,1% σε όρους αριθμού αδειών και 25,7% σε όρους όγκου σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Η μείωση του αριθμού και του όγκου των νέων οικοδομικών αδειών για τα εμπορικά καταστήματα ανήλθε σε 15,4% και 23,3% αντίστοιχα. Η αναντιστοιχία στις μεταβολές των επιμέρους δεικτών τιμών και της εξέλιξης της οικοδομικής δραστηριότητας είναι ενδεικτική της περιορισμένης εγχώριας ζήτησης. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι και σε ό,τι αφορά την οικοδομική δραστηριότητα στον τομέα των ξενοδοχείων, μετά από μια διετή περίοδο ιδιαίτερα υψηλών θετικών ρυθμών, κατά το οκτάμηνο του 2019 παρατηρείται μικρή υποχώρηση του αριθμού και του όγκου των νέων αδειών. Δεδομένου ωστόσο ότι δεν υφίστανται ενδείξεις κορεσμού της αγοράς και λαμβάνοντας υπόψη τη συνεχιζόμενη θετική πορεία του τουρισμού (βλ. Πλαίσιο IV.3), εκτιμάται ότι οι συγκεκριμένες μεταβολές αποτελούν

μια προσωρινή διόρθωση των ιδιαίτερα υψηλών θετικών ρυθμών της προηγούμενης περιόδου, που σε πολλές περιπτώσεις υπερέβαιναν το 50% σε ετήσια βάση.

Η αυξημένη κινητικότητα των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) που καταγράφηκε το 2018 συνεχίστηκε και εντάθηκε τους ένδεκα μήνες του 2019, κατά τη διάρκεια των οποίων πραγματοποιήθηκαν σημαντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και υλοποιήθηκαν ή ανακοινώθηκαν αγορές επενδυτικών ακινήτων περί τα 400 εκατ. ευρώ, με δρομολογημένες περαιτέρω επενδύσεις περί τα 200 εκατ. ευρώ. Ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των επενδύσεων των ΑΕΕΑΠ κατευθύνθηκε στην ελληνική αγορά, κυρίως προς ακίνητα με χρήσεις γραφείων και καταστημάτων σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη, αλλά και ξενοδοχειακές μονάδες σε περιοχές υψηλού τουριστικού ενδιαφέροντος.

Η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης για κατοικία αλλά και νέους επαγγελματικούς χώρους θα εξαρτηθεί από τους ρυθμούς ανάπτυξης και τη βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας, την υλοποίηση παρεμβάσεων που θα διευκολύνουν και θα στηρίξουν την επιχειρηματικότητα, καθώς και από την περαιτέρω ενίσχυση της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος. Η εφαρμογή της αναστολής του ΦΠΑ για τις νέες οικοδομές,<sup>5</sup> η απλοποίηση της γραφειοκρατικής διαδικασίας των συναλλαγών και ο εξορθολογισμός της φορολόγησης της ακίνητης περιουσίας με παράλληλη διεύρυνση της φορολογικής βάσης αποτελούν διαχρονικά αιτήματα της αγοράς ακινήτων, καθώς, ειδικά την τελευταία δεκαετία, σε συνδυασμό με τις οικονομικές συνθήκες στη χώρα, έχουν αποτελέσει σημαντικούς ανασταλτικούς παράγοντες της εγχώριας ζήτησης, αλλά και της ζήτησης από το εξωτερικό.

5 Σύμφωνα με τον ν. "Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο", αναστέλλονται από 1.1.2020 έως 31.12.2022 η επιβολή ΦΠΑ στα ακίνητα με άδεια από 1.1.2006 και η επιβολή του φόρου υπεραξίας στη μεταβίβαση ακινήτων.

#### 4 ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ

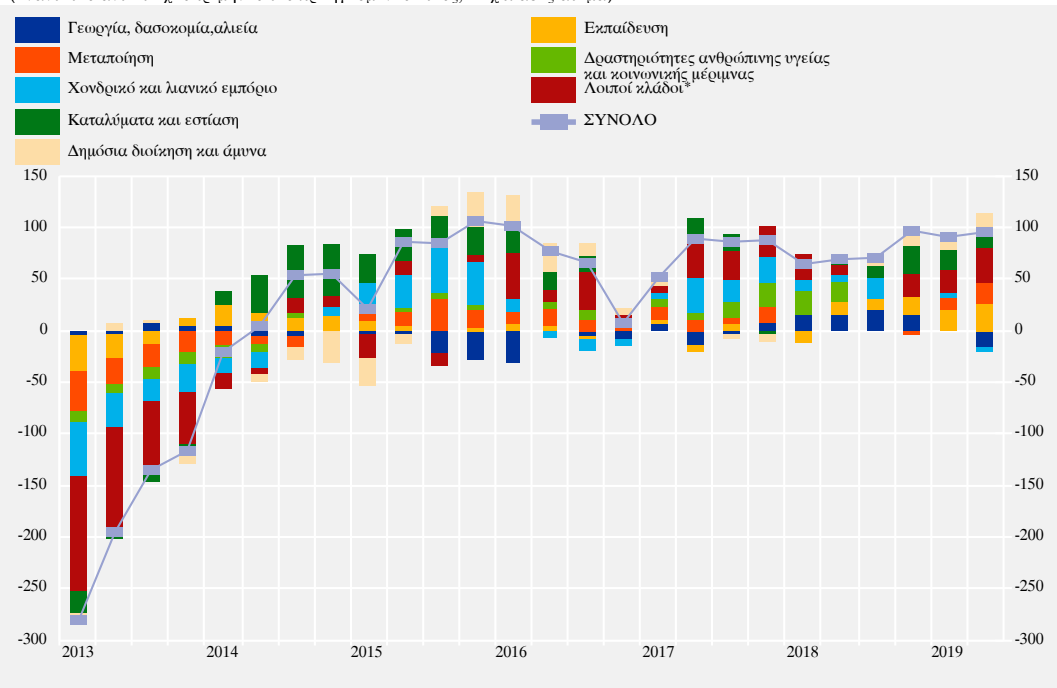
Η βελτίωση της αγοράς εργασίας που καταγράφεται σταθερά από το 2014 συνεχίστηκε και το 2019. Το πρώτο εξάμηνο του 2019 το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 18,1% και ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 2,5% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018. Η καλή πορεία συγκεκριμένων κλάδων, όπως του τουρισμού, των μεταφορών και της αποθήκευσης, της εκπαίδευσης και της δημόσιας διοίκησης και άμυνας, συνέτεινε στην αύξηση της απασχόλησης. Σημαντική ήταν και η συμβολή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών, που έχουν μειώσει τις δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας και έχουν ενισχύσει την κινητικότητα των εργαζομένων. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι νέες προσλήψεις στον ιδιωτικό τομέα αυξάνονται διαχρονικά, αν και στην πλειοψηφία τους αποτελούν ευέλικτες μορφές απασχόλησης. Ωστόσο, τα ποσοστά ανεργίας των

νέων, των γυναικών και των μακροχρόνια ανέργων, τα οποία, παρά την παρατηρούμενη αποκλιμάκωσή τους, παραμένουν υψηλά, δείχνουν ότι υφίστανται προβλήματα στην αγορά εργασίας και αναδεικνύουν την ανάγκη να συνεχιστεί η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και να διατηρηθεί η ευελιξία της αγοράς εργασίας, σε συνδυασμό με την περαιτέρω ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο αριθμός των απασχολούμενων **ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας**, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, αυξήθηκε στο δευτερογενή και στον τριτογενή τομέα (2,1% και 3,2% αντίστοιχα) το πρώτο εξάμηνο του 2019 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018, ενώ στον πρωτογενή τομέα περιορίστηκε (-1,7%). Το ανά τομέα μερίδιο συμμετοχής στο σύνολο των απασχολούμενων αυξήθηκε στον τριτογενή τομέα (72,9%), παρέμεινε σταθερό στο

**Διάγραμμα IV.8 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2013-β' τρίμηνο 2019)**

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



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

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

δευτερογενή τομέα (15,3%) ενώ στον πρωτογενή τομέα υποχώρησε (11,9%).

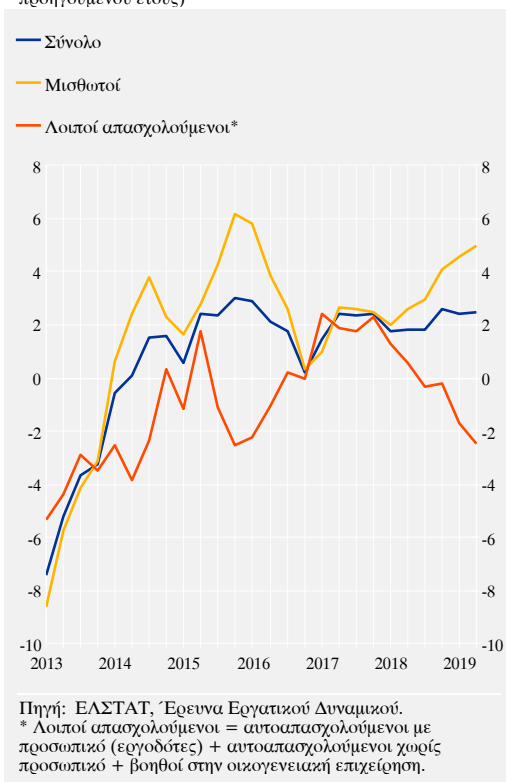
Σε **κλαδικό επίπεδο**, η αύξηση της απασχόλησης το πρώτο εξάμηνο του 2019 προήλθε από τη σημαντική αύξηση της απασχόλησης στη μεταποίηση (4,4%), στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (5,9%), στην εκπαίδευση (7,5%), στην ενημέρωση και την επικοινωνία (11,8%), στις μεταφορές και την αποθήκευση (8,8%) και στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (3,9%). Στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο η απασχόληση αυξήθηκε οριακά (0,1%). Αντίθετα, στους κλάδους των κατασκευών και της παροχής ηλεκτρικού ρεύματος παρατηρήθηκε μείωση του αριθμού των απασχολούμενων (-1,9% και -8,2% αντίστοιχα). Επίσης μείωση της απασχόλησης σημειώθηκε και στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (-4,4%)<sup>6</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.8).

Σημαντική είναι η αύξηση της **μισθωτής απασχόλησης** (4,8% το πρώτο εξάμηνο του 2019 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018), με παράλληλη αύξηση του μεριδίου συμμετοχής της στη συνολική απασχόληση (67,6%), καθώς και των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό (2,6%). Αντίθετα, μείωση σημειώθηκε στους αυτοαπασχολούμενους χωρίς προσωπικό (-1,8%), που αντιπροσωπεύουν το 21,5% του συνόλου των απασχολούμενων, και στους βοηθούς στις οικογενειακές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα IV.9).

Η αύξηση της απασχόλησης το 2019 αποτυπώνεται και στο **ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα** (πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ). Ειδικότερα, τους ένδεκα μήνες του 2019 δημιουργήθηκαν 131.310 νέες θέσεις εργασίας, 3.723 λιγότερες από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Το ενδεκάμηνο του 2019 οι ευέλικτες μορφές εργασίας εξακολουθούν να υπερτερούν, παρουσιάζοντας οριακή αύξηση. Συγκεκριμένα, το 54,7% των νέων προσλήψεων αφορούσε προσλήψεις μερικώς και εκ περιτροπής απασχόλησης (έναντι 54,2% το αντίστοιχο διάστημα του 2018).

**Διάγραμμα IV.9 Απασχόληση (α' τρίμηνο 2013-β' τρίμηνο 2019)**

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)

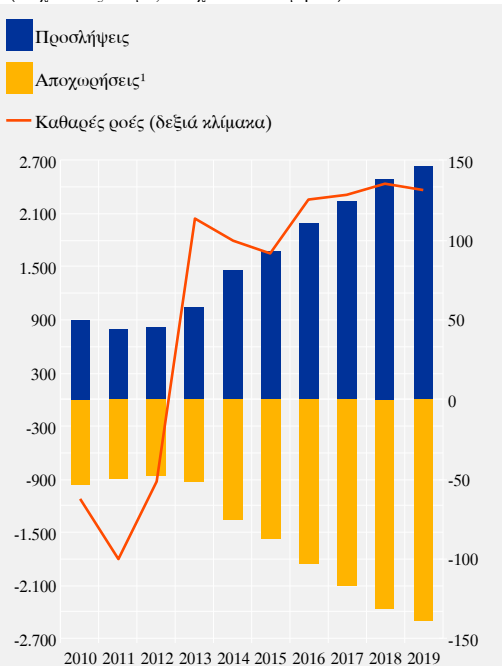


Το **ποσοστό ανεργίας** συνέχισε να υποχωρεί το πρώτο εξάμηνο του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.11). Το ποσοστό ανεργίας των νέων 20-29 ετών αποκλιμακώθηκε σε 29,4% από 32,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Το ποσοστό της **μακροχρόνιας ανεργίας** υποχώρησε σε 12,2% του εργατικού δυναμικού, έναντι 14,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Όσο παρατείνεται η διάρκεια της ανεργίας, τόσο απαξιώνονται οι δεξιότητες των ατόμων και αυξάνεται η πιθανότητα να αποσυρθούν από την αγορά εργασίας, γεγονός που ενισχύει τον κίνδυνο κοινωνικού αποκλεισμού, φτώχειας

<sup>6</sup> Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγχυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής), τους ένδεκα μήνες του 2019 παρατηρείται βελτίωση των προοπτικών απασχόλησης στο λιανικό εμπόριο και στις υπηρεσίες. Όσον αφορά τη μεταποίηση, σημειώνεται μικρή επιδείνωση. Αντίθετα, οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές εξακολουθούν να κινούνται σε αρνητικό έδαφος, ωστόσο παρουσιάζονται ελαφρώς βελτιωμένες.

**Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2019)**

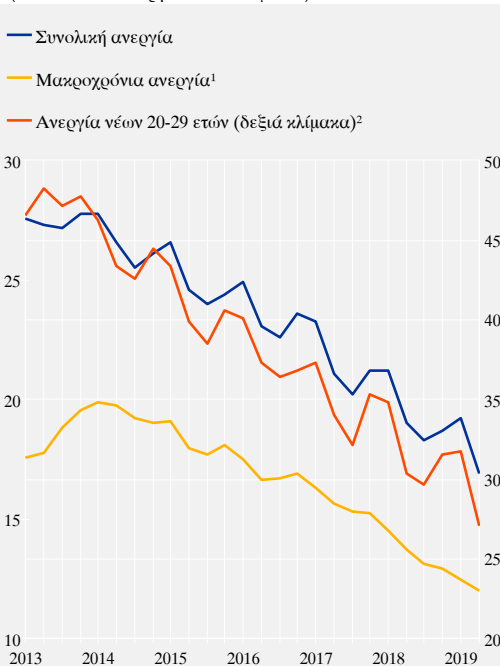
(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία ενδεκαμήνου)



Πηγές: ΟΑΕΔ και πληροφοριακό σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".  
 1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

**Διάγραμμα IV.11 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2013-β' τρίμηνο 2019)**

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
 1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.  
 2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

και αύξησης των ανισοτήτων. Η σύνθεση της ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη να δοθεί έμφαση στη διά βίου εκπαίδευση, στην καλύτερη αντιστοίχιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας, στην ενδυνάμωση του μηχανισμού διάγνωσης αναγκών της αγοράς εργασίας και στη συνέχιση εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης (βλ. Πλαίσιο IV.2).

Στο πλαίσιο της συνέχισης των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, σε πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση (ν. 4635/2019) προβλέπονται παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας, που αφορούν μεταξύ άλλων τις συλλογικές συμβάσεις εργασίας, μέτρα για την προστασία των εργαζομένων μερικής απασχόλησης και την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας, ενώ παράλληλα διευρύνονται οι δυνατότητες του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ.

Ειδικότερα, εισάγεται ρητρά εξαίρεσης από την υποχρεωτική εφαρμογή μιας κλαδικής σύμβασης για επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα και βρίσκονται σε καθεστώς πτωχευτικής διαδικασίας ή οικονομικής εξυγίανσης και μετά από αιτιολογημένη γνώμη του Ανώτατου Συμβουλίου Εργασίας. Επίσης, σχετικά με την επίλυση των συλλογικών διαφορών, η προσφυγή στη διαιτησία μονομερώς είναι δυνατή μόνο εάν (α) η συλλογική διαφορά αφορά επιχειρήσεις δημοσίου συμφέροντος ή (β) εάν η συλλογική διαφορά αφορά τη σύναψη συλλογικής σύμβασης εργασίας και η επίλυσή της επιβάλλεται για λόγους γενικότερου κοινωνικού ή δημοσίου συμφέροντος συνδεδεμένους με τη λειτουργία της ελληνικής οικονομίας. Με τον ίδιο νόμο προβλέπεται η δημιουργία ηλεκτρονικών μητρώων για συνδικαλιστικές οργανώσεις εργαζομένων και εργοδοτών. Οι αποφάσεις των γενικών συνε-

λεύσεων και οργάνων διοίκησης συνδικαλιστικών οργανώσεων εργαζομένων και εργοδοτών, συμπεριλαμβανομένων των αποφάσεων για κήρυξη απεργίας λαμβάνονται με ψηφοφορία, η οποία μπορεί να διεξάγεται και ηλεκτρονικά.

Αναφορικά με την προστασία της μερικής απασχόλησης και την καταπολέμηση της αδήλωτης και υποδηλωμένης εργασίας, προβλέπεται ότι κάθε επιπλέον ώρα εργασίας, πέραν των συμφωνημένων στο πλαίσιο μερικής απασχόλησης, θα αμείβεται με προσαύξηση 12%. Επιπλέον, επιβάλλονται διοικητικές κυρώσεις για αδήλωτη εργασία και προσδιορίζονται προϋποθέσεις έκπτωσης από αυτές τις κυρώσεις. Τέλος, δημιουργείται για πρώτη φορά ηλεκτρονικό μητρώο παραβατών για την αδήλωτη εργασία, οι οποίοι θα αποκλείονται από ευμενείς ασφαλιστικές ρυθμίσεις.<sup>7</sup>

Η περαιτέρω ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και η προσδοκώμενη αύξηση των επενδύσεων μεσοπρόθεσμα αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στην αγορά εργασίας και να βοηθήσουν στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας και στην αύξηση του ποσοστού απασχόλησης. Οι μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών εξακολουθούν να επιδρούν θετικά, καθώς έχει βελτιωθεί η ευελιξία και η κινητικότητα στην αγορά εργασίας. Οι διατάξεις του νέου αναπτυξιακού νόμου που αφορούν την αγορά εργασίας και η σχεδιαζόμενη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών από το 2020 αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στην απασχόληση. Ταυτόχρονα, τα μέτρα για την ενίσχυση της προστασίας της μερικής απασχόλησης, σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση του οδικού χάρτη για την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας, αναμένεται να στηρίξουν τη νόμιμη και δηλωμένη εργασία. Εντούτοις, το γεγονός ότι τα ποσοστά ανεργίας παραμένουν υψηλά στις γυναίκες και στους νέους, καθώς και ότι το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας αποκλιμακώνεται με βραδύ ρυθμό, καθιστούν επιτακτική την ανάγκη να εφαρμοστούν επιπρόσθετες στοχευμένες πολιτικές στήριξης της απασχόλησης για αυτές τις ομάδες. Παράλληλα, θα πρέπει να

εντατικοποιηθούν περαιτέρω οι έλεγχοι για αδήλωτη και υποδηλωμένη εργασία, ώστε να αποκατασταθεί ο υγιής ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων και να ενισχυθούν τα έσοδα των ταμείων κοινωνικής ασφάλισης.

## 5 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

### 5.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός υποχώρησε στο 0,8% το 2018 και ο πυρήνας του πληθωρισμού στο 0,5%, από 1,1% και 0,6% αντίστοιχα το 2017. Κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του τρέχοντος έτους τα δύο μεγέθη μέτρησης του εναρμονισμένου πληθωρισμού καταγράφουν αμφότερα μέσο ετήσιο ρυθμό 0,5% (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Η αναμενόμενη υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού το 2019 σε σύγκριση με το 2018 σχετίζεται κυρίως με τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, αλλά και με τα πρόσφατα μέτρα μείωσης της έμμεσης φορολογίας. Η πορεία του εναρμονισμένου πληθωρισμού κατά το 2019 έχει σε μεγάλο βαθμό καθοριστεί από σημαντικές κυβερνητικές αποφάσεις, όπως είναι η αύξηση του κατώτατου μισθού, η κατάργηση του υποκατώτατου μισθού και οι μειώσεις στην έμμεση φορολογία, αλλά και από την καθοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου.

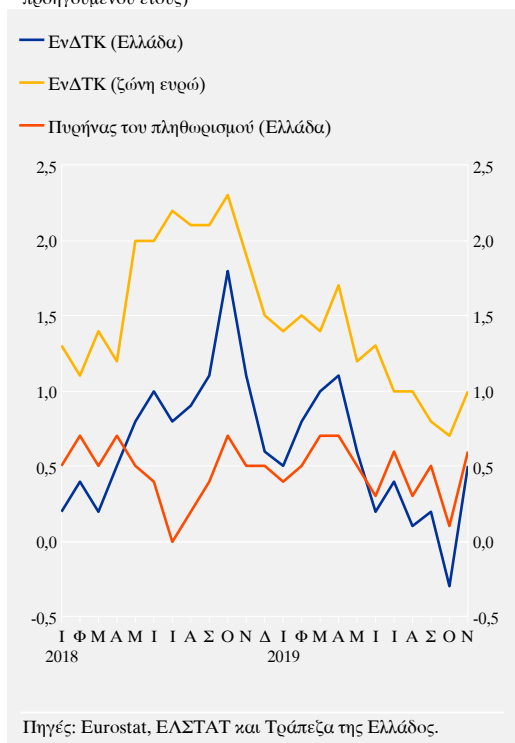
Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου το πρώτο εξάμηνο του 2019 κατέγραψαν κατά μέσο όρο μηδενική μεταβολή σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Αντιθέτως, κατά το τρέχον δεύτερο εξάμηνο καταγράφονται σημαντικές μειώσεις. Επιπλέον, η μείωση της έμμεσης φορολογίας στις υπηρεσίες εστίασης και σε σημαντικό αριθμό επεξεργασμένων ειδών δια-

<sup>7</sup> Επιπλέον, με τον ν. 4623/2019 καταργήθηκε η έννοια του “βάσιμου λόγου” για το έγκυρο της καταγγελίας της εργασιακής σχέσης και από τις 17.5.2019 (ημερομηνία δημοσίευσης της καταργούμενης διάταξης) η καταγγελία είναι έγκυρη εφόσον έχει γίνει εγγράφως, έχει καταβληθεί η οφειλόμενη αποζημίωση και έχει καταχωρηθεί η απασχόληση του απολυόμενου στα τηρούμενα για τον ΕΦΚΑ μισθολόγια ή έχει ασφαλιστεί ο απολυόμενος.



**Διάγραμμα IV.12 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2018-Νοέμβριος 2019)**

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

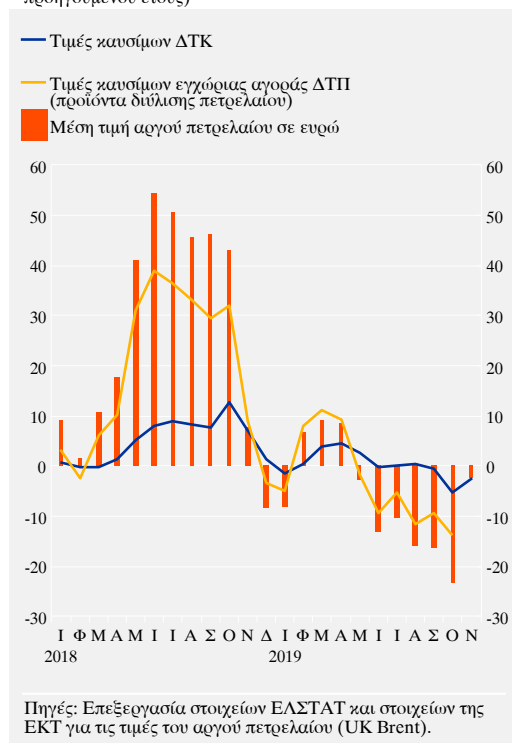


τροφής από τον κανονικό (24%) στο μειωμένο συντελεστή (13%) και στην ενέργεια (ηλεκτρισμό και φυσικό αέριο) από τον μειωμένο (13%) στον υπερμειωμένο συντελεστή (6%) άσκησε έντονη αντιπληθωριστική επίδραση, αντισταθμίζοντας την περιορισμένη πληθωριστική επίδραση που είχαν η αύξηση του κατώτατου μισθού και η κατάργηση του υποκατώτατου μισθού.

Κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του τρέχοντος έτους, τρεις από τις πέντε συνιστώσες του εναρμονισμένου δείκτη καταγράφουν αρνητικό πληθωρισμό (επεξεργασμένα είδη διατροφής, βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια, ενεργειακά αγαθά). Η διατήρηση του γενικού πληθωρισμού σε θετικό έδαφος οφείλεται κατά κύριο λόγο στις υπηρεσίες και δευτερευόντως στα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής. Οι υπηρεσίες, που αποτελούν το 49% περίπου του γενικού δείκτη και το 58% περί-

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

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

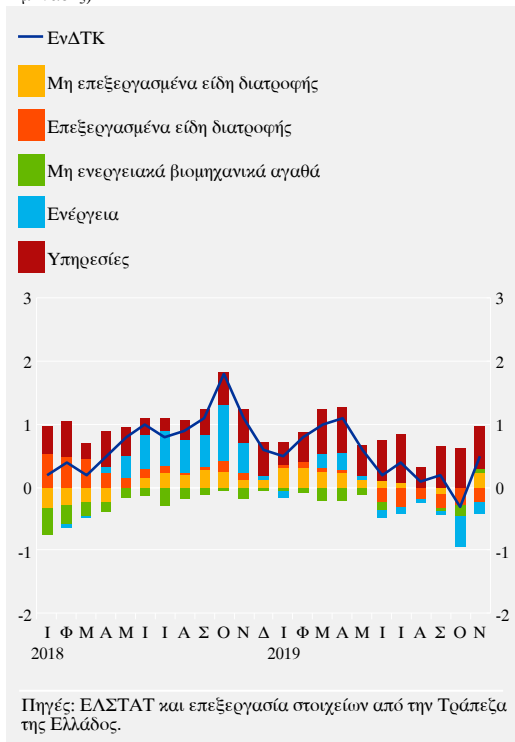


που του πυρήνα του πληθωρισμού, καταγράφουν μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 1,3% και παραμένουν ο κύριος προωθητικός παράγοντας του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού. Οι πιο σημαντικοί υποδείκτες της συνιστώσας των υπηρεσιών είναι εκείνοι που σχετίζονται με τον τουρισμό (αεροπορικά εισιτήρια, ξενοδοχεία, εστιατόρια) και οι τηλεπικοινωνίες.

Η συμπίεση του γενικού πληθωρισμού σε ρυθμούς πλησίον του μηδενός και η διατήρηση του πυρήνα του πληθωρισμού σε ρυθμούς κοντά στο 0,5% σηματοδοτούν την από τον Ιούνιο του 2019 και μετά αντιστροφή της σχέσης ανάμεσα στα δύο μεγέθη μέτρησης του πληθωρισμού, με τον πυρήνα να υπερβαίνει το γενικό πληθωρισμό. Η αντιστροφή αυτής της σχέσης συνδέεται αφενός με τις χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου και αφετέρου με την ενδυνάμωση των συνιστωσών του πυρήνα.

**Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2018-Νοέμβριος 2019)**

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



Ενώ οι υπηρεσίες ουσιαστικά διατηρούν το γενικό πληθωρισμό σε θετικό έδαφος, ο αρνητικός πληθωρισμός των βιομηχανικών αγαθών χωρίς την ενέργεια καταγράφει έντονη αποκλιμάκωση κατά το τρέχον δεύτερο εξάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Εφόσον η αποκλιμάκωση αυτή συνεχιστεί, όπως και αναμένεται, βασιζόμενη στη σταδιακή βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος και κατ' επέκταση της εγχώριας ζήτησης, ο πυρήνας του πληθωρισμού θα συνεχίσει και κατά το 2020 να υπερβαίνει οριακά το γενικό πληθωρισμό. Ο τελευταίος εκτιμάται ότι το 2020 θα κινηθεί περίπου στα ίδια μεγέθη με εκείνα του 2019, συγκρατούμενος κατά κύριο λόγο από τις χαμηλές τιμές του πετρελαίου. Παρ' όλα αυτά, το διεθνές περιβάλλον παραμένει ασταθές, με πολλές αβεβαιότητες και κινδύνους.

**5.2 ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Το 2018, σύμφωνα με τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, η αξιολογη άνοδος της μισθωτής απασχόλησης κατά 2,3% συνοδεύθηκε από ήπια αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό, με αποτέλεσμα το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας να αυξηθεί κατά 3,6% (έναντι αύξησης κατά 2,3% το 2017 – βλ. Πίνακα IV.5). Καθώς η παραγωγικότητα αυξήθηκε ανεπαίσθητα, ήταν συγκρατημένη η άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας.

Το **εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019** το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 5,1%, έναντι 3,9% το αντίστοιχο διάστημα του 2018, κυρίως λόγω της σημαντικής ανόδου του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (με ετήσιο ρυθμό 4,2%), με αποτέλεσμα οι αμοιβές ανά μισθωτό να αυξηθούν κατά 0,9%, δηλαδή βραδύτερα από ό,τι το αντίστοιχο διάστημα του 2018. Η παραγωγικότητα αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό μόνο 0,1%, ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,8%, δηλ. λιγότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2018 (1,4%). Για τις εκτιμήσεις σχετικά με την εξέλιξη των ανωτέρω μεγεθών στο σύνολο του έτους, βλ. τον Πίνακα IV.5.

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, ενώ η συνολική δαπάνη για αμοιβές (που αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 5,2% το πρώτο εξάμηνο) επηρεάστηκε σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό από την άνοδο της μισθωτής απασχόλησης. Σημειώνεται ότι, βάσει του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019 υπογράφηκαν 174 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούσαν 98.749 μισθω-

### Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2017-2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017	2018	2019 (εκτίμ.)	2020 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	2,3	3,6	4,8	4,2
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	0,5	1,3	0,5	1,0
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-0,04	0,2	-0,2	0,35
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	0,6	1,1	0,7	0,6
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	0,4	3,3	1,4 (6μηνο)	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	0,9	5,2	6,3 (6μηνο)	...

Πηγές: Για το 2017 και το 2018: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων για όλα τα μεγέθη, 7.3-4.9.2019 και 24.10.2019. Για το 2019 και το 2020: εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

τούς. Από αυτές, μόνο 36 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, οκτώ προβλέπουν μείωση, ενώ βάσει των υπολοίπων οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Επίσης, 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, στον τομέα της γενικής κυβέρνησης η δαπάνη για αμοιβές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,3% το πρώτο εξάμηνο του 2019.

Το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στην οικονομία αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται το 2020, και πάλι κυρίως λόγω αξιολογής ανόδου της απασχόλησης. Η αύξηση των αμοιβών ανά μισθωτό, αν και συγκρατημένη, θα είναι μεγαλύτερη από ό,τι το 2019. Ωστόσο, καθώς προβλέπεται και μικρή αύξηση της παραγωγικότητας, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να αυξηθεί ανεπαίσθητα λιγότερο από ό,τι το 2019.

### 5.3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

Η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας συνέβαλε στην αύξηση του κύκλου εργασιών των εισηγμένων επιχειρήσεων και των καθαρών

κερδών τους. Σε ενοποιημένη βάση, οι 127 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (πλην των διυλιστηρίων και της ΔΕΗ<sup>8</sup>) σημείωσαν αύξηση του κύκλου εργασιών τους κατά 3,9% το πρώτο εξάμηνο του 2019 συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω της θετικής συμβολής του κλάδου της βιομηχανίας (αύξηση κατά 6,5%) και του χονδρικού και λιανικού εμπορίου (αύξηση κατά 5,2%). Παράλληλα, τα μικτά κέρδη αυξήθηκαν κατά 3,3% και τα καθαρά κέρδη προ φόρων κατά 6,9%, παρά την αύξηση των χρηματοπιστωτικών εξόδων κατά 1,4%. Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους αυξήθηκαν περισσότερο, κατά 12,0%, εξαιτίας της οριακής υποχώρησης του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων κατά 0,7%. Κατά συνέπεια, τόσο το περιθώριο μικτού κέρδους όσο και το περιθώριο 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 βελτιώθηκε στις λοιπές υπηρεσίες (8,5% από 7,5%), ενώ επιδεινώθηκε τόσο στη βιομηχανία (2,0% από 2,8%) όσο και στο εμπόριο (3,1% από 3,5%). Το πρώτο εξάμηνο του 2019 συγκριτικά με την αντίστοιχη

<sup>8</sup> 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.

περίοδο του προηγούμενου έτους, 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. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το πρώτο εξάμηνο του 2019 μειώθηκε κατά 4,5% σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2018 (έναντι αύξησης κατά 1,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2018 σε σχέση με το 2017). Η μείωση αυτή οφείλεται στην επιταχυνόμενη άνοδο του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 8,7% το πρώτο εξάμηνο του 2019 (έναντι αύξησης 6,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2018), η οποία εξουδετέρωσε την αύξηση κατά 1,2% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας και την ευνοϊκότερη συμβολή των φόρων μείον επιδοτήσεις στην παραγωγή. Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) μειώθηκε στο 38,7% το πρώτο εξάμηνο του 2019, από 41,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

#### 5.4 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας συνεχίζει να εμφανίζει ένα δυϊσμό. Σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας, η Ελλάδα φαίνεται να διατηρεί το πλεονέκτημα της σημαντικής βελτίωσης της περιόδου 2010-2015, κυρίως λόγω της διατήρησης της ευνοϊκής διαφοράς πληθωρισμού τιμών και κόστους εργασίας. Μάλιστα εκτιμάται ότι το 2019 τόσο η ανταγωνιστικότητα κόστους εργασίας όσο και η ανταγωνιστικότητα τιμών έχουν ενισχυθεί. Σε όρους όμως διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη βελτίωση η οποία παρατηρείται σε ορισμένους επιμέρους δείκτες, η Ελλάδα φαίνεται ότι συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά σε σχέση με τις περισσότερες προηγμένες

χώρες, αλλά και την ΕΕ-28. Το εγχώριο επιχειρηματικό και επενδυτικό περιβάλλον εξακολουθεί να είναι δυσμενέστερο σε σύγκριση με τις ανταγωνίστριες χώρες, κυρίως σε όρους σχετικής φορολογίας, σχετικού μη μισθολογικού κόστους, κόστους ενέργειας, κόστους χρηματοδότησης, αλλά και σε όρους θεσμικού πλαισίου, κυρίως των αδειοδοτήσεων και της επίλυσης διαφορών.

Η επί τριετία ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος, λόγω της ανοδικής πορείας του ευρώ, η οποία είχε επηρεάσει δυσμενώς τους εθνικούς δείκτες ανταγωνιστικότητας, ανακόπηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2019. Παράλληλα, οι σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας εκτιμάται ότι συνέχισαν να υποχωρούν και το 2019, εξουδετερώνοντας εν μέρει τις συνέπειες της προηγούμενης ανατίμησης. Συγκεκριμένα, ο εγχώριος πληθωρισμός τιμών εκτιμάται ότι παρέμεινε χαμηλότερος από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταιριών (0,5%, έναντι 1,8%). Ομοίως, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιβραδύνθηκε το 2019 στην Ελλάδα (0,7% από 1,0% το 2018) και παρέμεινε χαμηλότερος από τον αντίστοιχο αυξημένο ρυθμό στους κυριότερους εμπορικούς εταιριούς της (2,8%, έναντι 2,9% το 2018).

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπολογίζει για την Ελλάδα η Τράπεζα της Ελλάδος, η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** εκτιμάται ότι υποχώρησε οριακά κατά 0,2% το 2019, έναντι αύξησης 2,1% το 2018 (μέσα επίπεδα έτους). Η ελαφρά υποχώρηση του δείκτη για το 2019 αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την υποτίμηση σε σχέση με το 2018 ως αποτέλεσμα της μεταβολής των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών έναντι του ευρώ. Η **πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας** εκτιμάται ότι υποχώρησε κατά 2,3% το 2019, καθώς η άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας υπήρξε βραδύτερη σε σχέση με εκείνη των κυριότερων εμπορικών εταιριών. Η

**Πίνακας IV.6 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)**

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Δείκτης έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενης περιόδου
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,5	1,2	118,9	1,6	128,8	3,9	109,2	1,0	118,6	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	99,7	0,4	104,8	-0,4	99,8	0,0
2018	115,8	2,1	108,6	0,6	100,0	0,3	103,9	-0,9	98,9	-0,9
2019**	115,6	-0,2	107,0	-1,5	97,7	-2,3	103,2	-0,7	97,4	-1,5

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

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτίμηση.

1 Οι ευρείς δείκτες 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).

**πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή** εκτιμάται ότι υποχώρησε αισθητά, κατά 1,5% το 2019, καθώς ο εγχώριος πληθωρισμός τιμών συνέχισε να υπολείπεται σημαντικά εκείνου των εμπορικών εταίρων.

Η σημαντική αρνητική επίδραση της ανατίμησης του ευρώ στην εξέλιξη της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος τα προηγούμενα έτη αντανακλάται καλύτερα στους στενότερους δείκτες ανταγωνιστικότητας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος ως προς τους εταίρους μας στη ζώνη

του ευρώ, λόγω της απουσίας της συναλλαγματικής επίδρασης (βλ. Πίνακα IV.6).

**Οι εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ)** που καταρτίζει η ΕΚΤ παρουσιάζουν ανάλογη εικόνα. Οι ΕνΔΑ της Ελλάδος, αφού σημείωσαν επίδεινωση την περίοδο 2016-2018, όπως και οι αντίστοιχοι δείκτες των περισσότερων οικονομιών της ζώνης του ευρώ, εμφανίζουν θετική εξέλιξη, υποχωρώντας το 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.15).

Η εκτεταμένη προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους εργασίας τα προη-

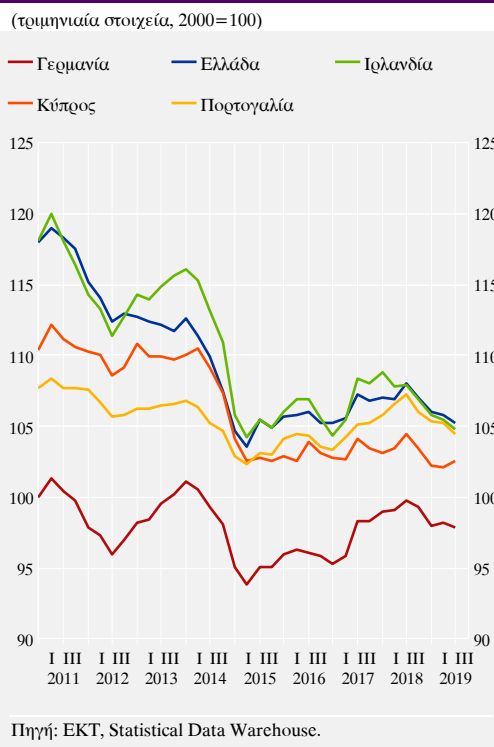


γούμενα έτη οφείλεται αφενός στην πολυετή και μεγάλη ύφεση, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, γεγονός που άσκησε πτωτικές πιέσεις στις μέσες αποδοχές των εργαζομένων, αφετέρου όμως υπήρξε το αποτέλεσμα της υλοποίησης μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης ευελιξίας. Η σημαντική αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας η οποία έχει επιτευχθεί στην Ελλάδα αναμφίβολα έχει συμβάλει στη μεγάλη αύξηση του μεριδίου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ, από 22,8% τη διετία 2007-2008 σε 37,7% το 2018, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ.

Η **διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα** της ελληνικής οικονομίας, σύμφωνα με τους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, παραμένει εξαιρετικά χαμηλή. Παρά την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων τα τελευταία έτη, η συγκριτική θέση της Ελλάδος συνεχίζει να υποχωρεί σε πολλές διεθνείς κατατάξεις.

Σύμφωνα με την έκθεση του World Economic Forum (*Global Competitiveness Report 2018-2019*, 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 140 κρατών, παρότι κατόρθωσε να βελτιώσει την επίδοσή της σε απόλυτους όρους. Μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ-28 κατέλαβε στην 27η θέση, ενώ συνολικά στην κατάταξη βρέθηκε ανάμεσα στο Αζερμπαϊτζάν και τη Ν. Αφρική. Η συνολική επίδοση της ελληνικής οικονομίας συνεχίζει να υστερεί, κυρίως εξαιτίας της χαμηλής θέσης των υποδεικτών της ανταγωνιστικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα (114η θέση), της αγοράς εργασίας (111η θέση) και των θεσμών (85η θέση). Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation, ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής, η Ελλάδα κατατάσσεται 30ή μεταξύ 36 κρατών, μία θέση υψηλότερα από ό,τι το 2017 και το 2018. Η Ελλάδα έχει εταιρικό φορολογικό συντελεστή 28%, όταν ο μέσος όρος του ΟΟΣΑ είναι 23,6%. Επι-

**Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τους ΔΤΚ**



πλέον, ο συντελεστής του ΦΠΑ στην Ελλάδα είναι 24%, ένας από τους υψηλότερους στον ΟΟΣΑ, και η φορολογική του βάση είναι μία από τις πιο περιορισμένες. Τέλος, στην πλέον πρόσφατη κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (*World Competitiveness Ranking*, Μάιος 2019) η Ελλάδα υποχώρησε κατά μία θέση, στην 58η, μεταξύ 63 οικονομιών. Σύμφωνα με το σχετικό ερωτηματολόγιο, η ελκυστικότητα της οικονομίας πλήττεται κυρίως από τη χαμηλή αποτελεσματικότητα του κρατικού μηχανισμού και του πλαισίου απονομής της δικαιοσύνης, αλλά και από την έλλειψη ανταγωνιστικών φορολογικών συντελεστών.

## 6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΤΙΚΗΣ ΘΕΣΗ

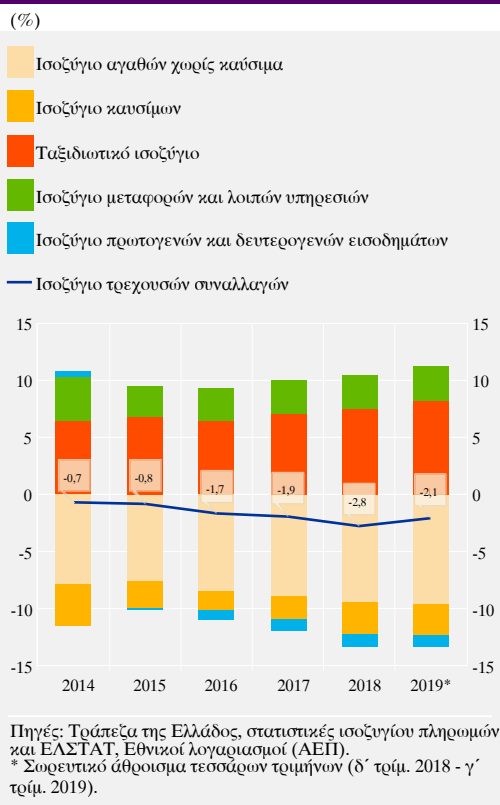
Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της

Ελλάδος, ήταν σχεδόν ισοσκελισμένο. Η βελτίωση αυτή ήταν αποτέλεσμα κυρίως της συνεχιζόμενης ανόδου των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες, ταξιδιωτικές και μεταφορών, η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Η τελευταία οφείλεται στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών, σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη αύξηση (αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό) των εισαγωγών. Η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να δρα αντισταθμιστικά στην αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Τα μέτρα προστατευτισμού σε παγκόσμιο επίπεδο και η αβεβαιότητα που προκύπτει από τις γεωπολιτικές συνθήκες είναι οι κυριότεροι λόγοι της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και του εμπορίου και κατά συνέπεια της ζήτησης ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών, με την τάση αυτή να είναι πιο έντονη σε χώρες της ζώνης του ευρώ, όπως η Γερμανία και η Ιταλία, που αποτελούν τις βασικές αγορές για τις ελληνικές εξαγωγές. Επιπλέον, η αρνητική επίδραση που αναμένεται από το Brexit (καθώς το Ηνωμένο Βασίλειο είναι από τους κύριους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος) μπορεί να μετριαστεί από την πιθανή σύναψη συμφωνίας με την ΕΕ. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι ελληνικές εξαγωγές, κυρίως ταξιδιωτικών υπηρεσιών και σε μικρότερη έκταση αγαθών εκτός καυσίμων, έδειξαν ανθεκτικότητα στις τάσεις επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς η ελληνική οικονομία φαίνεται να έχει διατηρήσει το πλεονέκτημα της ανάκτησης της ανταγωνιστικότητας κόστους και τιμών που σημειώθηκε την περίοδο μετά το 2010.

Η επιβράδυνση των **εξαγωγών αγαθών** αντανακλά κυρίως τη μείωση του όγκου των εξαγωγών καυσίμων,<sup>9</sup> ενώ οι εξαγωγές των αγαθών χωρίς καύσιμα συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, αν και με βραδύτερο ρυθμό, που διαμορφώθηκε σε 5,0% σε σταθερές τιμές, έναντι 11,0% την ίδια περίοδο του 2018 (βλ. Διάγραμμα IV.17). Επισημαίνεται ότι το μερίδιο των ελληνικών αγαθών στις διεθνείς αγο-

**Διάγραμμα IV.16 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2014-2019)**



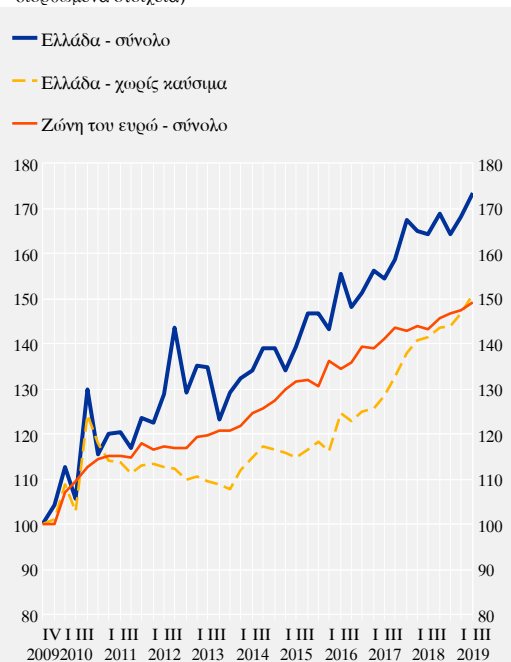
ρές έχει αυξηθεί (σχεδόν κατά 13% μετά το 2015) και έχει διατηρηθεί μέχρι τώρα, καθώς τα αρνητικά αποτελέσματα της μειωμένης εξωτερικής ζήτησης μετριάζονται από τη χαμηλή εισοδηματική ελαστικότητα που χαρακτηρίζει τα κυριότερα εξαγόμενα προϊόντα (όπως τα τρόφιμα και τα φάρμακα). Έτσι, εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί η ανοδική πορεία των εξαγωγών και το επόμενο έτος, αν και χωρίς σημαντική μεταβολή του σχετικού ρυθμού ανόδου. Στην ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών μέχρι τώρα τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι **κλάδοι** των κλωστοϋφαντουργικών, των φαρμακευτικών προϊόντων και του μηχανολογικού εξοπλισμού.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση των εξαγωγών καυσίμων προς την Τουρκία, αφενός λόγω της επιβράδυνσης της οικονομίας της και αφετέρου λόγω της έναρξης λειτουργίας εγχώριου διυλιστηρίου.

<sup>10</sup> Σημειώνεται επίσης ότι τη μεγαλύτερη συμβολή στην άνοδο των ελληνικών εξαγωγών είχαν οι εξαγωγές προς την ΕΕ.

#### Διάγραμμα IV.17 Εξαγωγές αγαθών (δ' τρίμηνο 2009 - γ' τρίμηνο 2019)

(δείκτης δ' τρίμ. 2009=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχιακώς διορθωμένα στοιχεία)



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

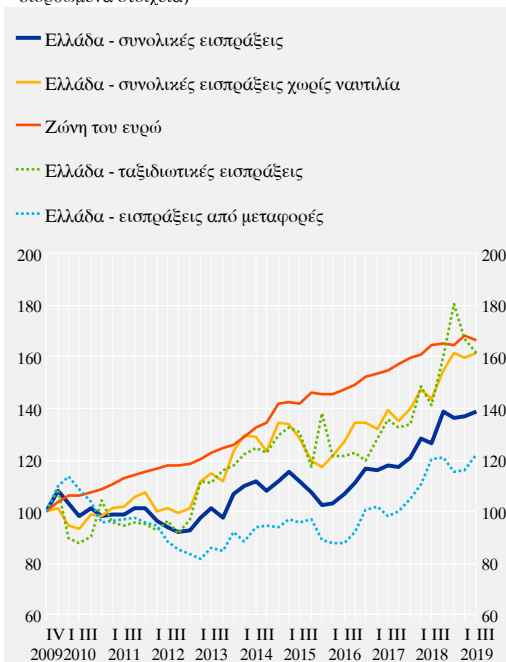
<sup>1</sup> Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με το δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές (ΕΛΣΤΑΤ) για την Ελλάδα και τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (Eurostat) για τη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά τις **εισαγωγές αγαθών**, αφενός σημειώθηκε πτώση των εισαγωγών καυσίμων κατά 2,5% σε σταθερές τιμές και αφετέρου καταγράφηκε αύξηση των εισαγωγών χωρίς καύσιμα κατά 5,2% (έναντι 9,2% την ίδια περίοδο του 2018), η οποία αντανακλά κυρίως εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών και διαρκών καταναλωτικών αγαθών.

Το **ισοζύγιο υπηρεσιών** θα συνεχίσει να επηρεάζεται θετικά από την άνοδο των εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία (βλ. Διάγραμμα IV.18). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της έρευνας συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος, αύξηση σημείωσαν οι **ταξιδιωτικές εισπράξεις** από τις παραδοσιακές αγορές της ζώνης του ευρώ, με εξαίρεση τη Γερμανία, ενώ σημειώθηκε μεγάλη άνοδος τόσο στις εισπράξεις όσο και στις αφίξεις από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, όπως το Ηνωμένο

#### Διάγραμμα IV.18 Εξαγωγές υπηρεσιών (δ' τρίμηνο 2009 - γ' τρίμηνο 2019)

(δείκτης δ' τρίμ. 2009=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχιακώς διορθωμένα στοιχεία)



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

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

Βασίλειο, οι ΗΠΑ και η Ρωσία. Την ίδια περίοδο, οι συνολικές εισπράξεις στον τομέα της κρουαζιέρας, με βάση προσωρινά στοιχεία, αυξήθηκαν κατά 6,1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018.<sup>11</sup> Ο ρυθμός ανόδου **των αφίξεων** μη κατοίκων ταξιδιωτών έχει επιβραδυνθεί την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 σε σχέση με το ίδιο διάστημα του προηγούμενου έτους (3,8%, έναντι 10,3% το 2018).<sup>12</sup> Ωστόσο, έχει αυξηθεί σημαντικά (κατά 10,0%) η **μέση δαπάνη ανά ταξίδι**, η οποία αποτέλεσε την κινητήρια δύναμη της ανόδου των ταξιδιωτικών εισπράξεων τους πρώτους εννέα μήνες του έτους (βλ. Πλαίσιο IV.3). Εφόσον η τάση αυτή διατηρηθεί,

<sup>11</sup> Σε ό,τι αφορά ειδικότερα τις προσεγγίσεις σε ελληνικά λιμάνια, για την τουριστική περίοδο του 2019 αναμένεται αύξηση 11%, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ένωσης Εφοπλιστών Κρουαζιερόπλοιων & Φορέων Ναυτιλίας (ΕΕΚΦΝ).

<sup>12</sup> Η εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση μέσω αεροδρομίων αυξήθηκε κατά 1,6%, ενώ αυτή μέσω οδικών σταθμών κατά 8,0%.

παράλληλα με τη διατήρηση του ρυθμού ανόδου των αφίξεων, τα έσοδα από τον τουρισμό αναμένεται να είναι αυξημένα για το 2019 και το 2020. Επομένως, θα πρέπει να δοθεί περισσότερη έμφαση στην περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του τουριστικού προϊόντος, τη βιώσιμη ανάπτυξη και την καινοτομία με σκοπό την προσέλκυση τουριστών υψηλότερου εισοδηματικού επιπέδου.<sup>13</sup>

Οι **εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές**, που αποτελούν το κυριότερο στοιχείο του λογαριασμού μεταφορών, κατέγραψαν άνοδο κατά 5,2% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 σε ετήσια βάση, λόγω της συνεχιζόμενης ανόδου του μέσου επιπέδου των ναύλων κατά 14,7% – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea Index – καθώς οι ανάγκες για υπηρεσίες μεταφοράς διά θαλάσσης ήταν παροδικά αυξημένες.<sup>14</sup> Οι προοπτικές για το επόμενο έτος είναι θετικές, λόγω της εκτιμώμενης αύξησης της ζήτησης για θαλάσσιες μεταφορές, αν και υπάρχουν κίνδυνοι από την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας.

Τελικά, η βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών θα εξαρτηθεί από τη δυνατότητα διατήρησης του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών, όπου σημαντικό ρόλο θα έχει η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Επίσης, θετική συμβολή αναμένεται από την περαιτέρω ενίσχυση των επενδύσεων, που θα επιτρέψει στις ελληνικές επιχειρήσεις να επεκταθούν και να διατηρήσουν τις θέσεις τους στις διεθνείς αγορές. Ιδιαίτερα σημαντική στον τομέα αυτό θα είναι η συμβολή των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), οι οποίες συνεχίζουν να αποτελούν κύρια πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης. Σημειώνεται ότι οι ΞΑΕ διατηρούνται σε υψηλό επίπεδο από το 2017 μέχρι σήμερα και αναμένεται η τάση αυτή να συνεχιστεί και να ενισχυθεί περαιτέρω το 2020.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 τα **ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων** παρουσίασαν βελτίωση, το πρώτο λόγω της μείωσης των πληρωμών για τόκους που σχετίζονται με τα δάνεια του μηχανισμού στήριξης και το δεύτερο λόγω της εκταμίευσης

από τον ESM του ποσού των 644,4 εκατ. ευρώ που αφορά την έγκριση της επιστροφής των κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP), καθώς και των 103 εκατ. ευρώ από την επιστροφή του περιθωρίου επιτοκίου (step-up margin). Τέλος, το **ισοζύγιο κεφαλαίων** εμφάνισε αυξημένο πλεόνασμα.<sup>15</sup>

Το εννεάμηνο του 2019 οι απολήψεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 857 εκατ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 1,9 δισεκ. ευρώ.<sup>16</sup> Σημειώνεται ότι η Ελλάδα κατατάχθηκε πρώτη σε επενδύσεις στο πρόγραμμα InvestEU, με 2,7 δισεκ. ευρώ εγκεκριμένη χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.<sup>17</sup>

Το **ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών** εμφάνισε αύξηση των συνολικών καθαρών απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού. Ειδικότερα, στην κατηγορία των **άμεσων επενδύσεων**, οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού (οι οποίες αντιπροσωπεύουν ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα) ανήλθαν σε 2,6 δισεκ. ευρώ και αντανακλούν κυρίως επενδύσεις σε ακίνητα και δευτερευόντως συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιριών.<sup>18</sup> Επιπλέον, κατευθύνονται στους κλάδους των υπηρεσιών (πρωτίστως διαχείρισης ακινήτων και δευτερευόντως χρηματοπιστωτικών), των μεταφορών-αποθήκευσης και της υγείας. Επισημαίνεται ότι σχεδόν το

13 Σημειώνεται ότι η άμεση συμβολή του τουρισμού στο ΑΕΠ της Ελλάδος εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,5% ετησίως κατά μέσο όρο (έναντι 2,3% στο σύνολο της ΕΕ), φθάνοντας στο 9,1% του ΑΕΠ το 2028 (έναντι μέσου όρου 4,2% στην ΕΕ) (WTTC, Travel & Tourism Economic Impact 2018, Greece).

14 Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων αυξήθηκαν κατά 78% σε ετήσια βάση, ενώ οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου μειώθηκαν κατά περίπου 9%.

15 Στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται επίσης οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ, καθώς και οι αποδόσεις στον κοινοτικό προϋπολογισμό.

16 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.

17 Investment Plan Results of the European Fund for Strategic Investments (EFSI), September 2019.

18 Οι κυριότερες συναλλαγές αφορούν την εξαγορά της Εθνικής Παναγία Α.Ε.Α.Π. από την Invel Real Estate (Ολλανδία) και την εξαγορά της ΙΑΣΩ Α.Ε. από την OCM Luxembourg Healthcare Greece S.a.r.l. (Λουξεμβούργο).

21% των εισροών αφορά ιδιωτικοποιήσεις, ποσοστό που αναμένεται να αυξηθεί το 2020.

Αναφορικά με τη **Διεθνή Επενδυτική Θέση**,<sup>19</sup> στο τέλος του β' τριμήνου του 2019 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας στο εξωτερικό διαμορφώθηκαν σε 281 δισεκ. ευρώ (150% του ΑΕΠ), καταγράφοντας αύξηση κατά περίπου 16,3 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2018. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων κυρίως σε χρεόγραφα της γενικής κυβέρνησης και δευτερευόντως για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα. Οι υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης αντιπροσωπεύουν το 65,3% των υποχρεώσεων της χώρας στο εξωτερικό και το μεγαλύτερο μέρος αυτών αφορά δάνεια από το μηχανισμό στήριξης (EFSF και ESM) με ευνοϊκούς όρους.

## 7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2019 αναμένεται να είναι 1,9%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία

δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ, και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη από το Ευρωσύστημα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2019 αναμένεται να είναι ισχυρότερος. Για τα έτη 2020 και 2021 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί, σε 2,4% και 2,5% αντίστοιχα (βλ. Πίνακα IV.7).

Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να είναι θετική καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Εντούτοις, η καταναλωτική δαπάνη εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με σχετικά ήπιους ρυθμούς, ενώ θα αυξηθεί και η αποταμίευση, καθώς τα νοικοκυριά αναμένεται να χρησιμοποιήσουν μέρος της αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος για την αποπληρωμή χρεών.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν σημαντικά κατά την περίοδο 2019-2021. Η εμπέδωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, η σταδιακή αποκατάσταση της ρευστότητας του

<sup>19</sup> Η Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ) αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Σημειώνεται ότι μεταβολές στη ΔΕΘ δεν αντανακλούν μόνο μεταβολές στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλαδή τις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αλλά και μεταβολές στην αποτίμηση των επενδύσεων αυτών.

**Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	2018	2019	2020	2021
ΑΕΠ (σταθερές τιμές) <sup>1</sup>	1,9	1,9	2,4	2,5
Ιδιωτική κατανάλωση	1,1	0,6	1,3	1,2
Δημόσια κατανάλωση	-2,5	3,0	1,5	1,7
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-12,2	5,9	11,5	9,9
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	8,7	5,1	4,0	4,2
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,2	4,3	4,5	4,0
ΕνΔΤΚ	0,8	0,5	0,5	0,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,5	0,6	0,6	1,0
Απασχόληση	2,0	2,1	2,0	1,9
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	19,3	17,5	15,9	14,4
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-2,8	-2,1	-2,2	-2,2

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός ανάπτυξης το 2019 αναμένεται να είναι 1,9%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ, και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη από το Ευρωσύστημα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2019 αναμένεται να είναι ισχυρότερος.



χρηματοπιστωτικού συστήματος, η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και θεσμικές πρωτοβουλίες, όπως η πρόσφατη ψήφιση του επενδυτικού νόμου και οι αναπτυξιακές παρεμβάσεις που περιλαμβάνονται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2020, αναμένεται ότι θα συντείνουν στη χρηματοδότηση νέων παραγωγικών επενδύσεων.

Οι εξαγωγές αγαθών προβλέπεται να συνεχίσουν να αυξάνονται, με βραδύτερους όμως ρυθμούς, επηρεαζόμενες από τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης κυρίως το 2020, ως απόρροια της επιδείνωσης του διεθνούς περιβάλλοντος. Οι εξαγωγές υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα αυξηθούν αντίστοιχα προς τη ζήτηση τουριστικών και ναυτιλιακών υπηρεσιών. Άνοδο όμως αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές, ακολουθώντας την πορεία τόσο της εγχώριας ζήτησης όσο και των εξαγωγών, λαμβάνοντας υπόψη ότι το εισαγωγικό περιεχόμενο των τελευταίων παραμένει σχετικά υψηλό στην ελληνική οικονομία.

Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Η ανάπτυξη της οικονομίας με υψηλούς ρυθμούς και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών στην αγορά εργασίας αναμένεται να συμβάλουν θετικά στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει το επόμενο διάστημα σε χαμηλά

επίπεδα, κυρίως λόγω των αναμενόμενων χαμηλών των διεθνών τιμών του πετρελαίου, καθώς και λόγω των μειώσεων στην έμμεση φορολογία, ενώ θα αυξηθεί ελαφρώς έως το τέλος της περιόδου πρόβλεψης. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε λίγο υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνα του γενικού δείκτη.

Όσον αφορά τις αβεβαιότητες που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, μια πιο θετική του αναμενομένου έκβαση σχετίζεται με την ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, καθώς και την (άμεση και έμμεση) μείωση των στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα, ενώ η ταχύτερη του αναμενομένου αποκλιμάκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα βελτιώσει τις χρηματοδοτικές συνθήκες για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Από την άλλη πλευρά, μια επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης θα μπορούσε να έχει αρνητικές επιπτώσεις στον τουρισμό και το εμπόριο.

Οι κίνδυνοι που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται με την επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης και του παγκόσμιου εμπορίου εξαιτίας του εμπορικού πολέμου, με το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς τη σύναψη συμφωνίας, καθώς και τις γεωπολιτικές εντάσεις. Το ενδεχόμενο απότομης διόρθωσης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές συνιστά έναν επιπλέον κίνδυνο για τις προβλέψεις.

#### Πλαίσιο IV.1

##### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η μεταποίηση είναι ένας σημαντικός τομέας της ελληνικής οικονομίας, καθώς το 2018 αποτελούσε το 11,0% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας και απασχολούσε το 7,9% του συνολικού εργατικού δυναμικού και το 9,7% των μισθωτών. Παράλληλα, χαρακτηρίζεται από έντονη εξωστρέφεια, με μεγάλο μέρος της παραγωγής του να κατευθύνεται στις αγορές του εξωτερικού.

Η περίοδος της οικονομικής κρίσης δεν άφησε αλώβητο τον τομέα, καθώς μεταξύ 2009 και 2015 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (ΑΠΑ) της μεταποίησης σε σταθερές τιμές 2010 υποχώρησε

κατά 29,7%, έναντι πτώσης κατά 22,0% της ΑΠΑ της συνολικής οικονομίας. Από το 2015 παρατηρείται κάποια ανάκαμψη, η οποία όμως είναι ακόμη αρκετά αναιμική και δεν επαρκεί για να επανέλθει ο τομέας στα προ κρίσης επίπεδα. Πιο συγκεκριμένα, από το 2002 μέχρι και το 2010, ο μέσος ρυθμός μεταβολής της ΑΠΑ στη μεταποίηση ήταν χαμηλότερος από το ρυθμό μεταβολής της ΑΠΑ στη συνολική οικονομία, με αποτέλεσμα το μερίδιο της ΑΠΑ της μεταποίησης στην ΑΠΑ της συνολικής οικονομίας να φθίνει από το 11,2% το 2001 στο 8,2% το 2010. Από το 2010 ο ρυθμός αύξησης της ΑΠΑ στη μεταποίηση είναι υψηλότερος από τον αντίστοιχο ρυθμό στη συνολική οικονομία, με αποτέλεσμα το μερίδιο να αυξηθεί στο 11,0% το 2018 (βλ. Διάγραμμα Α).

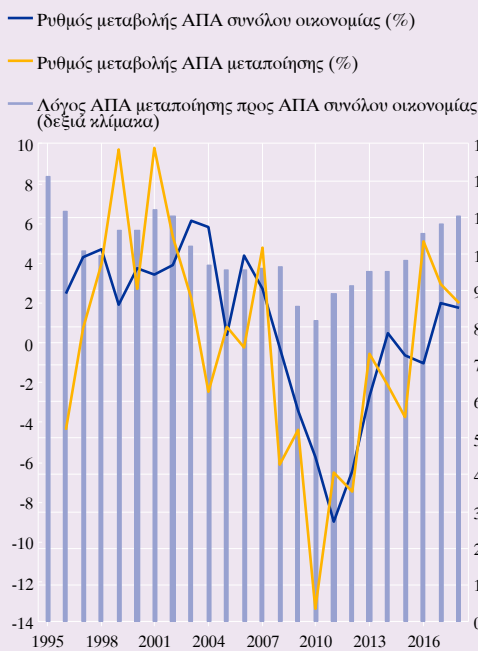
Ανάλογη εικόνα επιδείνωσης από το 2008, ύστερα από μια περίοδο ήπιας ανάπτυξης, προκύπτει και με βάση το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής για τη μεταποίηση, όπως και από το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI). Αναφορικά με το τέλος της επιδείνωσης, οι τρεις δείκτες δείχνουν διαφορετική εικόνα: ο Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής μεταστρέφεται σε θετικό ρυθμό μεταβολής το 2014, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία το 2016, ενώ ο PMI υπερβαίνει την τιμή αναφοράς 50 (που υποδηλώνει αύξηση της παραγωγής της μεταποίησης) μόλις το 2017 (βλ. Διάγραμμα Β). Το 2019 ο τομέας συνεχίζει να αναπτύσσεται στην Ελλάδα, παρά την εκ διαμέτρου αντίθετη εξέλιξη της μεταποίησης στην ευρωζώνη, όπου όλες σχεδόν οι χώρες, και κυρίως η Γερμανία, παρουσιάζουν σημάδια ύφεσης, όπως απεικονίζεται από τον PMI. Ειδικότερα, τον Οκτώβριο του 2019, ο PMI της μεταποίησης στην ευρωζώνη υποχώρησε στο 45,9, με την Ελλάδα να σημειώνει την υψηλότερη επίδοση (53,5) και τη Γερμανία τη χαμηλότερη (42,1).

Κατά την περίοδο 1995-2008 η απασχόληση στη μεταποίηση αυξανόταν με χαμηλότερο μέσο ρυθμό από ό,τι η απασχόληση στο σύνολο της οικονομίας, με αποτέλεσμα το μερίδιο της απασχόλησης στη μεταποίηση σε σχέση με τη συνολική απασχόληση να μειώνεται σταδιακά και να υποχωρήσει στο 10,2% το 2008 από 11,3% το 1995. Κατά τα επόμενα χρόνια μέχρι σήμερα, ο ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης στη μεταποίηση εξακολούθησε να είναι χαμηλότερος από εκείνον της συνολικής απασχόλησης (με εξαίρεση το 2015 και το 2017), με αποτέλεσμα το μερίδιο να υποχωρήσει περαιτέρω στο 7,9% το 2018.

Παράλληλα, η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει και τον τρόπο σχηματισμού της προστιθέμενης αξίας στον τομέα. Η υποχώρηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας (εξαιτίας τόσο της μείωσης του αριθμού των απασχολουμένων όσο και της μείωσης των μισθών) ήταν υψηλότερη από την πτώση της καθαρής προστιθέμενης αξίας του τομέα, με αποτέλεσμα να αυξάνεται το μερίδιο του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος. Πιο συγκεκριμένα, το 2010, το μερίδιο των

### Διάγραμμα Α Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία μεταποίησης και συνολικής οικονομίας (1995-2018)

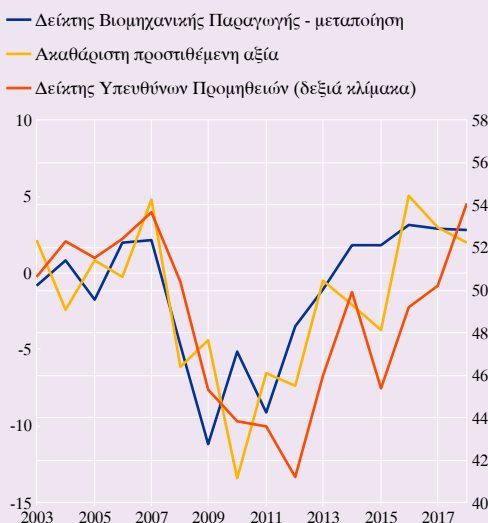
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, σταθερές τιμές 2010. Λόγος ΑΠΑ, τρέχουσες τιμές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα Β Σύγκριση ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας στη μεταποίηση, Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής και Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (2003-2018)**

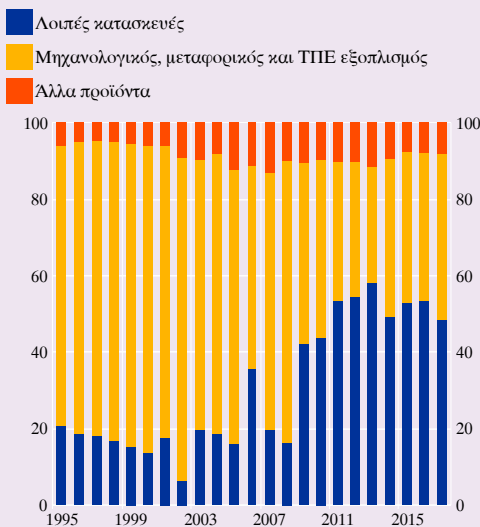
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Markit Economics/Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών.  
 Σημειώσεις: Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία υπολογίζεται σε σταθερές τιμές 2010. Ο Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής υπολογίζεται με έτος βάσης το 2015. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών είναι εποχικά διορθωμένος. Τιμές κάτω του 50 υποδηλώνουν μείωση, τιμές άνω του 50 υποδηλώνουν αύξηση.

**Διάγραμμα Γ Σύνθεση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου στη μεταποίηση (1995-2017)**

(ποσοστιαία μερίδια, τρέχουσες τιμές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στην καθαρή προστιθέμενη αξία ανήλθε στο 62,8% (και αντίστοιχα το μερίδιο του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος στο 37,2%), ενώ το 2018 η εικόνα αντιστράφηκε πλήρως, με το μερίδιο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας να υποχωρεί στο 38,2% (και αντίστοιχα το μερίδιο του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος να αυξάνεται στο 61,8%).

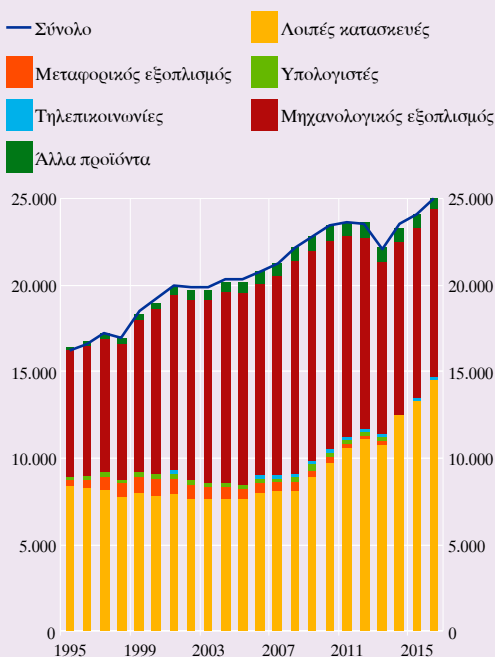
Ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου στη μεταποίηση σημείωσε σημαντική πτώση στα χρόνια της οικονομικής κρίσης, η οποία όμως ήταν σημαντικά μικρότερη σε σχέση με την υποχώρηση των επενδύσεων στο σύνολο της οικονομίας. Παράλληλα, υπήρξε και μεταβολή στη σύνθεση των επενδύσεων. Ενώ μέχρι το 2008 οι επενδύσεις σε εξοπλισμό αποτελούσαν το κυρίαρχο στοιχείο, από το 2009 έως σήμερα κυριαρχούν οι επενδύσεις σε άλλες κατασκευές πλην κατοικιών (βλ. Διάγραμμα Γ).

Τέλος, το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα του τομέα της μεταποίησης παρουσιάζει σταθερή αυξητική τάση την περίοδο της οικονομικής κρίσης, εν αντιθέσει με το καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της συνολικής οικονομίας που υποχωρούσε κατά την ίδια περίοδο. Σχεδόν όλο το κεφαλαιακό απόθεμα του τομέα αποτελείται από τις λοιπές κατασκευές και τον μηχανολογικό εξοπλισμό. Το μερίδιο των λοιπών κατασκευών παρουσιάζει διαχρονική άνοδο εις βάρος των άλλων κατηγοριών παγίων, εν μέρει λόγω της μεγαλύτερης διάρκειας ζωής (χαμηλότερων αποσβέσεων) σε σχέση με τα υπόλοιπα πάγια (βλ. Διάγραμμα Δ).

Όσον αφορά τη σύγκριση με την ευρωζώνη, η μεταποίηση στην Ελλάδα έχει τη χαμηλότερη συμβολή στην ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της συνολικής οικονομίας. Μέχρι το 2009 το μερίδιο της ΑΠΑ της μεταποίησης προς την ΑΠΑ της συνολικής οικονομίας υποχωρούσε σε όλες τις χώρες του δείγματος. Από το 2009 παρατηρείται αύξηση του μεριδίου σε όλες τις χώρες (με εξαίρεση τη Γαλλία). Παρά τη βελ-

**Διάγραμμα Δ Καθαρό κεφαλαιακό απόθεμα της μεταποίησης (1995-2016)**

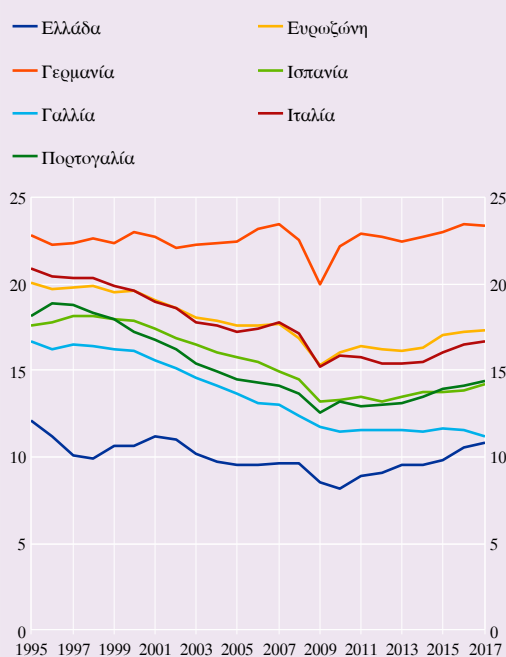
(σταθερές τιμές 2010)



Πηγή: Eurostat.

**Διάγραμμα Ε Λόγος ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας μεταποίησης προς το σύνολο της οικονομίας στην Ελλάδα και σε ευρωπαϊκές χώρες (1995-2017)**

(τρέχουσες τιμές)



Πηγή: Eurostat.

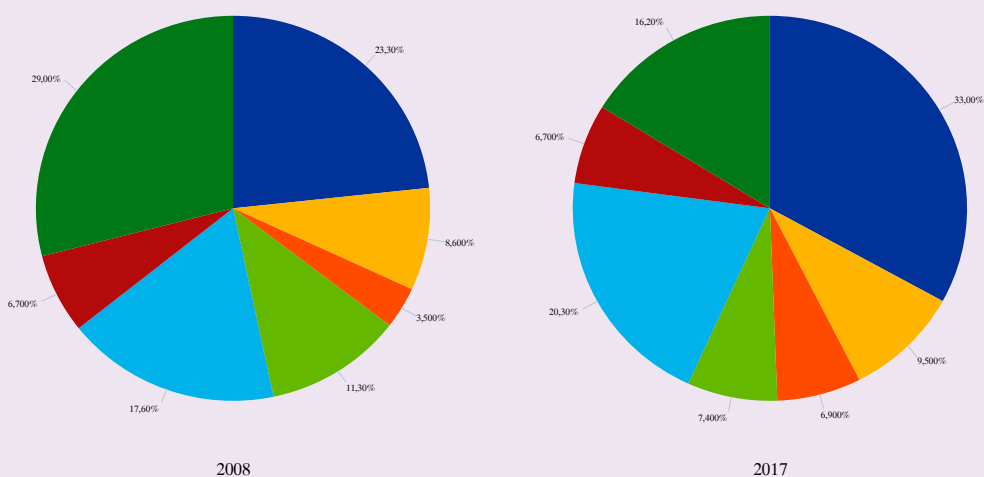
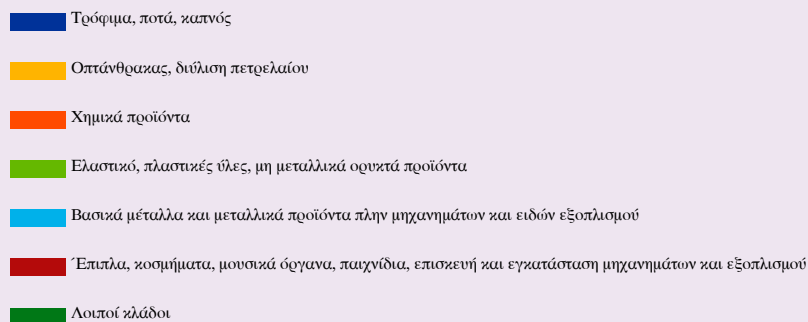
τίωση του μεριδίου για την Ελλάδα, η απόκλιση από το μέσο όρο της ευρωζώνης εξακολουθεί να είναι σημαντική (βλ. Διάγραμμα Ε).

Αντίστοιχη εικόνα παρουσιάζει και ο λόγος του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου στη μεταποίηση ως προς το σύνολο της οικονομίας. Η Ελλάδα είχε το χαμηλότερο λόγο κατά την περίοδο προ της οικονομικής κρίσης σε σχέση με τις χώρες του δείγματος. Από το 2009 ο λόγος στην Ελλάδα αυξάνεται, κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης των συνολικών επενδύσεων. Εντούτοις, παραμένει ακόμη σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι ο τομέας της μεταποίησης επηρεάστηκε σημαντικά από την οικονομική κρίση τόσο σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας όσο και σε όρους απασχόλησης. Εντούτοις, όλοι οι δείκτες δείχνουν ανάκαμψη τα τελευταία έτη, παρά την αντίθετη εικόνα που παρουσιάζει η μεταποίηση στην ευρωζώνη και την αύξηση του εμπορικού προσαυτισμού. Ορισμένοι κλάδοι της ελληνικής μεταποίησης, όπως η διύλιση πετρελαίου, τα φαρμακευτικά προϊόντα, τα τρόφιμα και τα χημικά προϊόντα, παρουσιάζουν αξιοσημείωτη ανάπτυξη με έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό (βλ. Διάγραμμα ΣΤ). Παράλληλα, η αύξηση του καθαρού κεφαλαιακού αποθέματος δημιουργεί τις προϋποθέσεις για περαιτέρω ενίσχυση της παραγωγής, ώστε να επιτευχθεί σύγκλιση προς τα επίπεδα της ευρωζώνης μεσοπρόθεσμα. Θα πρέπει να δοθεί περαιτέρω έμφαση στην προσέλκυση νέων επενδύσεων, τόσο με τη μορφή δημιουργίας νέων μονάδων όσο και με τον εκσυγχρονισμό του υπάρχοντος κεφαλαιακού αποθέματος, μέσω της αξιοποίησης του επενδυτικού νόμου και της αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μεταποιητικές επιχειρήσεις.

## Διάγραμμα ΣΤ Μεριδία ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας στη μεταποίηση ανά κλάδο (2008-2017)

(τρέχουσες τιμές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

## Πλαίσιο IV.2

### Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η μακροχρόνια ανεργία, η οποία ορίζεται ως ο αριθμός των ατόμων που είναι άνεργα και αναζητούν συστηματικά εργασία επί τουλάχιστον ένα δωδεκάμηνο, αποτελεί σοβαρό οικονομικό και κοινωνικό πρόβλημα τόσο για τα άτομα που πλήττονται όσο και για ολόκληρη την οικονομία.<sup>1</sup> Ειδικότερα, η μακροχρόνια ανεργία οδηγεί σε διάβρωση των δεξιοτήτων, με ενδεχόμενο κίνδυνο αποθάρρυνσης των μακροχρόνια ανέργων και απομάκρυνσης από την αγορά εργασίας (αεργία) λόγω πολλών ανεπιτυχών προσπαθειών εύρεσης εργασίας. Επίσης, οδηγεί σε παρατεταμένη

<sup>1</sup> Μητράκος, Θ. και Δ. Νικολίτσα (2006), "Η διάρκεια της ανεργίας στην Ελλάδα: εξελίξεις και χαρακτηριστικά", Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 27.



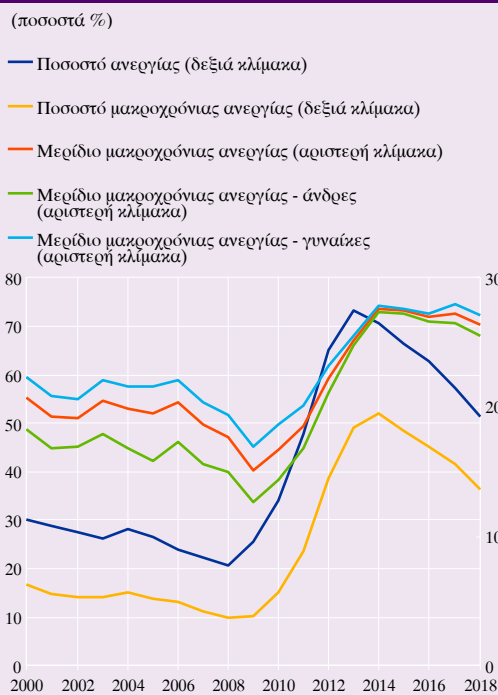
απώλεια εισοδήματος και αύξηση της φτώχειας των νοικοκυριών, ενισχύοντας τον κίνδυνο του κοινωνικού αποκλεισμού και των ανισοτήτων, αυξάνοντας το κόστος των κοινωνικών υπηρεσιών και επιβαρύνοντας τα δημόσια οικονομικά.

Η μακροχρόνια ανεργία πλήττει τα κράτη-μέλη της ΕΕ και της ευρωζώνης σε διαφορετικό βαθμό, καθώς ο αντίκτυπος της κρίσης υπήρξε άνισος και τα κράτη-μέλη διαφέρουν από άποψη μακροοικονομικής κατάστασης, οικονομικής δομής και λειτουργίας της αγοράς εργασίας. Στην Ελλάδα, ο λόγος των μακροχρόνια ανέργων προς το σύνολο των ανέργων ήταν διαχρονικά υψηλός και συγκριτικά με την ΕΕ και την ευρωζώνη ήταν σταθερά υψηλότερος. Η διαφοροποίηση αυτή διευρύνθηκε μετά την κρίση και, παρόλο που το μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας σημείωσε μικρή πτώση το 2018, εξακολουθεί να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα. Δεδομένων μάλιστα των σημαντικών επιπτώσεων της μακροχρόνιας ανεργίας, η αντιμετώπισή της αποτελεί σημαντική πρόκληση.

Για την ανάλυση της μακροχρόνιας ανεργίας χρησιμοποιούνται κυρίως δύο δείκτες: το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας (που ορίζεται ως ο λόγος των μακροχρόνια ανέργων προς το σύνολο του εργατικού δυναμικού) και το μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας (που ορίζεται ως ο λόγος των μακροχρόνια ανέργων προς το σύνολο των ανέργων). Πριν από την οικονομική κρίση, τόσο το ποσοστό ανεργίας όσο και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας αποκλιμακώνονταν και είχαν υποχωρήσει σε 7,8% και 3,7% αντίστοιχα το 2008. Στη συνέχεια και τα δύο ποσοστά αυξήθηκαν σημαντικά, με το ποσοστό ανεργίας να αυξάνεται περίπου 3,5 φορές μέχρι το 2013 (από 7,8% το 2008 σε 27,5% το 2013) και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας να πενταπλασιάζεται (από 3,7% το 2008 σε 18,4% το 2013). Η οικονομική κρίση αύξησε, όπως ήταν αναμενόμενο, τον αριθμό των ανέργων, αλλά ταυτόχρονα μετέβαλε και τη σύνθεση των ανέργων, καθώς πλέον περισσότεροι άνεργοι παρέμεναν χωρίς απασχόληση για χρονικό διάστημα άνω του ενός έτους. Αυτό φαίνεται καθαρά στο μερίδιο της μακροχρόνιας ανεργίας, το οποίο μετά τη σταδιακή αποκλιμάκωσή του μέχρι και το 2009, οπότε κατέγραψε την ελάχιστη τιμή του (40,4%), αυξήθηκε σημαντικά σε 73,5% το 2014 (βλ. Διάγραμμα Α).

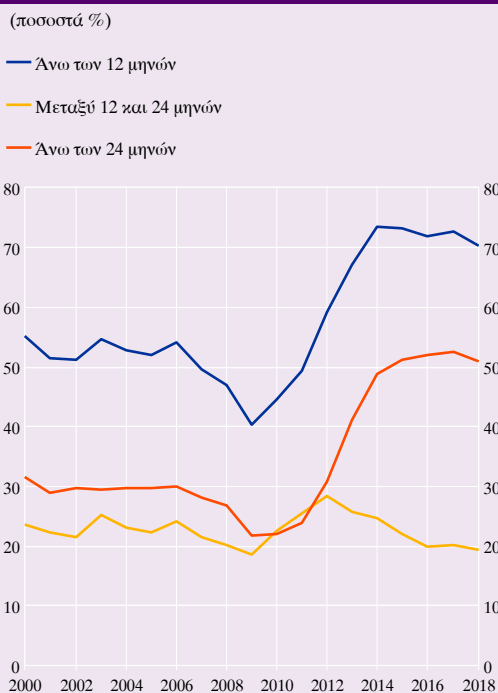
Το ποσοστό ανεργίας και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας μειώνονται σταθερά τα τελευταία χρόνια, ενώ το μερίδιο της μακροχρόνιας ανεργίας παραμένει σχετικά στάσιμο και άνω του 70%. Η σχετική αυτή σταθερότητα σημαίνει ότι η αύξηση της απασχόλησης δεν πραγματοποιείται μόνο από τη δεξαμενή των βραχυχρόνια ανέργων, αλλά εξίσου και από τους μακροχρόνια ανέργους. Η ταυτόχρονη μείωση υποδηλώνει ότι οι μακροχρόνια άνεργοι παραμένουν ανταγωνιστικοί σε σχέση με τους βραχυχρόνια ανέργους στην αγορά εργασίας. Μόλις το 2018 καταγράφεται μία σημαντικότερη μείωση του μεριδίου μακροχρόνιας ανεργίας, αλλά και πάλι το μερίδιο παραμένει σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο.

**Διάγραμμα Α Εξέλιξη μακροχρόνιας ανεργίας και ανάλυση ανά φύλο (2000-2018)**



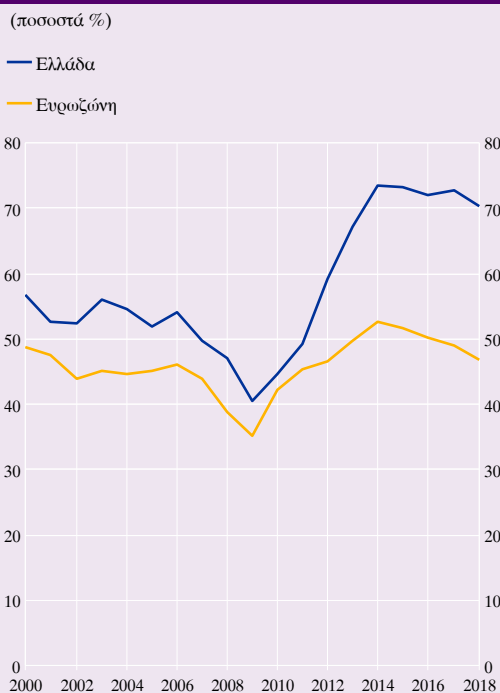
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα Β Ανάλυση μακροχρόνιας ανεργίας ανά διάρκεια (2000-2018)**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα Γ Μερίδια μακροχρόνιας ανεργίας στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη (2000-2018)**



Πηγή: Eurostat.

Με βάση την ανάλυση ανά φύλο, το μερίδιο των γυναικών στη μακροχρόνια ανεργία ήταν υψηλότερο από ό,τι των ανδρών την περίοδο προ της οικονομικής κρίσης. Το 2009 το μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας ήταν 33,9% για τους άνδρες και 45,1% για τις γυναίκες. Κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης παρατηρείται σύγκλιση, με τη διαφορά να μειώνεται σε μόλις 0,8 της ποσοστιαίας μονάδας το 2015. Τα τελευταία χρόνια που έχει αρχίσει η αποκλιμάκωση της ανεργίας παρατηρείται πάλι απόκλιση, με το μερίδιο των ανδρών να αποκλιμακώνεται πιο γρήγορα (βλ. Διάγραμμα Α).

Αναλύοντας περαιτέρω τη μακροχρόνια ανεργία ως προς τη διάρκεια σε δύο ομάδες (12-24 μήνες και 24+ μήνες), η αύξηση του μεριδίου μακροχρόνιας ανεργίας οφείλεται κυρίως στους άνεργους άνω των 24 μηνών, καθώς το μερίδιό τους συνέχιζε να αυξάνεται μέχρι και το 2017. Αντίθετα, στην ομάδα “12-24 μήνες” το μερίδιο των ανέργων παρουσιάζει πτωτική πορεία μετά το 2012 και κυμάνθηκε το 2018 σε προ κρίσης επίπεδα, κάτω του 20% (βλ. Διάγραμμα Β).

Μεγάλη σημασία για τα επίπεδα της μακροχρόνιας ανεργίας έχει και η ηλικία των ανέργων. Πιο συγκεκριμένα, όσο αυξάνεται η ηλικία, τόσο αυξάνεται το μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας. Το 2018, το μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας για τους νέους 15-19 και 20-24 ετών ήταν 40,6% και 55,1% αντίστοιχα, ενώ για τους άνεργους 60-64 και 65-74 ετών κυμάνθηκε σε 86,4% και 90,6% αντίστοιχα. Η θετική συσχέτιση μεριδίων μακροχρόνιας ανεργίας και ηλικίας οφείλεται μεταξύ άλλων στη χαμηλότερη ελκυστικότητα των μεγαλύτερων σε ηλικία ατόμων και στην έλλειψη κινήτρων προς τους εργοδότες για πρόσληψη ατόμων μεγαλύτερης ηλικίας.

Αναλύοντας τη μακροχρόνια ανεργία ανά περιφέρεια, οι τουριστικές περιοχές εμφανίζουν χαμηλότερα μερίδια μακροχρόνιας ανεργίας σε σχέση με τις υπόλοιπες. Πιο συγκεκριμένα, το 2018

το μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας ήταν 32,4% στο Νότιο Αιγαίο, 50,3% στην Κρήτη και 54,1% στα Ιόνια Νησιά. Αντίθετα, οι περιφέρειες με τα υψηλότερα μερίδια μακροχρόνιας ανεργίας ήταν η Ήπειρος (77,2%), η Αττική (76,0%) και η Στερεά Ελλάδα (74,3%). Επιπρόσθετα, οι κλάδοι στους οποίους παρατηρούνται υψηλότερα μερίδια μακροχρόνιας ανεργίας είναι οι επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες, η ενημέρωση και επικοινωνία, καθώς και το χονδρικό και λιανικό εμπόριο.

Η Ελλάδα έχει το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας και μακροχρόνιας ανεργίας στην ευρωζώνη. Ταυτόχρονα, έχει και το υψηλότερο μερίδιο μακροχρόνιας ανεργίας, ακόμη και πριν από την οικονομική κρίση. Αυτό οφειλόταν κυρίως σε διαρθρωτικές αιτίες, λόγω των αγκυλώσεων στην αγορά εργασίας που καθιστούσαν δυσχερέστερη την απορρόφηση των μακροχρόνια ανέργων. Κατά τα τελευταία χρόνια, η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ευρωζώνης μεγαλώνει και συνεπώς θα πρέπει οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας να συνεχιστούν (βλ. Διάγραμμα Γ).

Προκειμένου να μειωθεί περαιτέρω η μακροχρόνια ανεργία στην Ελλάδα, είναι σημαντικό να αυξηθεί το μερίδιο των μακροχρόνια ανέργων που επωφελούνται από ενεργητικά μέτρα πολιτικής για την ενίσχυση της απασχόλησης. Παράλληλα, σημαντικός είναι ο έλεγχος της αποτελεσματικότητας των προσφερόμενων προγραμμάτων και ο στοχευμένος σχεδιασμός των μελλοντικών δράσεων. Ειδικότερα, είναι αναγκαίο να παρακολουθείται ο βαθμός στον οποίο οι εγγεγραμμένοι μακροχρόνια άνεργοι βρήκαν απασχόληση και αν η ένταξή τους στην αγορά εργασίας είναι βιώσιμη. Όσον αφορά το σχεδιασμό των προγραμμάτων, είναι αναγκαίο να υπάρξει στόχευση στις ομάδες που πλήττονται περισσότερο, όπως τα άτομα μεγαλύτερης ηλικίας, οι γυναίκες, τα άτομα που παραμένουν άνεργα πάνω από 2 χρόνια, καθώς και στους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας ή στις περιοχές όπου είναι συχνότερο το φαινόμενο της μακροχρόνιας ανεργίας. Επίσης, η παροχή προγραμμάτων κατάρτισης θα μειώσει τη διάβρωση των δεξιοτήτων που ενδεχομένως προκαλείται λόγω της μακράς απουσίας από την αγορά εργασίας.

Επιπλέον, η ένταξη των μακροχρόνια ανέργων στην αγορά εργασίας απαιτεί μια εξατομικευμένη προσέγγιση και συντονισμένη παροχή υπηρεσιών μέσω της ενίσχυσης του μηχανισμού διάγνωσης αναγκών της αγοράς εργασίας. Στο πλαίσιο αυτών των εξατομικευμένων προσεγγίσεων, η αρχική αξιολόγηση που διενεργείται κατά την εγγραφή των ανέργων στα σχετικά μητρώα θα πρέπει να επικαιροποιείται και να συμπληρώνεται λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες που συμβάλλουν στη μεγάλη διάρκεια της ανεργίας τους. Με αυτό τον τρόπο οι μακροχρόνια άνεργοι θα κατευθύνονται προς υπηρεσίες στήριξης κατάλληλα προσαρμοσμένες στις ατομικές τους ανάγκες. Θετικά επίσης θα συμβάλει και η ανάπτυξη συμπράξεων μεταξύ εργοδοτών, κοινωνικών εταίρων, υπηρεσιών απασχόλησης και παρόχων υπηρεσιών εκπαίδευσης και κατάρτισης για την παροχή υπηρεσιών που θα ανταποκρίνονται καλύτερα στις ανάγκες των επιχειρήσεων και των εγγεγραμμένων μακροχρόνια ανέργων.<sup>2</sup> Σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>3</sup> η Ελλάδα έχει κάνει βήματα προς αυτή την κατεύθυνση και ιδιαίτερα όσον αφορά τη διασύνδεση μεταξύ των διαφόρων οργανισμών, την πληροφόρηση και τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που παρέχονται στους δικαιούχους του ΟΑΕΔ, ωστόσο χρειάζεται να γίνουν περισσότερα όσον αφορά τη διαδικασία εγγραφής και την εξατομικευμένη προσέγγιση των μακροχρόνια ανέργων.

Τέλος, η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας θα βοηθήσει στην απορρόφηση των μακροχρόνια ανέργων. Η θέσπιση μέτρων για την ενίσχυση της δημιουργίας θέσεων απασχόλησης στην

2 Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Σύσταση του Συμβουλίου της 15ης Φεβρουαρίου 2016 για την ένταξη των μακροχρόνιας ανεργίας στην αγορά εργασίας (2016/C 67/01), 20.2.2016.

3 European Commission, Commission Staff Working Document, Case Study - Greece, SWD (2019) 154 final, Part 5/9, 11.4.2019.

ελληνική οικονομία,<sup>4</sup> όπως επιδοτήσεις πρόσληψης και μείωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, μπορεί να αυξήσει περαιτέρω την αποτελεσματικότητα των μέτρων ένταξης των μακροχρόνια ανέργων.

4 Duell, N., L. Thureau and T. Vetter, (2016) “Long-term Unemployment in the EU: Trends and Policies”, Bertelsmann Stiftung.

## Πλαίσιο IV.3

### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΟΝ ΕΙΣΕΡΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥΡΙΣΜΟ (2010-2019)

#### 1. Εισαγωγή

Ο τουρισμός αποτελεί τον πλέον σημαντικό και συγχρόνως τον πλέον δυναμικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας. Η τουριστική δραστηριότητα στηρίζει διαχρονικά την ελληνική οικονομία μέσω της άμεσης συμβολής της στην αναπτυξιακή προοπτική της χώρας, ενισχύοντας την απασχόληση και συμβάλλοντας στην αντιμετώπιση του εξωτερικού ελλείμματος. Επιπλέον, ασκεί σημαντική επίδραση και σε άλλους τομείς της οικονομίας (καταλύματα, εστιατόρια, μεταφορές, κατασκευές). Κατά την περίοδο της πρόσφατης κρίσης, η σχετικά γρήγορη ανάκαμψη του τομέα συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό στο μετριασμό των συνεπειών της, καθώς αποτέλεσε βασικό παράγοντα συγκράτησης της αύξησης της ανεργίας. Η συμβολή των ταξιδιωτικών εισπράξεων στο ΑΕΠ της Ελλάδος βαίνει αυξανόμενη την τελευταία δεκαετία, φθάνοντας από 4,3% το 2010 σε 8,7% το 2018, όταν το αντίστοιχο ποσοστό για τις χώρες της ευρωζώνης για το 2018 είναι 2,5%. Επίσης, ο τουριστικός τομέας αποτελεί τον κυριότερο πόλο προσέλκυσης επενδύσεων και ως εκ τούτου συμβάλλει και με τον τρόπο αυτό στην ανάπτυξη της χώρας. Η ισχυρή ανάπτυξη της ελληνικής τουριστικής βιομηχανίας την τελευταία δεκαετία έχει φέρει την Ελλάδα στο επίκεντρο των κυριότερων ευρωπαϊκών και παγκόσμιων τουριστικών προορισμών, με τις προοπτικές της ελληνικής τουριστικής βιομηχανίας να εμφανίζονται πολύ ενθαρρυντικές.<sup>1</sup> Η παρούσα ανάλυση επιχειρεί να διερευνήσει τις εξελίξεις κατά την περίοδο 2010-2019 όσον αφορά τη διάρθρωση του εισερχόμενου τουρισμού, για το σύνολο της χώρας και ανά περιφέρεια, το μερίδιο της Ελλάδος στην αγορά της Μεσογείου και την κατάσταση των υπαρχουσών υποδομών.

#### 2. Η διάρθρωση του εισερχόμενου τουρισμού

##### 2.1 Στο σύνολο της χώρας

Η διάρθρωση του εισερχόμενου τουρισμού και των εισπράξεων ανά χώρα ή περιοχή προέλευσης δεν παρουσίασε σημαντική μεταβολή κατά την υπό εξέταση περίοδο 2010-2018 (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>2</sup> Οι αφίξεις από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) αποτελούν το 65% του συνόλου, με το 37% να προέρχεται από τη ζώνη του ευρώ, ενώ η κατανομή των εισπράξεων παρουσιάζει ανάλογη εικόνα: το 68% προέρχεται από τις χώρες της ΕΕ, με το 44% των συνολικών εισπράξεων να προέρχεται από χώρες της ζώνης του ευρώ. Από το 2010 μέχρι το 2018 παρατηρείται ραγδαία αύξηση των ταξιδιωτικών αφίξεων και εισπράξεων, ενώ η ανοδική τάση συνε-

1 World Travel and Tourism Council (2018), “Travel & Tourism, Economic Impact 2018, Greece”, Μάρτιος 2018.

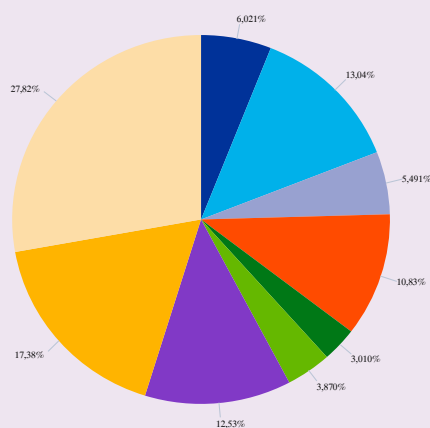
2 Οι κρουαζιέρες, ενώ έχουν μερίδιο 9,9% στο σύνολο των αφίξεων, αντιπροσωπεύουν μόνο το 3% του συνόλου των εισπράξεων. Ο κύριος όγκος των επισκεπτών κρουαζιέρας αφορά διερχόμενους επιβάτες που σταματούν κυρίως σε δημοφιλείς προορισμούς, γεγονός που ενδυναμώνει την αναγκαιότητα δημιουργίας υποδομών (home port) για ταξιδιώτες με αφετηρία ελληνικά λιμάνια, έτσι ώστε η Ελλάδα να καρπούται το σύνολο της δαπάνης, σε αντίθεση με τη μικρή δαπάνη κατά τη σύντομη αποβίβαση. Η διάκριση ανά χώρα προέλευσης για τις κρουαζιέρες δεν είναι ακόμη διαθέσιμη.

## Διάγραμμα Α Κατανομή των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων ανά χώρα/περιοχή προέλευσης

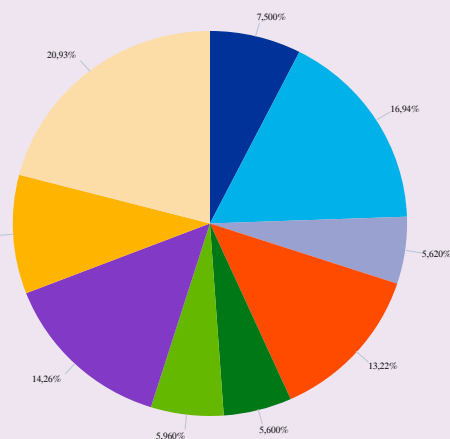
(μέσος όρος 2010-2018)



### α. Αφίξεις



### β. Εισπράξεις



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Συνόρων.

Σημείωση: Δεν συμπεριλαμβάνεται η κρουαζιέρα, για την οποία η διάκριση ανά χώρα προέλευσης δεν είναι ακόμη διαθέσιμη.

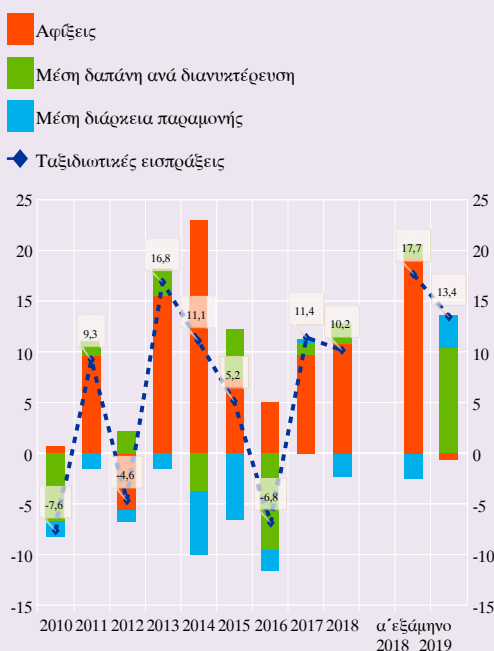
χίζεται και το 2019. Στο διάστημα αυτό, οι ταξιδιωτικές εισπράξεις αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 67,4% και οι διανυκτερεύσεις κατά 64,6%, ενώ οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 120%. Την πρόσφατη περίοδο 2016-2018, στις έξι κυριότερες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών, δηλαδή Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ και Ρωσία, αντιστοιχούν το 36,4% των αφίξεων και το 51,5% των εισπράξεων. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει ότι, ενώ έγινε άνοιγμα σε νέες αγορές, δεν άλλαξε σημαντικά η διάρθρωση, και πάνω από το ήμισυ των εσόδων εξακολουθεί να προέρχεται από τις έξι κυριότερες χώρες, καθώς η μέση δαπάνη των επισκεπτών από τις νέες αγορές είναι χαμηλότερη εκείνων από τις παραδοσιακές χώρες προέλευσης.

Όσον αφορά τις αφίξεις τουριστών, στην Ελλάδα εμφανίζεται έντονη εποχικότητα, με το 85,4% των αφίξεων κατά την επισκοπούμενη περίοδο 2010-2018 να καταγράφεται το β' και γ' τρίμηνο ("τουριστική σεζόν"), ενώ τα αντίστοιχα μεγέθη για το α' και δ' τρίμηνο της ίδιας περιόδου ήταν 3,9% και 10,7% αντίστοιχα.<sup>3</sup> Η επίσκεψη για λόγους αναψυχής παραμένει ο κύριος σκοπός ταξιδιού (83% του συνόλου), ενώ μεταξύ των υπόλοιπων κατηγοριών αύξηση καταγράφεται στα ταξίδια με σκοπό την επίσκεψη σε οικογένεια, ενώ στα ταξίδια για επαγγελματικούς λόγους καταγράφεται μείωση μέχρι το 2015, και στη συνέχεια ανάκαμψη. Ο αριθμός των ταξιδιωτών που έρχονται με οργανωμένα ταξίδια παρουσιάζει τάση μείωσης, ενδεχομένως και λόγω του ότι είναι πλέον

<sup>3</sup> Γίνονται προσπάθειες για την επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου και την προσέλκυση τουρισμού πόλεων (city break), βλ. Κασιμάτη, Ε. και Δ. Σιδέρης (2015), "Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό: διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης (2008-2014)", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 42, και Τράπεζα της Ελλάδος (2019), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018*, Πλαίσιο IV.4, "Η σημασία του συνεδριακού τουρισμού για την Ελλάδα: εξελίξεις και προκλήσεις".



## Διάγραμμα Β Μεταβολή των ταξιδιωτικών εισπράξεων και συμβολές ανά συνιστώσα (2010-2018 και α' εξάμηνο 2018-2019)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Συνόρων.  
Σημείωση: Δεν συμπεριλαμβάνεται η κρουαζιέρα, για την οποία η διάρκειση ανά εθνικότητα δεν είναι ακόμη διαθέσιμη.

ντικό για τη μελλοντική πορεία των ταξιδιωτικών εισπράξεων, η οποία δεν ρέπει να βασίζεται μόνο στους αριθμούς των εισερχόμενων ταξιδιωτών.

Μεταξύ των κύριων χωρών προέλευσης, η μέση διάρκεια παραμονής και η δαπάνη ανά ταξίδι ήταν υψηλότερες από τους αντίστοιχους συνολικούς δείκτες<sup>5</sup> για τους ταξιδιώτες από τις ΗΠΑ και χαμηλότερες για τους ταξιδιώτες από τη Ρωσία. Σε ό,τι αφορά τη μέση δαπάνη ανά διανυκτέρευση, αυτή ήταν μικρότερη του συνολικού μέσου όρου για τους ταξιδιώτες από την Ιταλία και τη Γερμανία την περίοδο 2010-2018. Γενικότερα πάντως, οι χώρες της ευρωζώνης σταθερά παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη διάρκεια παραμονής και δαπάνη ανά ταξίδι, ενώ πτωτική τάση καταγράφεται για τις χώρες της ΕΕ εκτός ευρωζώνης. Το πρώτο εξάμηνο του 2019, οι λοιπές χώρες εκτός ΕΕ παρουσιάζουν αύξηση σε όλους τους επιμέρους δείκτες.

### 2.2 Ανά περιφέρεια

Η κατανομή των εισπράξεων και των επισκέψεων ανά περιφέρεια διαφέρουν μεταξύ τους λόγω της διαφορετικής μέσης δαπάνης που πραγματοποίησαν οι ανά περιφέρεια επισκέπτες. Την τριετία 2016-2018<sup>6</sup> ο κύριος όγκος των επισκέψεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων, όπως

εύκολο, μέσα από τις πολλές διαθέσιμες πλατφόρμες στο διαδίκτυο, να κλείσει κάποιος οικονομικά εισιτήρια, ξενοδοχεία κ.λπ. χωρίς να απευθυνθεί σε ταξιδιωτικό γραφείο.

Για τα περισσότερα έτη της περιόδου 2010-2018, η αύξηση των εισπράξεων συνδέεται κατά κύριο λόγο με την άνοδο των αφίξεων (βλ. Διάγραμμα Β).<sup>4</sup> Παράλληλα, παρατηρείται μια τάση μείωσης της μέσης διάρκειας παραμονής των ταξιδιωτών, που έχει αρνητική επίδραση στις εισπράξεις. Ειδικότερα για το 2018, στην αύξηση των εισπράξεων κατά 10,2% συνέβαλαν κατά 10,8 ποσοστιαίες μονάδες η αύξηση των αφίξεων, κατά 1,9 ποσοστιαία μονάδα η αύξηση της μέσης δαπάνης ανά διανυκτέρευση, ενώ αρνητική συμβολή κατά 2,3 ποσοστιαίες μονάδες προήλθε από τη μείωση της μέσης διάρκειας παραμονής. Ωστόσο, το πρώτο εξάμηνο του 2019 ο κύριος παράγοντας αύξησης των εισπράξεων ήταν η μέση δαπάνη ανά διανυκτέρευση, ενώ οι αφίξεις δείχνουν συγκρατημένο ρυθμό αύξησης σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2018. Η διαφοροποίηση αυτή υποδηλώνει μια στροφή σε ταξιδιώτες με δυνατότητα να δαπανήσουν μεγαλύτερο ποσό, γεγονός πολύ σημα-

4 Οι εισπράξεις αποτελούν το γινόμενο της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι επί τον αριθμό των αφίξεων, ενώ η δαπάνη ανά ταξίδι είναι το γινόμενο της διάρκειας παραμονής (σε ημέρες) επί τη δαπάνη ανά διανυκτέρευση.

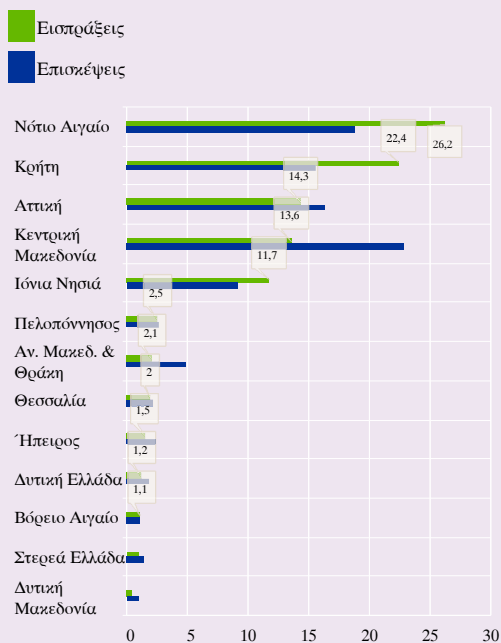
5 Για το 2018 στο σύνολο της χώρας η μέση διάρκεια παραμονής ήταν 7 ημέρες, η μέση δαπάνη ανά ταξίδι 486,4 ευρώ (αυξημένη σε 583 ευρώ το εννιάμηνο του 2019) και η μέση δαπάνη ανά διανυκτέρευση 69,7 ευρώ.

6 Τα περιφερειακά στοιχεία είναι διαθέσιμα από το 2016. Σημειώνεται ότι στα περιφερειακά στοιχεία δεν περιλαμβάνονται στατιστικά στοιχεία από κρουαζιέρες επιπλέον της Έρευνας Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος.

φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, συγκεντρώνεται σε πέντε περιφέρειες: Νότιο Αιγαίο, Κρήτη, Ιόνια Νησιά, Αττική και Κεντρική Μακεδονία.<sup>7</sup> Για τις τρεις νησιωτικές περιοχές (Κρήτη, Νότιο Αιγαίο και Ιόνιο) η συμμετοχή του τουρισμού στη διαμόρφωση του περιφερειακού ΑΕΠ είναι ιδιαίτερα υψηλή. Ειδικότερα, το 47,4% του ΑΕΠ των περιοχών αυτών είναι αποτέλεσμα της τουριστικής δραστηριότητας, συμβάλλοντας στη διαμόρφωση υψηλού κατά κεφαλήν εισοδήματος, γεγονός που αντανακλά την ιδιαίτερα σημαντική συμβολή του τουρισμού στη βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης.<sup>8</sup> Παράλληλα, οι τρεις αυτές περιφέρειες εμφανίζουν υπεροχή στην προσέλκυση επισκεπτών με υψηλότερη μέση δαπάνη. Η καθιέρωση της Αθήνας μεταξύ των προορισμών για τουρισμό πόλεων (city break) ενισχύει τη δυναμική της περιφέρειας Αττικής. Στις περιφέρειες της Κεντρικής Μακεδονίας, της Δυτικής Μακεδονίας και της Ανατολικής Μακεδονίας και Θράκης ο αριθμός των επισκεπτών, ως ποσοστό στο σύνολο της χώρας, υπερβαίνει το αντίστοιχο ποσοστό των εισπράξεων, ως αποτέλεσμα της προσέλκυσης επισκεπτών χαμηλότερης μέσης δαπάνης. Αυτό κατά κύριο λόγο αντανακλά το γεγονός ότι οι τρεις αυτές περιφέρειες της Βορείου Ελλάδος δέχονται ως επί το πλείστον επισκέπτες προερχόμενους από τις χώρες των Βαλκανίων, οι οποίοι έχουν εύκολη πρόσβαση (οδική) αλλά χαμηλότερο διαθέσιμο εισόδημα. Κατά την τριετία 2016-2018, η μεγαλύτερη τάση αύξησης καταγράφεται στις περιφέρειες της Στερεάς Ελλάδος και της Δυτικής Ελλάδος.<sup>9</sup>

**Διάγραμμα Γ Κατανομή επισκέψεων και ταξιδιωτικών εισπράξεων ανά περιφέρεια (2016-2018)**

(ποσοστά %, μέσος όρος περιφέρειας)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Συνόρων.

### 3. Μεριδίο της Ελλάδος στην αγορά της Μεσογείου

Για τους σκοπούς του παρόντος, η αγορά της Μεσογείου περιλαμβάνει την Ελλάδα και τις εξής χώρες: Κύπρο, Ιταλία, Μάλτα, Πορτογαλία, Τουρκία, Ισπανία, Κροατία, Αίγυπτο, Μαρόκο, Τυνησία, οι οποίες είναι οι κύριες ανταγωνίστριες χώρες της Ελλάδος στην παροχή ταξιδιωτικών υπηρεσιών, λόγω γεωγραφικής εγγύτητας και συνάφειας στο προσφερόμενο τουριστικό προϊόν αναφορικά με το κλίμα και τα διαθέσιμα αξιοθέατα. Με βάση το μερίδιο στη συγκεκριμένη αγορά, κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2010-2018, η Ελλάδα κατέλαβε την 4η θέση μεταξύ του συνόλου των 11 χωρών που την απαρτίζουν (βλ. Διάγραμμα Δ). Θα πρέπει να επισημανθεί ότι το μερίδιο

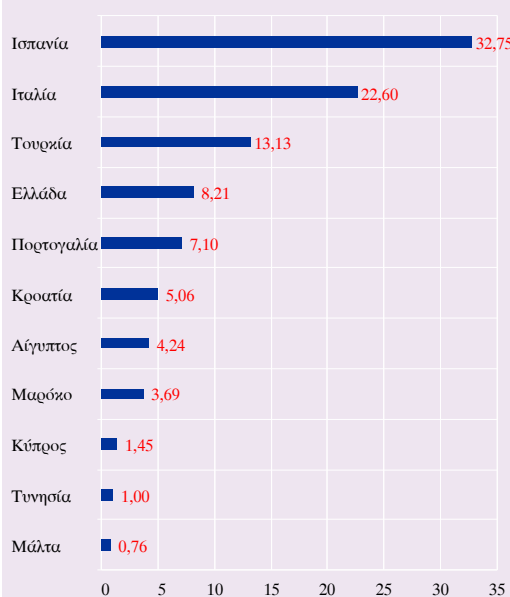
7 Η διάρθρωση των εισπράξεων και των επισκέψεων ανά περιφέρεια αναφέρεται στο μέσο όρο της περιόδου 2016-2018, για την οποία έχουμε διαθέσιμα στοιχεία από την Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος. Ο αριθμός των επισκέψεων είναι μεγαλύτερος από τη συνολική εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση, καθώς ένας ταξιδιώτης μπορεί να επισκεφθεί περισσότερες από μία περιφέρειες κατά τη διάρκεια του ταξιδιού του.

8 INSETE (2018), The contribution of Tourism to the Greek economy in 2017, 1st edition (provisional data) – May 2018.

9 Σύνολο χώρας, μέσος όρος 2016-2018: Δαπάνη ανά επίσκεψη 452 ευρώ, δαπάνη ανά διανυκτέρευση 68 ευρώ και μέση διάρκεια παραμονής 7 διανυκτερεύσεις. Η μεγαλύτερη δαπάνη ανά επίσκεψη είναι στην περιφέρεια Κρήτης (653 ευρώ) και ακολουθεί εκείνη του Νοτίου Αιγαίου (631 ευρώ), ενώ τις περισσότερες ημέρες παραμονής έχει η περιφέρεια Κρήτης (9 διανυκτερεύσεις) και ακολουθεί η περιφέρεια Ιονίων Νήσων (8,3 διανυκτερεύσεις).

**Διάγραμμα Δ** Μερίδιο της Ελλάδος και των ανταγωνιστριών της στην αγορά της Μεσογείου στο σύνολο των ταξιδιωτικών εισπράξεων της εν λόγω αγοράς (2010-2018)

(ποσοστά %, μέσοι όροι)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Συνόρων και UNWTO. Σημείωση: Η αγορά της Μεσογείου απαρτίζεται από τις 11 χώρες που φαίνονται στο διάγραμμα.

#### 4. Ξενοδοχειακό δυναμικό και τιμές

Από την πλευρά της προσφοράς και όσον αφορά το ξενοδοχειακό δυναμικό της χώρας, η βελτίωση είναι αισθητή και σε όρους όγκου και σε όρους ποιότητας. Οι θετικές προοπτικές για τον τουρισμό φαίνεται ότι οδήγησαν σε επενδύσεις για αύξηση των διαθέσιμων κλινών την περίοδο 2010-2019<sup>11</sup> και αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος με τη σημαντική αύξηση των κλινών των πολυτελών ξενοδοχείων (5 αστέρων). Το 2019 η χώρα μας διαθέτει πλέον 9.917 ξενοδοχειακές μονάδες συνολικής δυναμικότητας 430.402 δωματίων και 847.610 κλινών (βλ. Διάγραμμα Ε), με τη μέση ξενοδοχειακή μονάδα να έχει 43 δωμάτια και 86 κλίνες. Όμως, στα νησιά του Νοτίου Αιγαίου, του Ιονίου και στην Κρήτη η μέση ξενοδοχειακή μονάδα είναι μεγαλύτερης δυναμικότητας, αφού διαθέτει 54 δωμάτια και 107 κλίνες, ενώ το 78% της συνολικής δυναμικότητας των κλινών της χώρας βρίσκεται σε πέντε περιφέρειες (Νότιο Αιγαίο, Κρήτη, Ιόνια Νησιά, Κεντρική Μακεδονία και Αττική), που αποτελούν και τους κύριους προορισμούς ξένων επισκεπτών. Αναφορικά με τη διασπορά των ξενοδοχειακών κλινών στην επικράτεια, παρατηρείται ότι τα πολυ-

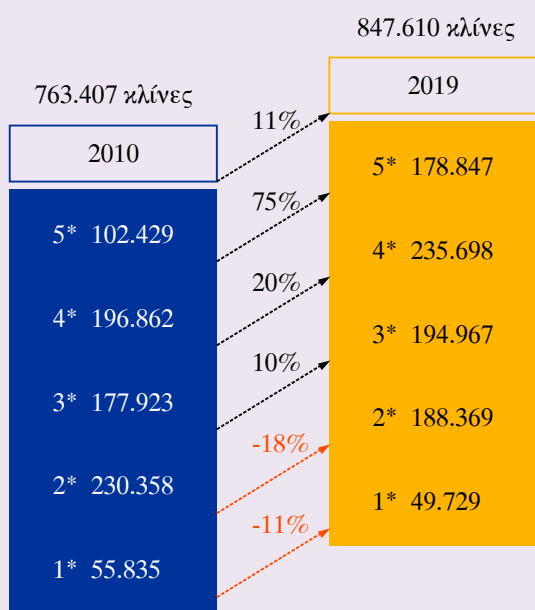
αγοράς της Ελλάδος στο σύνολο του παγκόσμιου τουρισμού ακολουθούσε αυξητική πορεία καθ' όλη την τελευταία δεκαετία τόσο στις αφίξεις, από 7,7% το 2010 σε 11% το 2018, όσο και στις εισπράξεις, από 7,4% το 2010 σε 8,4% το 2018, παρόλο που το μερίδιο της αγοράς της Μεσογείου στο σύνολο της παγκόσμιας αγοράς παρέμεινε σταθερό ως προς τις αφίξεις, ενώ κατέγραψε πτώση ως προς τις εισπράξεις. Η τέταρτη θέση αντιστοιχεί στο 8,2% των εισπράξεων και το 9,8% των αφίξεων.<sup>10</sup> Στις τρεις πρώτες θέσεις βρίσκονται η Ισπανία, η Ιταλία και η Τουρκία, ενώ αμέσως επόμενες στην κατάταξη μετά την Ελλάδα είναι η Πορτογαλία και η Κροατία. Η Πορτογαλία, ωστόσο, καταγράφει τη μεγαλύτερη δυναμική ως προς το ρυθμό αύξησης του μεριδίου αγοράς της. Λόγω γεωπολιτικών συνθηκών, το μερίδιο αγοράς των χωρών της Βόρειας Αφρικής καθώς και της Τουρκίας συρρικνώθηκε, τάση που φαίνεται να αντιστρέφεται το 2019. Η αγορά της Μεσογείου αντιπροσωπεύει το 20,2% των αφίξεων και το 15,9% των εισπράξεων του παγκόσμιου τουρισμού την περίοδο 2010-2018, ενώ η Ελλάδα έχει μερίδιο 2% στις αφίξεις και 1,3% στις εισπράξεις του παγκόσμιου τουρισμού.

<sup>10</sup> Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Τουρισμού (UNWTO, *World Tourism Barometer*, September 2019, Vol. 17, Issue 3), το 2018 η Ελλάδα κατατάσσεται 13η (από 14η το 2017) στις διεθνείς αφίξεις και 23η στις τουριστικές εισπράξεις ανάμεσα σε 50 χώρες. Σύμφωνα με το World Economic Forum (WEF, *The Travel and Tourism Competitiveness Report 2019*), το 2018 η Ελλάδα κατατάσσεται 25η στην τουριστική ανταγωνιστικότητα (από 31η το 2015) ανάμεσα σε 140 χώρες, με βάση το δείκτη ανταγωνιστικότητας του τουρισμού (Travel and Tourism Competitiveness Index, TTCI).

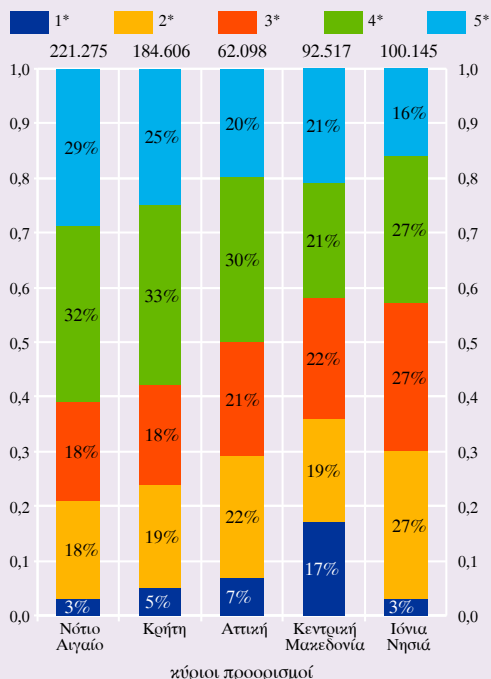
<sup>11</sup> Τα στοιχεία για τις κλίνες δεν περιλαμβάνουν την αύξηση της προσφοράς στην ελληνική αγορά φιλοξενίας που έχει προκύψει από τα καταλύματα βραχυχρόνιας μίσθωσης, των οποίων ο αριθμός τον Ιούνιο του 2018 εκτιμάται σε 126.231, βλ. Αθανασίου, Ε. και Α. Κώστη (2018), "Εξελίξεις στη βραχυχρόνια μίσθωση ακινήτων στην Ελλάδα", ΚΕΠΕ, *Οικονομικές Εξελίξεις*, 37, 56-61.

## Διάγραμμα Ε Ξενοδοχειακό δυναμικό της Ελλάδος, 2019

α. Αριθμός κλινών ανά αριθμό αστέρων



β. Δυναμικότητα κλινών ανά κύρια περιφέρεια και αριθμό αστέρων (2019, ως % του συνόλου των ξενοδοχειακών κλινών)



Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2019.

τελή ξενοδοχεία διαμοιράζονται κυρίως στις νησιωτικές περιοχές και συγκεκριμένα στο Νότιο Αιγαίο και την Κρήτη<sup>12</sup> (βλ. Διάγραμμα Ε), ενώ η συμμετοχή των πολυτελών ξενοδοχείων στους κύριους προορισμούς υπερβαίνει το 20%, με εξαίρεση τα νησιά του Ιονίου. Στους δευτερευόντες προορισμούς φαίνεται ότι κυριαρχούν τα ξενοδοχεία 3 και 4 αστέρων, ενώ ορισμένες περιφέρειες όπως η Δυτική Μακεδονία και η Ήπειρος παρουσιάζουν χαμηλή προσφορά σε αριθμό ξενοδοχειακών κλινών στο σύνολο των κατηγοριών.

Την ίδια περίοδο, αν συγκριθούν οι μέσες ξενοδοχειακές τιμές με βάση τον ετήσιο εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) στις “υπηρεσίες παροχής καταλυμάτων” (που περιλαμβάνει ξενοδοχεία, μοτέλ, πανδοχεία, ξενώνες, κάμπινγκ και παρόμοια καταλύματα) από το 2010 μέχρι το Νοέμβριο του 2019 μεταξύ της Ελλάδος και των κυριότερων ανταγωνιστριών χωρών (Κύπρος, Κροατία, Ιταλία, Ισπανία, Τουρκία, Πορτογαλία και Μάλτα), παρατηρείται ότι, μετά την Τουρκία, τόσο η Ελλάδα όσο και η Κύπρος διατηρούν τις ξενοδοχειακές τιμές σε σχετικά χαμηλό επίπεδο. Αυτό συμβαδίζει και με τη βελτίωση της θέσης της Ελλάδος παγκοσμίως ως προς την ανταγωνιστικότητα των τιμών της τουριστικής βιομηχανίας. Στην Ελλάδα δε οι τιμές στα ξενοδοχειακά καταλύματα δεν ξεπερνούν τις αντίστοιχες του 2010. Πιο συγκεκριμένα, στα πρώτα χρόνια της κρίσης παρατηρείται πτώση των τιμών, η οποία φαίνεται ότι κατέστησε το συγκεκριμένο προϊόν πιο ελκυστικό. Τα τελευταία χρόνια όμως παρατηρείται σταδιακά αύξηση των τιμών, για την οποία κυριότεροι παράγοντες είναι εν μέρει ο φόρος διαμονής που επιβλήθηκε στον κλάδο από 1.1.2018, αλλά και η ποιοτική αναβάθμιση που συντελέστηκε με την αύξηση των πολυτελών ξενοδοχειακών κλινών.

<sup>12</sup> Το 62% των κλινών σε ξενοδοχεία 5 αστέρων και το 55% των κλινών σε ξενοδοχεία 4 αστέρων βρίσκονται σε αυτές τις δύο περιφέρειες.

## 5. Συμπεράσματα–προτάσεις πολιτικής

Ο τουρισμός διαδραματίζει πρωτεύοντα ρόλο στην αναπτυξιακή προσπάθεια της ελληνικής οικονομίας, δεδομένου ότι, πέραν του μεγέθους του, αποτελεί παράλληλα ένα δυναμικό κλάδο με ιδιαίτερα θετικές προοπτικές. Η συμμετοχή του στη διαμόρφωση του ΑΕΠ της χώρας είναι καθοριστική, τόσο άμεσα όσο και έμμεσα μέσω των διασυνδέσεών του με τους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας. Επομένως, η περαιτέρω ενίσχυσή του αποτελεί μονόδρομο, εφόσον η χώρα επιδιώκει να αξιοποιήσει αποτελεσματικότερα την υψηλή ελκυστικότητά της ως δημοφιλούς τουριστικού προορισμού, έτσι ώστε να καταστεί εφικτή η επίτευξη υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Αυτό προϋποθέτει την υιοθέτηση δράσεων για τη βελτίωση του τουριστικού προϊόντος με στόχο την επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου, την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών για την περαιτέρω ποιοτική αναβάθμιση των παρεχόμενων υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση του τουριστικού προϊόντος πέρα από το παραδοσιακό μοντέλο “ήλιος και θάλασσα” με επέκταση και σε άλλες μορφές (π.χ. συνεδριακός, ιαματικός, θρησκευτικός, γαστρονομικός τουρισμός κ.ά.), μέσω των οποίων θα μπορούσαν να αναδειχθούν και άλλες περιφέρειες προσελκύοντας επισκέπτες. Αν και οι χώρες προέλευσης επισκεπτών διευρύνθηκαν πέραν των κύριων αγορών την τελευταία δεκαετία, τα έσοδα από τις νέες αγορές, πέραν των παραδοσιακών, κινούνται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα κατά μέσο όρο. Αυτό σημαίνει ότι απαιτούνται δράσεις αναφορικά με τις συγκεκριμένες χώρες, με στόχο την προσέλκυση περισσότερων ταξιδιωτών υψηλότερου εισοδήματος. Αναμφίβολα, η αναβάθμιση των υποδομών και των προσφερόμενων υπηρεσιών, αλλά και η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας από πλευράς τιμών κινούνται προς τη σωστή κατεύθυνση. Τέλος, ως αποτέλεσμα των παραπάνω, το μερίδιο αγοράς της Ελλάδος στην αγορά της Μεσογείου δύναται να αυξηθεί περαιτέρω, ενισχύοντας την ισόρροπη περιφερειακή ανάπτυξη και τις προοπτικές δημιουργίας νέων θέσεων απασχόλησης.

### Πλαίσιο IV.4

#### ΑΠΟ ΤΟ BRAIN DRAIN ΣΤΟ BRAIN REGAIN: ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΑΣΤΡΟΦΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η πρόσφατη ελληνική κρίση οδήγησε την ελληνική οικονομία σε έναν πρωτόγνωρο σε βάθος και εύρος δεκαετή υφεσιακό κύκλο με αρνητικές επιπτώσεις: απώλεια μεγαλύτερη από το 1/4 του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος σε σταθερές τιμές, διψήφιο ποσοστό ανεργίας, υποτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και κλονισμό της εμπιστοσύνης των πολιτών προς τους θεσμούς διακυβέρνησης. Η πιο βαθιά όμως απώλεια, με δυσμενείς επιπτώσεις για τη μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή πορεία της χώρας, είναι η μαζική φυγή στο εξωτερικό ενός σημαντικού τμήματος του ανθρώπινου δυναμικού με υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης, δεξιότητες και επαγγελματικά προσόντα (brain drain), η οποία κατά τα χρόνια της κορύφωσης της ελληνικής κρίσης έλαβε τη μορφή μεγάλης εξόδου (“the Greek exodus”).

Εκτός όμως από τις συνέπειες που είχε το φαινόμενο της “διαρροής εγκεφάλων” στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και στην πορεία των δημόσιων εσόδων λόγω της μείωσης της κατανάλωσης, του εισοδήματος και των ασφαλιστικών εισφορών, εξαιρετικά δυσμενείς είναι επίσης οι επιπτώσεις στις παραγωγικές δυνατότητες της χώρας, καθώς οι νέοι απέχουν από την αγορά εργασίας και απασχολούνται σε άλλες χώρες με αβέβαιο τον επαναπατρισμό τους. Συγκεκριμένα, οι επιπτώσεις αφορούν: α) τη μείωση του μεγέθους του εργατικού δυναμικού και τη χειροτέρευση της ποιότητάς του, λόγω στέρησης μέρους του πλέον παραγωγικού, ικανού και δυναμικού τμήματος, β) την περαιτέρω επιδείνωση των δημογραφικών δεικτών της χώρας με ταυτόχρονη ταχεία



αύξηση της πληθυσμιακής ομάδας των γηραιότερων και των μη οικονομικά ενεργών και γ) την αύξηση της αναντιστοιχίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων. Το τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας, η συρρίκνωση των παραγωγικών δυνατοτήτων και η είσοδος σε ένα φαύλο κύκλο χαμηλών προσδοκιών, κοινωνικής και οικονομικής στασιμότητας και συνεχούς εξερχόμενης μεταναστευτικής ροής.

Η δυναμική του φαινομένου της αθρόας μετανάστευσης ταλαντούχων νέων καθιστά επιτακτική την ανάγκη λήψης μέτρων πολιτικής για το μετριασμό της εξερχόμενης ροής ή ενδεχομένως και για την αναστροφή της (brain regain). Για την αποτελεσματική όμως εφαρμογή των μέτρων αυτών θα πρέπει να διακριβωθούν τα αίτια που προσδιόρισαν και τροφοδότησαν το φαινόμενο. Για το σκοπό αυτό, η παρούσα ανάλυση κρίνει ως επιτακτικά αναγκαία τη διαμόρφωση μιας ολιστικής εθνικής αναπτυξιακής στρατηγικής και διατυπώνει συγκεκριμένες προτάσεις πολιτικής.

### Ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά του ελληνικού brain drain

Ο όρος brain drain περιγράφει τη μαζική μετανάστευση στο εξωτερικό ατόμων υψηλής μόρφωσης, δεξιοτήτων και επαγγελματικής κατάρτισης προς ανεύρεση καλύτερα αμειβόμενης εργασίας και καλύτερων προοπτικών επαγγελματικής και κοινωνικής ανέλιξης.<sup>1</sup> Αν και παραδοσιακά η φορά της μεταναστευτικής ροής είναι από τις αναπτυσσόμενες προς τις ανεπτυγμένες χώρες, κατά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση η εξερχόμενη ροή αφορούσε κυρίως νέους επιστήμονες και επαγγελματίες μεταξύ ανεπτυγμένων χωρών, όπως για παράδειγμα η κινητικότητα νέων ανώτατης μόρφωσης από τον ευρωπαϊκό νότο τόσο προς χώρες της κεντρικής και δυτικής Ευρώπης όσο και προς χώρες εκτός Ευρώπης.<sup>2</sup>

Στην Ελλάδα, το 2010 καταγράφηκε ένα μεγάλο κύμα μετανάστευσης νέων επιστημόνων και επαγγελματιών. Το κύμα αυτό εντάθηκε το 2012 και μονιμοποιήθηκε τα επόμενα έτη λαμβάνοντας διαστάσεις μεγάλης φυγής, με τις ετήσιες εκροές ατόμων στην ηλικιακή ομάδα των 25-44 ετών να ξεπερνούν τις 50 χιλιάδες (βλ. Διάγραμμα). Συνολικά, μεταξύ 2008 και 2017 μετανάστευσαν περισσότερα από 467 χιλιάδες άτομα της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας.<sup>3</sup> Αν και η Ελλάδα διαθέτει πλούσια μεταναστευτική εμπειρία, το σύγχρονο κύμα μετανάστευσης παρουσιάζει δύο σημαντικές διαφορές σε σχέση με τα ιστορικά προηγούμενα.<sup>4</sup> Πρώτον, περισσότεροι από 1 στους 3 αποδήμους είναι γυναίκες, με αρνητικές συνέπειες για τον ήδη χαμηλό δείκτη γονιμότητας, και δεύτερον, στην πλειονότητά τους είναι άτομα που διαθέτουν υψηλής ποιότητας ανθρώπινο κεφάλαιο.<sup>5</sup> Οι αλλαγές αυτές σχετίζονται με την άνοδο του εκπαιδευτικού επιπέδου στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια, καθώς και με τη ζήτηση εργασίας από τις ευρωπαϊκές χώρες, οι οποίες αποτέλεσαν τις χώρες υποδοχής για μεγάλο τμήμα αποδήμων.

1 Ο όρος χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από την British Royal Society για να περιγράψει την έξοδο επιστημόνων και τεχνικών από το Ηνωμένο Βασίλειο στις ΗΠΑ και τον Καναδά κατά τις δεκαετίες του 1950 και 1960, καθώς και επιστημόνων από το χώρο της υγείας από τις αναπτυσσόμενες στις ανεπτυγμένες χώρες. Βλ. Cervantes, M. and D. Guellac (2002), "The brain drain: old myths and new realities", *OECD Observer*, no. 230, Docquier, F., O. Lohest and A. Marfouk (2007), "Brain drain in developing countries", *The World Bank Economic Review*, 21, 193-218, και Gibson, J. and D. McKenzie (2011), "Eight questions about brain drain", *Journal of Economic Perspectives*, 25, 197-128.

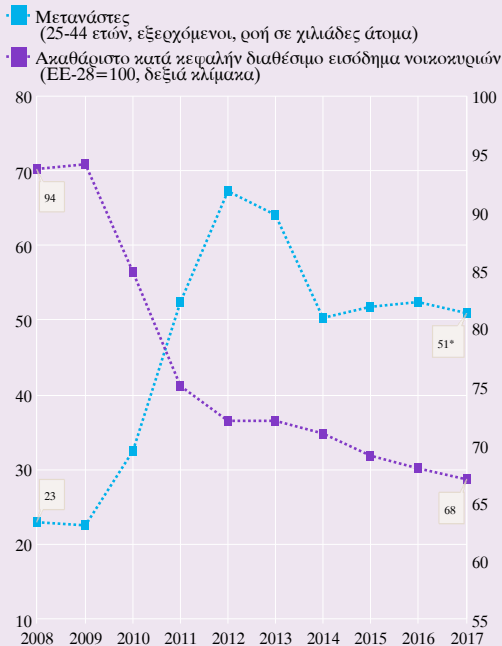
2 Για μια ανάλυση των επιπτώσεων στην οικονομική ανάπτυξη των περιφερειών της ΕΕ, βλ. European Commission (2018), *Addressing brain drain: the local and regional dimension*, European Committee of the Regions. Ειδικότερα για την περίπτωση της Πορτογαλίας, βλ. Cabrito, B. et al. (2014), "The brain drain in Portugal: some explanatory reasons", in A. G. Aracil and I. N. Gómez (eds.), *Investigaciones de Economía de la Educación* 9, edition 1, vol. 9, chapter 43, 831-846, Asociación de Economía de la Educación.

3 Σε αυτούς περιλαμβάνονται και πολλοί ξένης υπηκοότητας, μόνιμοι κάτοικοι Ελλάδος, που έφυγαν στην αρχή της κρίσης.

4 Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. Λαζαρέτου, Σ. (2016), "Φυγή ανθρώπινου κεφαλαίου: Η σύγχρονη τάση μετανάστευσης των Ελλήνων στα χρόνια της κρίσης", *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, 43, 33-58, και Pratsinakis, M., P. Hatziprokopiou, D. Grammatikas and L. Labrianidis (2017), "Crisis and the resurgence of emigration from Greece: trends, representations and the multiplicity of migrant trajectories", in B. Glorius and J. Dominguez-Mujica (eds.), *European mobility in times of crisis. The new context of European South-North migration*, chapter 4, 75-104, Bielefeld-Verlag.

5 Για τα ποιοτικά στοιχεία της εξερχόμενης ροής, βλ. τα αποτελέσματα των πιο πρόσφατων ερευνών της ICAP και της KPMG: ICAP (2019), "Brain drain and gain", ICAP People Solutions, Ιούλιος, και KPMG (2019), "Έρευνα brain drain and gain", Ιούνιος.

## Μεταναστευτικές ροές νέων και κατά κεφαλήν διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών στην Ελλάδα (2008-2017)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat.

Σημειώσεις: Ακαθάριστη εξερχόμενη ροή μόνιμων κατοίκων Ελλάδος με παραμονή στο εξωτερικό μεγαλύτερη από ένα έτος. Δεν λαμβάνεται υπόψη η εισερχόμενη ροή, αφού το μεγαλύτερο μέρος της αφορά πρόσφυγες και μετανάστες.

\*Σωρευτικό σύνολο περιόδου 2008-2017: 467 χιλιάδες άτομα.

Οι περισσότερες έρευνες είναι ενδεικτικές του υψηλού μορφωτικού επιπέδου των Ελλήνων που μεταναστεύουν, με τους πτυχιούχους μηχανικούς και πτυχιούχους πληροφορικής να αποτελούν ένα ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό. Η υψηλή ανεργία των πτυχιούχων ανώτατης εκπαίδευσης, ήδη στα χρόνια πριν από την κρίση, πλήττει κυρίως τους επιστημονικούς κλάδους στους οποίους υπάρχει υπερεκπαίδευση. Η ισχυρή σύνδεση της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης με την αγορά εργασίας σε συνδυασμό με τους εξαιρετικά χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης αποτέλεσαν κρίσιμους παράγοντες στην απόφαση μετανάστευσης. Η απώλεια ανθρώπινου δυναμικού υψηλής μόρφωσης και κατάρτισης υποβαθμίζει τη σημασία της χώρας ως προορισμού επενδύσεων υψηλής προστιθέμενης αξίας και δυσχεραίνει τον ψηφιακό μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας και τη μετάβασή της στην “οικονομία της γνώσης”. Εξίσου σημαντικές είναι και οι δευτερογενείς επιδράσεις, όπως αναδεικνύονται από τις επιδράσεις διαγενεακής αναπαραγωγής προτύπων συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό και απόκτησης υψηλότερου εκπαιδευτικού επιπέδου.<sup>6</sup>

Όπως φαίνεται από το διάγραμμα, η καθοδική πορεία του κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισο-

δήματος συναρτάται με την αυξητική πορεία της εξερχόμενης ροής. Το μειωμένο εισόδημα και η υποτονική ζήτηση εργασίας κατά τα χρόνια της κρίσης ενεργοποίησαν το κύμα της εξερχόμενης μετανάστευσης. Καθοριστικός όμως ήταν ο ρόλος των διαρθρωτικών αδυναμιών από την πλευρά της προσφοράς εργασίας, οι οποίες συναρτώνται άμεσα με τα χαρακτηριστικά του εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος. Συγκεκριμένα, το πολύ υψηλό ποσοστό ανεργίας των νέων επιστημόνων πριν από τα χρόνια της κρίσης, η αδράνεια των θεσμών, ο περιορισμός των χρηματοοικονομικών πόρων για έρευνα, τα εμπόδια εισόδου σε πολλά επαγγέλματα και η πληθώρα αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης σε γνωστικά αντικείμενα που δεν εξυπηρετούν τις ανάγκες μιας γρήγορα μεταβαλλόμενης αγοράς εργασίας, σε συνδυασμό με μια μάλλον εσωστρεφή και μη ανταγωνιστική οικονομία, καθώς και η έλλειψη αξιοκρατίας και διαφάνειας στην επιλογή υποψηφίων, αποτέλεσαν τις διαρθρωτικές ατέλειες της αγοράς εργασίας που τροφοδότησαν το κύμα εξερχόμενης μετανάστευσης.

### Είναι δυνατή η αναστροφή του φαινομένου;

Με δεδομένη τη δυναμική του ελληνικού brain drain, το ερώτημα που πρέπει να κυριαρχήσει στη δημόσια συζήτηση είναι με ποιους τρόπους είναι δυνατόν να μετριαστούν οι εκροές ή ενδεχομένως και να αντιστραφεί η φορά τους. Αναμφισβήτητα, η επιταχυνόμενη ανάπτυξη και η ταχεία

6 Papapetrou, E. and P. Tsalaporta, (2018), “Is there a case for intergenerational transmission of female labour force participation and educational attainment? Evidence from Greece during the crisis”, *Labour*, 32, 237-258.

μείωση του ποσοστού ανεργίας αποτελούν βασικούς παράγοντες ανακοπής της έντασης του φαινομένου. Ωστόσο, ο επαναπατρισμός των αποδήμων με τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που αναφέρθηκαν δεν προϋποθέτει μόνο την επίτευξη υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, αλλά κυρίως τη δημιουργία θέσεων εργασίας υψηλής εξειδίκευσης και αμοιβής, καθώς και ένα εργασιακό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από αξιοκρατία και ευκαιρίες προόδου και εξέλιξης. Για να γίνει όμως αυτό, θα πρέπει να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι παθογένειες εκείνες που αποτελούν την πηγή του προβλήματος, δηλαδή επιτρέπουν την ύπαρξη και διεύρυνση της αναντιστοιχίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων. Παράλληλα, θα πρέπει να επιτευχθεί η ταχεία ολοκλήρωση του μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας, δίνοντας έμφαση σε εκείνους τους κλάδους που χρησιμοποιούν τους παραγωγικούς συντελεστές με τον πλέον αποδοτικό τρόπο για την παραγωγή προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας. Και αυτό διότι ο μετασχηματισμός της παραγωγικής διάρθρωσης της χώρας δεν έχει ολοκληρωθεί και δεν διαθέτει επαρκή χαρακτηριστικά έντασης γνώσης.<sup>7</sup> Με άλλα λόγια, απαιτείται η χάραξη και αξιόπιστη εφαρμογή μιας ολιστικής εθνικής αναπτυξιακής στρατηγικής που θα βασίζεται στην ενδεδειγμένη ανάλυση των κλάδων παραγωγής με σκοπό την ταυτοποίηση των απαιτούμενων δεξιοτήτων υψηλής εξειδίκευσης. Ειδικότερα:

*Πρώτον*, η παροχή άμεσων φορολογικών κινήτρων σε επαναπατριζόμενους επιστήμονες και σε επιχειρήσεις που προσλαμβάνουν τέτοιους επιστήμονες (για παράδειγμα μειωμένοι συντελεστές φορολόγησης και μειωμένες ασφαλιστικές εισφορές), καθώς και επενδυτικών κινήτρων,<sup>8</sup> βοηθά τη διατηρήσιμη ανάπτυξη και μεγέθυνση των πλέον παραγωγικών κλάδων και αυξάνει τη ζήτηση εργασίας υψηλής εξειδίκευσης και αμοιβής. Παρόμοια φορολογικά κίνητρα μπορούν να δοθούν και σε νεοφυείς επιχειρήσεις που ιδρύονται από επαναπατριζόμενους επιστήμονες, ενώ παράλληλα η παροχή φορολογικών κινήτρων για την ομαλή ένταξη των νεοεισερχόμενων ηλικίας κάτω των 25 ετών στην αγορά εργασίας μπορεί να ανακόψει την τάση φυγής. Εξάλλου, η στήριξη του επιχειρείν και της νεοφυούς επιχειρηματικότητας επιδρά ευεργετικά στην ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας.

*Δεύτερον*, με την ισχυροποίησή τους οι επιχειρήσεις των κλάδων υψηλής προστιθέμενης αξίας είναι σε θέση να συμμετέχουν σε προγράμματα σύμπραξης με επιχειρήσεις του εξωτερικού, στα οποία η συμμετοχή των αποδήμων ως γέφυρας γνώσεων αποφέρει σημαντικά οφέλη για την εγχώρια οικονομία μέσω της μεταφοράς τεχνολογίας, τεχνογνωσίας και εμπειρογνωμοσύνης σε σύγχρονους τρόπους παραγωγής και διοίκησης που απέκτησαν κατά την παραμονή τους στο εξωτερικό.<sup>9</sup>

*Τρίτον*, η καταγραφή των αναντιστοιχιών στην αγορά εργασίας επιτρέπει την αποτελεσματική αναμόρφωση του εκπαιδευτικού συστήματος με γνώμονα τη σύνδεση της εκπαίδευσης με την αγορά εργασίας. Δράσεις πολιτικής προς την κατεύθυνση αυτή είναι:

**α)** Η καταπολέμηση του ψηφιακού αναλφαριθμητισμού. Το κράτος, σε συνεργασία με τον ιδιωτικό τομέα και τον ακαδημαϊκό χώρο, θα πρέπει να αναλάβει στοχευμένη δράση για την ψηφιακή αναβάθμιση της πρωτοβάθμιας, δευτεροβάθμιας και τριτοβάθμιας εκπαίδευσης και να υποστηρίξει έμπρακτα τη διά βίου μάθηση και εκπαίδευση. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί σε συγκεκριμένες

7 Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. Αλμπάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2016), “Έρευνα και καινοτομία στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 46, 27-51.

8 Στο πλαίσιο του νέου αναπτυξιακού νόμου (ν. 4635/2019) προβλέπονται μεγαλύτερη ευελιξία σε στρατηγικές επενδύσεις με συντόμευση της διαδικασίας πιστοποίησης και έναρξης παραγωγικής λειτουργίας, η δημιουργία του ενιαίου ψηφιακού χώρου με συμπερίληψη όλων των γεωχωρικών δεδομένων που συνδέονται με επενδυτική δραστηριότητα και η δημιουργία του ψηφιακού εθνικού μητρώου υποδομών με συμπεριλήψη όλων των κτιρίων και υποδομών υπό δημόσιο φορέα.

9 Βλ. επίσης την πρόσφατη πρωτοβουλία της κυβέρνησης με τη δράση REBRAIN GREECE και την παροχή οικονομικών κινήτρων στις επιχειρήσεις που προσλαμβάνουν επαναπατρισθέντες επιστήμονες, καθώς και τη δυνατότητα χορήγησης χρηματικών επάθλων στο πλαίσιο της πολιτικής “Μένω Ελλάδα – Επιστρέφω Ελλάδα – Γέφυρες Συνεργασίας/Γνώσης”, που έχει στόχο την αντιμετώπιση του φαινομένου της διαρροής εγκεφάλων (ν. 4605/2019, άρθρο 55).



ομάδες (όπως είναι οι γυναίκες) οι οποίες παρουσιάζουν υψηλό ποσοστό ανεργίας, χαμηλό ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας καθώς και υψηλότερο ψηφιακό αναλφαβητισμό.

**β)** Η επικαιροποίηση των προγραμμάτων σπουδών. Η αγορά εργασίας στην εποχή της παγκοσμιοποίησης, της ψηφιακής επανάστασης και της οικονομίας της γνώσης αλλάζει με μεγάλη ταχύτητα. Ένα από τα βασικά κριτήρια για την τριτοβάθμια εκπαίδευση πρέπει να είναι η ικανότητά της να εξυπηρετεί τις ανάγκες μιας οικονομικής πραγματικότητας που στηρίζεται όλο και περισσότερο στις προηγμένες δεξιότητες. Ένα πρόγραμμα σπουδών που σχεδιάζεται από εκπαιδευτικούς και βασίζεται στην εισροή πληροφόρησης από τους κοινωνικούς εταίρους έχει αυξημένες πιθανότητες να οδηγήσει σε ισχυρά αποτελέσματα σε όρους παραγωγικότητας εργασίας.<sup>10</sup>

**γ)** Η ενίσχυση των ανθρωπιστικών σπουδών στο πρόγραμμα της εγκύκλιος εκπαίδευσης καταπολεμά το λειτουργικό αναλφαβητισμό και περιορίζει το χρησιμοθηρικό χαρακτήρα της εκπαίδευσης. Συνεισφέρει στην καλλιέργεια των κοινωνικών και συναισθηματικών δεξιοτήτων του μαθητή (soft skills), όπως επικοινωνία, ομαδικότητα και ενσυναίσθηση, που είναι απαραίτητες στη σύγχρονη αγορά εργασίας.

**δ)** Η δυνατότητα χρηματοδότησης των ερευνητικών πανεπιστημιακών προγραμμάτων από τον ιδιωτικό τομέα με σκοπό την άμεση χρησιμοποίηση του ερευνητικού προϊόντος στην παραγωγική διαδικασία. Η επιστημονική έρευνα απαιτεί σοβαρή και διαρκή χρηματοδότηση, αξιοκρατία, εξωστρέφεια και στενή συνεργασία με τη διεθνή επιστημονική κοινότητα. Απαιτεί επίσης κουλτούρα επιχειρηματικού ρίσκου και ανάληψης επενδύσεων σε καινοτόμες δραστηριότητες, οι οποίες αποφέρουν κέρδος σε βάθος χρόνου.

**ε)** Η διασύνδεση των ελληνικών πανεπιστημίων με ξένα πανεπιστημιακά ιδρύματα και η ανάπτυξη κέντρων αριστείας μπορούν να προσελκύσουν μια κρίσιμη μάζα επιστημόνων και ερευνητών.

**στ)** Η δημιουργία δομών κινητικότητας ερευνητών (“brain circulation”), καθώς και προγραμμάτων μετακίνησης για λόγους επαγγελματικής εκπαίδευσης και κατάρτισης (Erasmus+), θα βοηθήσει πολλαπλά το ελληνικό οικοσύστημα έρευνας και ανάπτυξης με τη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών για τον επαναπατρισμό επιστημόνων και ερευνητών, αφού τους παρέχεται η δυνατότητα να αξιοποιήσουν αποδοτικά την εμπειρία που απέκτησαν στο εξωτερικό, μετατρέποντας το brain drain σε brain regain.

**ζ)** Η βελτίωση των εσωτερικών συνδέσεων, η ενίσχυση των συνεργασιών πανεπιστημίων και επιχειρήσεων, η αμφίδρομη κυκλική ροή πληροφοριών μέσα από δίκτυα “τριπλής έλικας”, με στόχο τη στενή και αποτελεσματική σύνδεση της εκπαίδευσης, της έρευνας και της καινοτομίας, των τριών δηλαδή πλευρών του “τριγώνου της γνώσης”.<sup>11</sup> Οι εταιρικές σχέσεις πανεπιστημίου-βιομηχανίας με τη μορφή τεχνολογικών (university spin-offs) αποτελούν όχημα για την αξιοποίηση του καινοτόμου αποτελέσματος της ακαδημαϊκής έρευνας και την κατοχύρωση διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας και απαιτούν αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο μεμονωμένων πανεπιστημιακών ιδρυμάτων.

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

11 Βλ. άρθρο του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα, “Η ανάπτυξη και το ‘τρίγωνο της γνώσης’”, στην εφημερίδα *Καθημερινή*, 6 Ιανουαρίου 2018.

η) Η υποχρεωτική επέκταση του θεσμού της μαθητείας ώστε να προωθηθεί η σύνδεση της επαγγελματικής εκπαίδευσης με την αγορά εργασίας. Με την αναβάθμιση του θεσμού, οι απόφοιτοι θα καταστούν ικανοί να εισέλθουν με επιτυχία στην αγορά εργασίας, γεγονός που θα συμβάλει στη βελτίωση του επιχειρηματικού και εργασιακού περιβάλλοντος.

θ) Η παροχή οικονομικών κινήτρων στις επιχειρήσεις, π.χ. με τη μορφή φοροαπαλλαγών, για την ανάπτυξη προγραμμάτων έρευνας και καινοτομίας καθώς και εκπαίδευσης του προσωπικού τους στις νέες τεχνολογίες. Η αναντιστοιχία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων αναδεικνύει τη σημασία της επένδυσης στη συνεχιζόμενη επαγγελματική εκπαίδευση και επανειδίκευση.

### Συμπεράσματα

Αν και η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση που γνώρισε η ελληνική οικονομία κατά την τελευταία δεκαετία ενεργοποίησε ένα μεγάλο κύμα φυγής ταλαντούχων νέων, οι μακροχρόνιες παθογένειες του εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος τροφοδότησαν το φαινόμενο, προσδίδοντάς του ένταση και διάρκεια. Η επιμονή του αποκαλύπτει ότι η αναστροφή του αποτελεί διαδικασία εξαιρετικά αργή και δύσκολη και απαιτεί τη θεραπεία των μονιμότερων ευπαθειών με γνώμονα τη δημιουργία μιας ευέλικτης και ανταγωνιστικής αγοράς εργασίας με σκοπό τη δημιουργία θέσεων εργασίας υψηλής εξειδίκευσης, καλών αμοιβών και συνθηκών εργασίας που προσφέρουν προοπτικές εξέλιξης και προόδου. Η εθνική οικονομική πολιτική πρέπει να εστιάσει στην αναδιοργάνωση του παραγωγικού τομέα της οικονομίας με ενίσχυση εκείνων των κλάδων παραγωγής που χαρακτηρίζονται από καινοτομία και εξωστρέφεια, εξέλιξη που θα μετριάσει ή εν τέλει θα ανακόψει τη “διαρροή εγκεφάλων” στο εξωτερικό.

## Πλαίσιο IV.5

### ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΤΟΥ ΝΕΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟΥ ΝΟΜΟΥ

Ο ν. 4635/2019 “Επενδύω στην Ελλάδα και άλλες διατάξεις”<sup>1</sup> περιλαμβάνει μια σειρά από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας και στο ευρύτερο επιχειρηματικό περιβάλλον, με στόχο την ενδυνάμωση της αναπτυξιακής τροχιάς της ελληνικής οικονομίας. Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι η αξιολόγηση των δυνητικών οικονομικών επιδράσεων των μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο νέο αναπτυξιακό νόμο και η διερεύνηση των πιθανών διαύλων μέσω των οποίων οι μεταρρυθμίσεις αναμένεται να επηρεάσουν το πραγματικό ΑΕΠ, τις επενδύσεις και την απασχόληση. Η ανάλυση έχει κυρίως ποιοτικό χαρακτήρα, καθώς είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθεί και να μετρηθεί εκ των προτέρων η επίδραση των μέτρων στην οικονομική δραστηριότητα.

### Μεθοδολογική προσέγγιση

Η ανάλυση βασίζεται στη χρήση του Δυναμικού Στοχαστικού Υποδείγματος Γενικής Ισορροπίας (Dynamic Stochastic General Equilibrium Model) της Τράπεζας της Ελλάδος, το οποίο έχει διαμετρηθεί για την ελληνική οικονομία. Το υπόδειγμα ενσωματώνει μια σειρά πραγματικών και ονομαστικών στρεβλώσεων της ελληνικής οικονομίας και έχει διευρυνθεί ώστε να περιλαμβάνει και την παραοικονομία.<sup>2</sup>

1 ΦΕΚ Α' 167/30.10.2019.

2 Για λεπτομέρειες σχετικά με τα κύρια χαρακτηριστικά του υποδείγματος βλ. Papageorgiou, D. (2014), “BoGGEM: A dynamic stochastic general equilibrium model for policy simulations”, Bank of Greece, Working Paper No. 182, και Dellas, H., D. Malliaropoulos, D. Papageorgiou and E. Vourvachaki (2017), “Fiscal policy with an informal sector”, CEPR Discussion Paper No. 12494.



Η μεθοδολογική προσέγγιση ακολουθεί τη σχετική βιβλιογραφία.<sup>3</sup> Ειδικότερα, τα μέτρα διαρθρωτικής πολιτικής επιδρούν στην οικονομία μέσω διαταραχών (shocks) στις εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος, οι οποίες με τη σειρά τους επηρεάζουν τα υπόλοιπα μακροοικονομικά μεγέθη. Μια ενδεικτική αντιστοίχιση των μεταρρυθμίσεων του νόμου με τις επηρεαζόμενες εξωγενείς μεταβλητές παρουσιάζεται στον Πίνακα Α.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν εκ των προτέρων οι επιδράσεις του αναπτυξιακού νόμου στην οικονομική δραστηριότητα, διότι: α) δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί ποσοτικά το μέγεθος των μεταβολών στις εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος που προκαλούνται από τις διατάξεις του νόμου και β) υπάρχει αβεβαιότητα αναφορικά με το χρονικό ορίζοντα κατά τον οποίο οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αναμένεται να επιδράσουν στην οικονομική δραστηριότητα, αλλά και αναφορικά με την ταχύτητα υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων.<sup>4</sup>

Στα σενάρια πολιτικής που εξετάζονται, το μέγεθος των εξωγενών διαταραχών ισούται είτε με 1% είτε με μία ποσοστιαία μονάδα, ανάλογα με το εξεταζόμενο σενάριο πολιτικής. Καθόσον το μέγεθος των διαταραχών που εφαρμόζονται είναι ενδεικτικό για το σκοπό της παρούσας ανάλυσης, οι προσομοιώσεις επιτρέπουν την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ευαισθησία των εξεταζόμενων μακροοικονομικών μεταβλητών στις προβλεπόμενες μεταρρυθμίσεις, αλλά όχι αναφορικά με το μέγεθος των πραγματικών επιδράσεων. Επιπρόσθετα, γίνεται η υπόθεση ότι οι μεταρρυθμίσεις υλοποιούνται πλήρως το πρώτο έτος χωρίς καθυστερήσεις. Επιπλέον, οι μεταρρυθμίσεις επιτυγχάνουν μόνιμες αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον και είναι απολύτως αξιόπιστες, γεγονός που σημαίνει ότι η πορεία μετάβασης προς τη νέα ισορροπία και η ίδια η νέα ισορροπία ενσωματώνονται πλήρως στις προσδοκίες των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

### Εκτίμηση των επιδράσεων

Οι επιδράσεις των μεταρρυθμίσεων συνοψίζονται στον Πίνακα Β. Ακολουθώντας τη σχετική βιβλιογραφία, η ανάλυση επικεντρώνεται στη μεσοχρόνια (τρία έτη) και τη μακροχρόνια περίοδο (μεταξύ 10 και 15 ετών), δεδομένου ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις επιδρούν σταδιακά στην οικονομική δραστηριότητα και απαιτείται χρόνος για την πλήρη επίδρασή τους. Σε όλες τις μεταβλητές, οι επιδράσεις εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας (steady state). Αναλυτικότερα:

#### A. Μεταρρυθμίσεις της αγοράς εργασίας. Εξετάζονται δύο επιμέρους μεταρρυθμίσεις:

ι) *Ενίσχυση του ανταγωνισμού στην αγορά εργασίας μέσω της αύξησης της ευελιξίας στο θεσμικό πλαίσιο καθορισμού των μισθών και της αλλαγής στον τρόπο συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων από τα όργανα διοίκησης των συνδικαλιστικών οργανώσεων εργαζομένων και οργανώσεων εργοδοτών.* Η αναμενόμενη επίδραση των σχετικών μεταρρυθμίσεων προσομοιώνεται με μια μόνιμη μείωση της απόκλισης των πραγματικών μισθών στον ιδιωτικό τομέα από την παραγωγικότητα της εργασίας (wage mark-up) κατά μία ποσοστιαία μονάδα. Η άμεση επίδραση είναι η μείωση

3 Βλ. π.χ. European Commission (2016), "The Economic Impact of Selected Structural Reform Measures in Italy, France, Spain and Portugal", Institutional Paper 023, European Economy, και Gomes, S., P. Jacquinot, M. Mohr and M. Pisani (2013), "Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: A model-based assessment", *International Finance*, 16, 23-44. Για τις επιπτώσεις των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην ελληνική οικονομία, βλ. Papageorgiou, D. and E. Vourvachaki (2017), "Macroeconomic effects of structural reforms and fiscal consolidations: Trade-offs and complementarities", *European Journal of Political Economy*, 48, 54-73.

4 Η δυσχέρεια αυτή επιτείνεται από το γεγονός ότι εκκρεμών η δευτερογενής νομοθεσία και οι απαραίτητες εφαρμοστικές διοικητικές πράξεις. Για τις δυσκολίες της εκ των προτέρων ποσοτικοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην οικονομική δραστηριότητα, βλ. European Commission (2016), "The Economic Impact of Selected Structural Reform Measures in Italy, France, Spain and Portugal", Institutional Paper 023, European Economy.

του μέσου μισθού στον ιδιωτικό τομέα,<sup>5</sup> η οποία δημιουργεί κίνητρα για τις επιχειρήσεις να αυξήσουν τη ζήτηση εργατικού δυναμικού και να μεταφέρουν εργατικό δυναμικό από την παραοικονομία στις δραστηριότητες του επίσημου τομέα, καθώς και να μειώσουν τις εγχώριες τιμές. Ως αποτέλεσμα, η αδήλωτη απασχόληση μειώνεται, ενώ η απασχόληση στον επίσημο τομέα αυξάνεται κατά περίπου 1,1% μακροπρόθεσμα. Σημειώνεται ότι η αύξηση της απασχόλησης στον επίσημο τομέα υπεραντισταθμίζει τη μείωση του μέσου πραγματικού μισθού στον ιδιωτικό τομέα, με αποτέλεσμα την αύξηση του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας. Συνεπώς, ενισχύονται μακροπρόθεσμα το διαθέσιμο εισόδημα και η ιδιωτική κατανάλωση. Εν τέλει, η εγχώρια και η εξωτερική ζήτηση αυξάνονται, με αποτέλεσμα την αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων και του ΑΕΠ κατά 1% και 0,8% αντίστοιχα μακροπρόθεσμα. Υπάρχει επίσης βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος λόγω της ανόδου του ΑΕΠ και του περιορισμού της παραοικονομίας, που ενισχύουν τα φορολογικά έσοδα.

ii) *Ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των ελέγχων στην αγορά εργασίας με σκοπό τη μείωση της αδήλωτης απασχόλησης.* Η αναμενόμενη επίδραση των σχετικών μεταρρυθμίσεων προσομοιώνεται με μια μόνιμη αύξηση της πιθανότητας εντοπισμού της αδήλωτης απασχόλησης, η οποία μειώνει την απασχόληση στον ανεπίσημο τομέα. Η ενίσχυση του ελέγχου συμμόρφωσης αυξάνει το κόστος της αδήλωτης εργασίας, οδηγώντας σε αύξηση της απασχόλησης στον επίσημο τομέα κατά 0,4% μακροπρόθεσμα. Η εγχώρια και η εξωτερική ζήτηση αυξάνονται, με αποτέλεσμα την άνοδο των επενδύσεων και του ΑΕΠ κατά 0,3% μακροπρόθεσμα, καθώς και τη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών λόγω του περιορισμού της παραοικονομίας. Σημειώτεον ότι η αύξηση του ΑΕΠ ενισχύεται ακόμη περισσότερο από το γεγονός ότι ο επίσημος τομέας είναι παραγωγικότερος.

**Β. Μεταρρυθμίσεις που αυξάνουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας.** Η αναμενόμενη επίδραση των συναφών μεταρρυθμίσεων προσομοιώνεται με μια μόνιμη αύξηση της Συνολικής Παραγωγικότητας των Συντελεστών (ΣΠΣ) κατά 1%. Η αύξηση αυτή οδηγεί σε άνοδο της οριακής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής του ιδιωτικού τομέα και μείωση του πραγματικού οριακού κόστους, δίνοντας στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αυξήσουν τις επενδύσεις και την απασχόληση και να μειώσουν τις τιμές των εγχωρίως παραγόμενων αγαθών. Η απασχόληση και οι μισθοί στον ιδιωτικό τομέα αυξάνονται και υπάρχει μεταφορά εργατικού δυναμικού από την παραοικονομία στον επίσημο τομέα, ο οποίος είναι παραγωγικότερος. Η αυξημένη αποτελεσματικότητα της παραγωγικής διαδικασίας οδηγεί σε βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου και του δημοσιονομικού αποτελέσματος ως προς το ΑΕΠ. Μακροπρόθεσμα, το προϊόν, η απασχόληση και οι επενδύσεις αυξάνονται κατά 1,9%, 0,8% και 2,1% αντίστοιχα.

**Γ. Μεταρρυθμίσεις που αυξάνουν τον ανταγωνισμό στην αγορά προϊόντων.** Η αναμενόμενη επίδραση των συναφών μεταρρυθμίσεων προσομοιώνεται με μια μόνιμη μείωση του περιθωρίου κέρδους (price mark-up) των επιχειρήσεων που παράγουν ενδιάμεσα αγαθά κατά μία ποσοστιαία μονάδα. Η άμεση επίδραση είναι η μείωση των τιμών των εγχωρίως παραγόμενων και πωλούμενων αγαθών και υπηρεσιών, η οποία αυξάνει την εγχώρια ζήτηση, μειώνοντας παράλληλα τη ζήτηση εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών. Η υψηλότερη συνολική ζήτηση οδηγεί σε άνοδο της ζήτησης εργασίας, των μισθών του ιδιωτικού τομέα και των επενδύσεων, με αποτέλεσμα την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Εν τέλει, το προϊόν, η απασχόληση και οι επενδύσεις αυξάνονται κατά 1,2%, 1,2% και 2,4% αντίστοιχα.

<sup>5</sup> Ωστόσο, σημειώνεται ότι η επίδραση του συνόλου των υπό εξέταση μεταρρυθμίσεων είναι η αύξηση του μέσου πραγματικού μισθού στον ιδιωτικό τομέα, κυρίως μέσω της αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών της οικονομίας.

**Δ. Μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην προώθηση επενδυτικών σχεδίων.** Η επίδραση των συναφών μεταρρυθμίσεων προσομοιώνεται με μια μόνιμη αύξηση της οριακής αποδοτικότητας των επενδύσεων κατά 1%,<sup>6</sup> η οποία δημιουργεί κίνητρα για τη συσσώρευση νέου κεφαλαίου με υψηλή παραγωγικότητα. Αυτό οδηγεί μακροπρόθεσμα σε αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων κατά 1,2% και παράλληλα σημειώνεται άνοδος της απασχόλησης και των μισθών στον ιδιωτικό τομέα. Η συνακόλουθη αύξηση της συνολικής ζήτησης ασκεί μακροχρόνια θετική επίδραση στο ΑΕΠ ίση με περίπου 0,7%.

Σωρευτικά, οι ανωτέρω μεταρρυθμίσεις, όπως ενδεικτικά έχουν ποσοτικοποιηθεί, οδηγούν μακροχρόνια σε αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, της απασχόλησης και των ιδιωτικών επενδύσεων κατά 4,8%, 3,7% και 6,9% αντίστοιχα. Όσον αφορά την επίδραση των μεταρρυθμίσεων μεσοπρόθεσμα, αυτή εξαρτάται κυρίως από την ταχύτητα υλοποίησής τους και το χρονικό ορίζοντα κατά τον οποίο αναμένεται να επιδράσουν στην οικονομία. Για παράδειγμα, αν η πλήρης υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων επέλθει σταδιακά σε διάστημα πέντε ετών αντί για το πρώτο έτος, η αύξηση του ΑΕΠ τα τρία πρώτα έτη είναι περίπου 60% μικρότερη. Το αποτέλεσμα αυτό καταδεικνύει ότι καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων έχουν σημαντικό κόστος σε όρους ανάπτυξης.<sup>7</sup> Τέλος, σημειώνεται ότι τα παραπάνω αποτελέσματα συμφωνούν με εμπειρικά ευρήματα της βιβλιογραφίας αναφορικά με την επίπτωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.<sup>8</sup>

#### **Συμπεράσματα πολιτικής**

Από την παραπάνω ανάλυση συνάγεται ότι, εφόσον οι μεταρρυθμίσεις του νέου αναπτυξιακού νόμου υλοποιηθούν πλήρως και άμεσα, αναμένεται να έχουν θετικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα.

Πιο συγκεκριμένα, η αποτελεσματική μείωση της επιβάρυνσης των επιχειρήσεων από το θεσμικό πλαίσιο ίδρυσης και λειτουργίας τους, η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και του ευρύτερου θεσμικού πλαισίου, καθώς και στοχευμένα μέτρα πολιτικής που ενισχύουν τα κίνητρα για νέα επενδυτικά σχέδια, μπορούν να έχουν σημαντικά οφέλη για το εθνικό προϊόν, τις επενδύσεις και την απασχόληση. Επίσης, η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της αγοράς εργασίας μέσω της καλύτερης σύνδεσης των μισθών με την παραγωγικότητα επηρεάζει θετικά την απασχόληση και, εν τέλει, τις επενδύσεις και το προϊόν. Τα μέτρα για την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας αναμένεται να έχουν πρόσθετες ευεργετικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα.

Ένα σημαντικό εύρημα από την ανάλυση είναι ότι οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά προϊόντων αναμένεται να έχουν σημαντικώς μεγαλύτερα οφέλη από ό,τι οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας. Δεδομένου ότι οι μεταρρυθμιστικές πρωτοβουλίες της τελευταίας δεκαετίας έδωσαν έμφαση στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της αγοράς εργασίας, έπεται ότι στην παρούσα συγκυρία καθίσταται πιο επιτακτικά αναγκαία η προώθηση και πλήρης εφαρμογή μέτρων που ενισχύουν τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών.<sup>9</sup>

Τέλος, μια αξιοσημείωτη θετική έμμεση επίδραση των νέων μέτρων είναι η μεταφορά οικονομικών πόρων από δραστηριότητες της παραοικονομίας προς τον επίσημο τομέα, που είναι πιο

6 Ειδικότερα, εισάγεται μια θετική διαταραχή στην τεχνολογία παραγωγής του κεφαλαίου (investment-specific technology shock).

7 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016*, Πλαίσιο VI.1, σελ. 150-154.

8 Βλ. π.χ. Egert, B. (2018), "The quantification of structural reforms: taking stock of the results for OECD and non-OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1482, OECD.

9 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2017*, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V, σελ. 141-151.

παραγωγικός. Αυτή η ανακατανομή ασκεί περαιτέρω ευνοϊκή επίδραση στα μακροοικονομικά μεγέθη και στα έσοδα του Δημοσίου.

**Πίνακας Α Αντιστοίχιση μεταρρυθμίσεων του ν. 4635/2019 με τους διαύλους μετάδοσης των επιδράσεων στην οικονομία βάσει του υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος**

Μεταρρυθμίσεις	Αναμενόμενες επιδράσεις	Δίαυλοι μετάδοσης, βάσει του υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κίνητρα για στρατηγικές επενδύσεις</li> <li>• Διατάξεις για τις τηλεπικοινωνίες</li> <li>• Επέκταση των επιχειρηματικών πάγκων/Απλούστευση των διαδικασιών αδειοδότησης βιομηχανικών δραστηριοτήτων</li> <li>• Διατάξεις για ταχύτερη έγκριση επενδυτικών σχεδίων</li> <li>• Εθνικό Μητρώο Υποδομών</li> <li>• Εθνικό Πρόγραμμα Απλούστευσης Διαδικασιών/Παρατηρητήριο Γραφειοκρατίας</li> <li>• Διατάξεις για την απλούστευση των δημόσιων συμβάσεων</li> <li>• Διατάξεις για την ενίσχυση της ψηφιοποίησης/δημιουργία Ενιαίου Ψηφιακού Χάρτη</li> </ul>	<p>Μείωση του διοικητικού βάρους, ενίσχυση της καινοτομίας</p> <p>Αύξηση της αποτελεσματικότητας του δικαστικού συστήματος</p> <p>Αύξηση της προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας</p> <p>Ενίσχυση της διαφάνειας και της παροχής πληροφοριών στους επενδυτές, μείωση του κόστους αναζήτησης (search costs)</p>	<p>Ενίσχυση της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας</p> <p>(εξωγενής διαταραχή στο υπόδειγμα: αύξηση της Συνολικής Παραγωγικότητας των Συντελεστών)</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Επέκταση των επιχειρηματικών πάγκων/Απλούστευση των διαδικασιών αδειοδότησης βιομηχανικών δραστηριοτήτων</li> <li>• Διατάξεις για ταχύτερη έγκριση επενδυτικών σχεδίων</li> <li>• Εθνικό Πρόγραμμα Απλούστευσης Διαδικασιών/Παρατηρητήριο Γραφειοκρατίας</li> </ul>	<p>Μείωση της γραφειοκρατίας, μείωση κόστους εισόδου/ίδρυσης επιχειρήσεων, ενίσχυση του ανταγωνισμού</p>	<p>Βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς προϊόντων</p> <p>(εξωγενής διαταραχή στο υπόδειγμα: μείωση του περιθωρίου κέρδους, price mark-up, των επιχειρήσεων)</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κίνητρα για στρατηγικές επενδύσεις</li> <li>• Επέκταση των επιχειρηματικών πάγκων/Απλούστευση των διαδικασιών αδειοδότησης βιομηχανικών δραστηριοτήτων</li> <li>• Διατάξεις για τις τηλεπικοινωνίες</li> </ul>	<p>Βελτίωση της αποδοτικότητας των επενδύσεων</p>	<p>Αύξηση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου και ενίσχυση των επενδύσεων</p> <p>(εξωγενής διαταραχή στο υπόδειγμα: αύξηση της οριακής αποδοτικότητας των επενδύσεων)</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ρήτρες εξαιρέσεως στις συλλογικές συμβάσεις</li> <li>• Μητρώο Συνδικαλιστικών Οργανώσεων Εργαζομένων και Οργανώσεων Εργοδοτών</li> <li>• Αύξηση της δυσκολίας προσφυγής σε διαιτησία στη διαδικασία συλλογικής διαπραγμάτευσης</li> <li>• Διατάξεις για τη μερική απασχόληση</li> </ul>	<p>Αύξηση της ευελιξίας στο θεσμικό πλαίσιο καθορισμού των μισθών, αλλαγή στον τρόπο συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων και αύξηση της διαφάνειας στη λειτουργία των συνδικαλιστικών οργανώσεων εργαζομένων και οργανώσεων εργοδοτών</p> <p>Μείωση της αδήλωτης εργασίας</p>	<p>Βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας</p> <p>(εξωγενείς διαταραχές στο υπόδειγμα: μείωση της απόκλισης των πραγματικών μισθών στον ιδιωτικό τομέα από την παραγωγικότητα της εργασίας, wage mark-up, και αύξηση της πιθανότητας εντοπισμού αδήλωτης εργασίας)</p>

Σημείωση: Η αναφορά σε συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις που περιλαμβάνονται στον ν. 4635/2019 καθώς και η αντιστοίχιση με τους μηχανισμούς μετάδοσης του υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ενδεικτικές.

**Πίνακας Β Εκτιμώμενες επιδράσεις σε ΑΕΠ, επενδύσεις και απασχόληση (%)**

Μεταρρυθμίσεις	Επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ		Επίδραση στις ιδιωτικές επενδύσεις		Επίδραση στην απασχόληση του ιδιωτικού τομέα	
	3 έτη	Μακροχρόνια	3 έτη	Μακροχρόνια	3 έτη	Μακροχρόνια
Ενίσχυση του ανταγωνισμού στην αγορά εργασίας	0,34	0,76	0,58	0,97	0,54	1,05
Ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των ελέγχων στην αγορά εργασίας	0,19	0,28	0,27	0,34	0,30	0,38
Αύξηση της Συνολικής Παραγωγικότητας των Συντελεστών	1,53	1,85	2,42	2,09	0,72	0,82
Αύξηση του ανταγωνισμού στην αγορά προϊόντων	0,79	1,19	2,33	2,41	1,00	1,17
Προώθηση επενδυτικών σχεδίων	0,40	0,69	1,64	1,16	0,23	0,33
Σύνολο μεταρρυθμίσεων	3,24	4,75	7,01	6,93	2,77	3,73

Σημείωση: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισοροπίας (steady state) πριν από τις μεταρρυθμίσεις. Το σύνολο των μεταρρυθμίσεων αναφέρεται σε προσομοίωση όπου όλες οι υπό εξέταση μεταρρυθμίσεις υλοποιούνται ταυτόχρονα.



## V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

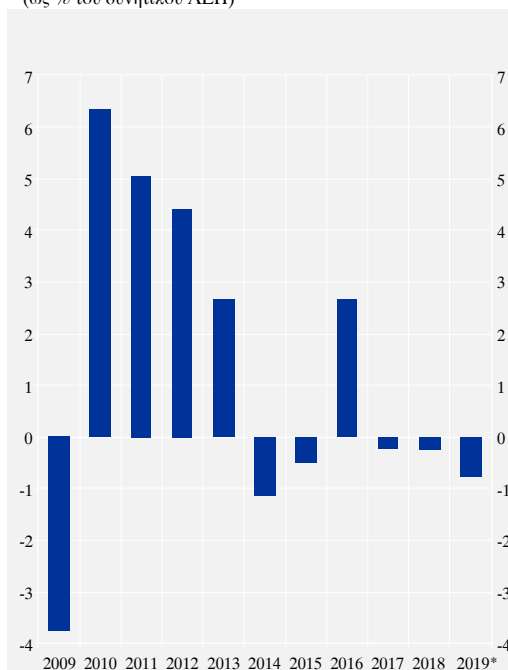
Το δεύτερο εξάμηνο του 2019, λόγω της αλλαγής του μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής και των πρωτοβουλιών της νέας κυβέρνησης, συνεχίστηκε η σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, που είχε διακοπεί το Μάιο. Ως εκ τούτου, αντλήθηκαν κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές με συνεχώς μειούμενα επιτόκια και ολοκληρώθηκε ομαλά η διαδικασία έγκρισης από τις χώρες-μέλη της ευρωζώνης του αιτήματος της ελληνικής κυβέρνησης για πρόωρη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης του 2018, σύμφωνα με τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας, διαμορφώθηκε σε 4,16% του ΑΕΠ, έναντι στόχου 3,5% του ΑΕΠ. Η υπέρβαση όμως του ετήσιου δημοσιονομικού στόχου για τέταρτο συνεχές έτος στερεί πολύτιμους πόρους από την πραγματική οικονομία και δυσχεραίνει την επάνοδο σε σταθερά αναπτυξιακή τροχιά. Με βάση τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία, εκτιμάται ότι το 2019 θα επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος, καθώς παρατηρείται προσαρμογή των δαπανών ως αντιστάθμισμα της υιοθέτησης της δέσμης των επεκτατικών μέτρων του Μαΐου.

Το 2020 προβλέπεται επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου ως αποτέλεσμα της τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας από την υιοθέτηση ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής με κύρια χαρακτηριστικά την ελάφρυνση του φορολογικού βάρους και την ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Η παρατηρούμενη ανασύνθεση του δημοσιονομικού μίγματος στην κατεύθυνση μιας πολιτικής φιλικής προς την ανάπτυξη πρέπει να διατηρηθεί και να ενισχυθεί. Σε συνδυασμό μάλιστα με τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα επιτρέψουν την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας, η συντελούμενη αλλαγή του δημοσιονομικού μίγματος συμβάλλει στην επίτευξη ισχυρής και διατηρήσιμης οικονομικής μεγέθυνσης και αποκαθιστά την εμπιστοσύνη των αγορών στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Συνεπώς, μια μείωση του στόχου για το πρω-

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

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\*Πρόβλεψη.

Σημείωση: Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης υπολογίζεται βάσει μεθοδολογίας του Ευροσυστήματος. Δεν περιλαμβάνεται η στήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα.

τογενές αποτέλεσμα, σε συνδυασμό με τα ανωτέρω, δεν θα υπονόμευε τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

### I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το 2018 ακολουθήθηκε ελαφρώς μόνο επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, όπως προσδιορίζεται από τη μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης (εξαιρουμένου του κόστους στήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων) ως ποσοστού του δυνητικού ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, όπως και το 2017, η δημοσιονομική πολιτική δεν έδωσε την απαραίτητη ώθηση στην οικονομική

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 12.12.2019.

## Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2015	2016	2017	2018
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	<b>-5,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
– Κεντρική κυβέρνηση	-5,6	-0,9	-1,2	-1,2
– Ασφάλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,0	1,4	1,9	2,1
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας</b>	<b>0,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,16</b>
<b>Στόχος Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας</b>	<b>-0,25</b>	<b>0,5</b>	<b>1,75</b>	<b>3,5</b>

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

<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.

δραστηριότητα στο βαθμό που θα ήταν εφικτό, καθώς οδήγησε στην επίτευξη πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης σημαντικά υψηλότερου από το στόχο της ενισχυμένης εποπτείας (βλ. Διάγραμμα V.1).

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 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 (βλ. Πίνακα V.1).

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης 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.

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 αντληθούν πολύτιμοι πόροι από την παραγωγική διαδικασία, ενώ ταυτόχρονα περιορίστηκε η φοροδοτική ικανότητα των πολιτών.

### 1.1 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το πρώτο εξάμηνο του 2019 δημοσιεύθηκαν η δεύτερη και η τρίτη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας.

Με βάση τη δεύτερη έκθεση το Φεβρουάριο του 2019, όπως επικαιροποιήθηκε τον Απρίλιο, διαπιστώθηκε πρόοδος στις απαιτούμενες μεταρρυθμίσεις και ενεργοποιήθηκαν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, συνολικής αξίας 970 εκατ. ευρώ.

Τον Απρίλιο του 2019, με τον ν. 4607/2019<sup>3</sup> ψηφίστηκαν ρυθμίσεις για την καταπολέμηση

<sup>2</sup> Με βάση τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2018 δεν υπολογίζονται ορισμένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων, η ελίπωση 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> "I. Κύρωση της Συμφωνίας για την Ασιατική Τράπεζα Υποδομών και Επενδύσεων, II. Εναρμόνιση του Κώδικα Φ.Π.Α. με την Οδηγία (ΕΕ) 2016/1065, III. Ενσωμάτωση των σημείων 1, 2, 4 και 5 του άρθρου 2 και των άρθρων 4, 6, 7 και 8 της Οδηγίας 1164/2016, IV. Τροποποίηση του ν. 2971/2001 και άλλες διατάξεις."

της φοροαποφυγής. Στη συνέχεια, το Μάιο, με τον ν. 4613/2019,<sup>4</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 Πρόγραμμα Σταθερότητας 2019 προέβλεπε την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων μεγαλύτερων έναντι των στόχων της ενισχυμένης εποπτείας, ύψους 4,1% του ΑΕΠ το 2019, 3,9% του ΑΕΠ το 2020, 4,1% του ΑΕΠ το 2021 και 4,6% του ΑΕΠ το 2022. 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>5</sup>

Ειδικότερα, το Μάιο ψηφίστηκε ο ν. 4611/2019,<sup>6</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 έτος 2019 και για κάθε επόμενο έτος, (δ) τη 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), καθώς και τη μείωση από 13% σε 6% του συντελεστή του φόρου για την ηλεκτρική ενέργεια, το φυσικό αέριο και την τηλεθέρμανση, (ε) την απόδοση από τις φαρμακευτικές εταιρίες στον ΕΟΠΥΥ σε έως και 120 συνεχείς μηνιαίες δόσεις ποσοστιαίας επιστροφής (rebate) 4% επί της πραγματικής φαρμακευτικής δαπάνης που κατέβα-

λαν 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 είχε επισημάνει και η Τράπεζα της Ελλάδος στην Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική του Ιουλίου 2019. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή 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 Ευρωπαϊκή Επιτροπή 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>7</sup> η κατάργηση της νομοθετημένης μείωσης του αφορολόγητου ορίου

4 “Κύρωση της σύμβασης δωρεάς μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου, του Γενικού Νοσοκομείου Παίδων Πεντέλης και των συνεκτελεστών της διαθήκης της Ελισάβετ Παπαγιαννοπούλου.”

5 Όπως αποτιμώνται στην Έκθεση του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους που συνοδεύει τον ν. 4611/2019.

6 “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”.

7 Ν. 4618/2019, “Κύρωση των επιμέρους συμβάσεων για τα έργα V και VI της από 6.9.2018 Σύμβασης Δωρεάς μεταξύ του Ιδρύματος “Κοινοφελές Ίδρυμα Σταύρος Σ. Νιάρχος” και του Ελληνικού Δημοσίου για την ενίσχυση και αναβάθμιση των υποδομών στον τομέα της Υγείας και άλλες διατάξεις”.

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>8</sup> η περαιτέρω μείωση του ΕΝΦΙΑ και η τροποποίηση των διατάξεων της ρύθμισης βεβαιωμένων οφειλών με αύξηση των κινήτρων υπαγωγής σε αυτήν.

Τον Αύγουστο ψηφίστηκε ο ν. 4622/2019<sup>9</sup> για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης. Οι διατάξεις του νόμου στοχεύουν μεταξύ άλλων 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) σχετικά με τη συνταγματικότητα ρυθμίσεων του ασφαλιστικού νόμου του 2016. Το ΣτΕ έκρινε συνταγματικό τον επανυπολογισμό των συντάξεων από 1.1.2019, περιορίζοντας έτσι το κόστος από τις διεκδικήσεις συνταξιούχων για τις περικοπές στις συντάξεις που είχαν νομοθετηθεί βάσει των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής μόνο σε αναδρομικές απαιτήσεις. Επίσης 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) την αύξηση στις εισφορές για επικουρική ασφάλιση την εξαιτία 2016-2022, γ) τις εισφορές κύριας ασφάλισης που προβλέπονταν για τους αυτοαπασχολούμενους και τους ελεύθερους επαγγελματίες και δ) τα ποσοστά αναπλήρωσης που εφαρμόζονται για

τον υπολογισμό του αναλογικού τμήματος της σύνταξης, καθώς παραβιάζουν την αρχή της ανταποδοτικότητας.

Στο πλαίσιο των παραπάνω αποφάσεων, αναμένονται ο σαφής υπολογισμός των αναδρομικών υποχρεώσεων προς τους συνταξιούχους καθώς και νομοθετικές ρυθμίσεις για την αντιμετώπιση των εκκρεμοτήτων που προκύπτουν.

Σύμφωνα με απόφαση της τριμελούς επιτροπής του ΣτΕ (στις 21/11/2019), το θέμα των απαιτήσεων των συνταξιούχων για αναδρομικά θα επιλυθεί αμετάκλητα μέσω “πilotικής δίκης” από το ΣτΕ.

Το Νοέμβριο κατατέθηκε η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, η οποία προβλέπει την υπέρβαση του δημοσιονομικού στόχου το 2019 και σε μικρότερο βαθμό και το 2020, μέσω της υιοθέτησης ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής. Συγκεκριμένα, προβλέπεται η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης, 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. 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. Αντίστοιχα, οι κυριότερες

<sup>8</sup> 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”.

<sup>9</sup> Ν. 4622/2019, “Επιτελικό Κράτος: Οργάνωση, λειτουργία και διαφάνεια της Κυβέρνησης, των Κυβερνητικών Οργάνων και της Κεντρικής Δημόσιας Διοίκησης”.

παρεμβάσεις για τη βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος σχετίζονται με την αύξηση του συντελεστή των δαπανών μέσω ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών στη δήλωση φορολογίας εισοδήματος, τον εξορθολογισμό του συστήματος προσδιορισμού αξιών ακινήτων και την επισκόπηση δαπανών και εσόδων της γενικής κυβέρνησης.

Όσον αφορά το λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, εκτιμάται ότι το 2020 θα αποκλιμακωθεί σε 167,0% από 173,3% το 2019, κυρίως λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

Το Δεκέμβριο του 2019 θεσμοθετήθηκαν οι φορολογικές παρεμβάσεις του προϋπολογισμού. Ειδικότερα ο νόμος<sup>10</sup> προβλέπει μεταξύ άλλων: α) τη μείωση του συντελεστή φορολογίας εισοδήματος των επιχειρήσεων από 28% σε 24% για το 2019, β) την καθιέρωση εισαγωγικού φορολογικού συντελεστή 9% (από 22%) για φυσικά πρόσωπα, ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, μισθωτούς και συνταξιούχους και τη μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα των συντελεστών για τα υψηλότερα εισοδήματα, γ) την καθιέρωση χαμηλού φορολογικού συντελεστή 10% για τα αγροτικά συνεταιριστικά σχήματα, δ) τη μείωση της προκαταβολής φόρου εισοδήματος στο 95% του φόρου που προκύπτει για τα νομικά πρόσωπα για το 2018, ε) την αύξηση του αφορολόγητου κατά 1.000 ευρώ για κάθε προστατευόμενο τέκνο, στ) την απαλλαγή από την εισφορά αλληλεγγύης των ΑμεΑ με ποσοστό αναπηρίας από 80% και άνω, ζ) τη μείωση του ΦΠΑ για τα βρεφικά είδη, τα κράνη των μοτοσυκλετιστών και τα παιδικά καθίσματα σε 13% από 24%, η) την αυτοτελή φορολόγηση των stock options με συντελεστή 15%, θ) τη μείωση του συντελεστή φορολόγησης των μερισμάτων από 10% σε 5%, ι) την αναστολή της επιβολής ΦΠΑ στις οικοδομές με άδεια από το 2006 και εφεξής, ια) τη χορήγηση έκπτωσης φόρου 40% για δαπάνες σχετικές με την ενεργειακή, λειτουργική και αισθητική αναβάθμιση κτιρίων, ιβ) την αύξηση του μέγιστου αριθμού των δόσεων της πάγιας ρύθμισης οφειλών σε 24 από 12 και σε

ειδικές περιπτώσεις σε 48 από 24, και ιγ) τη θέσπιση κινήτρων προς μισθωτούς, συνταξιούχους, ελεύθερους επαγγελματίες και εισοδηματίες προκειμένου να πραγματοποιούν δαπάνες ίσες με το 30% του δηλωθέντος εισοδήματός τους με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής. Επιπλέον, προβλέπεται η καταβολή κοινωνικού μερίσματος το 2019 ύψους 175 εκατ. ευρώ προς στήριξη των οικονομικά αδύναμων προσώπων και ευάλωτων νοικοκυριών.

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>11</sup>

Στην έκθεση αναγνωρίζεται ότι η Ελλάδα έχει προβεί σε όλες τις απαραίτητες ενέργειες για την τήρηση των ειδικών μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων για 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 ικανοποίηση του στόχου του 3,5% του ΑΕΠ το 2020. Το δημοσιονομικό μίγμα 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 στη βιωσιμότητα του χρέους από μια παρατεταμένη διατήρησή τους σε χαμηλά επίπεδα. Σε

<sup>10</sup> “Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο”.

<sup>11</sup> Enhanced Surveillance Report – Greece, November 2019.



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.

Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 4 Δεκεμβρίου 2019 με βάση την παραπάνω έκθεση αποφασίστηκε η αποδέσμευση της δεύτερης δόσης των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 767 εκατ. ευρώ που αναμένεται να εισπραχθεί στις αρχές του επόμενου έτους.

## 1.2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2019

Το δεύτερο εξάμηνο του 2019, μετά τις ευρωεκλογές και τις πρώτες εθνικές εκλογές, περιορίστηκε σημαντικά το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, όπως αποτυπώθηκε στη ραγδαία αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Η καθοδική πορεία των αποδόσεων είχε ξεκινήσει από το πρώτο τετράμηνο του έτους και είχε επιτρέψει την άντληση από τις αγορές 2,5 δισεκ. ευρώ το Φεβρουάριο, μέσω έκδοσης 5ετούς ομολόγου με σταθερό επιτόκιο 3,6%, και επιπλέον 2,5 δισεκ. ευρώ το Μάρτιο, μέσω έκδοσης ομολόγου 10ετούς διάρκειας με σταθερό επιτόκιο 3,875%. Ωστόσο, η αποκλιμάκωση των αποδόσεων είχε ανακοπεί το Μάιο λόγω της υιοθέτησης της δέσμης επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων, που δημιούργησε αβεβαιότητα ως προς την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων το 2019 και τα επόμενα χρόνια, σε συνδυασμό με τις δυσμενείς εξελίξεις στο διεθνές επενδυτικό περιβάλλον.

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 1,17% 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

και διευρύνθηκε στις 6.11.2019 (-0,08%). Επίσης αρνητικά διαμορφώθηκε η απόδοση στη δημοπρασία εντόκων γραμματίων εξάμηνης διάρκειας στις 4.12.2019. Αντίστοιχα, μειώθηκε αισθητά και η διαφορά της απόδοσης (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού και περιορίστηκε σημαντικά η σχετική απόσταση από τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης (βλ. Διαγράμματα VI.9 και VI.11).

Στις ευνοϊκές αυτές εξελίξεις κατά το δεύτερο εξάμηνο όσον αφορά το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον εκτιμάται ότι συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, η μικρής διάρκειας προεκλογική περίοδος, η δέσμευση της νέας κυβέρνησης στην τήρηση των συμφωνημένων στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας και η υιοθέτηση ενός αναπτυξιακού μίγματος δημοσιονομικής πολιτικής.

Εκμεταλλευόμενο την ευνοϊκή συγκυρία, το Ελληνικό Δημόσιο πραγματοποίησε τον Ιούλιο νέα έξοδο στις αγορές, από όπου αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ μέσω έκδοσης 7ετούς ομολόγου με επιτόκιο 1,9%. Επιπλέον, τον Οκτώβριο αντλήθηκαν 1,5 δισεκ. ευρώ από την επανέκδοση του 10ετούς ομολόγου του Μαρτίου με επιτόκιο επανέκδοσης 1,5%. Παράλληλα, ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poor's προχώρησε στην αναβάθμιση του μακροπρόθεσμου αξιόχρεου της Ελλάδος κατά μία βαθμίδα.

Το Νοέμβριο ολοκληρώθηκε η διαδικασία για την πρόωγη αποπληρωμή μέρους του δανείου του ΔΝΤ, ύψους 2,7 δισεκ. ευρώ, από τις πρόσφατες εκδόσεις ελληνικών ομολόγων. Η ενέργεια αυτή επιφέρει μείωση των δαπανών για τόκους και αποτελεί ένα θετικό μήνυμα προς τις αγορές για τη βιωσιμότητα του χρέους.

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 εκτιμάται και

στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2020, ώστε να επιτευχθεί ο δημοσιονομικός στόχος το 2019. Σε συνδυασμό με την καλύτερη από την αναμενόμενη πορεία των εσόδων από ΦΠΑ που παρατηρήθηκε, η επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου το 2019 θεωρείται ασφαλής. Τόσο τα εθνικολογιστικά στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του 2019 όσο και τα διαθέσιμα στοιχεία για το σύνολο της γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση το δεκάμηνο του 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 επίτευξη του στόχου. Το 2019 προβλέπεται η δημοσιονομική πολιτική να είναι επεκτατική και να δώσει ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα (βλ. Διάγραμμα V.1). Επιπλέον, το 2020 προβλέπεται επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου, ως αποτέλεσμα της προβλεπόμενης τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας από την υιοθέτηση ενός αναπτυξιακού και δημοσιονομικά ουδέτερου μίγματος πολιτικής με κύρια χαρακτηριστικά την ελάφρυνση του φορολογικού βάρους και την ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών.

Ωστόσο, το απόθεμα των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της αυξήθηκε κατά 450 εκατ. ευρώ το δεκάμηνο του 2019 έναντι του Δεκεμβρίου 2018 και διαμορφώθηκε σε περίπου 2,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος Οκτωβρίου του 2019. Παράλληλα, παρότι επιβραδύνεται ο ρυθμός συσσώρευσης των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορολογουμένων προς το Δημόσιο, το σύνολό τους διατηρήθηκε στα 105 δισεκ. ευρώ στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019. Δεδομένης της χαμηλής εισπραξιμότητας του παλαιού χρέους,<sup>12</sup> οι εισπρακτικές αρχές θα πρέπει να συνεχίσουν και να εντείνουν τις προσπάθειές τους τουλάχιστον για την είσπραξη των νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών. Προς την κατεύθυνση αυτή θα συνέβαλλαν τόσο η πλήρης εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της όσο και η αποφυγή δημιουργίας νέων οφειλών.

### 1.3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η έμφαση της δημοσιονομικής πολιτικής σε μεταρρυθμίσεις που αποσκοπούν στην τόνωση της αναπτυξιακής δυναμικής της ελληνικής οικονομίας θα πρέπει να συνεχιστεί και να ενισχυθεί. Για το σκοπό αυτό, απαραίτητη είναι η διαμόρφωση ενός σταθερού φορολογικού πλαισίου με έντονη αναπτυξιακή διάσταση. Η παρατηρούμενη αναδιάρθρωση 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 τη δρομολογούμενη φορολογική μεταρρύθμιση, εκτιμάται, με βάση σχετική ανάλυση, ότι η εκλογίκευση του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων, η οποία αποτελεί βασική προτεραιότητα της νέας φορολογικής πολιτικής, προκαλεί εξαιρετικά ευνοϊκές επιδράσεις τόσο στο ρυθμό αύξησης του εθνικού προϊόντος όσο και στο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα (βλ. Πλαίσιο V.1)

Επιπλέον, η ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα αυξήσει τα έσοδα από ΦΠΑ. Όπως έχει επισημανθεί παλαιότερα,<sup>13</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 1 ποσοστιαία μονάδα στο μερίδιο της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης που πραγματοποιείται μέσω καρτών πληρωμών οδηγεί σε αύξηση εσόδων ΦΠΑ κατά 1% λόγω βελτιωμένης φορολογικής συμμόρφωσης.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Σύμφωνα με την Έκθεση Απολογισμού της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ) για το 2018, μόνο το 8,1% του συνόλου των ληξιπρόθεσμων οφειλών θεωρείται εισπραξιμο.

<sup>13</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Ενδιάμεση Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2016*, Ειδικό Θέμα V.1, σελ. 109-112.

<sup>14</sup> Hondroyannis, G. and D. Papaioikonomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, pp.17-20 και Hondroyannis, G. and D. Papaioikonomou (2019), "The effect of card payments on VAT revenue in the euro area: Evidence from a panel VECM", *Journal of Economic Studies*, forthcoming.

Παρά τη σημαντική αύξηση των τελευταίων ετών στη χρήση πλαστικού χρήματος, τα περιθώρια περαιτέρω αύξησης είναι σημαντικά, καθώς το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης που πραγματοποιήθηκε μέσω πλαστικού χρήματος στην Ελλάδα το 2018 ήταν το δεύτερο χαμηλότερο μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Επομένως, αποτιμάται θετικά η έμφαση που δίνεται στο νέο φορολογικό νομοσχέδιο για την ενίσχυση των ηλεκτρονικών πληρωμών.

Η αναδιοργάνωση του κρατικού μηχανισμού με σκοπό την ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς του δύναται επίσης να συμβάλει στην εξοικονόμηση πόρων που θα επιτρέψουν τη μείωση του φορολογικού βάρους. 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>15</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 της ηλεκτρονικής τιμολόγησης και τήρησης βιβλίων και του ηλεκτρονικού περιουσιολογίου εξυπηρετούν 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.

Αντίστοιχα, η ενίσχυση των παραγωγικών επενδύσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την απαραίτητη ώθηση που χρειάζεται η ελληνική οικονομία ώστε να επανέλθει σε θετικούς και υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η ανακατανομή των 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), ιδίως σε τομείς όπως η παιδεία, η υγεία και η κοινω-

νική ασφάλιση, αποτελούν σημαντικά εργαλεία για την άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας. Ενισχυτικά προς την ίδια κατεύθυνση θα μπορούσε να συμβάλει η υιοθέτηση πολιτικών που ενθαρρύνουν την έρευνα και την καινοτομία,<sup>16</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.

Τέλος, η προσπάθεια για την επίτευξη συμφωνίας με τους δανειστές ως προς τη μείωση του στόχου των πρωτογενών πλεονασμάτων θα πρέπει να συνεχιστεί. Σε συνδυασμό με την υλοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, η μείωση του στόχου του πρωτογενούς αποτελέσματος δεν θα υπονόμευε τη βιωσιμότητα του χρέους. Υπέρ της εκτίμησης αυτής συνηγορούν η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων και η πρόωγη αποπληρωμή μέρους των δανείων του ΔΝΤ που ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο (βλ. Πλαίσιο V.2). Εξάλλου, τα δυνητικά οφέλη στη βιωσιμότητα του χρέους από μια παρατεταμένη διατήρηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων σε χαμηλά επίπεδα παρατίθενται και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην πρόσφατη έκθεση ενδχυμένης εποπτείας όπως αναφέρθηκε παραπάνω.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Βλ. Αλμπάνη, Μ. και Σ. Ανυφαντάκη (2018), "Έρευνα και Καινοτομία στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, No 46.

### ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟΝΩΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Η αλλαγή της σύνθεσης του δημοσιονομικού μίγματος ώστε να γίνει φιλικό προς την ανάπτυξη αποτελεί προϋπόθεση για την επιτάχυνση και εδραίωση της ανάπτυξης. Η μείωση του φορολογικού βάρους των πολιτών ενισχύει το κίνητρο για εργασία, ενθαρρύνει τις παραγωγικές επενδύσεις και μειώνει την παραοικονομία, με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση του εθνικού προϊόντος. Η φορολογική μεταρρύθμιση, με κύριο χαρακτηριστικό τη μείωση του φορολογικού βάρους, έχει αναπτυξιακή διάσταση.<sup>1</sup> Στην κατεύθυνση αυτή, ο Κρατικός Προϋπολογισμός 2020 προβλέπει σειρά αναπτυξιακών και κοινωνικών παρεμβάσεων συνολικού ύψους 1,18 δισεκ. ευρώ, που αφορούν την οικογένεια και την υπογεννητικότητα, τα φυσικά πρόσωπα, τις επιχειρήσεις και την οικοδομική δραστηριότητα. Ειδικότερα για τις επιχειρήσεις, προβλέπεται μείωση του ονομαστικού συντελεστή φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων<sup>2</sup> από 28% σε 24% για τα κέρδη του 2019 και μείωση κατά 50% (από 10% σε 5%) του συντελεστή φόρου στα μερίσματα που θα διανεμηθούν το 2020.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι από τις πιο επιβαρυνμένες φορολογικά μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28. Ο ανώτατος ονομαστικός (statutory) φορολογικός συντελεστής εισοδήματος νομικών προσώπων το 2019 ήταν 28%, έναντι μόλις 21,7% κατά μέσο όρο στις χώρες της ΕΕ-28.<sup>3</sup> Ομοίως, ο πραγματικός (effective) φορολογικός συντελεστής,<sup>4</sup> που παρέχει μια ακριβέστερη εικόνα του φορολογικού βάρους, ανήλθε το 2018 σε 27,6%, σχεδόν 8 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερος από τον αντίστοιχο συντελεστή (19,8%) για το μέσο όρο των χωρών της ΕΕ-28. Ειδικότερα, μεταξύ 2008 και 2018, ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής αυξήθηκε στην Ελλάδα σχεδόν κατά 6 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ την ίδια περίοδο ο αντίστοιχος συντελεστής για το μέσο όρο των χωρών της ΕΕ-28 μειώθηκε κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα. Σχεδόν παντού στην Ευρώπη, από το 2014, καταγράφεται μείωση των ονομαστικών και επομένως και των πραγματικών συντελεστών, η οποία έγινε περισσότερο έντονη την τελευταία διετία. Στην Ελλάδα, αντίθετα, η φορολογία επιχειρήσεων την ίδια περίοδο ακολούθησε αυξητική πορεία. Παρά τη μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα σε 28% το 2019, η χώρα κατατάσσεται στην ομάδα των έξι ευρωπαϊκών χωρών με τον υψηλότερο ονομαστικό εταιρικό φορολογικό συντελεστή.

Με δεδομένη τη μείωση του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων που καταγράφεται διεθνώς τα τελευταία χρόνια, η υψηλότερη φορολόγηση των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων επι-

1 “Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο” με δέσμη μέτρων για την ενίσχυση της οικονομικής αποτελεσματικότητας και την τόνωση της κοινωνικής συνοχής.

2 Για μια ανάλυση των επιδράσεων της μείωσης του φορολογικού βάρους στη μισθωτή εργασία, βλ. *Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2018, Πλαίσιο V.1, “Μείωση φορολογικών συντελεστών και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις: Το παράδειγμα της μείωσης του φορολογικού βάρους στην εργασία”, σελ. 128-135.

3 Ο ονομαστικός φορολογικός συντελεστής μετρά τη φορολογική επιβάρυνση της επιχείρησης από μία επιπλέον μονάδα του εισοδήματός της και δεν λαμβάνει υπόψη διαφοροποιήσεις στη φορολογική μεταχείριση ανάλογα με το είδος, το μέγεθος και τη χαρακτηριστική της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τον τύπο εισοδήματος ή τον τόπο εγκατάστασης. Ως εκ τούτου, δεν παρέχει πλήρη εικόνα της φορολογικής επιβάρυνσης. Η τελευταία όμως είναι αναγκαία τόσο για την εκτίμηση κερδοφορίας όσο και για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων και τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

4 Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής παρέχει ακριβέστερη εικόνα της επίδρασης του φορολογικού συστήματος στις πραγματικές φορολογικές υποχρεώσεις της επιχείρησης. Είναι ένας σύνθετος δείκτης που μετρά τη φορολογική επιβάρυνση της επιχείρησης για ένα επενδυτικό σχέδιο που αποφέρει μη μηδενικό οικονομικό όφελος, λαμβάνοντας υπόψη το συντελεστή φορολογικής απόσβεσης καθώς και διάφορες φοροαπαλλαγές. Με άλλα λόγια, αποτελεί μέτρο του πραγματικού φορολογικού βάρους, αφού λαμβάνει υπόψη όχι μόνο το ύψος του συντελεστή, αλλά και το εύρος της φορολογικής βάσης στην οποία επιβάλλεται. Υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της καθαρής παρούσας αξίας του οικονομικού οφέλους (economic profit) πριν και μετά τους φόρους ως ποσοστό της καθαρής παρούσας αξίας του εισοδήματος προ φόρων μετά την αφαίρεση της απόσβεσης. Το οικονομικό όφελος ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ συνολικών εσόδων και κόστους (συμπεριλαμβανομένου του κόστους ευκαιρίας) και υπολογίζεται ως η καθαρή παρούσα αξία όλων των ταμειακών ροών που σχετίζονται με την επένδυση. Βλ. Hanappi, T. (2018), “Corporate effective tax rates: model description and results from 36 OECD and non-OECD countries”, *OECD Taxation Working Paper*, no. 38, και OECD (2019), *Corporate Tax Statistics*, first edition, Box 4, σελ.16-17 και Box 5, σελ. 19, OECD Publishing, Paris.

δρά ανασταλτικά στην αναπτυξιακή προσπάθεια της χώρας. Αυξάνει το κόστος συσσώρευσης φυσικού κεφαλαίου, αποδυναμώνει το επενδυτικό ενδιαφέρον, μειώνει την παραγωγικότητα του κεφαλαίου και τη συνολική παραγωγικότητα, καθιστά τις επιχειρήσεις λιγότερο ανταγωνιστικές και θέτει σε κίνδυνο την οικονομική τους βιωσιμότητα. Η παρούσα ανάλυση, πρώτον, επισκοπεί την εξέλιξη και τα χαρακτηριστικά της φορολογίας των επιχειρήσεων στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια, δεύτερον, εξηγεί γιατί είναι απαραίτητη η φορολογική ελάφρυνση των επιχειρήσεων για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και, τρίτον, χρησιμοποιώντας το δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος, διερευνά ποσοτικά την επίπτωση μιας μόνιμης μείωσης της φορολογίας στο κεφάλαιο, στο προϊόν και στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα.

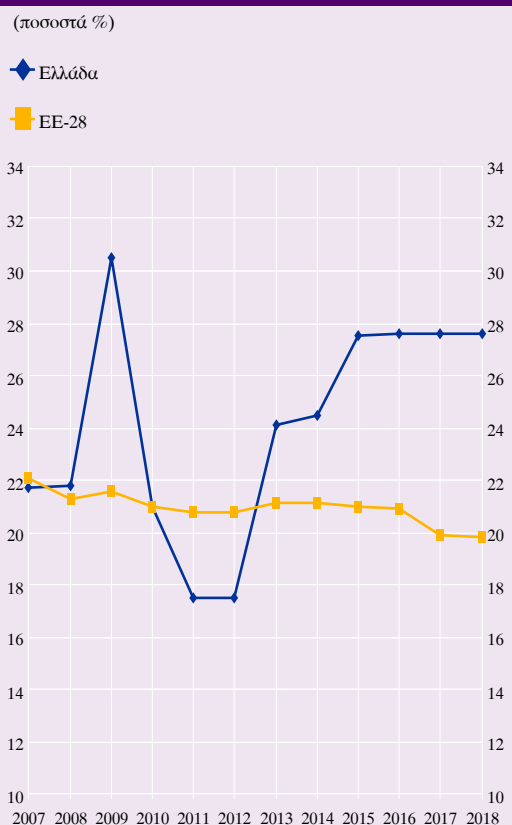
### Φορολογία επιχειρήσεων: εξέλιξη και χαρακτηριστικά

Μεταξύ 2008 και 2018 η πραγματική φορολογική επιβάρυνση στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 5,8 ποσοστιαίες μονάδες, σε αντίθεση με μείωση κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα στην ΕΕ-28. Μάλιστα, το 2018 ήταν 7,8 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη στην Ελλάδα (27,6%) σε σχέση με τη μέση επιβάρυνση στην ΕΕ-28 (19,8%) και η τέταρτη υψηλότερη (βλ. Διάγραμμα Α).

Τα έσοδα από τη φορολογία στα κέρδη των επιχειρήσεων, ως ποσοστό τόσο των συνολικών φορολογικών εσόδων όσο και του ΑΕΠ, ακολούθησαν παρόμοια εξέλιξη από το 2000 και μετά (βλ. Διάγραμμα Β). Ειδικότερα, μετά τα υψηλά ποσοστά που καταγράφηκαν το 2000, η φορολογία εταιρικών κερδών ακολούθησε πτωτική πορεία, αν και βραδεία μέχρι το 2010, η οποία όμως έγινε ιδιαίτερα έντονη το 2012 και 2013, ενώ από το 2014 αντιστράφηκε σε ανοδική. Η αυξητική πορεία που καταγράφηκε τα επόμενα έτη μέχρι το 2017 οφείλεται περισσότερο στη μεγάλη αύξηση του εταιρικού φορολογικού συντελεστή, ιδίως από το 2015, και λιγότερο στο ρυθμό ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, όπως προκύπτει από τα χαμηλά ποσοστά πληθωρισμού και την ασθενική συνολική ενεργό ζήτηση.

Συγκρίνοντας την πορεία των αντίστοιχων δεικτών στις χώρες της ΕΕ-28 κατά την ίδια περίοδο, παρατηρείται ότι, στην Ελλάδα, παρά τον υψηλό συντελεστή, τα φορολογικά έσοδα υπολείπονται του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Ειδικότερα, στα χρόνια πριν από την κρίση, τα φορολογικά έσοδα κατέγραψαν πτωτική πορεία, ενώ τα χρόνια της ύφεσης και ιδιαίτερα μετά το 2014 ακολούθησαν αυξητική πορεία, η οποία

Διάγραμμα Α Πραγματικός (effective) εταιρικός φορολογικός συντελεστής στην Ελλάδα και στην ΕΕ-28 (2007-2018)

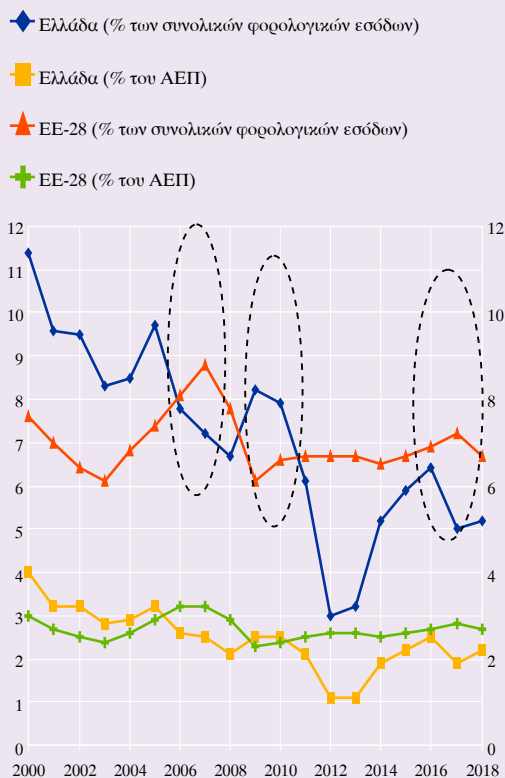


Πηγές: Eurostat και European Commission (2019), Taxation Trends in the European Union.

Σημείωση: Αφορά το μη χρηματοπιστωτικό τομέα. Το 2009 περιλαμβάνει και την έκτακτη εισφορά που επιβλήθηκε στα εταιρικά κέρδη του 2008 με συντελεστή 10%.



## Διάγραμμα Β Φορολογία επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στην ΕΕ-28 (2000-2018)



Πηγή: Eurostat.

και του δημοσιονομικού μίγματος με σκοπό την προσέλκυση επενδύσεων και την επίτευξη υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, η μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων αποτελεί προτεραιότητα. Και αυτό διότι η υπέρμετρα υψηλή φορολόγηση των ελληνικών επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια είχε ως συνέπεια την αναστολή λειτουργίας πολλών από αυτές, καθώς και τη μεταφορά της φορολογικής τους έδρας, ή ακόμη και της παραγωγικής τους δραστηριότητας, σε άλλες χώρες με ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση. Σε συνδυασμό μάλιστα με τη χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και τους ασθενικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, η υψηλή φορολόγηση των ελληνικών επιχειρήσεων λειτούργησε ως τροχοπέδη στην προσπάθεια οικονομικής ανασυγκρότησης, αλλά και στην αύξηση των δημόσιων εσόδων από φόρους.

Έχει αποδειχθεί<sup>5</sup> ότι τα χαρακτηριστικά του φορολογικού συστήματος, δηλαδή το ύψος του φορολογικού συντελεστή, ο βαθμός προοδευτικότητας και το εύρος της φορολογικής βάσης, επηρεάζουν τα κίνητρα προς επένδυση και κατά συνέπεια τις αναπτυξιακές προοπτικές της

όμως φαίνεται να αντιστράφηκε το 2017, ως αποτέλεσμα των ισχρών ρυθμών ανάπτυξης, των μειωμένων κερδών, αλλά και της φορολογικής κόπωσης. Μάλιστα, μεταξύ 2007 και 2017, παρά τους υψηλούς συντελεστές, τα έσοδα από τη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων ως ποσοστό των συνολικών φορολογικών εσόδων μειώθηκαν κατά 2,2 ποσοστιαίες μονάδες. Επιπλέον, αν και την τελευταία διετία σε όλες τις ανεπτυγμένες χώρες καταγράφονται σημαντικές μειώσεις του εταιρικού συντελεστή με στόχο την τόνωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος, στην Ελλάδα ο αντίστοιχος συντελεστής μειώθηκε οριακά, με αποτέλεσμα η Ελλάδα να συγκαταλέγεται το 2019 στις χώρες με τον υψηλότερο ονομαστικό φορολογικό συντελεστή (μαζί με τη Γαλλία, τη Γερμανία, το Βέλγιο, τη Μάλτα και την Πορτογαλία). Συγκεκριμένα, το 2019 ο ανώτατος ονομαστικός φορολογικός συντελεστής ήταν 28%, περισσότερο από 6 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερος από τον αντίστοιχο συντελεστή για το μέσο όρο της ΕΕ-28.<sup>5</sup>

### Γιατί είναι αναγκαία η φορολογική ελάφρυνση των επιχειρήσεων

Στο πλαίσιο της συντελούμενης αλλαγής του προσανατολισμού της οικονομικής πολιτικής

5 Εκτός από τον υψηλότερο συντελεστή στα κέρδη, οι ελληνικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν επίσης ένα ιδιαίτερα ανελαστικό σύστημα απόσβεσης της επένδυσης (10 έτη, 10% ετησίως), με αποτέλεσμα οι επενδύσεις να αποσβένονται πολύ αργά και οι επιχειρήσεις να πληρώνουν υψηλό φόρο κατά τα πρώτα έτη της επένδυσης, που είναι συνήθως ζημιόγona. Επιπλέον, η Ελλάδα προσφέρει το μικρότερο χρονικό διάστημα (5 έτη) μεταξύ όλων των χωρών της ΕΕ-28 για το συμψηφισμό ζημιών με μελλοντικά κέρδη.

6 Βλ. Johansson, A., C. Heady, J. Arnold, B. Brys and L. Vartia (2008), "Tax and economic growth", OECD Economics Department Working Paper no. 620.

οικονομίας. Ειδικότερα, ο φόρος εταιριών επηρεάζει το ρυθμό συσσώρευσης κεφαλαίου και συνεπώς και το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Δεδομένου ότι οι αποφάσεις για ανάληψη επενδυτικών σχεδίων εξαρτώνται από το κόστος και την προσδοκώμενη απόδοση της επένδυσης, μια αύξηση του εταιρικού φορολογικού συντελεστή επιδρά αρνητικά στην κερδοφορία της επένδυσης, αφού μειώνει την απόδοσή της μετά την αφαίρεση του φόρου. Το μέγεθος της αρνητικής επίδρασης εξαρτάται από το βαθμό εξωστρέφειας της οικονομίας: όσο περισσότερο εξωστρεφής είναι η οικονομία, τόσο μεγαλύτερη η αρνητική επίδραση από την αύξηση του φόρου.<sup>7,8</sup> Η υψηλότερη φορολογία επιδρά επίσης αρνητικά στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων, αφού μειώνει την επενδυτική ανταγωνιστικότητα της χώρας. Ωστόσο, οικονομίες με μεγάλο μέγεθος αγοράς ενδεχομένως επηρεάζονται λιγότερο από την υψηλή φορολογία. Το τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση της συνολικής παραγωγικότητας, αφού η μεγάλη φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων:

- προκαλεί στρεβλώσεις στις σχετικές τιμές των παραγωγικών συντελεστών, καθώς και στις χρηματοδοτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων, οι οποίες τείνουν να προκρίνουν την έκδοση χρέους σε σχέση με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, αφού οι πληρωμές τόκων εκπίπτουν από τα φορολογητέα κέρδη,
- ενισχύει τα κίνητρα φοροδιαφυγής και την παραοικονομία, οδηγώντας σε ανακατανομή των παραγωγικών συντελεστών σε λιγότερο αποδοτικές δραστηριότητες και προκαλώντας έτσι στρεβλώσεις τόσο στο συνολικό μέγεθος όσο και στο είδος της επένδυσης,
- αυξάνει τη δημόσια δαπάνη φορολογικής συμμόρφωσης και είσπραξης φόρων,
- εξασθενεί τα κίνητρα για επενδύσεις με ταχεία τεχνολογική απαξίωση, όπως είναι οι καινοτόμες επενδύσεις, ή για επενδύσεις που αργούν να αποδώσουν, αφού μειώνει τη μετά τους φόρους απόδοσή τους, και
- αποθαρρύνει τις ξένες άμεσες επενδύσεις και έτσι δυσχεραίνει τη μεταφορά και διάχυση τεχνολογίας στην εγχώρια αγορά.

#### **Εμπειρική διερεύνηση της μείωσης του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων: ένα παράδειγμα**

Οι επιδράσεις της μείωσης του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων διερευνώνται με τη χρήση του στοχαστικού δυναμικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος, που περιλαμβάνει και την παραοικονομία. Εξετάζονται δύο σενάρια πολιτικής: α) μια μόνιμη μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί με φορολογική ελάφρυνση κατά  $\frac{1}{4}$  της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ και β) μια μόνιμη μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί με φορολογική ελάφρυνση κατά  $\frac{1}{4}$  της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ, με ταυτόχρονη όμως υλοποίηση δημοσιονομικών διαρθρωτικών μέτρων που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση.<sup>9</sup> Παρατηρούνται τα εξής: **Πρώτον**, η επίδραση στο προϊόν είναι θετική

7 Σε μια ανοικτή οικονομία χωρίς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, μια μείωση του ποσοστού απόδοσης, μετά την αφαίρεση του φόρου, κάτω από το ποσοστό απόδοσης που ισχύει στην παγκόσμια οικονομία οδηγεί σε εκροή κεφαλαίων.

8 Βεβαίως υπάρχουν και άλλοι παράγοντες, όπως το αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο και το εύρος της κρατικής παρέμβασης στη λειτουργία της αγοράς, που αναστρέφουν κάθε ενεργητικό αποτέλεσμα στη συσσώρευση κεφαλαίου από μια μείωση του εταιρικού φορολογικού συντελεστή. Βλ. Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti and F. Schiantarelli (2005), "Regulation and investment", *Journal of the European Economic Association*, 3, 791-825.

9 Τα διαρθρωτικά δημοσιονομικά μέτρα που βελτιώνουν τη φορολογική συμμόρφωση προσομοιώνονται ως μια μόνιμη αύξηση της πιθανότητας εντοπισμού των αδήλων εισοδημάτων και της παραγωγής, έτσι ώστε να μειωθεί το προϊόν της παραοικονομίας ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά μία ποσοστιαία μονάδα.

και έχει διάρκεια, αντανακλώντας την αύξηση των επενδύσεων. Η επίδραση αυτή γίνεται ισχυρότερη και έχει πολλαπλάσιο θετικό αποτέλεσμα όταν η μείωση της φορολογίας συνοδεύεται από ταυτόχρονη υλοποίηση δημοσιονομικών διαρθρωτικών μέτρων. **Δεύτερον**, η παρατηρούμενη πολύ μικρή επιδείνωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος σταδιακά εξαλείφεται. Όταν μάλιστα η μείωση της φορολογίας συνδυάζεται με ταυτόχρονη λήψη διαρθρωτικών δημοσιονομικών μέτρων με σκοπό την ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης, η επιδείνωση αυτή μετατρέπεται σε βελτίωση, η οποία βαθμιαία γίνεται εντονότερη (βλ. Πίνακες Α και Β).

**Πίνακας Α Επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ  
(ποσοστιαίες αποκλίσεις σε σχέση με το 2019)**

Δημοσιονομικά μέτρα	Μέση επίδραση 3 ετών	Μετά από 5 έτη	Μετά από 10 έτη
Μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί με φορολογική ελάφρυνση κατά ¼ της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ	0,53	0,72	1,12
Μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί κατά ¼ της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ και ταυτόχρονη υλοποίηση δημοσιονομικών διαρθρωτικών μέτρων	1,26	1,75	2,50

Πηγή: Εκτιμήσεις υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος.

**Πίνακας Β Επίδραση στο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ  
(ποσοστιαίες αποκλίσεις σε σχέση με το 2019)**

Δημοσιονομικά μέτρα	Μέση επίδραση 3 ετών	Μετά από 5 έτη	Μετά από 10 έτη
Μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί με φορολογική ελάφρυνση κατά ¼ της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ	-0,15	-0,10	0,01
Μείωση του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή του εισοδήματος από κεφάλαιο που ισοδυναμεί με φορολογική ελάφρυνση κατά ¼ της ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ και ταυτόχρονη υλοποίηση δημοσιονομικών διαρθρωτικών μέτρων	0,36	0,52	0,99

Πηγή: Εκτιμήσεις υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος.

### Συμπεράσματα

Η μεγάλη φορολογική επιβάρυνση των ελληνικών επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια αποθάρρυνε τις επενδύσεις, εμπόδιζε την αναπτυξιακή προσπάθεια, και δεν συνέβαλε στην αύξηση των δημόσιων εσόδων και τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης. Σε ένα διεθνές οικονομικό περιβάλλον με έντονο φορολογικό ανταγωνισμό, ο οποίος εντείνεται καθώς ολοκληρώνεται ο ψηφιακός μετασχηματισμός της παγκόσμιας οικονομίας, η υψηλή φορολόγηση των ελληνικών επιχειρήσεων συνιστά μειονέκτημα για τη δημιουργία μιας ανταγωνιστικής οικονομίας. Ο εξορθολογισμός του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων αποτελεί βασική προτεραιότητα της νέας φορολογικής πολιτικής. Με βάση την εμπειρική διερεύνηση, το αποτέλεσμα μιας τέτοιας πολιτικής εκτιμάται ότι προκαλεί εξαιρετικά ευνοϊκές επιδράσεις τόσο στο ρυθμό αύξησης του προϊόντος όσο και στο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα.

## 2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ 2019

### 2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

#### (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση, καταγράφοντας πλεόνασμα 1,7% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Επίσης, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2018.

Στο πρωτογενές αποτέλεσμα περιλαμβάνονται στοιχεία εσόδων και δαπανών που δεν θα επηρεάσουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας. Αυτά αφορούν τα έσοδα ANFA/SMP από την Τράπεζα της Ελλάδος, ορισμένα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις, τις αναδρομικές αποδοχές στους δημοσίους υπαλλήλους που αμείβονται με ειδικά μισθολόγια, καθώς και εισπράξεις στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων για την ελάφρυνση του χρέους. Επιπλέον, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τους όρους της ενισχυμένης εποπτείας θα επηρεαστεί από τη μεταβολή των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης. Λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες αυτούς, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσιάζει επιδείνωση κατά περίπου 1,0 ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ στο δεκάμηνο του 2019 έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου.

Τα έσοδα της γενικής κυβέρνησης παρουσιάζουν αύξηση (5,4%), που οφείλεται σε αυξημένα έσοδα από έμμεσους φόρους (ΦΠΑ), από μεταβιβάσεις (στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους), από ασφαλιστικές εισφορές και από λοιπά έσοδα, που αφορούν κυρίως έσοδα αποκρατικοποιήσεων (ύψους 1,2 δισεκ. ευρώ, εκ των

οποίων ποσό 272 εκατ. ευρώ καταγράφηκε ως ΦΠΑ) από την επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του αερολιμένα Ελ. Βενιζέλος, τα οποία όμως δεν θα επηρεάσουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019 σε όρους ενισχυμένης εποπτείας. Αντίθετα, μειωμένα ήταν τα έσοδα από άμεσους φόρους, λόγω της καταβολής μικρότερου (κατά 261 εκατ. ευρώ) μερίσματος από την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς και λόγω της μείωσης της βάσης υπολογισμού της εισφοράς αλληλεγγύης συνταξιούχων από το 2019. Οι πρωτογενείς δαπάνες της γενικής κυβέρνησης παρουσιάζουν αύξηση (4,7%), που οφείλεται κυρίως στην καταβολή της 13ης σύνταξης, στην αύξηση των μεταβιβάσεων λόγω της καταβολής αναδρομικών στους δημοσίους υπαλλήλους που αμείβονται με ειδικά μισθολόγια, η οποία όμως δεν θα επηρεάσει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2019 σε όρους ενισχυμένης εποπτείας, στην αύξηση των αποδόσεων προς την ΕΕ, καθώς και των δαπανών για αγορές μη χρηματοοικονομικών παγίων.

Μετά τη σημαντική μείωση του ύψους των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου το 2018, το απόθεμά τους αυξήθηκε στο δεκάμηνο του 2019 κατά 450 εκατ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου 2018 και διαμορφώθηκε σε περίπου 2,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος Οκτωβρίου 2019.

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΓΛΚ για πληρωμές ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης από ειδική πίστωση, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 διοχετεύθηκαν 237 εκατ. ευρώ προς την πραγματική οικονομία μέσω της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών.

### 2.2 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου.<sup>17</sup> Συγκεκριμένα, ο

<sup>17</sup> Βλ. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, *Μηνιαίο Δελτίο*, Οκτώβριος 2019, ΓΛΚ.

## Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού<sup>1</sup>

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος- Οκτώβριος			Ετήσια στοιχεία		
	2018 Πραγμ.	2019* Πραγμ.	% Μεταβολή 2019/18	2018 Πραγμ.	2019 Εκτιμήσεις	% Μεταβολή 2019/18
<b>1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)</b>	<b>41.063</b>	<b>43.368</b>	<b>5,6</b>	<b>51.793</b>	<b>55.026</b>	<b>6,2</b>
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII)	45.506	47.302	3,9	57.373	60.057	4,7
I. Φόροι	40.800	41.196	1,0	51.263	51.362	0,2
II. Κοινωνικές εισφορές	47	46	-2,1	65	55	-15,4
III. Μεταβιβάσεις	2.139	2.715	26,9	2.779	4.759	71,2
IV. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	639	1.630		740	1.776	
V. Λοιπά τρέχοντα έσοδα	1.864	1.697	-9,0	2.509	2.080	-17,1
<i>εκ των οποίων:</i> i. επιστροφές δαπανών για τόκους	5	40		5	5	
VI. Πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	17	18	5,9	18	26	44,4
VII. Πωλήσεις τιμαλφών	0	0		0	0	
β. Επιστροφές φόρων	4.443	3.934	-11,5	5.580	5.032	-9,8
<i>Πληροφοριακά στοιχεία:</i> Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	1.686	1.586	-5,9	2.638	3.549	34,5
<b>2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII+IX+X+XI)</b>	<b>41.524</b>	<b>42.462</b>	<b>2,3</b>	<b>56.372</b>	<b>55.895</b>	<b>-0,8</b>
Προπογενές δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	37.247	37.587	0,9	51.696	50.649	-2,0
I. Παροχές σε εργαζομένους	10.352	11.039	6,6	13.121	13.346	1,7
II. Κοινωνικές παροχές	981	356	-63,7	1.978	272	-86,2
III. Μεταβιβάσεις	22.515	22.273	-1,1	28.179	27.938	-0,9
IV. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.072	918	-14,4	1.532	1.514	-1,2
V. Επιδοτήσεις	53	134		75	225	
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.276	4.874	14,0	4.676	5.244	12,1
VII. Λοιπές δαπάνες	29	37	27,6	32	92	
VIII. Πιστώσεις υπό κατανομή (πλην ΠΔΕ) <sup>3</sup>	0	0		0	492	
IX. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	156	241	54,5	542	620	14,4
X. Αποκτήσεις τιμαλφών	0	0		0	0	
XI. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	2.089	2.589	23,9	6.237	6.150	-1,4
<b>3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)<sup>4</sup></b>	<b>-460</b>	<b>906</b>		<b>-4.580</b>	<b>-869</b>	
<b>% του ΑΕΠ</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>		<b>-2,5</b>	<b>-0,5</b>	
<b>4. Προπογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI-1.V.i)</b>	<b>3.811</b>	<b>5.739</b>		<b>91</b>	<b>4.370</b>	
<b>% του ΑΕΠ</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>		<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, *Μηνιαίο Δελτίο*, Οκτώβριος 2019.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Η αποτίμηση 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 παρελθόντων ετών και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης.



**Πίνακας V.3 Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση<sup>1,2</sup>**

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2017	2018*	2018	2019*
<b>Κρατικός προϋπολογισμός</b>	<b>-4.402</b>	<b>-4.180</b>	<b>-309</b>	<b>101</b>
% του ΑΕΠ	-2,4	-2,3	-0,2	0,1
– Τακτικός προϋπολογισμός <sup>3</sup>	-892 <sup>4</sup>	-516 <sup>5</sup>	19 <sup>6</sup>	1.096 <sup>7</sup>
– Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-3.510	-3.664	-328	-995

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

\* Προσωρινά στοιχεία.

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

3 Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

4 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 312,7 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 734,3 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 3.383 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.124 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

5 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 289,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 614,2 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 1.014,8 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 3.182 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

6 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 289,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 614,2 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 768,3 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις. Περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 2.274 εκατ. ευρώ που αφορούν την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών.

7 Περιλαμβάνονται έσοδα: α) 271,3 εκατ. ευρώ που αφορούν επιστροφές ANFA, β) 353 εκατ. ευρώ από τα κέρδη της Τράπεζας της Ελλάδος και γ) 1.194,5 εκατ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις.

ΚΠ κατέγραψε πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,0% του ΑΕΠ, από 2,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2018. Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στην αύξηση των εσόδων του ΚΠ (+3,9%) που καταγράφεται στα έσοδα από φόρους (ΦΠΑ), από μεταβιβάσεις (μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους), καθώς και στα έσοδα αποκρατικοποιήσεων όπως προαναφέρθηκε.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε σημαντική υπέρβαση κατά 1,56 δισεκ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου όπως αυτός αναθεωρήθηκε με βάση την ετήσια εκτίμηση για το 2019 στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, και οφείλεται κυρίως στη συγκράτηση των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις, για εξοπλιστικά προγράμματα και για μεταβιβάσεις.

**2.3 ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΕ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ**

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο δεκάμηνο του 2019 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,2% του ΑΕΠ το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2018 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,5% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Βελτίωση παρουσίασε ο Τακτικός Προϋπολογισμός λόγω εσόδων αποκρατικοποιήσεων από την επέκταση της σύμβασης παραχώρησης του αερολιμένα Ελ. Βενιζέλος και εσόδων από τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους.

Αντίθετα, επιδείνωση παρουσίασε ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), λόγω μειωμένων εσόδων και αυξημένων δαπανών για επενδύσεις.

## 2.4 ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Το χρέος της ΓΚ το 2018 αυξήθηκε ως απόλυτο μέγεθος σε 334.721 εκατ. ευρώ, από 317.484 εκατ. ευρώ, και ως ποσοστό του ΑΕΠ σε 181,2% του ΑΕΠ, από 176,2% του ΑΕΠ το 2017. Η αύξηση αυτή αντανακλά πρωτίστως την εκταμίευση πόρων από τον ESM στο πλαίσιο του προγράμματος, αφενός για την ενίσχυση του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας, ύψους 11,4 δισεκ. ευρώ, και αφετέρου για την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών της ΓΚ, ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ, καθώς και την άντληση 3 δισεκ. ευρώ από τις αγορές κεφαλαίων.

Παράλληλα, στη διάρκεια του 2018 και το εννεάμηνο του 2019 αυξήθηκε σημαντικά το μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου, φθάνοντας στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019 στο 93,8% του χρέους της κεντρικής διοίκησης ύψους 353,9 δισεκ. ευρώ.<sup>18</sup> Η εξέλιξη αυτή αντανακλά: (α) την ολοκλήρωση της εφαρμογής των βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που είχαν συμφωνηθεί το Δεκέμβριο του 2016, στο πλαίσιο των οποίων μετατράπηκαν σε δάνεια σταθερού επιτοκίου μέρος των δανείων του πρώτου και του δεύτερου προγράμματος, (β) την ενσωμάτωση των παραμέτρων κινδύνου του χαρτοφυλακίου του EFSF στο χαρτοφυλάκιο του ελληνικού δημόσιου χρέους και (γ) επιπλέον διαχειριστικές πράξεις, όπως η σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίου (swap). Παρά τη βραχυπρόθεσμη αύξηση των δαπανών για τόκους, η αυξημένη συμμετοχή των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου περιορίζει μεσοπρόθεσμα τις επισφάλειες από τα επιτόκια και εκτιμάται ότι συμβάλλει στη βελτίωση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.

Επιπλέον, στο πλαίσιο της υλοποίησης των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που συμφωνήθηκαν τον Ιούνιο του 2018, ο ESM προχώρησε στην επιμήκυνση των λήξεων κατά 10 έτη στα επιλέξιμα δάνεια που έχει χορηγήσει ο EFSF, αυξάνοντας

τη μεσοσταθμική διάρκεια του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης σε 20,84 έτη στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2019, από 18,06 έτη στο τέλος Μαρτίου.

Στη διάρκεια του 2019 οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου καλύφθηκαν από εκδόσεις ομολόγων σταθερού επιτοκίου, πενταετούς, επταετούς και δεκαετούς διάρκειας, συνολικού ύψους 9 δισεκ. ευρώ, καθώς και από αναχρηματοδότηση βραχυπρόθεσμου χρέους. Σημειώνεται ότι η έκδοση δεκαετούς ομολόγου το Μάρτιο συντελέστηκε για πρώτη φορά από το 2010, και μάλιστα τον Οκτώβριο πραγματοποιήθηκε επανέκδοση με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους για το Ελληνικό Δημόσιο. Το επιτόκιο σε όλες τις ομολογιακές εκδόσεις μειώθηκε σημαντικά στη διάρκεια του έτους, όπως περιγράφεται αναλυτικά παραπάνω, και διαμορφώθηκε αισθητά χαμηλότερα από τις υποθέσεις του βασικού σεναρίου της έκθεσης βιωσιμότητας που συνόδευε την τελευταία Έκθεση Αξιολόγησης του Προγράμματος του ESM.

Οι εξελίξεις αυτές βελτιώνουν τη βιωσιμότητα του χρέους και συνηγορούν υπέρ της δυνατότητας του Ελληνικού Δημοσίου να επιστρέψει στις αγορές με βιώσιμους όρους. Περαιτέρω βελτίωση της βιωσιμότητας του χρέους επιτυγχάνεται από την πρόωξη εξόφληση μέρους των δανείων του ΔΝΤ, η οποία ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο.

Στον Προϋπολογισμό 2020 προβλέπεται αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ το 2019 και το 2020, σε 173,3% και 167,0% αντίστοιχα, χάρη στη θετική επίδραση των προβλεπόμενων πρωτογενών πλεονασμάτων, αλλά και στην επιταχυνόμενη ανάκαμψη της εγχώριας οικονομίας. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία σε εθνολογιστική βάση, το χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 176,6% τον Ιούνιο του 2019.

<sup>18</sup> Βλ. ΓΛΚ, *Δελτίο Δημόσιου Χρέους* 94, Σεπτέμβριος 2019.

**ΜΕΙΩΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΤΟΧΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ**

Η συμφωνία για τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, που συνόδευσε την επιτυχή ολοκλήρωση της τελευταίας αξιολόγησης του προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) τον Ιούνιο του 2018, βασίστηκε σε μια ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους.<sup>1</sup> Η ανάλυση αυτή τεκμηριώνει την επάρκεια των συμφωνημένων μέτρων για τη συγκράτηση των ετήσιων ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών εντός του ορίου βιωσιμότητας 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και 20% του ΑΕΠ μακροπρόθεσμα και για την αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Μεταξύ των παραδοχών του βασικού σεναρίου περιλαμβάνονταν η τήρηση του συμφωνημένου δημοσιονομικού στόχου για επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων ύψους 3,5% του ΑΕΠ ετησίως μέχρι και το 2022. Επιπλέον, το επιτόκιο αναχρηματοδότησης από τις αγορές θεωρήθηκε ότι θα εκκινούσε από 4,1% το 2019, θα αυξανόταν βαθμιαία σε 5,4% το 2030 και θα σταθεροποιούνταν κοντά στο 5,1% μετά το 2040.

Οι παραπάνω παραδοχές αναφορικά με το κόστος χρηματοδότησης από τις αγορές έχουν μέχρι στιγμής αποδειχθεί ιδιαίτερα συντηρητικές. Στη διάρκεια του 2019 το Ελληνικό Δημόσιο άντλησε 9 δισεκ. ευρώ από εκδόσεις ομολόγων πενταετούς, επταετούς και δεκαετούς διάρκειας, με επιτόκιο σημαντικά χαμηλότερο από το 4,1% που υπέθετε το βασικό σενάριο του Ιουνίου 2018. Είναι ενδεικτικό ότι το επιτόκιο των εκδόσεων του δεκαετούς ομολόγου μειώθηκε από 3,875% το Μάρτιο σε 1,50% τον Οκτώβριο. Στην περίπτωση που η παρέκκλιση από τις παραδοχές του Ιουνίου 2018 στοιχειοθετεί μια μόνιμη διόρθωση, η βιωσιμότητα του χρέους εκτιμάται ότι βελτιώνεται σημαντικά, όπως άλλωστε αναγνωρίζεται και στην Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας του Νοεμβρίου 2019.<sup>2</sup>

Στα Διαγράμματα Α και Β παρατίθενται τα ακόλουθα τρία εναλλακτικά σενάρια:

Το **σενάριο 1** διατηρεί τις παραδοχές του Ιουνίου 2018 για το επιτόκιο αναχρηματοδότησης, σε συνδυασμό με την πλήρη εφαρμογή των μέτρων ελάφρυνσης του χρέους και τις επικαιροποιημένες δημοσιονομικές και μακροοικονομικές παραδοχές της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>3</sup> Μακροχρόνια διασφαλίζεται η συγκράτηση των χρηματοδοτικών αναγκών εντός του ορίου βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ και ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ ακολουθεί μια σταθερή τροχιά αποκλιμάκωσης.

Το **σενάριο 2** αποτυπώνει την επίδραση μιας μόνιμης αναθεώρησης προς τα κάτω στο επιτόκιο αναχρηματοδότησης, το οποίο διαμορφώνεται σε 1,7% το 2019 και αυξάνεται βαθμιαία σε 4,25% μέχρι το 2035. Ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ μειώνεται κατά περίπου 20 ποσοστιαίες μονάδες μέχρι το 2060, ενώ οι χρηματοδοτικές ανάγκες μειώνονται κατά περίπου 4,5% του ΑΕΠ.

Το **σενάριο 3** ενσωματώνει στο σενάριο 2 μια μείωση του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος σε 2,2% του ΑΕΠ από το 2021, αντί της υφιστάμενης δέσμευσης για 3,5% του ΑΕΠ μέχρι και το 2022. Η επίδραση της μείωσης του δημοσιονομικού στόχου εμφανίζεται οριακή και συνίσταται

1 European Commission, Compliance Report, ESM Stability Support Programme for Greece, Fourth Review, June 2018.

2 European Commission, Enhanced Surveillance Report – Greece, November 2019.

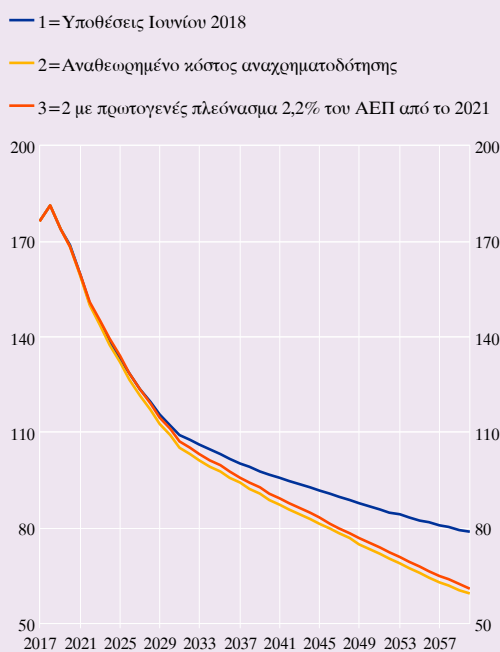
3 Η σημαντικότερη διαφοροποίηση ως προς το βασικό σενάριο των ευρωπαϊκών θεσμών του Ιουνίου 2018 αφορά το μακροπρόθεσμο ρυθμό μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ, ο οποίος είναι υψηλότερος κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας. Το επιτόκιο αναχρηματοδότησης από τις αγορές αφορά νέες εκδόσεις μεσοσταθμικής διάρκειας περίπου πέντε ετών. Οι ταμειακές πληρωμές τόκων προς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) περιλαμβάνουν τα χρεολύσια των αναβαλλόμενων τόκων, ούτως ώστε το σύνολο των δανείων του EFSF να ανέρχεται σε 130,9 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το υφιστάμενο χρέος κατά Μάαστριχτ.

σε αύξηση του χρέους κατά περίπου 2% του ΑΕΠ έως το 2060 και σε αύξηση των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών κατά 0,3% του ΑΕΠ την ίδια περίοδο.

### Συμπεράσματα

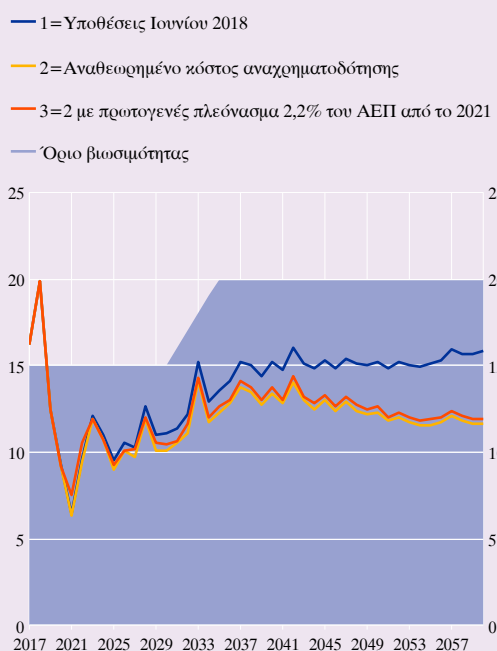
Στην περίπτωση που οι παρατηρούμενοι ευνοϊκοί όροι χρηματοδότησης από τις αγορές στοιχειοθετούν μια μόνιμη διόρθωση έναντι των παραδοχών του Ιουνίου 2018, μια μείωση του δημοσιονομικού στόχου ήδη από το 2021 δεν εγκυμονεί κινδύνους για τη βιωσιμότητα του χρέους, καθώς συνεπάγεται οριακή μόνο επιβάρυνση στην εξέλιξη τόσο του χρέους όσο και των χρηματοδοτικών αναγκών. Επιπλέον, εκτός από τη βραχυπρόθεσμη τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, η αξιοποίηση του πρόσθετου δημοσιονομικού χώρου για την αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού μίγματος υπέρ των παραγωγικών δαπανών και της μείωσης του φορολογικού βάρους θα μπορούσε να επιφέρει και μακροπρόθεσμα οφέλη στο δυναμικό ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας.

**Διάγραμμα Α Χρέος (ως % του ΑΕΠ)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Β Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες (ως % του ΑΕΠ)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.





## VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

*Η πληθώρα των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι το κύριο πρόβλημα στο πιστωτικό σύστημα. Το σχέδιο “Ηρακλής” θα αποτελέσει μέρος της λύσης, αλλά πρέπει να συμπληρωθεί με άλλα μέτρα. Η αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος θα συμβάλει στην ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης που διοχετεύεται προς την πραγματική οικονομία, στηρίζοντας έτσι την τρέχουσα παραγωγή και τις επενδύσεις. Ήδη διαφαίνεται κάποια ανάκαμψη της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ωστόσο το εύρος της παραμένει ακόμη σχετικά περιορισμένο. Στις αγορές κεφαλαίων, η καθοδική τάση που ακολουθούσαν οι αποδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά και των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, εντάθηκε από τα τέλη του πρώτου εξαμήνου. Επιπλέον, το 2019 καταγράφεται σημαντική άνοδος των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.*

### I ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το βασικότερο πρόβλημα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι, ως γνωστόν, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ). Σε σύγκριση με το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού των τραπεζών, το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι πολύ υψηλό. Οι τράπεζες ακολουθούν φιλόδοξους στόχους για τη μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων (που βρισκόταν στο 42,1% στο τέλος Σεπτεμβρίου) και η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής”, το οποίο έχει καταρτίσει η κυβέρνηση, θα συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του ποσοστού αυτού. Ωστόσο, κρίνεται αναγκαίο το εν λόγω σχέδιο να πλαισιωθεί από την εφαρμογή και άλλων μέτρων ολιστικής προσέγγισης, όπως αυτά που έχει προτείνει στο πρόσφατο παρελθόν η Τράπεζα της Ελλάδος. Μάλιστα η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος, εκτός από την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, επιτυγχάνει ταυτόχρονα και περιορισμό του μειονεκτήματος που παρουσιάζει η σημερινή κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών, ότι δηλαδή η αναβαλλόμενη φορολογική

απαίτηση (DTC) συνιστά δυσανάλογα μεγάλο μέρος των συνολικών κεφαλαίων.

Όσον αφορά τις πρόσφατες εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα, καταγράφηκε αύξηση της κερδοφορίας των τραπεζών το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2018, παρά το γεγονός ότι τα έσοδα από τοκοφόρες εργασίες συνέχισαν να μειώνονται κυρίως λόγω της συρρίκνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η προαναφερθείσα αύξηση της κερδοφορίας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε αύξηση των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις και θεωρείται μη επαναλαμβανόμενη. Τα έσοδα επίσης μειώθηκαν περαιτέρω και είναι αξιοσημείωτο ότι ο λόγος εξόδων προς έσοδα (περίπου 50%) είναι πολύ χαμηλότερος στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Τέλος, η κεφαλαιακή επάρκεια παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Όσον αφορά τις πιστωτικές εξελίξεις, η ανάκαμψη της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (43% των υφιστάμενων τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα) συνεχίστηκε το δεκάμηνο του 2019 με τη διαμόρφωση θετικών ετήσιων ρυθμών ανόδου, οι οποίοι κάποιους μήνες έφθασαν τις υψηλότερες τιμές που έχουν καταγραφεί από πολλών ετών. Η εξέλιξη αυτή είναι λίαν ενθαρρυντική, καθώς η κρίση είχε θέσει σε λειτουργία ένα φαύλο κύκλο μεταξύ πιστωτικής συστολής και οικονομικής ύφεσης. Είναι πάντως επιθυμητό να βελτιωθούν δύο χαρακτηριστικά της εξέλιξης της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Πρώτον, οι θετικοί ρυθμοί μεταβολής αφορούν τις χορηγήσεις προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ η ετήσια μεταβολή του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους εξακολουθεί να είναι αρνητική. Οι θετικοί ρυθμοί ανόδου της τραπεζικής χρηματοδότησης είναι επιθυμητό

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 6.12.2019.

να γενικευθούν για όλες τις επιχειρήσεις, εφόσον βεβαίως οι τράπεζες δεν αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο. Δεύτερον, η αύξηση της καθαρής ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ 2018 και 2019 αντανάκλασε σε σημαντικό βαθμό περιορισμό των αποπληρωμών χρεών συναφθέντων κατά το παρελθόν με τις τράπεζες εκ μέρους των δανειοληπτών. Θα ήταν προτιμότερο να αντανάκλασε κυρίως ενίσχυση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών κατά το 2019 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Βέβαια, η προαναφερθείσα εξέλιξη της καθαρής ροής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχει επηρεαστεί από ένα τεχνικό παράγοντα,<sup>2</sup> ενώ θεωρείται εποικοδομητική στο μέτρο που έχει τροφοδοτηθεί από επαναδιαπραγμάτευση των όρων της σύμβασης του δανείου μεταξύ τραπεζών και ενήμερων δανειοληπτών με στόχο την πλεονεκτικότερη για τους πιστούχους ανακατανομή των αποπληρωμών στο χρόνο. Τέλος, όσον αφορά τα νοικοκυριά, η πιστωτική συστολή συνεχίζεται χωρίς σημάδια συγκράτησης. Οι αποκλίνουσες τάσεις μεταξύ επιχειρηματικής και στεγαστικής-καταναλωτικής πίστης είναι συνεπείς με διαφορές στον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες αντικατοπτρίζονται και σε αντίστοιχο διαφορισμό των δανειακών επιτοκίων που χρεώνουν οι τράπεζες, ενώ τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων επίσης έχουν συμβάλει στην παρατηρηθείσα κατά τα προηγούμενα έτη αποκλιμάκωση των επιτοκίων επιχειρηματικής πίστης.

Ένας από τους παράγοντες που στήριξε την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών ήταν η αύξηση του αποθέματος των καταθέσεων που προέρχονται από τον ιδιωτικό τομέα. Οι καταθέσεις της γενικής κυβέρνησης (εκτός εκείνων που τηρούνται στην Τράπεζα της Ελλάδος) κατέγραψαν μείωση, η οποία βεβαίως δεν αντιστάθμισε την άνοδο των ιδιωτικών καταθέσεων. Η θετική εξέλιξη των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα συμβάδισε με καθαρή εισροή τραπεζογραμματίων στις

τράπεζες και επαναπατρισμό κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η εξέλιξη των καταθέσεων δεν αντικρίστηκε από αύξηση της συνολικής πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα ή τη γενική κυβέρνηση.

Εκτός από την αναμενόμενη ευνοϊκή εξέλιξη του ΑΕΠ, το οποίο προβλέπεται να συνεχίσει να αυξάνεται με επιταχυνόμενο ρυθμό κατά τα επόμενα έτη, πράγμα που θα ασκήσει θετική επίδραση στην καταθετική βάση των τραπεζών και θα μειώσει τον πιστωτικό κίνδυνο στην οικονομία, το μέγεθος της ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία θα επηρεαστεί κρίσιμα από την έκταση της προόδου προς την επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η εφαρμογή του σχεδίου “Ηρακλής” θα επιταχύνει την πρόοδο. Άλλες θετικές επιδράσεις για την εξέλιξη της τραπεζικής πίστης θα προέλθουν από την πολύ διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, τη διατήρηση ευνοϊκού κλίματος στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εν γένει, καθώς και σε σχέση με τους ελληνικούς τίτλους ειδικότερα – που θα διευρύνει τις δυνατότητες των τραπεζών για άντληση χρηματοδοτικών πόρων από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων – και, τέλος, από την ανάκαμψη της εγχώριας αγοράς ακινήτων.

Το ενδεκάμηνο του 2019 και ιδίως μετά τις Ευρωεκλογές του Μαΐου και την προκήρυξη εθνικών εκλογών στις αρχές Ιουνίου, σε ένα περιβάλλον όπου οι επενδυτές διεθνώς έχουν αποδυθεί σε “αναζήτηση αποδόσεων” (hunt for yield), οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησαν κατά πολύ και η διαφορά αποδόσεων του δεκαετούς τίτλου αναφοράς με το αντίστοιχο γερμανικό ομόλογο περιορίστηκε (κατά 2,4 ποσοστιαίες μονάδες) και μάλιστα σε μεγαλύτερη έκταση από ό,τι μειώθηκαν οι αντίστοιχες διαφορές αποδόσεων όσον αφορά τα κρατικά ομόλογα άλλων κρατών-μελών της

<sup>2</sup> Καταγραφή ορισμένων δανείων στις ακαθάριστες ροές το 2018, αλλά στις καθαρές ροές το 2019, βλ. ενότητα 4 του παρόντος κεφαλαίου.

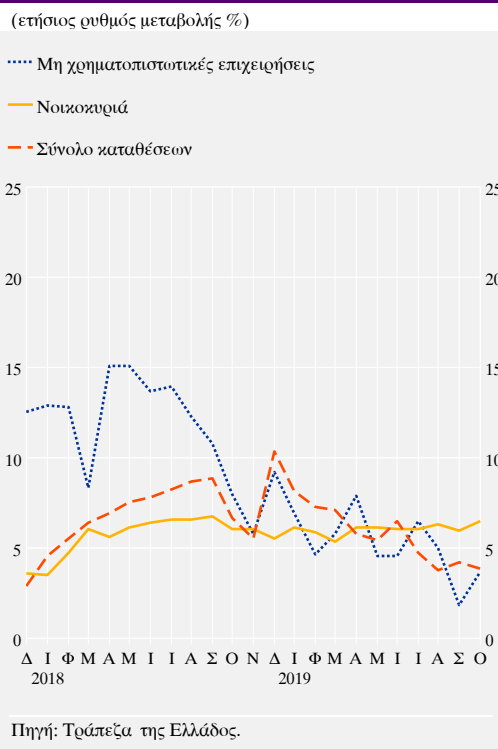
ζώνης του ευρώ (Ιταλία, Ισπανία κ.λπ.). Οι αποδόσεις των εντόκων γραμματίων ομοίως μειώθηκαν (μέχρις αρνητικών τιμών), όπως επίσης και οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων, διεθνών και εγχώριων, που έχουν εκδώσει οι ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ αυξήθηκαν θεαματικά οι τιμές των μετοχών και ιδίως αυτές των τραπεζών. Το Ελληνικό Δημόσιο αλλά και οι ελληνικές επιχειρήσεις κατάφεραν να αντλήσουν κεφάλαια μεγαλύτερου ύψους σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν, με την έκδοση ομολογιακών τίτλων με ιστορικά χαμηλό κόστος.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνέχισαν να ενισχύονται, ως αποτέλεσμα της οικονομικής ανάκαμψης και της βελτίωσης της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη για τη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών συμβάδισε με την άρση από το Σεπτέμβριο του 2019 και των τελευταίων περιορισμών που παρέμεναν στο τραπεζικό σύστημα αναφορικά με τις διεθνείς πληρωμές και τη μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό. Η πλήρης άρση του πλέγματος περιορισμών που είχαν επιβληθεί τον Ιούνιο του 2015 αποκαθιστά την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων από την ελληνική οικονομία και έχει θετικό αντίκτυπο στην επενδυτική εμπιστοσύνη.

Κατά την εξεταζόμενη δεκάμηνη περίοδο, οι καταθέσεις των νοικοκυριών, που αντιπροσωπεύουν το 70% του συνόλου των καταθέσεων του τραπεζικού συστήματος, σημείωσαν σωρευτική άνοδο κατά 4,7 δισεκ. ευρώ (ή κατά 4,3% σε σύγκριση με το τέλος του 2018) και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους διατηρήθηκε περίπου σταθερός γύρω από το 6% (βλ. Διάγραμμα VI.1). Η ανοδική πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών υποβοηθήθηκε ειδικότερα από τη συνεχιζόμενη ενίσχυση της απασχόλησης και του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Πραγμα-

Διάγραμμα VI.1 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Δεκέμβριος 2017-Οκτώβριος 2019)



τοποιήθηκε μάλιστα παρά την περαιτέρω συρρίκνωση των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά.

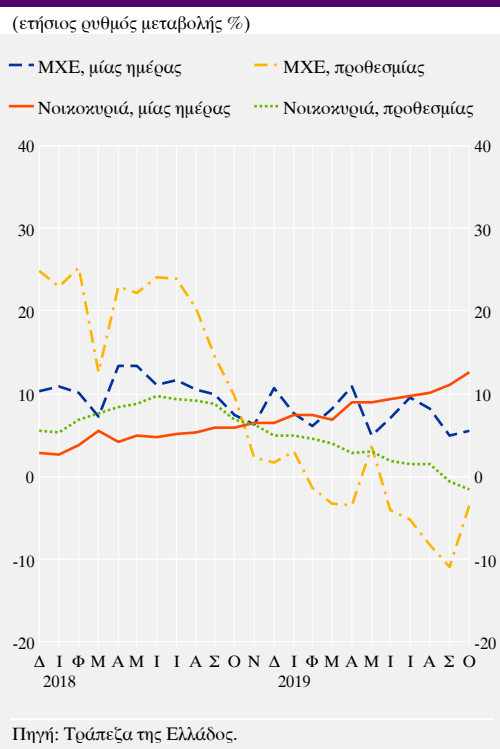
Ειδικότερα, η άνοδος των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα αφορά κατά βάση καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών. Η προτίμηση για διακράτηση των πιο ρευστών μορφών καταθέσεων συνεχίστηκε, λόγω των ιστορικά χαμηλών επιτοκίων καταθέσεων, της ευρύτερης πλέον χρήσης των ηλεκτρονικών πληρωμών στις καθημερινές συναλλαγές, ενώ επιπλέον συνδέεται με την επιταχυνόμενη αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος. Ειδικότερα, οι καταθέσεις μίας ημέρας των νοικοκυριών (δηλ. οι καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου, οι καταθέσεις όψεως και οι τρεχούμενοι λογαριασμοί) αυξήθηκαν συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 κατά 5,4 δισεκ. ευρώ ή 8,5% και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους επιταχύνθηκε, φθάνοντας τον Οκτώβριο του 2019 το 12,7% (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών, αν και ακόμη προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις σε σύγκριση με το μέσο όρο των αντίστοιχων αποδόσεων της ζώνης του ευρώ, υποχώρησαν κατά 737 εκατ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο (ή κατά 1,5%). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών επιβραδύνεται σταδιακά από το δεύτερο εξάμηνο του 2018 και εξής, ενώ από το Σεπτέμβριο του 2019 έγινε αρνητικός (βλ. Διάγραμμα VI.2). Στην υποχώρηση των καταθέσεων προθεσμίας συνέβαλε την περίοδο αυτή και η περαιτέρω συρρίκνωση της διαφοράς επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας σε σύγκριση με εκείνο των καταθέσεων μίας ημέρας. Συγκεκριμένα, η διαφορά αυτή, αφού διατηρήθηκε περίπου σταθερή μεταξύ Νοεμβρίου 2017 και Απριλίου 2019 στις 50 μονάδες βάσης, στη συνέχεια υποχώρησε στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο των 40 περίπου μονάδων βάσης.

Οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, που αντιπροσωπεύουν το 14% του συνόλου, σημείωσαν κατά την υπό εξέταση περίοδο μικρή μείωση κατά 167 εκατ. ευρώ (ή κατά 0,8% σε σύγκριση με το τέλος του 2018) και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους υποχώρησε σταδιακά στη διάρκεια του έτους και διαμορφώθηκε σε 3,7% τον Οκτώβριο του 2019, έχοντας μετριαστεί σημαντικά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.<sup>3</sup> Σε αντίθεση με τον τομέα των νοικοκυριών, η θετική καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις την υπό εξέταση περίοδο (622 εκατ. ευρώ) λειτούργησε υποστηρικτικά για τις καταθέσεις αυτές.

Η υποχώρηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο προήλθε κυρίως από τις καταθέσεις μίας ημέρας (όψεως). Ωστόσο, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων αυτών διατηρήθηκε θετικός και κατά βάση σταθερός στη διάρκεια του έτους γύρω στο 7,3% (βλ. Διάγραμμα VI.2), σε συνέπεια με τη σταθερότητα της υπό εξέλιξη οικονομικής ανάκαμψης. Οι επιχειρηματικές καταθέσεις προθεσμίας περιορίστηκαν ελαφρά (-25

**Διάγραμμα VI.2** Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας (Δεκέμβριος 2017-Οκτώβριος 2019)



εκατ. ευρώ), ενώ ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους μεταστράφηκε από τις αρχές του έτους σε αρνητικό και διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο σε -3,6%.

Η υποχώρηση των επιχειρηματικών καταθέσεων το 2019 πιθανόν αντανακλά τη μείωση του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το πρώτο εξάμηνο του 2019 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι (-4,6%), λόγω της ισχυρής αύξησης του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (8,7%), ή και τη σημαντική αύξηση των εισαγωγών διαρκών καταναλωτικών αγαθών και ενδιάμεσων αγαθών το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου

<sup>3</sup> Το 2016 και το 2017 η αύξηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αντανακλούσε σε μεγάλο βαθμό την άμεση επίδραση από την απότομη αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2018 και Δεκέμβριος 2017, Κεφάλαιο VI.

έτους. Στην εξέλιξη των επιχειρηματικών καταθέσεων προθεσμίας συνέβαλε και η υποχώρηση του επιτοκίου αυτής της κατηγορίας καταθέσεων κατά 36 μονάδες βάσης μεταξύ Δεκεμβρίου 2018 και Οκτωβρίου 2019, η οποία οδήγησε σε συρρίκνωση της διαφοράς επιτοκίου μεταξύ των επιχειρηματικών καταθέσεων προθεσμίας και εκείνων με διάρκεια μίας ημέρας σε ιστορικό χαμηλό επίπεδο.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 καταγράφηκε μείωση των καταθέσεων του τομέα της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες. Η υποχώρηση αυτή είναι αποτέλεσμα των αυξημένων υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου για την αποπληρωμή χρεολυσίων στη διάρκεια του έτους, σε συνδυασμό με τη μείωση των συμφωνιών επαναγοράς (repos) με τους φορείς της γενικής κυβέρνησης και, σε μικρότερο βαθμό, του αποθέματος των εντόκων γραμματίων. Ειδικότερα, οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες υποχώρησαν την εξεταζόμενη περίοδο κατά 4,4 δισεκ. ευρώ, ενώ 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, παρέμειναν σχεδόν σταθερές. Σε αντίθεση με τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, θετική συμβολή στις συνολικές καταθέσεις είχαν οι ασφαλιστικές και οι λοιπές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (που δεν είναι πιστωτικά ιδρύματα), των οποίων οι καταθέσεις αυξήθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο κατά 890 εκατ. ευρώ.

Στη διάρκεια του 2019 συνέχισαν να καταγράφονται σημαντικές εισροές τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα. Η εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία ως ποσοστό του ΑΕΠ υποχώρησε σε 12% στο τέλος της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 από 16% αντιστοίχως το 2018. Η βελτίωση του κλίματος στην ελληνική οικονομία συνέβαλε στην επιστροφή αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων. Η αυξημένη εισροή χρήματος από ξένους επισκέπτες στη χώρα μας σε συν-

δυασμό με τη διευρυμένη χρήση ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών για τη διενέργεια συναλλαγών επέτειναν την εξέλιξη αυτή. Η μέση μηνιαία εισροή τραπεζογραμματίων την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019 διαμορφώθηκε σε περίπου 700 εκατ. ευρώ, έναντι 720 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2018 και του 2017.<sup>4</sup> Σημειώνεται ότι, αν και κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα του τρέχοντος έτους η εισροή τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα ήταν χαμηλότερη σε σύγκριση με την αντίστοιχη ροή του 2018 (κατά 35%), το γ' τρίμηνο του 2019 ήταν κατά 20% υψηλότερη, σε συνέπεια με την αύξηση των τουριστικών εισπράξεων και τη γενικότερη βελτίωση του κλίματος στην ελληνική οικονομία.

Οι προοπτικές εξέλιξης των τραπεζικών καταθέσεων εκτιμώνται γενικά ως θετικές, καθώς η συνεχής βελτίωση της εμπιστοσύνης όσον αφορά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος και η περαιτέρω άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν τη ζήτηση τραπεζικών καταθέσεων το επόμενο διάστημα. Επιπρόσθετα, η αναμενόμενη ενίσχυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, στο πλαίσιο των προβλεπόμενων μέτρων πολιτικής, εκτιμάται ότι θα συνδράμει προς την κατεύθυνση αυτή.

### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

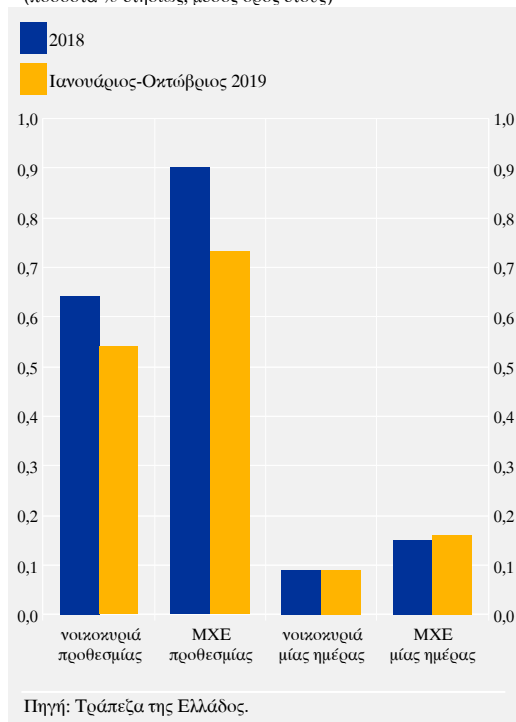
Τα επιτόκια καταθέσεων διαμορφώθηκαν τους πρώτους δέκα μήνες του 2019 κατά μέσο όρο στο ίδιο ή και χαμηλότερο επίπεδο έναντι του προηγούμενου έτους (βλ. Διάγραμμα VI.3), παρά τη σταδιακή αρχικά και πλήρη πιο πρόσφατα άρση των περιορισμών που είχαν επιβληθεί στις αναλήψεις μετρητών, στις διενθεις πληρωμές και στην κίνηση κεφαλαίων. Στην ανωτέρω εξέλιξη συνέβαλαν η διατήρηση των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε πολύ χαμηλά επίπεδα, η εδραίωση της εμπιστοσύνης των καταθετών στο

<sup>4</sup> Λαμβάνονται υπόψη η ροή τραπεζογραμματίων από/προς την Τράπεζα της Ελλάδος και η μεταβολή των μετρητών που διακρατούν οι τράπεζες στο ταμείο τους.



**Διάγραμμα VI.3 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ)**

(ποσοστά % ετησίως, μέσος όρος έτους)

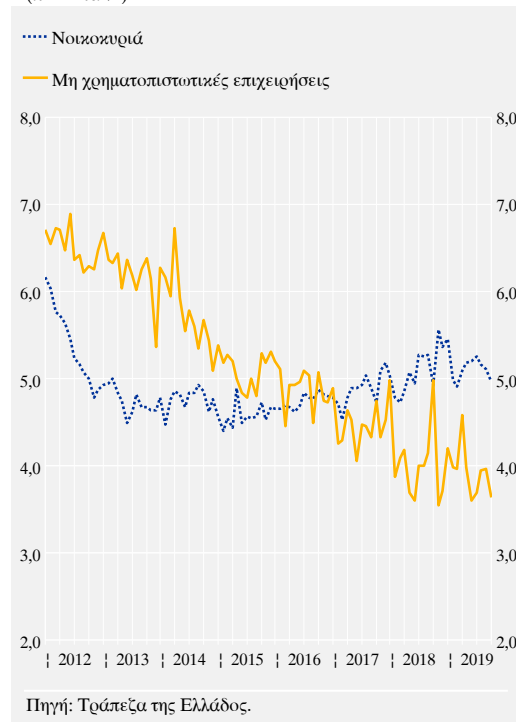


εγκώριο τραπεζικό σύστημα και η αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε την επισκοπούμενη περίοδο κατά μέσο όρο σε 0,73% (μ.ο. 2018: 0,9%, μ.ο. 2011-2017: 2,39%) και το αντίστοιχο για τα νοικοκυριά σε 0,54% (μ.ο. 2018: 0,59%, μ.ο. 2011-2017: 2,55%). Σε πραγματικούς όρους,<sup>5</sup> το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας κατέγραψε θετικές τιμές στις καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και από τα μέσα του έτους στις καταθέσεις των νοικοκυριών, καθώς ο ρυθμός πληθωρισμού κατά κανόνα υπολείπεται του ύψους του ονομαστικού επιτοκίου.

Το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κυμαίνεται από τα μέσα του 2018 σε ιστορικά χαμηλές τιμές (βλ. Διάγραμμα VI.4). Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια καθο-

**Διάγραμμα VI.4 Ονομαστικό επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιανουάριος 2012-Οκτώβριος 2019)**

(ποσοστά %)



ρισμένης διάρκειας διαμορφώθηκε σε 3,8% κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019, έναντι 3,9% το 2018 και μέσης τιμής 5,4% κατά τα προηγούμενα έτη 2011-2017. Αντίστοιχα, το επιτόκιο των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, οι οποίες περιλαμβάνουν τους αλληλόχρεους λογαριασμούς και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, μειώθηκε σε 4,9% κατά μέσο όρο την υπό εξέταση περίοδο (μ.ο. 2018: 5,2%, μ.ο. 2011-2017: 6,7%).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών, αξιόλογες μειώσεις επιτοκίου παρατηρήθηκαν στα δάνεια ποσού άνω των 250.000 και έως 1 εκατ. ευρώ (τα οποία αντιπροσωπεύουν το 12% της συνολικής ετήσιας ακαθάριστης ροής τραπεζικής χρηματοδότησης προς μη χρηματοπι-

<sup>5</sup> Το πραγματικό επιτόκιο για έναν δεδομένο μήνα εκτιμάται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου που καταγράφεται το μήνα αυτό και του δωδεκάμηνου ρυθμού πληθωρισμού που καταγράφεται τον ίδιο μήνα.

στωτικές επιχειρήσεις για το 2019) και στα δάνεια προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ενώ στα δάνεια μεγάλου ύψους οι μειώσεις δεν ήταν τόσο μεγάλες). Στις εν λόγω κατηγορίες, ευνοϊκή επίδραση στο κόστος δανεισμού ασκήθηκε από τα προγράμματα του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (πρώην ΕΤΕΑΝ). Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία των ανωτέρω αναπτυξιακών φορέων υπερέβησαν το πρώτο εξάμηνο του 2019 τα 660 εκατ. ευρώ, ποσό που ισοδυναμεί περίπου με το 44% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις και με το 19% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το εξάμηνο αυτό. Αν και το μεγαλύτερο μερίδιο των εν λόγω εκταμιεύσεων (περίπου 60%) αφορούσε προγράμματα με προνομιακούς όρους υπέρ των δανειοληπτών όσον αφορά τις απαιτούμενες εξασφαλίσεις, ένα σημαντικό ποσοστό (40%) σχετίζεται με δάνεια όπου το όφελος για την πιστούχο επιχείρηση είναι η μείωση στο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού.<sup>6</sup> Μικρή ήταν η διαφοροποίηση που κατέγραψε το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το τρέχον έτος σε σύγκριση με το 2018. Το επιτόκιο αυτό διαμορφώθηκε σε 3,5% το 2019, έναντι 3,3% το 2018 και μέσης τιμής 5,3% κατά τα προηγούμενα έτη 2011-2017.

Τα μεσοσταθμικά επιτόκια διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο το 2019 σε υψηλότερο επίπεδο έναντι του 2018 τόσο στα καταναλωτικά όσο και στα στεγαστικά δάνεια. Ειδικότερα, το επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας, που παραμένουν η σημαντικότερη κατηγορία τραπεζικής πίστης καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά σε όρους ακαθάριστων ροών (59% της ετήσιας ακαθάριστης ροής νέων δανείων προς τα νοικοκυριά για τη διαθέσιμη περίοδο του 2019), ανήλθε σε 9,4% κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του τρέχοντος έτους (μ.ο. 2018: 9,1%, μ.ο. 2015-2017: 8,5%). Αντίστοιχα, το επιτόκιο των

στεγαστικών δανείων αυξήθηκε σε 3,2% κατά μέσο όρο την υπό επισκόπηση περίοδο (μ.ο. 2018: 3,0%, μ.ο. 2015-2017: 2,7%). Στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν τις πιστωτικές κάρτες (62% του μέσου υπολοίπου για το 2019), τα ανοικτά δάνεια (23% του μέσου υπολοίπου για το 2019) και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως (15% του μέσου υπολοίπου για το 2019), το μεσοσταθμικό επιτόκιο παρέμεινε αμετάβλητο στο 14,5% κατά μέσο όρο τη διαθέσιμη περίοδο του 2019. Το πραγματικό επιτόκιο για τα νοικοκυριά αυξήθηκε σε 4,7%, από 4,3% το 2018 (2011-2017: 4,8%).

Σε σύγκριση με τα λοιπά κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, τα τελευταία έτη οι όροι χρηματοδότησης έχουν βελτιωθεί για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα κάπως περισσότερο. Η απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού<sup>7</sup> μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ μειώθηκε σε 242 μ.β. κατά μέσο όρο το 2019, περίπου όσο και το 2018, έναντι 300 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2017. Αντίθετα, οι όροι τραπεζικής χρηματοδότησης επιδεινώθηκαν συγκριτικά περισσότερο για τα νοικοκυριά. Η απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου διευρύνθηκε τη διαθέσιμη περίοδο του 2019 σε 150 μ.β. (2011-2017: 32 μ.β., 2018: 117 μ.β.), που συνιστά τη μέγιστη τιμή από το 2003, οπότε άρχισαν να δημοσιεύονται εναρμονισμένες χρονολογικές σειρές επιτοκίων μεταξύ των κρατών-μελών (βλ. Διάγραμμα VI.5).

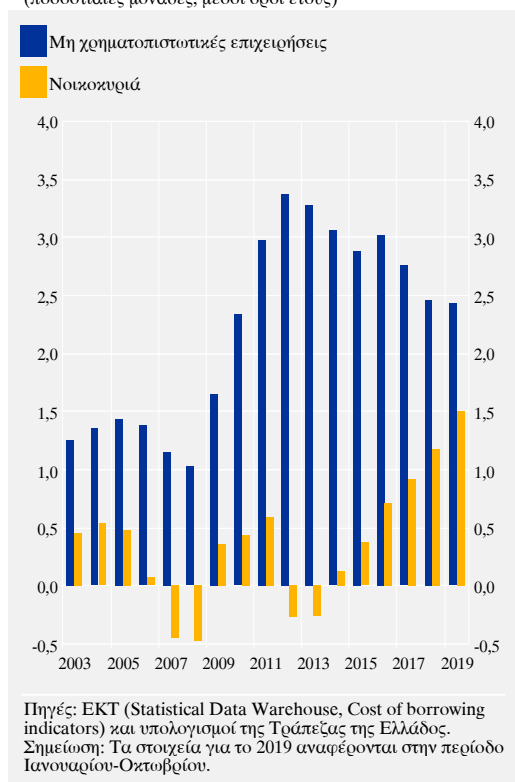
Η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής αναμένεται να συνεχίσει να ασκεί ευνοϊκή επίδραση στο κόστος των

<sup>6</sup> Και σε ορισμένες περιπτώσεις απαλλαγή από την εισφορά του ν. 128/1975. Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με το άρθρο 1 αυτού του νόμου, τα νέα δάνεια που χορηγούν τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα επιβαρύνονται με εισφορά υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία συνεπάγεται προσαύξηση του επιτοκίου κατά 60 μονάδες βάσης όσον αφορά τα επιχειρηματικά και καταναλωτικά δάνεια και κατά 12 μονάδες βάσης όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια.

<sup>7</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.

**Διάγραμμα VI.5 Απόκλιση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ**

(ποσοστιαίες μονάδες, μέσοι όροι έτους)



επιμέρους πηγών άντλησης χρηματοδότησης εκ μέρους των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και ακολούθως στα τραπεζικά επιτόκια δανεισμού. Παράλληλα, οι συνθήκες ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών έχουν βελτιωθεί: από τα μέσα του τρέχοντος έτους, για πρώτη φορά από τα τέλη του 2010, ο λόγος των καταθέσεων πελατών (περιλαμβανομένων των καταθέσεων της γενικής κυβέρνησης) προς τα δάνεια υπερβαίνει τη μονάδα. Η βελτίωση της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών, η οποία διακρίνεται πλέον και στις τρεις κατηγορίες δανειακών χαρτοφυλακίων, με την υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων ως αποθέματος και ως ποσοστού, ευνοεί τη συγκράτηση του ασφαλιστικού κινδύνου που ενσωματώνεται στα δανειακά επιτόκια και συνεπώς και του περιθωρίου επιτοκίου (δηλαδή της διαφοράς μεταξύ μεσοσταθμικού επιτοκίου χορηγήσεων και κατα-

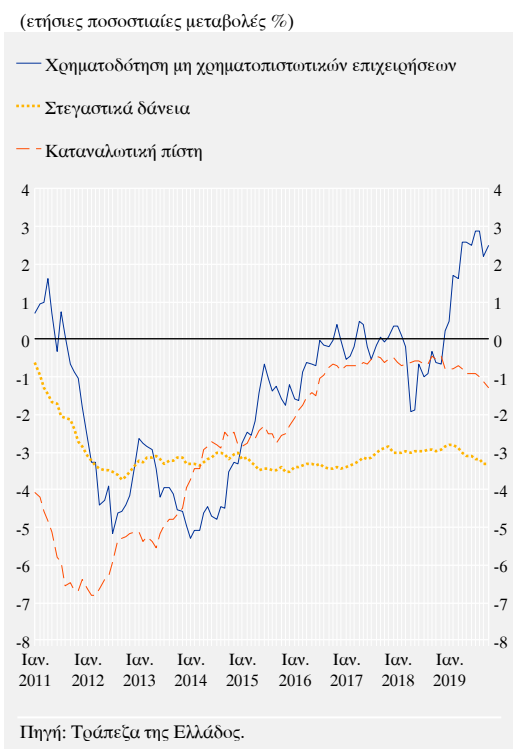
θέσεων). Προς την ίδια κατεύθυνση επενεργεί και η παρατηρούμενη βελτίωση στα ονομαστικά εισοδήματα και στην απασχόληση. Τέλος, ο εξορθολογισμός του λειτουργικού κόστους των τραπεζών επίσης δημιουργεί προϋποθέσεις για συρρίκνωση του περιθωρίου.

#### 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης του υπολοίπου της τραπεζικής πίστης προς το σύνολο του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να αποκλιμακώνεται κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019, ενώ μετά τον Απρίλιο του 2019, σχεδόν αδιαλείπτως, διατηρήθηκε κοντά στο μηδέν (Οκτώβριος 2019: -0,2%). Η εξέλιξη του εν λόγω ρυθμού επηρεάστηκε θετικά από τη συμβολή της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ οι τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά διατήρησαν την πτωτική τους πορεία (βλ. Διάγραμμα VI.6).

Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μετά το Δεκέμβριο του 2018 διαμορφώθηκε θετικός και επιταχύνθηκε προοδευτικά σε 2,9% τον Αύγουστο (ο υψηλότερος ρυθμός που έχει καταγραφεί μετά τον Αύγουστο του 2010) και 2,5% τον Οκτώβριο του 2019. Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ανήλθε σε 62 εκατ. ευρώ, έναντι 17 εκατ. ευρώ το 2018. Από την άλλη πλευρά, η μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων (δηλ. το ύψος των εκταμιεύσεων νέων δανείων τακτής λήξης) προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το εν λόγω διάστημα κατά μέσο όρο μειώθηκε σε 562 εκατ. ευρώ, δηλαδή περίπου στα 3/5 της μέσης ροής για το 2018. Επίσης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) μειώθηκε οριακά κατά μόλις 66 εκατ. ευρώ (-0,8%) το δεκάμηνο του 2019 έναντι του 2018.

**Διάγραμμα VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα (Ιανουάριος 2011-Οκτώβριος 2019)**



Η θετική εξέλιξη των καθαρών ροών και των ετήσιων ρυθμών το 2019 υποδηλώνει ότι η διαθεσιμότητα πόρων προς τις επιχειρήσεις από το τραπεζικό σύστημα για τη χρηματοδότηση της τρέχουσας παραγωγής και των επενδύσεων σε πάγια κεφάλαια συνέχισε να διευρύνεται. Ωστόσο, η εξέλιξη των εκταμιεύσεων νέων δανείων δεν ήταν το ίδιο ενθαρρυντική: η ανάκαμψη των καθαρών ροών χρηματοδότησης οφείλεται σε μετριασμό του ύψους των αποπληρωμών από τους δανειολήπτες προς τις τράπεζες των δανείων που είχαν συναφθεί κατά το παρελθόν. Η ανάκαμψη των καθαρών ροών δεν προέκυψε από αυξημένη πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών.

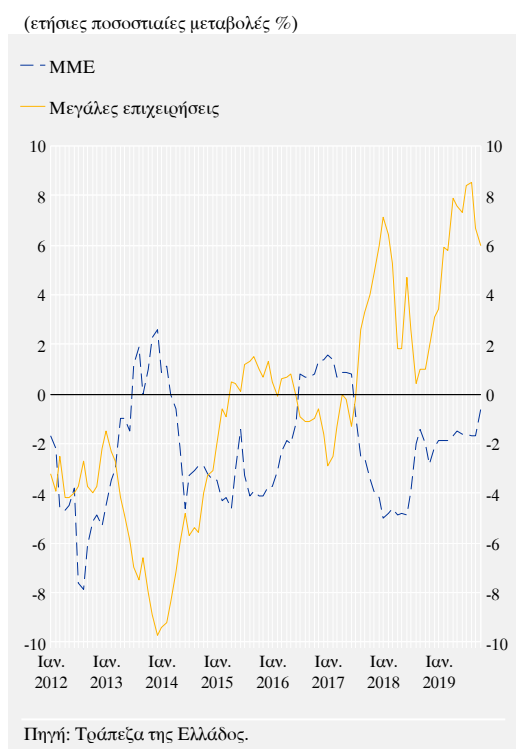
Από την άλλη πλευρά, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι, πρώτον, η σωρευτική καθαρή ροή δεκαμήνου και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης μέχρι τον Οκτώβριο του 2019 ενισχύθηκαν από μεμονωμένα μεγάλα δάνεια (που εκταμιεύθηκαν το Φεβρουάριο του 2019),

τα οποία είχαν ήδη περιληφθεί στην κατάρτιση των ακαθάριστων ροών για το τελευταίο τρίμηνο του 2018. Επομένως, ένα μέρος της ανάκαμψης που είχε παρατηρηθεί στις ακαθάριστες ροές το 2018 έναντι του 2017 αποτυπώθηκε στις καθαρές ροές χρηματοδότησης το 2019. Δεύτερον, ο μετριασμός του ύψους των αποπληρωμών των δανείων προκύπτει από ενεργητική πολιτική των τραπεζών και ειδικότερα από ευνοϊκότερους όρους που παρέχουν κατά την επαναδιαπραγμάτευση ενήμερων δανείων. Το 2018 έλαβαν χώρα εκτεταμένες αναδιαρθρώσεις δανείων τακτής λήξης (οι οποίες δεν αφορούν δάνεια σε καθυστέρηση) με συνολικό ύψος περίπου 3,5 φορές μεγαλύτερο έναντι του 2017. Η εντατικοποίηση αυτή των επαναδιαπραγματεύσεων μεταξύ τραπεζών και επιχειρήσεων συνέβαλε περιοριστικά στο ύψος των αποπληρωμών κατά το 2019.

Γενικότερα, ένα μέρος των νέων δανειακών συμβάσεων (πέραν αυτών που συνδέονται με αναδιαρθρώσεις-αναχρηματοδοτήσεις παλαιών δανείων) έχει συναφθεί με ευνοϊκούς όρους ως προς τη διαμόρφωση των ροών των αποπληρωμών. Ορισμένες από τις εν λόγω συναλλαγές αποτελούν δανεισμό μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες αντλούν εξωτερική χρηματοδότηση με ανταγωνιστικούς όρους. Ευνοϊκότερους όρους τραπεζικού δανεισμού όμως επιτυγχάνουν και υγιείς επιχειρήσεις στους δυναμικότερα αναπτυσσόμενους κλάδους, όπως π.χ. στην ενέργεια. Τέλος, τα τραπεζικά δάνεια υπό καθεστώς ρύθμισης, τα οποία δεν έχουν διαγραφεί, επίσης συμβάλλουν στη διατήρηση χαμηλών ροών αποπληρωμών εκ μέρους των επιχειρήσεων.

Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις την επισκοπούμενη περίοδο αντανάκλα την άνοδο τόσο στην προσφορά όσο και στη ζήτηση τραπεζικής χρηματοδότησης. Η δυνατότητα και η προθυμία των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν πιστώσεις ενισχύθηκαν από περαιτέρω βελτιώσεις στη σύνθεση των πηγών από τις οποίες αντλούν χρηματοδοτικούς πόρους και αντίστοιχα στο κόστος άντλησης πόρων, καθώς επίσης και από την προϊούσα μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε εκπλήρωση των σχετικών στόχων.

**Διάγραμμα VI.7 Τραπεζική χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2012-Οκτώβριος 2019)**



Από την πλευρά των επιχειρήσεων, η ζήτηση νέων πιστώσεων επηρεάστηκε θετικά από την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και το χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίων.

Το δεκάμηνο του 2019 οι συνθήκες ρευστότητας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων βελτιώθηκαν, μετά και την αποδέσμευσή τους από το μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης από την κεντρική τράπεζα (ΕΛΑ) το Μάρτιο, χάρη στη σταθερή εισροή καταθέσεων από τον ιδιωτικό τομέα, την άντληση πόρων μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος και την πρόσβαση στη διασυννοριακή διατραπεζική αγορά.

Η συνεχιζόμενη αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις βασίστηκε στην ενίσχυση της παροχής πιστώσεων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VI.7). Η μέση μηνιαία

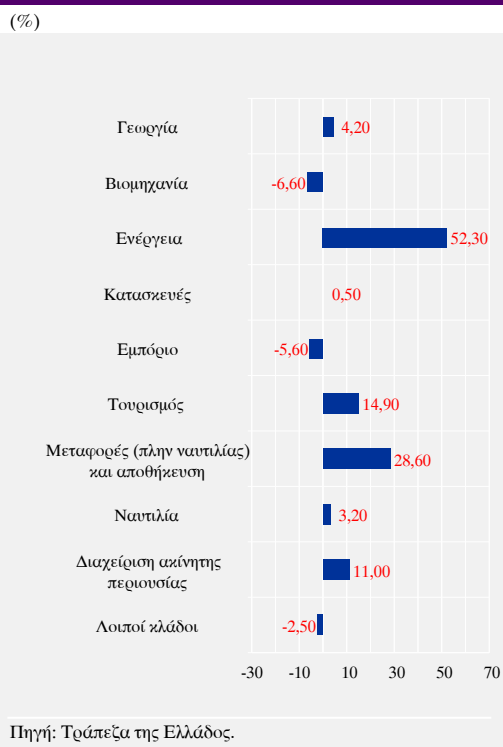
καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις ανήλθε σε 85 εκατ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019, έναντι 96 εκατ. ευρώ το 2018. Η αντίστοιχη ροή χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) ήταν αρνητική, όμως λιγότερο από ό,τι το 2018 (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: -23 εκατ. ευρώ, 2018: -79 εκατ. ευρώ). Κατά συνέπεια, η συρρίκνωση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΜΕ περιορίστηκε.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις ήταν υψηλός, κατά μέσο όρο 6,7% την επισκοπούμενη περίοδο, έναντι 3,1% το 2018, και ο αντίστοιχος ρυθμός για τις ΜΜΕ έγινε λιγότερο αρνητικός (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: -1,6%, 2018: -3,6%). Η ακαθάριστη ροή δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις συνέχισε το 2019 να κατέχει υψηλότερο μερίδιο (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 53%) στο σύνολο των νέων δανείων με προκαθορισμένη λήξη σε σύγκριση με τις ΜΜΕ (48%). Οι τράπεζες συνεχίζουν να δίνουν προτεραιότητα στην παροχή δανείων, με ευνοϊκότερους όρους, προς τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, οι οποίες συνδέονται με χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο.

Στην πρόσφατη ανάκαμψη της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις κατά την περίοδο Αυγούστου 2018-Οκτωβρίου 2019 συνέβαλαν περισσότερο οι κλάδοι α) της ενέργειας, β) των μεταφορών (πλην ναυτιλίας), γ) του τουρισμού και δ) των δραστηριοτήτων οι οποίες σχετίζονται με τη διαχείριση ακινήτων (βλ. Διάγραμμα VI.8). Αναλυτικότερα, η σωρευτική καθαρή ροή χρηματοδότησης προς το σύνολο των επιχειρήσεων κατά την προαναφερθείσα περίοδο ήταν 2,0 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1.060 εκατ. ευρώ, δηλαδή το 52%, διοχετεύθηκαν από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις που ανήκουν στον κλάδο της ενέργειας, 581 εκατ. ευρώ (29%) προς τον κλάδο των μεταφορών πλην ναυτιλίας, 302 εκατ. ευρώ (15%) προς τον κλάδο των δραστηριοτήτων οι οποίες σχετίζονται με τον τουρισμό και 223 εκατ. ευρώ (11%) προς τον κλάδο δραστηριοτήτων σχετικών με τη διαχείριση ακίνητης περιουσίας.



**Διάγραμμα VI.8 Συμβολή των επιμέρους κλάδων στη σωρευτική καθαρή ροή της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ (Αύγουστος 2018-Οκτώβριος 2019)**



Οι ευνοϊκές αυτές τάσεις της παροχής πιστώσεων προς ορισμένους τομείς φαίνεται να αιτιολογούνται σε κάποιες περιπτώσεις από τη θετική εξέλιξη των αντίστοιχων δεικτών οικονομικής δραστηριότητας: π.χ. στην περίπτωση του τουρισμού και των μεταφορών η πορεία των δεικτών κύκλου εργασιών το 2018 και το εννεάμηνο του 2019 ήταν ανοδική. Αντίθετα, τα εθνικολογιστικά στοιχεία δείχνουν επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του τομέα της διαχείρισης ακινήτων σε πραγματικούς όρους το 2018 έναντι του προηγούμενου έτους (σε μόλις 0,2%, 2017: 2,3%) και διατήρησή του στο ίδιο επίπεδο το εννεάμηνο του 2019. Ωστόσο, η αυξημένη παροχή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τον εν λόγω τομέα σχετίζεται με τις προοπτικές περαιτέρω ανάκαμψης των τιμών των κατοικιών και του όγκου των συναλλαγών στην αγορά ακινήτων.

Τέλος, σημειώνεται ότι οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον αναπτυσσόμενο κλάδο της ενέργειας παρουσιάζουν επιπλέον το πλεονέκτημα ότι ανήκουν σε κλάδο ο οποίος εμφανίζει ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (2018: 3,4%). Σύμφωνα επίσης με στοιχεία τα οποία αφορούν μόνο νέα δάνεια τακτής λήξης από κοινοπραξίες τραπεζών, το δεκάμηνο του 2019 οι επιχειρήσεις που ανήκουν στον κλάδο της ενέργειας συνέβαλαν περισσότερο από άλλους κλάδους στη συνολική ακαθάριστη ροή κοινοπρακτικών δανείων.

Όσον αφορά τις τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2019 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της καταναλωτικής πίστης διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε -0,9%, ελαφρώς εντονότερος έναντι του 2018 (-0,6%). Ο αντίστοιχος ρυθμός των στεγαστικών δανείων ήταν -3,1%, κατ' ουσίαν αμετάβλητος έναντι του 2018 (-3,0%). Η ακαθάριστη ροή των καταναλωτικών δανείων τακτής λήξης, όπως καταγράφηκε το δεκάμηνο αυτό (74 εκατ. ευρώ), καθώς και εκείνη των στεγαστικών δανείων (51 εκατ. ευρώ) παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες έναντι του 2018 (68 και 51 εκατ. ευρώ αντίστοιχα). Αντίθετα, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής πίστης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά (δηλ. των ανοιγμάτων σε πιστωτικές κάρτες, των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς και των ανοικτών δανείων) μειώθηκε κατά 201 εκατ. ευρώ (-7,0%) το δεκάμηνο του 2019 έναντι του 2018. Η συρρίκνωση των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά οφείλεται, από την πλευρά της προσφοράς, στην επιφυλακτική στάση των τραπεζών, δεδομένου ότι τα επίπεδα των επισφαλών δανείων παραμένουν υψηλά, παρά τη βελτίωση που καταγράφεται στη χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών. Από την πλευρά της ζήτησης δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών, αρνητικά επέδρασαν το υψηλότερο επίπεδο επιτοκίου και ενδεχομένως η απροθυμία τους να αναλάβουν νέα χρέη, προτιμώντας είτε να αποπληρώσουν τρέχουσες (δανειακές και φορολογικές) υποχρεώσεις είτε να αποταμιεύσουν. Ωστόσο, θετικές επι-

δράσεις στη ζήτηση είχαν η άνοδος του ΑΕΠ, η αξιοσημείωτη βελτίωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης και οι προοπτικές ανοδικής πορείας των τιμών των κατοικιών.

Οι προοπτικές για αναθέρμανση των τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα είναι θετικές, καθώς αναμένεται ότι η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος θα ενισχυθεί περαιτέρω το προσεχές διάστημα μέσω της αναμενόμενης σταθερής ανόδου των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα – οι καταθέσεις αυτές υπό κανονικές συνθήκες παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα από τις καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες και άρα αποτελούν καλύτερη βάση για την πιστωτική επέκταση. Επιπλέον, αναμένεται να διευρυνθεί η διαθεσιμότητα και άλλων πηγών χρηματοδοτικών πόρων για τις εμπορικές τράπεζες, μέσω της αγοράς χονδρικής, αλλά και απευθείας από την κεντρική τράπεζα, δεδομένης και της δέσμης μέτρων νομισματικής πολιτικής που υιοθέτησε το Σεπτέμβριο του 2019 το Ευρωσύστημα. Η αναμενόμενη ευνοϊκή εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας τελεί υπό την προϋπόθεση ότι η αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα συνεχιστεί εντατικά, σύμφωνα με τους στόχους των τραπεζών. Όπως αναλύεται στην ενότητα 6 του παρόντος κεφαλαίου, απαιτούνται επίσης δραστικές λύσεις, συστημικής προσέγγισης, στην ίδια κατεύθυνση με το σχέδιο “Ηρακλής”. Η βελτίωση του επιχειρηματικού και επενδυτικού περιβάλλοντος αναμένεται να οδηγήσει σε σταθερότερη ανάκαμψη των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις. Η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και η ανάπτυξη υποδομών αναμένεται να δημιουργήσουν ζήτηση για συγχρηματοδοτήσεις από τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα. Η τραπεζική πίστη προς τα νοικοκυριά επίσης αναμένεται να ανακτήσει ανοδική πορεία. Σε ένα περιβάλλον χαμηλότερου πιστωτικού κινδύνου, η δυνατότητα των τραπεζών να διοχετεύσουν δάνεια προς τα νοικοκυριά θα είναι μεγαλύτερη. Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, εφόσον μειωθεί η αβεβαιότητα, και –στην περίπτωση των στε-

γαστικών δανείων– η θετική εξέλιξη του δείκτη των τιμών κατοικιών θα μπορούν πλέον να ενισχύσουν τη ζήτηση καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων.

## 5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

### 5.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019 οι αυξανόμενες ενδείξεις επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με τις κατά καιρούς εντάσεις είτε στις εμπορικές σχέσεις μεταξύ των ΗΠΑ και της Κίνας είτε στις διεθνείς σχέσεις, όπως στην περίπτωση του Brexit, ή ακόμη και τα επεισόδια αύξησης των γεωπολιτικών εντάσεων, επηρέασαν αρνητικά τις προσδοκίες των επενδυτών για τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις και τα επιτόκια σε ένα ευρύ φάσμα κρατικών και εταιρικών ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και σε αρκετές περιπτώσεις σε αρνητικές τιμές.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής, κυρίως από το Ευρωσύστημα και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, ιδιαίτερα μετά τον Ιούνιο, βοήθησαν στην αποφυγή απότομων αυξήσεων της μεταβλητότητας στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Συγκεκριμένα, εν μέσω ενισχυόμενων ενδείξεων για επιδείνωση των προσδοκιών όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα 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, αναφέροντας ότι η μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα καθοριστεί συνεκτιμώντας, μεταξύ άλλων, τις χρηματοπιστωτικές και διεθνείς εξελίξεις.<sup>8</sup>

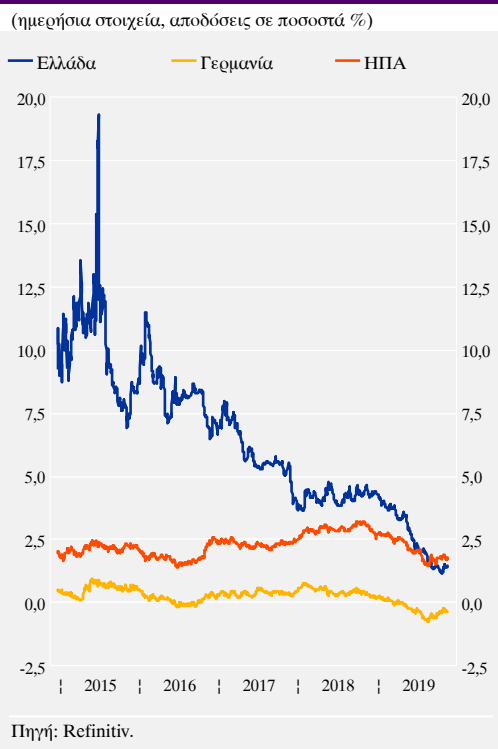
<sup>8</sup> Πραγματοποιήθηκαν τρεις μειώσεις, κατά 25 μονάδες βάσης εκάστη, στις συνεδριάσεις της FOMC τον Ιούλιο, το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο, διαμορφώνοντας το εύρος-στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal funds rate) σε 1,5%-1,75%, δηλ. 75 μονάδες βάσης χαμηλότερα σε σύγκριση με το τέλος του 2018.

Για τους ίδιους λόγους, το Μάρτιο και το Σεπτέμβριο το Ευρωσύστημα υιοθέτησε σειρά μέτρων περαιτέρω νομισματικής διευκόλυνσης, με βάση ενδείξεις επίμονης αδυναμίας της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ (βλ. Κεφάλαιο ΙΙΙ).

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. Κατά συνέπεια, διαμορφώθηκαν συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων (hunt for yield), με αποτέλεσμα τη μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου (risk premiums). Έτσι, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων χαμηλής διαβάθμισης και των εταιρικών ομολόγων υποχώρησαν, ενώ οι τιμές των μετοχών και των βασικών εμπορευμάτων διεθνώς αυξήθηκαν. Για τους ίδιους λόγους, 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.<sup>9</sup>

Στις ΗΠΑ, οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων μειώθηκαν, ιδιαίτερα μετά το α' τρίμηνο του 2019, όταν διαφάνηκε από δηλώσεις στελεχών της Fed η προοπτική για μείωση των επιτοκίων. Την περίοδο από 1.1.2019 έως 29.11.2019, οι αποδόσεις τόσο των τίτλων βραχυτέρας διάρκειας όσο και των 10ετών ομολόγων αναφοράς μειώθηκαν κατά περίπου 90 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VI.9). Κατά συνέπεια, η καμπύλη αποδόσεων μετατοπίστηκε σε χαμηλότερα επίπεδα, ενώ η κλίση της παρέμεινε αμβλεία, καθώς η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων βρισκόταν στις 29.11.2019 σε περίπου 18 μ.β., τιμή η οποία αντιστοιχεί στο 20% των χαμηλότερων, ιστορικά, επιπέδων της κατανομής από τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων με διαβάθμιση BBB και εταιρικών ομολόγων με αντίστοιχη διάρκεια, αλλά διαβάθ-

**Διάγραμμα VI.9** Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς Ελλάδος, Γερμανίας και ΗΠΑ (1.1.2015-29.11.2019)



μιση AAA (δηλ. τα λεγόμενα credit spreads) υποχώρησε κυρίως κατά το α' τρίμηνο και διαμορφώθηκε σε 90 μ.β. στις 29.11.2019, δηλ. κατά περίπου 25 μ.β. χαμηλότερα σε σχέση με τις αρχές τους έτους.

Ομοίως, στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς μειώθηκαν σημαντικά. Ενδεικτικά, την περίοδο από 1.1.2019 έως 29.11.2019, οι αποδόσεις των γερμανικών και γαλλικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας μειώθηκαν κατά 53 και 70 μ.β. αντίστοιχα, και διαμορφώθηκαν σε αρνητικό επίπεδο (βλ. Διάγραμμα VI.9). Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση υποχώρησαν περισσότερο από εκείνες των ομολόγων αναφοράς, με αποτέλεσμα οι διαφορές τους

<sup>9</sup> Η μέση τιμή του δείκτη τετραμηνιαίας μεταβλητότητας VIX για την περίοδο από 1.1.2019 έως 29.11.2019 ήταν 15,55 μονάδες, δηλ. περίπου στα ίδια επίπεδα με την αντίστοιχη περίοδο του 2018 (τιμή: 15,9 μονάδες).

έναντι των γερμανικών ομολόγων να μειωθούν σημαντικά.

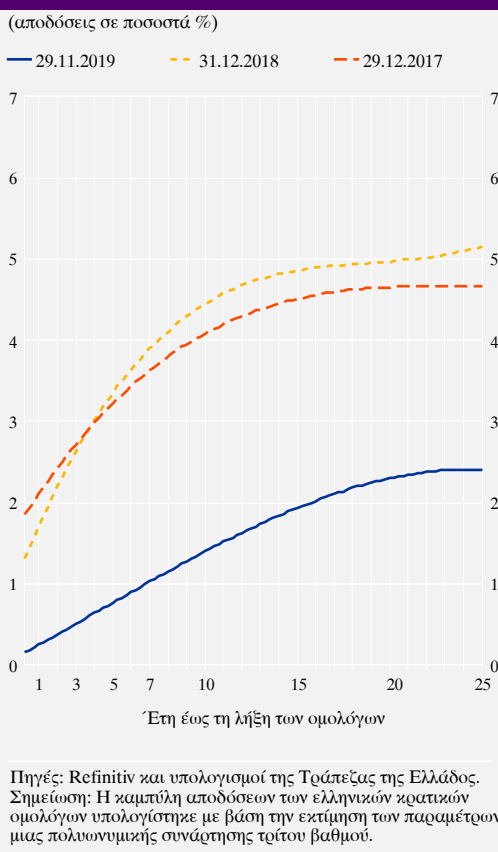
Οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια της υπό επισκόπηση περιόδου, καθώς οι συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων οδήγησαν στην αύξηση των τοποθετήσεων, ιδιαίτερα σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση (απόδοση από 1.1.2019 έως 29.11.2019: S&P-500: +25,1%, Stoxx Europe 600: +20,8%, MSCI EM – χρηματιστηριακός δείκτης αναδυόμενων αγορών: +8,8%). Επίσης, η μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα.<sup>10</sup> Ανοδικά κινήθηκαν και οι τιμές των μετοχών των αναδυόμενων οικονομιών, καθώς και οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων (δείκτης τιμών εμπορευμάτων S&P GSCI: 8,9%).

## 5.2 ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) στα τέλη Νοεμβρίου είχαν διαμορφωθεί σε σημαντικώς χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τις αρχές του έτους, λόγω τόσο του ευνοϊκού διεθνούς επενδυτικού κλίματος όσο και των εγχώριων εξελίξεων, καθώς η αποκλιμάκωση των αποδόσεων εντάθηκε, ιδιαίτερα μετά τις ευρωπαϊκές εκλογές και την προκήρυξη εθνικών εκλογών. Συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της περιόδου από τις αρχές του 2019 έως τα τέλη Νοεμβρίου, η προαναφερθείσα βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς είχε θετικές συνέπειες για το επενδυτικό κλίμα και ως προς τα ελληνικά χρεόγραφα.

Έτσι, παρατηρήθηκε πτωτική τάση στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, με την απόδοση του 10ετούς τίτλου να υποχωρεί πολύ περισσότερο από εκείνες των υπόλοιπων ομολόγων της ζώνης του ευρώ, ιδιαίτερα μετά τη διεξαγωγή ευρωπαϊκών και εθνικών εκλογών. Επιπλέον βοήθησαν και οι περαιτέρω αναβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης, με πιο πρόσφατη την αξιολόγηση της S&P στις 25 Οκτωβρίου 2019, η οποία αναβάθμισε το αξιόχρεο της Ελλάδος σε BB- από B+.

Διάγραμμα VI.10 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων



Αντίστοιχα, μειώθηκαν οι αποδόσεις των υπόλοιπων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, με αποτέλεσμα τη διατήρηση της θετικής κλίσης της καμπύλης αποδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου και τη μετατόπισή της στις 29.11.2019 σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το τέλος του 2018 (βλ. Διάγραμμα VI.10).

Τέλος, η διαφορά των αποδόσεων του 10ετούς ΟΕΔ από εκείνες του γερμανικού 10ετούς κρατικού ομολόγου ήταν χαμηλότερη στις 29.11.2019 σε σύγκριση με το τέλος του 2018, μειωμένη περισσότερο από ό,τι οι αντίστοιχες διαφορές ομολόγων άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ με χαμηλή διαβάθμιση (spread: Ελλάδα 183 μ.β. (-238 μ.β.), Ιταλία 169 μ.β.

<sup>10</sup> Η μέση τιμή του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας VSTOXX για την περίοδο από 1.1.2019 έως 29.11.2019 ήταν 15,2 μονάδες, δηλ. περίπου στα ίδια επίπεδα με την αντίστοιχη περίοδο του 2018 (τιμή: 14,9 μονάδες).

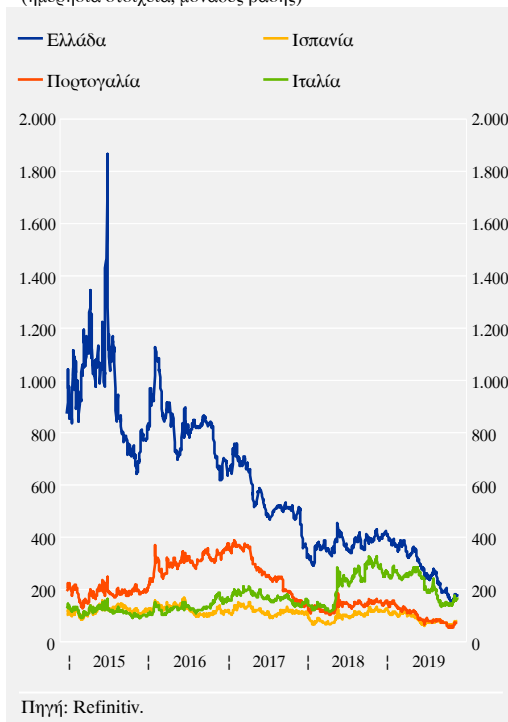
(-83 μ.β.), Ισπανία 79 μ.β. (-45 μ.β.) και Πορτογαλία 76 μ.β. (-78 μ.β.) (βλ. Διάγραμμα VI.11).

Κατά συνέπεια, αυξήθηκε η ζήτηση για νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που φαίνεται από τη σημαντική μείωση των τοκομεριδίων και των αποδόσεων στις νέες εκδόσεις. Συγκεκριμένα, το Φεβρουάριο και το Μάρτιο του 2019 εκδόθηκαν ένα 5ετές και ένα 10ετές ΟΕΔ, με τα οποία αντλήθηκαν 5 δισεκ. ευρώ, ενώ τα ετήσια τοκομερίδιά τους είναι 3,45% και 3,9% αντίστοιχα. Τον Ιούλιο εκδόθηκε τίτλος επταετούς διάρκειας με τοκομερίδιο 1,875%, με τον οποίο αντλήθηκαν επιπλέον 2,5 δισεκ. ευρώ. Τέλος, τον Οκτώβριο ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) δέχθηκε εκ νέου προσφορές (re-opening) 1,5 δισεκ. ευρώ για το υφιστάμενο 10ετές ομόλογο αναφοράς, για το οποίο εκδηλώθηκε πολύ ισχυρή ζήτηση, 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 η συμμετοχή θεσμικών επενδυτών από το εξωτερικό ήταν ιδιαίτερα μεγάλη.

Την ίδια περίοδο παρατηρήθηκε σημαντική μείωση στις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου (μέσο σταθμικό κόστος εντόκων γραμματίων 3 έως 12 μηνών: Ιανουάριος-Νοέμβριος 2019: 0,41%, Ιανουάριος-Νοέμβριος 2018: 0,93%). Αξιοσημείωτη είναι η έκδοση, για πρώτη φορά, τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με αρνητική απόδοση. Σημαντική είναι η μείωση του υφιστάμενου αποθέματος εντόκων γραμματίων, η οποία, σε συνδυασμό με την αύξηση της έκδοσης μακροπρόθεσμων τίτλων, επιφέρει επιμήκυνση της μεσοσταθμικής διάρκειας του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, κατά την υπό επισκόπηση περίοδο, το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την έκδοση εντόκων γραμματίων 3, 6 και 12 μηνών, αντλώντας 25,3 δισεκ. ευρώ, δηλ. περίπου 6,5 δισεκ. ευρώ λιγότερα από ό,τι το προηγούμενο έτος (ποσό έκδοσης για το αντίστοιχο διάστημα του 2018: 31,8 δισεκ. ευρώ).

**Διάγραμμα VI.11 Διαφορά απόδοσης (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων της Ελλάδος, Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιταλίας έναντι της Γερμανίας (1.1.2015-29.11.2019)**

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



Όσον αφορά τις συναλλαγές επί ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στην εγχώρια αγορά, την περίοδο 1.1.2019-29.11.2019 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ να ανέρχεται σε περίπου 35 εκατ. ευρώ, σε σύγκριση με περίπου 20 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2018, υποδηλώνοντας τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας των τίτλων στην εγχώρια αγορά. Βέβαια, η συναλλακτική δραστηριότητα στην ΗΔΑΤ εξακολουθεί να αποτελεί μικρό μέρος των συνολικών συναλλαγών σε ελληνικούς τίτλους σε σχέση με το σύνολο των διακανονισμένων συναλλαγών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), στο οποίο την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2019 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών αυξήθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2018 (σε 567 εκατ. ευρώ από 347 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2018).



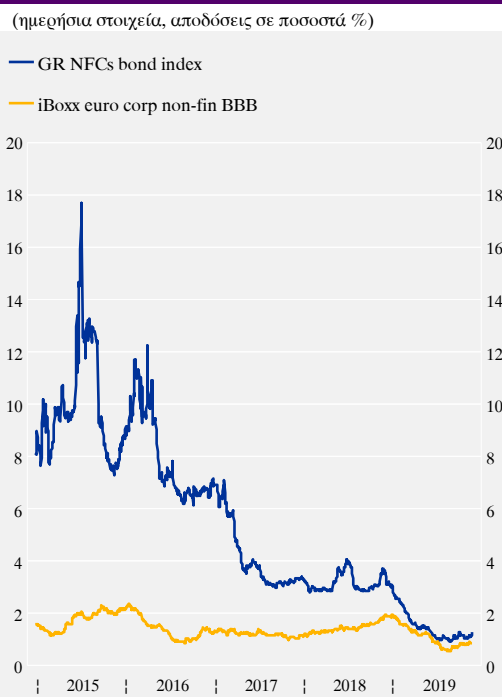
Από τις εξελίξεις στα ελληνικά κρατικά ομόλογα την υπό επισκόπηση περίοδο διαφαίνονται (α) η βελτίωση της “υποδεικνυόμενης από την αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης” (βλ. Πλαίσιο VI.1 του παρόντος κεφαλαίου) και (β) η προοπτική μείωσης του κόστους του δημόσιου χρέους, εφόσον συνεχιστεί η πτώση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά. Ικανή συνθήκη για τη συνέχιση της πτωτικής τάσης και την παγίωση χαμηλού επιπέδου αποδόσεων και, κυρίως, τοκομεριδίων είναι η αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας σε πιστοληπτική αξιολόγηση εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Πλαίσιο VI.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.

### 5.3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν διευκολυντικές συνολικά κατά την υπό επισκόπηση περίοδο του 2019, καθώς η ροπή για “αναζήτηση αποδόσεων” διεθνώς ωφέλησε ιδιαίτερα τα ομόλογα επιχειρήσεων με εύρωστα θεμελιώδη μεγέθη, αλλά χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις των υφιστάμενων ομολόγων μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων διαμορφώθηκαν σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα VI.12) και αυξήθηκε η εκδοτική δραστηριότητα των ελληνικών επιχειρήσεων, ιδιαίτερα από το γ' τρίμηνο του έτους, ενώ το κόστος δανεισμού στις νέες εκδόσεις αποκλιμακώθηκε.

Συγκεκριμένα, στις 29.11.2019 η μεσοσταθμική απόδοση των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές, όπως καταγράφεται από το δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος, βρισκόταν στο 1,31% (171 μ.β. χαμηλότερα από το επίπεδο της 31.12.2018). Η μεγάλη μείωση των αποδόσεων προέκυψε καθώς ομόλογα τα

**Διάγραμμα VI.12 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (1.1.2015-29.11.2019)**



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Refinitiv (iBoxx euro corp. non-fin BBB).  
 Σημείωση: Ο δείκτης απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων από το Δεκέμβριο του 2012 και εξής. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη αναλύεται στο Οικονομικό Δελτίο 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014, σελ. 69-90. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC index).

οποία είχαν εκδοθεί με υψηλότερα τοκομερίδια αντικαταστάθηκαν από πιο πρόσφατες εκδόσεις οι οποίες έχουν χαμηλότερα τοκομερίδια, ως συνέπεια κυρίως του ευνοϊκότερου επενδυτικού κλίματος διεθνώς. Έτσι, η μέση σταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδοθεί σε διεθνείς αγορές συνέκλινε σημαντικά προς τις αποδόσεις αντίστοιχων ομολόγων, με διαβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία, από άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (ενδεικτικά, στις 29.11.2019: iBoxx euro non-fin BBB 0,85% και iBoxx euro non-fin AAA 0,37%).

Οι περισσότεροι διευκολυντικές συνθήκες στις διεθνείς αγορές, σε συνδυασμό με το ευνοϊ-

κότερο επενδυτικό κλίμα για την ελληνική οικονομία, συνέβαλαν στην αυξημένη εκδοτική δραστηριότητα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο κάθε έτους της περιόδου 2015-2018), μέσω της οποίας οι εν λόγω επιχειρήσεις κάλυψαν ανάγκες αναχρηματοδότησης ομολόγων και δανείων.

Συγκεκριμένα, την περίοδο Σεπτεμβρίου-Νοεμβρίου 2019 εκδόθηκαν τρία νέα ομόλογα σε διεθνείς αγορές, συνολικού ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ, ενώ τα τοκομερίδιά τους ήταν ιδιαίτερα χαμηλά, πλησίον των αποδόσεων των υφιστάμενων ομολόγων των εν λόγω εταιριών στη δευτερογενή αγορά. Συνολικά, η ακαθάριστη αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, κυρίως μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα ανέρχεται σε 9,2 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 4,9 δισεκ. ευρώ. Επισημαίνεται ότι σε μεγάλο βαθμό οι νέες εκδόσεις χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή τραπεζικού δανεισμού, μειώνοντας έτσι το μέσο σταθμικό κόστος δανεισμού των εκδοτριών, ή αντικαθιστούν τις λήγουσες, ενώ παραμένει ένα μέρος των εκδόσεων ως κεφάλαιο κίνησης. Επιπλέον, στην εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων εκδόθηκαν τέσσερα νέα ομόλογα, συνολικής αξίας περίπου 530 εκατ. ευρώ, επίσης με χαμηλότερα σε σχέση με το παρελθόν τοκομερίδια. Έτσι, τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια μέσω της εγχώριας αγοράς εταιρικών ομολόγων ανέρχονται σε περίπου 1,4 δισεκ. ευρώ από την έναρξη λειτουργίας της το 2017.

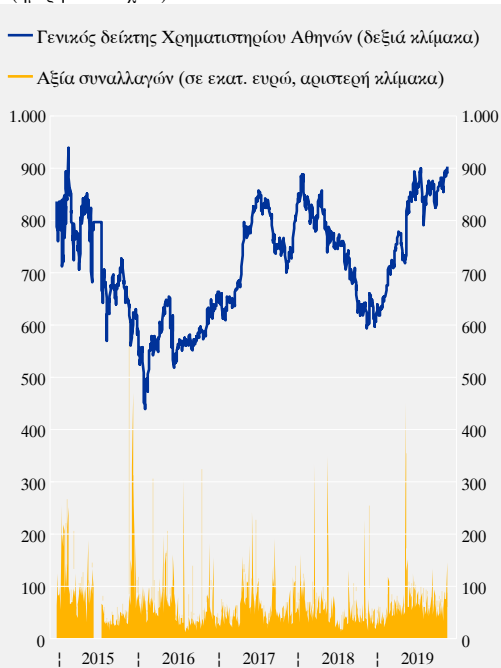
## 5.4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 5.4.1 Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) το διάστημα 1.1.2019-29.11.2019 ακολούθησαν έντονα ανοδική τάση (βλ. Διάγραμμα VI.13), λόγω της βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος και της μείωσης της μεταβλητότητας διεθνώς, αλλά και λόγω της ισχυρής

**Διάγραμμα VI.13 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (1.1.2015-29.11.2019)**

(ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.  
Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές, με βάση την Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας, ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

ζήτησης ειδικότερα για ελληνικά αξιόγραφα εκ μέρους διεθνών επενδυτών. Η ισχυρή απόδοση του γενικού δείκτη, σε σύγκριση με το επίπεδο του στις αρχές του έτους, αποτελεί σημαντική εξέλιξη, ιδιαίτερα στο τρέχον περιβάλλον χαμηλών αποδόσεων διεθνώς.

Ειδικότερα, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) κατέγραψε άνοδο 49% το διάστημα από 31.12.2018 έως 29.11.2019, καθώς η ανοδική τάση που είχε παρατηρηθεί την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου ενισχύθηκε μετά τις ευρωπαϊκές εκλογές και την προκήρυξη εθνικών εκλογών. Η επίδοση αυτή του ΓΔΧΑ ήταν η καλύτερη τόσο μεταξύ όλων των ευρωπαϊκών αγορών όσο και έναντι άλλων αγορών ανεπτυγμένων οικονομιών παγκοσμίως. Αντίστοιχα, την ίδια περίοδο, ο τραπεζικός κλάδος κατέγραψε πολύ ισχυρή άνοδο (κατά 111,5%), υποδηλώνοντας τη δια-

μόρφωση θετικών προσδοκιών για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι οποίες ενισχύθηκαν μετά την έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή του σχεδίου της Πολιτείας γνωστού με το όνομα “Ηρακλής”. Ο δείκτης των βιομηχανικών και συναφών εταιριών επίσης σημείωσε σημαντική άνοδο το ίδιο διάστημα (κατά περίπου 39,2%), σε συνάφεια με τη βελτίωση της κερδοφορίας των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών για το διάστημα από 1.1.2019 έως 29.11.2019) παρέμεινε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και ανήλθε σε 67,2 εκατ. ευρώ, αυξημένη έναντι 56,4 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2018.

#### 5.4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Το πρώτο εξάμηνο του 2019 σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2018, ο κύκλος εργασιών και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) 129 εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εμφάνισαν μικρή αύξηση, περίπου 2%. Υποχώρηση ωστόσο παρατηρήθηκε στα κέρδη πριν από φόρους (EBIT),<sup>11</sup> τα οποία επηρεάστηκαν σε σημαντικό βαθμό από την κερδοφορία των εταιριών του κλάδου 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.

Τέλος, μείωση παρατηρήθηκε στους δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων<sup>12</sup> και στο δείκτη του περιθωρίου κέρδους<sup>13</sup> (οι οποίοι διαμορφώθηκαν σε 1,3%, 4,2% και 3,6% αντίστοιχα), αμετάβλητος παρέμεινε ο δείκτης ρευστότητας<sup>14</sup> (σε 1,2%), ενώ ο δείκτης μόχλευσης<sup>15</sup> παρέμεινε σε επίπεδα άνω του 100%, εμφανίζοντας αύξηση

καθώς οι εισηγμένες επιχειρήσεις, κατά μέσο όρο και ανεξαρτήτως κλάδου, αύξησαν τα δανειακά κεφάλαιά τους, καθώς βελτιώθηκαν περαιτέρω οι συνθήκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Σημειώνεται βέβαια ότι οι επιχειρήσεις που ανήκουν στο άνω τεταρτημόριο (δηλ. το υψηλότερο 25%) με βάση την κεφαλαιοποίησή τους έχουν συντελεστή μόχλευσης (λόγος 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).

## 6 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Τα κύρια χαρακτηριστικά των εξελίξεων την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2019 ήταν (α) η αυξημένη λειτουργική κερδοφορία σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2018, η οποία στηρίχθηκε, ωστόσο, σε σημαντικό βαθμό σε μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις, (β) η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικά επίπεδα, (γ) η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών και (δ) η περαιτέρω αποκλιμάκωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ),<sup>16</sup> το οποίο

<sup>11</sup> Επισημαίνεται ότι τα καθαρά κέρδη σχεδόν διπλασιάστηκαν, ωστόσο σημαντική συμβολή στην εξέλιξη αυτή είχε η εφαρμογή μειωμένου φορολογικού συντελεστή για το 2019. Για το λόγο αυτό, η ανάλυση που παρατίθεται στο κείμενο περιορίζεται σε μεγέθη κερδοφορίας που δεν επηρεάζονται από το φορολογικό συντελεστή.

<sup>12</sup> Λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο όρο των συνολικών και των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα.

<sup>13</sup> Κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις.

<sup>14</sup> Κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

<sup>15</sup> Λόγος συνολικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια.

<sup>16</sup> 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). Πάντως ο ορισμός των “ανοιγμάτων” είναι ευρύτερος εκείνου των “δανείων”, διότι, εκτός από όλα τα χρεωστικά μέσα (δάνεια και προκαταβολές, χρεωστικοί τίτλοι, ανοίγματα σε κεντρικές τράπεζες κ.λπ.), περιλαμβάνει και τα ανοίγματα εκτός ισολογισμού. Καθώς τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα όσον αφορά χρεωστικά μέσα εκτός δανείων είναι αμελητέα, σε συνδυασμό με το ότι οι ορισμοί της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΑΤ) καλύπτουν μόνο τα εντός ισολογισμού στοιχεία, η ανάλυση στην παρούσα ενότητα αναφέρεται σε ΜΕΔ και όχι σε μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (ΜΕΑ), για λόγους ομοιομορφίας με τους ορισμούς της ΕΑΤ.

## 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.

ωστόσο παραμένει ιδιαίτερα υψηλό. Θετική εξέλιξη στην αντιμετώπιση του προβλήματος των ΜΕΔ αποτελεί η έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή του σχεδίου της Πολιτείας για την αντιμετώπιση των ΜΕΔ με το όνομα “Ηρακλής”. Δεδομένου όμως του μεγέθους του προβλήματος, το βήμα αυτό δεν είναι αρκετό και πρέπει σε αμέσως επόμενο στάδιο να συμπληρωθεί και από άλλες λύσεις που θα αντιμετωπίσουν συνολικά το πρόβλημα, μαζί με τα ζητήματα που θέτει η αναβαλλόμενη φορολογία.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 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. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα έσοδα από τοκοφόρες εργασίες, τα οποία αποτελούν τα 3/4 περίπου των λειτουργικών εσόδων (έναντι 58% περίπου κατά μέσο όρο στην ΕΕ), συνέχισαν να μειώνονται, κυρίως εξαιτίας της συρρίκνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών.<sup>17</sup> Επίσης, τα καθαρά έσοδα από προμήθειες εμφάνισαν μικρή μείωση σε ετήσια βάση και αποτελούν περίπου το 15% των εσόδων των ελληνικών τραπεζών (τρίτο χαμη-

<sup>17</sup> Προκύπτει αφενός από μείωση των δανείων (οι αποπληρωμές υπερβαίνουν τις νέες εξαμειύσεις) και αφετέρου από την πώληση θυγατρικών στο εξωτερικό.

λότερο ποσοστό 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 (64%). 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 μη εξυπηρετούμενων δανείων και της βελτίωσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της χρηματοοικονομικής κατάστασης νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Αντίθετα, αυξημένες ήταν οι λοιπές ζημίες απομείωσης.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων 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, εκ των οποίων περίπου το 1/3 εμφανίζει δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων κάτω από 5% και το 90% εμφανίζει δείκτη κάτω από 10%.

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 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 ομολογίων μειωμένης εξασφάλισης που προσμετρώνται στα ίδια κεφάλαια κατηγορίας 2 (Tier 2), (γ) της καταγραφής κερδών μετά από φόρους, και (δ) του υψηλότερου αποθέματος ομολόγων που αποτιμώνται στην

εύλογη αξία μέσω των λοιπών συνολικών εσόδων και καταχωρούνται στην καθαρή θέση (FVTOCI). Είναι αξιοσημείωτο ότι πάνω από το ήμισυ των κεφαλαίων των τραπεζών αποτελείται από κεφάλαια από 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 (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 (MREL).

Αναφορικά με την ποιότητα του εγχώριου χαρτοφυλακίου δανείων,<sup>18</sup> τα ΜΕΔ ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019 σε 71,2 δισεκ. ευρώ,<sup>19</sup> μειωμένα κατά 10,6 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2018 και κατά περίπου 36 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 7,1 δισεκ. ευρώ και σε διαγραφές ύψους 3,1 δισεκ. ευρώ. Γενικά, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, παρά τις βελτιώσεις στο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον, οι εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω αναδιαρθρώσεων δανείων, εισπράξης καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.) παραμένουν περιορισμένες.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων<sup>20</sup> παρέμεινε το Σεπτέμβριο του 2019 σε υψηλό επίπεδο (42,1%). Ως προς τις επι-

<sup>18</sup> Τα στοιχεία για την ποιότητα χαρτοφυλακίου αφορούν το σύνολο των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών.

<sup>19</sup> Αφορά τα εντός ισολογισμού στοιχεία. Αν συμπεριληφθούν και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώνεται σε 72,8 δισεκ. ευρώ.

<sup>20</sup> 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.



μέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 43,0% για το στεγαστικό, 49,7% για το καταναλωτικό και 40,4% 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 (64,2% και 55,3% αντίστοιχα). Καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (22,4%) και στο χαρτοφυλάκιο των ναυτιλιακών δανείων (17,4%).

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΔ, το 48,9% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγεληθεί από τις τράπεζες, το 30,8% δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και το 20,3% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγεληθεί. Επίσης, υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανειοληπτών (14,4% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων) που έχουν αιτηθεί νομική προστασία. Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης ανήλθε σε 44,2%.

Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2019 το υπόλοιπο των ΜΕΔ που συνδέονταν με ρυθμίσεις ανερχόταν σε 26,4 δισεκ. ευρώ (δηλ. 37% του συνόλου των ΜΕΔ).<sup>21</sup> Θετική εξέλιξη αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη οι τράπεζες συνομολογούν κυρίως λύσεις ρύθμισης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για τα ΜΕΔ (53,8% του συνόλου των ρυθμίσεων το εννεάμηνο του 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>22</sup>

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 27,3% των μακροχρόνιων

ρυθμίσεων και το 61,9% των βραχυχρόνιων ρυθμίσεων, η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Τα εν λόγω ποσοστά αυξάνονται σε 40,4% και 83,2% 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 το σχέδιο “Ηρακλής”, το οποίο σε επόμενο στάδιο θα μπορούσε να συνεπικουρηθεί από τη λύση που έχει προτείνει η Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>23</sup> η οποία προβλέπει τη μεταβίβαση σημαντικού μέρους των ΜΕΔ μαζί με μέρος της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTCs) που είναι εγγεγραμμένη στους ισολογισμούς των τραπεζών, σε Εταιρίες Ειδικού Σκοπού (NPL & DTC carve-out). Η λύση αυτή αντιμετωπίζει με συστηματικό τρόπο δύο πολύ σημαντικά προβλήματα ταυτόχρονα: τα ΜΕΔ και τις αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις, και επιτρέπει, υπό προϋποθέσεις, τη διαμόρφωση μονοψήφιων ποσοστών ΜΕΔ εντός τριετίας.

Μια αποφασιστική και συστημική λύση στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων κρίνεται ως υψίστης σημασίας. Έτσι, οι τράπεζες θα μπορέσουν να επικεντρωθούν σε καίρια ζητήματα που αφορούν το μέλλον: σύγχρονα επιχειρηματικά μοντέλα, αναζήτηση νέων επιχειρηδών αναπτυξιακών ευκαιριών και δραστηριοτήτων, νέες ψηφιακές και άλλες τεχνολογίες και, πάνω απ’ όλα, πιστοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

<sup>21</sup> Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων τα οποία εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 40,5 δισεκ. ευρώ.

<sup>22</sup> Με τη λύση αυτή, η οφειλή διαχωρίζεται σε δύο τμήματα (tranches): (α) στο τμήμα του δανείου το οποίο ο δανειολήπτης εκτιμάται ότι έχει την οικονομική δυνατότητα να αποπληρώσει και (β) στο υπόλοιπο τμήμα του δανείου, το οποίο τακτοποιείται μεταγενέστερα με ρευστοποίηση περιουσίας ή άλλων ειδών διευθέτησης, η οποία συμφωνείται εξ αρχής από τα δύο μέρη.

<sup>23</sup> Βλ. Ειδικό θέμα Ι: “Πρόταση συστημικής διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Νοέμβριος 2018.

## ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

*Η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων υποδηλώνει μείωση της αποτίμησης των κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε επίπεδο που αντιστοιχεί με εκείνο ομολόγων κρατών με διαβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία. Προκειμένου να διερευνηθούν οι προοπτικές αντίστοιχης βελτίωσης στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις για την ελληνική οικονομία, κατασκευάστηκε κατάλληλο οικονομετρικό εργαλείο, το οποίο επιτρέπει την αναπαραγωγή του ποσοτικού σκέλους των πιστοληπτικών αξιολογήσεων. Εκτιμάται ότι η βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών και η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων θα επιφέρουν βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος κατά μία βαθμίδα (notch), ενώ επίσης βελτίωση κατά μία βαθμίδα θα επιφέρει η άνοδος της θέσης της χώρας στους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας, με βάση τα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα και δεν έχουν ληφθεί υπόψη ακόμη από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Τέλος, για την αναβάθμιση της χώρας στην επενδυτική κατηγορία κρίνεται απαραίτητη η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων ώστε να επιτευχθεί η επάνοδος των δεικτών διακυβέρνησης στα προ κρίσης επίπεδα.*

### Η σημασία των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των κρατών

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις του αξιόχρεου των κρατών (sovereign credit ratings) αποτελούν το πλέον διαδεδομένο μέτρο εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου στα κρατικά ομόλογα, καθώς παρέχουν πληροφόρηση ως προς τη σχετική πιστοληπτική ικανότητα των κρατών. Χρησιμεύουν στην αξιολόγηση των κινδύνων των επενδύσεων σε κρατικά ομόλογα, ενώ στην ευρωζώνη έχουν ιδιαίτερη σημασία και σε συνάρτηση με το ρυθμιστικό πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, καθώς η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δεν δέχεται κρατικά ομόλογα με πιστοληπτική διαβάθμιση χαμηλότερη της επενδυτικής κατηγορίας<sup>1</sup> ως ενέχυρο στις πράξεις αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Πέρα από τους οίκους αξιολόγησης όμως, η αποτίμηση των κινδύνων των κρατικών ομολόγων γίνεται και από τις αγορές, και αποτυπώνεται στο ύψος των αποδόσεων των ομολόγων. Έτσι, η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων από το τέλος του β' τριμήνου του 2019 υποδηλώνει βελτίωση της αποτίμησης των κινδύνων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

### Πώς αξιολογεί τα ελληνικά κρατικά ομόλογα η αγορά ομολόγων;

Με βάση σχετική οικονομετρική μεθοδολογία<sup>2</sup> είναι δυνατή η εκτίμηση της “υποδεικνυόμενης από την αγορά πιστοληπτικής διαβάθμισης” (market implied rating), μέσα από την ταξινόμηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε κάθε χρονική στιγμή. Οι εκτιμήσεις υποδηλώνουν ότι η αγορά αποτιμά ευνοϊκότερα τον κίνδυνο των ελληνικών κρατικών ομολόγων από ό,τι οι οίκοι αξιολόγησης, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Α. Συγκεκριμένα, στα τέλη Νοεμβρίου οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων βρίσκονταν σε επίπεδα αρκετά χαμηλότερα των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων με όμοια πιστοληπτική αξιολόγηση, καθώς στις 29.11.2019 τα δεκαετή κρατικά ομόλογα που αξιολογούνται στα κάτω όρια της διαβάθμισης BB (δηλ. το άνω όριο της τρέχουσας αξιολόγησης του ελληνικού χρέους) είχαν μέση απόδοση περίπου 6,07%, ενώ η απόδοση του 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου ήταν 1,48% (με ημερησία τυπική απόκλιση

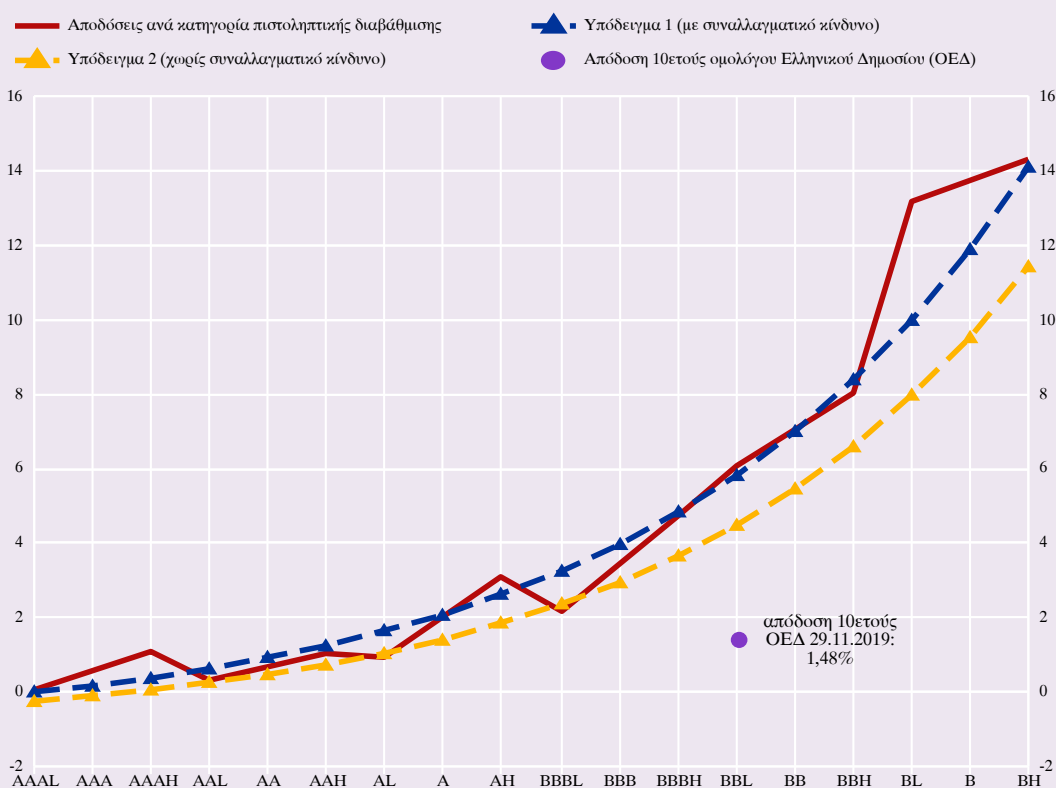
1 Στην επενδυτική κατηγορία ανήκουν διαβαθμίσεις ίσες ή καλύτερες του BBB-/Baa3.

2 Η εκτίμηση έγινε βάσει της μεθοδολογίας της μελέτης: Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2018), “The re-pricing of sovereign risks following the Global Financial Crisis”, *Journal of Empirical Finance* 49, 39-56.

0,13%). Ακόμη και αν απομονωθεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος, το χαμηλό εύρος των αποδόσεων της κατηγορίας BB κυμαίνεται περί το 4,5% (με τυπική απόκλιση 0,18%). Επιπλέον, η τρέχουσα απόδοση των 10ετών ελληνικών κρατικών ομολόγων είναι χαμηλότερη από τη μέση απόδοση, χωρίς συναλλαγματικό κίνδυνο, της κατηγορίας BBB (μέση απόδοση στις 29.11.2019: 2,2%, τυπική απόκλιση 0,11%).<sup>3</sup> Αντίστοιχη εικόνα λαμβάνεται και για τις υπόλοιπες διάρκειες των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

### Διάγραμμα Α Καμπύλη αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων με βάση την πιστοληπτική διαβάθμιση

(αποδόσεις σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Refinitiv και Τράπεζα της Ελλάδος (οικονομετρικές εκτιμήσεις).

Σημειώσεις: Η κόκκινη γραμμή απεικονίζει τη μέση απόδοση για κάθε διαβάθμιση (rating), ενώ τα άνω και κάτω όρια κάθε κατηγορίας προσδιορίζονται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων. Οι διακεκομμένες γραμμές (μπλε και κίτρινη) απεικονίζουν τις εκτιμώμενες από το οικονομομετρικό υπόδειγμα αποδόσεις (με και χωρίς συναλλαγματικό κίνδυνο αντίστοιχα). Το οικονομομετρικό υπόδειγμα εκτιμάται με δεδομένα από 59 κράτη διεθνώς, με ημερήσια συχνότητα στοιχείων για την περίοδο 2009-2019.

Η εξέλιξη των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων τεκμαίρεται ότι επιδρά στις αξιολογήσεις των κρατών από τους σχετικούς οίκους.<sup>4</sup> Κατά συνέπεια, η διατήρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων στα σημερινά χαμηλά επίπεδα ενδέχεται να επηρεάσει τη στάση ορισμένων οίκων, οδηγώντας είτε σε αναβάθμιση είτε σε βελτίωση των προοπτικών. Πρέπει να επισημανθεί όμως ότι οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις είναι ιδιαίτερα επίμονες και οι μεταβολές τους

<sup>3</sup> Η πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας είναι: Fitch: BB- (stable outlook), DBRS: BB(low) (positive outlook), Standard and Poor's: BB- (positive outlook) και Moody's: B1 (stable outlook).

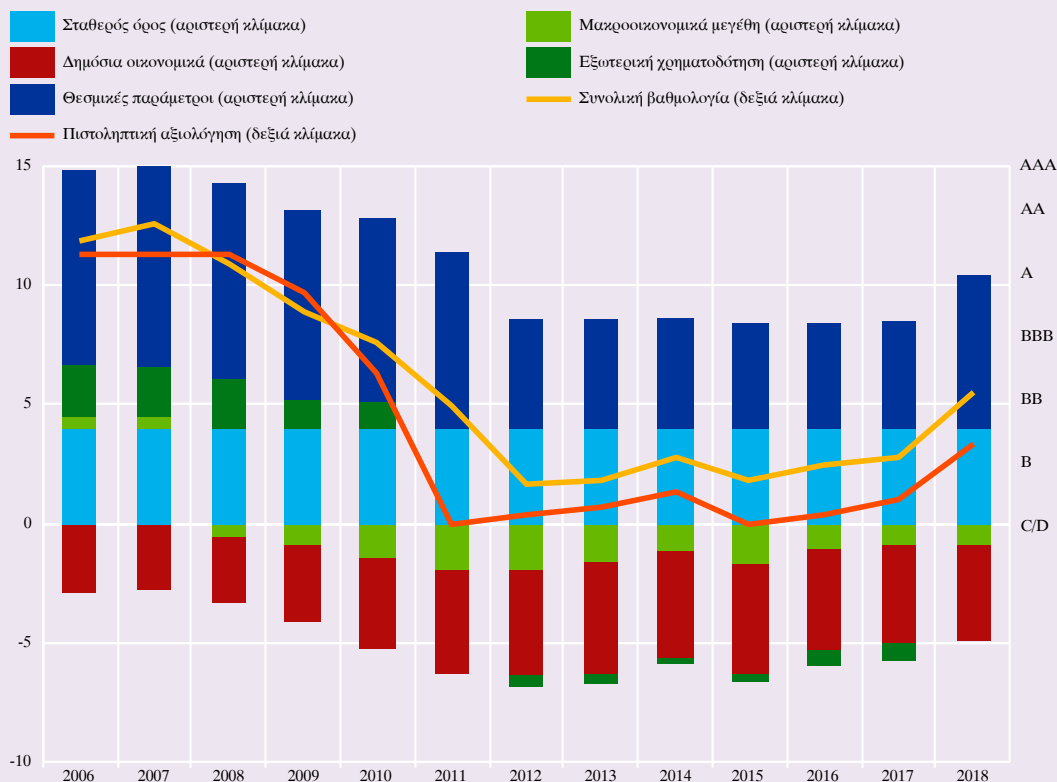
<sup>4</sup> Μεταξύ άλλων, βλ. Standard and Poor's, "Sovereign Ratings Methodology", 18.12.2017, και Lennkh, R.A. and E. Moshhammer (2018), "An Analysis of the Degree, Changes and Source of Moody's Judgement", European Stability Mechanism, Working Paper no. 27.

ενέχουν ασυμμετρίες, καθώς οι αναβαθμίσεις είναι πιο σπάνιες και πιο αργές από τις υποβαθμίσεις. Τέλος, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των κρατικών ομολόγων προσδιορίζονται και από ευρύτερους παράγοντες και όχι μόνο από τις ομολογιακές αποδόσεις.

### Ποιες είναι οι παράμετροι των πιστοληπτικών αξιολογήσεων;

Η μεθοδολογία των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των κρατών αποτελείται από δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο αξιολογείται ποσοτικά μια σειρά από θεμελιώδη μεγέθη των οικονομιών, που εμπίπτουν στις γενικές κατηγορίες των μακροοικονομικών, των δημόσιων οικονομικών, του εξωτερικού τομέα και των θεσμών, σε συνδυασμό και με άλλες μεταβλητές που αφορούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τα νομισματικά μεγέθη κ.λπ. Στο στάδιο αυτό βαθμολογούνται, με βάση ταξινομήσεις και σταθμίσεις, τα μεγέθη κάθε οικονομίας και εξάγεται η συνολική βαθμολογία, η οποία αντιστοιχεί σε κάποια από τις ταξινομήσεις των διαβαθμίσεων. Στο δεύτερο στάδιο γίνεται προσαρμογή των βαθμολογιών του πρώτου σταδίου, από επιτροπές εμπειρογνομόνων, με βάση τις προοπτικές και τους κινδύνους που ενδεχομένως θα επηρεάσουν τις οικονομίες των υπό αξιολόγηση κρατών. Η προσαρμογή αυτή περιορίζεται, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε δύο ή τρεις βαθμίδες (notches).

**Διάγραμμα Β Συμβολή των θεμελιωδών μεγεθών στην πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας**



Πηγές: Fitch ratings (πιστοληπτικές αξιολογήσεις) και Τράπεζα της Ελλάδος (οικονομολογικές εκτιμήσεις).  
 Σημείωση: Οι κάθετες ορθές υποδηλώνουν τη συνολική βαθμολογία κάθε κατηγορίας μεταβλητών, η οποία υπολογίζεται ως το άθροισμα των βαθμολογιών των επιμέρους μεταβλητών κάθε κατηγορίας. Για τον υπολογισμό των βαθμολογιών των επιμέρους μεταβλητών χρησιμοποιούνται οι σταθμίσεις που εξάγονται από την εκτίμηση του σχετικού οικονομολογικού υποδείγματος. Η κίτρινη γραμμή υποδηλώνει το επίπεδο της συνολικής βαθμολογίας για την Ελλάδα σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη, ενώ η πορτοκαλί γραμμή είναι η μέση πιστοληπτική αξιολόγηση των τριών μεγάλων οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης (Fitch, Moody's, Standard and Poor's). Οι κάθετες ορθές αντιστοιχίζονται στην αριστερή κλίμακα, ενώ οι γραμμές στη δεξιά κλίμακα.

Ομοίως, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις και για την ελληνική οικονομία ακολουθούν με στενή συνάφεια, χωρίς να ταυτίζονται, την αξιολόγηση που εξάγεται από τα θεμελιώδη μεγέθη της (βλ. Διάγραμμα Β). Δεδομένου ότι η τρέχουσα αξιολόγηση υπολείπεται τουλάχιστον 3 βαθμίδες από την επενδυτική κατηγορία, γίνεται εμφανής η σημασία της βελτίωσης των βαθμολογιών των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας, προκειμένου να καταστεί εφικτή η αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία.<sup>5</sup>

Προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα ως προς την επίδραση ενδεχόμενων και αναμενόμενων εξελίξεων στην ελληνική οικονομία, κατασκευάστηκε οικονομετρικό υπόδειγμα που επιτρέπει την αποτύπωση της συμβολής των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις της. Χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για τις μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη στα ποσοτικά εργαλεία από τους τρεις μεγάλους οίκους (Fitch, Moody's, Standard and Poor's) και είναι κοινές και για τους τρεις. Με βάση το οικονομετρικό υπόδειγμα αναπαράχθηκαν οι επιμέρους βαθμολογίες για τις τέσσερις γενικές κατηγορίες μεταβλητών, για το διάστημα 2006-2018, οι οποίες παρουσιάζονται με τις κάθετες ράβδους στο Διάγραμμα Β.

Από το Διάγραμμα Β γίνεται εμφανές ότι η υποβάθμιση από την επενδυτική κατηγορία, στην οποία κατατασσόταν η ελληνική οικονομία έως το 2009, στα χαμηλότερα επίπεδα του 2011-12 επήλθε κυρίως ως αποτέλεσμα της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας και της αύξησης του δημόσιου χρέους. Αντίστοιχα, η σχεδόν αδιάκοπη, από το 2013 και ύστερα, αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας οφείλεται κυρίως: (α) στη δημοσιονομική προσαρμογή, (β) στη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, (γ) στη μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους και (δ) στην απομάκρυνση χρονικά από την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους (PSI) που έλαβε χώρα το 2012.

#### **Ποιες είναι οι προϋποθέσεις για μια αναβάθμιση της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία;**

Προκειμένου να απαντηθεί το ανωτέρω ερώτημα, εξετάστηκε η επίδραση των αναμενόμενων μακροοικονομικών και δημοσιονομικών εξελίξεων στις βαθμολογίες των αντίστοιχων θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας (βλ. Διάγραμμα Γ). Η αναμενόμενη αύξηση του ΑΕΠ, το αναμενόμενο πρωτογενές πλεόνασμα και η αναμενόμενη μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ το 2020 θα επιφέρουν βελτίωση στις βαθμολογίες πολλαπλών μεγεθών που συνεκτιμώνται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Αν συνυπολογιστεί η απομάκρυνση χρονικά από την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους το 2012, η συνολική επίπτωση των αναμενόμενων εξελίξεων θα επιφέρει βελτίωση ικανή να οδηγήσει σε αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα.

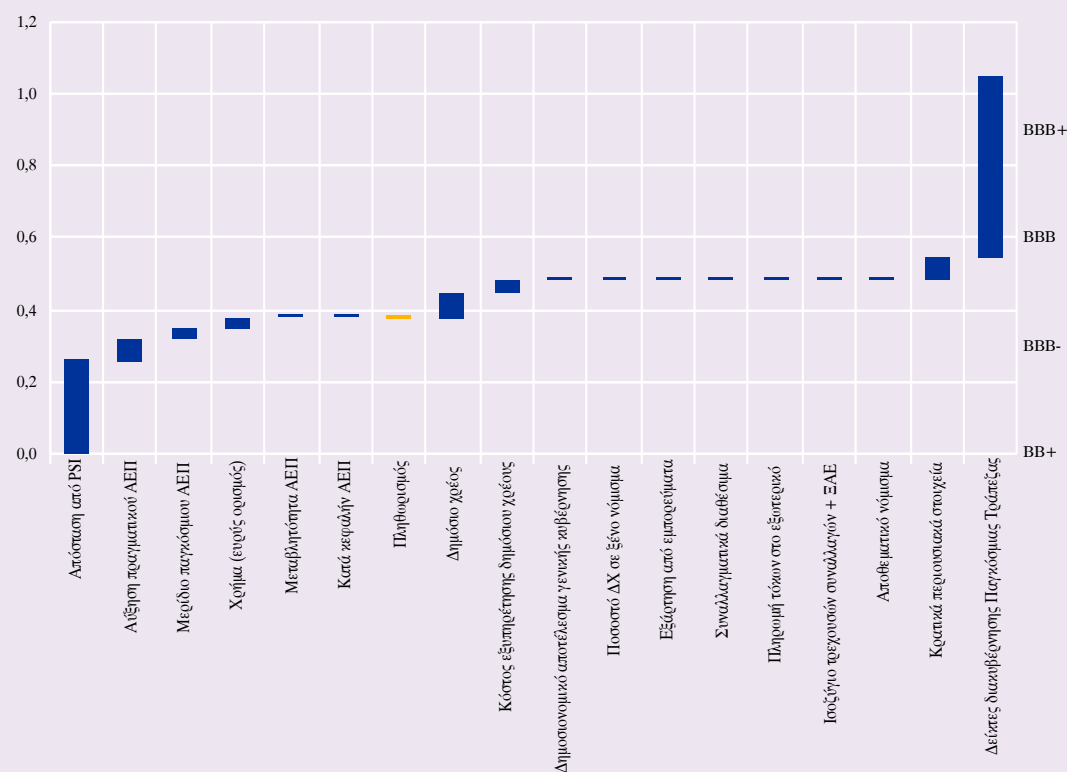
Επίσης θετική συμβολή θα είχε και η βελτίωση των καθαρών απαιτήσεων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι του εξωτερικού λόγω πρόωρης αποπληρωμής χρέους προς το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, αλλά όχι ικανή ώστε να οδηγήσει στην απαιτούμενη αναβάθμιση κατά δύο βαθμίδες. Επισημαίνεται ότι η μείωση του ύψους των μη εξυπηρετούμενων δανείων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος αναμένεται να έχει θετική επίδραση, η οποία όμως αφορά το ποιοτικό σκέλος της προσαρμογής της βαθμολογίας και ως εκ τούτου δεν είναι δυνατή η ποσοτικοποίησή της. Τούτων δοθέντων, λόγω και της σχετικής προσαρμογής (δεύτερο στάδιο της μεθοδολογίας), απαιτούνται αναβαθμίσεις κατά δύο βαθμίδες επιπλέον της αναμενόμενης που αντιστοιχεί στη βελτίωση των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών, προκειμένου να επιτευχθεί η άνοδος της πιστοληπτικής αξιολόγησης πάνω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

<sup>5</sup> Συγκεκριμένα, απαιτούνται αναβαθμίσεις τριών βαθμίδων (notches) από τις Fitch, DBRS και Standard and Poor's και τεσσάρων βαθμίδων από τη Moody's.



## Διάγραμμα Γ Επίδραση αναμενόμενων και ενδεχόμενων εξελίξεων στο ποσοτικό σκέλος (βαθμολογία) της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος

(βαθμολογίες σε μονάδες)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Το διάγραμμα απεικονίζει τη συμβολή της προβλεπόμενης ή ενδεχόμενης εξέλιξης κάθε μεταβλητής στη βαθμολογία που δίνεται στην ελληνική οικονομία από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Με μπλε χρώμα απεικονίζεται η αυξητική επίδραση στη βαθμολογία και με πορτοκαλί η μειωτική επίδραση. Το άθροισμα των συμβολών των επιμέρους μεταβλητών αποτελεί τη μεταβολή της συνολικής βαθμολογίας. Στην αριστερή κλίμακα απεικονίζεται η συνολική μεταβολή σε σχέση με την τρέχουσα βαθμολογία. Η δεξιά κλίμακα αντιστοιχεί τις βαθμολογίες με τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Στο ποιοτικό σκέλος της διαδικασίας της αξιολόγησης, η τρέχουσα βαθμολογία της Ελλάδος (BB+) προσαρμόζεται προς τα κάτω, κατά 2 ή 3 βαθμίδες (notches), με αποτέλεσμα να προκύπτει η τελική πιστοληπτική αξιολόγηση (BB-/BB-low/B1).

Γίνεται συνεπώς αντιληπτό ότι, προκειμένου να επιτευχθεί η αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί η βελτίωση στα διαρθρωτικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η επάνοδος της Ελλάδος στην κατάταξη που είχε στους δείκτες διακυβέρνησης (governance indicators) της Παγκόσμιας Τράπεζας προ κρίσης μπορεί να συμβάλει στην επίτευξη του παραπάνω στόχου. Συγκεκριμένα, βελτίωση που θα επιφέρει τον προβιβασμό της χώρας κατά ένα δεκατημόριο στην κατάταξη των κρατών<sup>6</sup> μπορεί να επιφέρει άνοδο της πιστοληπτικής αξιολόγησης ικανή ώστε να οδηγήσει τη βαθμολογία της ελληνικής οικονομίας σε επίπεδο αρκετά υψηλότερο από την επενδυτική κατηγορία.

Επισημαίνεται ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας, για το 2018,<sup>7</sup> η Ελλάδα βρίσκεται πλέον στο ανώτερο 62% της κατανομής, κατά μέσο όρο στους δείκτες. Κατά συνέπεια,

6 Ο μέσος όρος της κατάταξης της Ελλάδος το 2017 είναι στο 58%, ενώ βρισκόταν περίπου στο 67% το 2008. Επισημαίνεται ότι βελτίωση της τάξεως του ενός δεκατημορίου (δηλ. από το 58% στο 68%) αντιστοιχεί σε βελτίωση της θέσης της χώρας στο δείκτη διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας κατά περίπου 17 θέσεις (από τη 77η θέση το 2017, κατά μέσο όρο ανά δείκτη, στην 60η θέση).

7 Τα στοιχεία για το 2018 δημοσιεύθηκαν στις 21 Σεπτεμβρίου 2019 και δεν έχουν συμπεριληφθεί ακόμη στις βαθμολογίες των οίκων αξιολόγησης.

η ενσωμάτωση της βελτίωσης της θέσης της χώρας, σύμφωνα με τα νεότερα στοιχεία των δεικτών της Παγκόσμιας Τράπεζας στις βαθμολογίες των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, αναμένεται ότι θα επιφέρει βελτίωση της βαθμολογίας αντίστοιχη με αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα. Έτσι, θα υπολείπεται αντίστοιχη βελτίωση της θέσης της χώρας κατά άλλη μία βαθμίδα, ώστε να επιτευχθεί η αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία (δηλ. BBB-/Baa3 ή καλύτερη). Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με επιτάχυνση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η οποία θα οδηγήσει σε βελτίωση της θέσης της χώρας στους δείκτες διακυβέρνησης.

Από την περιγραφή των κριτηρίων της Παγκόσμιας Τράπεζας για κάθε δείκτη και την εξέλιξη των δεικτών για την Ελλάδα μπορούν να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα ως προς τις μεταρρυθμίσεις που είναι αναγκαίες για την ανάκαμψη της θέσης της χώρας.<sup>8</sup> Η ιστορική σύγκριση των στοιχείων για την Ελλάδα υποδηλώνει ότι υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης στους δείκτες για το κράτος δικαίου (rule of law), την ποιότητα του ρυθμιστικού περιβάλλοντος (regulatory quality) και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης (government effectiveness), καθώς το 2017 η θέση της χώρας σε αυτούς τους δείκτες ήταν πολύ πιο χαμηλά από τα προ κρίσης επίπεδα. Συγκεκριμένα, μπορεί να γίνουν μεταρρυθμίσεις που συνδέονται με την ταχύτητα της δικαστικής διαδικασίας, την ανεξαρτησία της δικαιοσύνης, τον έλεγχο της παραβατικότητας/εγκληματικότητας, τη μείωση του κόστους κανονιστικής συμμόρφωσης, την παροχή φορολογικών κινήτρων για νέες επενδύσεις, την ισότιμη μεταχείριση των νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων, τη μείωση της γραφειοκρατίας και τη βελτίωση της ποιότητας της εκπαίδευσης και των υποδομών.

### **Συμπεράσματα-προτάσεις πολιτικής**

Η πρόσφατη μείωση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου σε ιστορικό χαμηλά επίπεδα σηματοδοτεί ότι οι αγορές έχουν ήδη αναβαθμίσει το αξιόχρεο της χώρας στην επενδυτική κατηγορία. Από την άλλη πλευρά όμως, οι οίκοι αξιολόγησης συνεχίζουν να κατατάσσουν το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου τουλάχιστον τρεις βαθμίδες κάτω από την επενδυτική κατηγορία.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η αναμενόμενη βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών, η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και η βελτίωση των δεικτών διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας ως αποτέλεσμα της συνέχισης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων μπορούν να δικαιολογήσουν μια αναβάθμιση του αξιόχρεου της χώρας. Επιπλέον, προκειμένου να επιτευχθεί η αναβάθμιση του αξιόχρεου της χώρας στην επενδυτική κατηγορία, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί η πρόοδος στα διαρθρωτικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας με επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και να επιτευχθεί μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μέσω μιας συστημικής λύσης.

<sup>8</sup> Στο δείκτη “πολιτική σταθερότητα” (political stability), η βαθμολογία της Ελλάδος κατατασσόταν στο 54% της συνολικής κατανομής το 2008 και μέχρι το 2017 είχε υποχωρήσει στο 41% (2018: 50%). Στο δείκτη “κράτος δικαίου” (rule of law) υποχώρησε από το 78% το 2008 στο 56% το 2017 (2018: 59%), στο δείκτη “έλεγχος της διαφθοράς” (control of corruption) από το 61% το 2008 στο 52% το 2017 (2018: 56%), στο δείκτη “ποιότητα του ρυθμιστικού περιβάλλοντος” (regulatory quality) υποχώρησε από το 73% το 2008 στο 63% το 2017 (2018: 64%), στο δείκτη “αποτελεσματικότητα της διοίκησης” (government effectiveness) από το 72% το 2008 στο 66% το 2017 (65% το 2018) και στο δείκτη “εκπροσώπηση και λογοδοσία” (voice & accountability) από 74% το 2008 στο 70% το 2017 (2018: 75%). Για λεπτομέρειες σε σχέση με τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη στους δείκτες, βλ. <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>.



# ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



## ΠΙΝΑΚΕΣ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	168
2	Ισοζύγιο πληρωμών	169
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	170
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	171
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	172
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	173
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	174

**Πίνακας Ι Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες**

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νοπά οπωρο- κηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμε- νου έτους	
<b>2015</b>	105,5	-1,7	108,4	-2,5	101,9	-0,7	101,9	-0,5	101,1	-0,9	
<b>2016</b>	104,6	-0,8	106,6	-1,6	102,3	0,4	101,8	-0,1	100,8	-0,3	
<b>2017</b>	105,8	1,1	107,7	1,0	103,6	1,2	102,0	0,2	101,1	0,3	
<b>2018</b>	106,5	0,6	108,5	0,7	104,2	0,5	102,1	0,1	101,1	0,1	
<b>2018</b>	I	105,1	-0,1	106,7	-0,5	103,2	0,5	101,0	0,2	99,7	0,1
	II	107,2	0,5	109,4	0,6	104,6	0,5	102,9	0,1	102,2	0,0
	III	106,3	1,0	107,9	1,5	104,6	0,3	101,6	-0,1	100,6	-0,1
	IV	107,4	1,1	109,9	1,3	104,3	0,9	102,7	0,2	102,0	0,3
<b>2019</b>	I	105,8	0,7	107,2	0,4	104,2	1,0	101,2	0,2	100,0	0,3
	II	107,5	0,3	109,2	-0,2	105,7	1,1	102,8	-0,1	102,3	0,1
	III	106,2	-0,1	106,7	-1,1	106,1	1,4	101,6	0,0	101,1	0,5
<b>2017</b>	Ιαν.	104,8	1,2	107,1	1,9	102,0	0,1	100,4	-0,6	99,0	-0,5
	Φεβρ.	104,5	1,3	106,2	1,8	102,5	0,6	100,0	-0,7	98,6	-0,7
	Μάρτ.	106,3	1,7	108,6	1,9	103,6	1,5	102,2	0,1	101,3	0,2
	Απρ.	107,0	1,6	110,0	2,0	103,3	1,1	102,9	0,2	102,1	0,2
	Μάιος	106,1	1,2	107,8	0,8	104,1	1,8	102,2	0,2	101,5	0,4
	Ιούν.	106,7	1,0	108,4	0,3	104,8	2,1	103,3	0,4	102,9	0,7
	Ιούλ.	104,9	1,0	105,3	0,2	104,8	2,1	101,5	0,6	100,5	0,9
	Αύγ.	104,5	0,9	104,9	0,4	104,3	1,5	100,8	0,3	99,6	0,5
	Σεπτ.	106,5	1,0	108,8	1,0	103,6	1,0	102,9	0,3	102,1	0,3
	Οκτ.	106,6	0,7	108,8	0,3	103,9	1,3	103,0	0,4	102,4	0,6
	Νοέμ.	105,8	1,1	107,9	1,3	103,2	0,9	102,0	0,6	101,0	0,6
	Δεχ.	106,3	0,7	109,0	0,5	103,1	0,9	102,6	0,3	101,7	0,2
<b>2018</b>	Ιαν.	104,6	-0,2	106,3	-0,7	102,6	0,6	100,5	0,1	99,0	0,0
	Φεβρ.	104,5	0,1	105,8	-0,4	103,3	0,8	100,4	0,4	98,9	0,4
	Μάρτ.	106,1	-0,2	108,1	-0,4	103,7	0,1	102,2	0,0	101,2	-0,1
	Απρ.	107,1	0,0	109,6	-0,4	104,0	0,7	103,0	0,1	102,3	0,2
	Μάιος	106,7	0,6	108,6	0,7	104,6	0,5	102,4	0,1	101,5	0,0
	Ιούν.	107,8	1,0	109,9	1,4	105,2	0,4	103,3	0,0	102,8	-0,1
	Ιούλ.	105,8	0,9	106,9	1,5	104,9	0,1	101,2	-0,3	100,0	-0,5
	Αύγ.	105,5	1,0	106,5	1,5	104,6	0,3	100,8	0,0	99,5	-0,1
	Σεπτ.	107,6	1,1	110,3	1,4	104,3	0,6	102,9	0,0	102,2	0,1
	Οκτ.	108,4	1,8	111,6	2,6	104,5	0,6	103,3	0,2	102,6	0,2
	Νοέμ.	106,8	1,0	109,2	1,1	104,0	0,8	102,0	0,1	101,1	0,1
	Δεχ.	106,9	0,6	109,1	0,1	104,3	1,2	102,8	0,2	102,2	0,5
<b>2019</b>	Ιαν.	105,0	0,4	106,5	0,2	103,4	0,8	100,6	0,1	99,3	0,3
	Φεβρ.	105,2	0,6	106,2	0,5	104,2	0,9	100,5	0,2	99,2	0,3
	Μάρτ.	107,1	0,9	108,8	0,7	105,1	1,4	102,4	0,2	101,6	0,4
	Απρ.	108,1	1,0	110,4	0,7	105,5	1,5	103,3	0,3	102,8	0,5
	Μάιος	106,9	0,2	108,4	-0,1	105,4	0,7	102,1	-0,2	101,4	-0,1
	Ιούν.	107,5	-0,3	108,7	-1,1	106,2	1,0	102,9	-0,4	102,8	0,0
	Ιούλ.	105,9	0,0	105,7	-1,1	106,7	1,7	101,2	0,0	100,6	0,6
	Αύγ.	105,3	-0,2	105,3	-1,2	105,9	1,3	100,6	-0,1	99,9	0,4
	Σεπτ.	107,5	-0,1	109,2	-1,0	105,6	1,3	103,1	0,2	102,9	0,6
	Οκτ.	107,7	-0,7	109,4	-1,9	105,7	1,1	103,2	0,0	102,9	0,3
	Νοέμ.	107,1	0,2	108,5	-0,6	105,5	1,4	102,5	0,5	102,0	0,9

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.



**Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών**

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2016	2017	2018	2017	2018	2019
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (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>42,8</b>	<b>-1.357,3</b>	<b>-24,0</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>922,5</b>	<b>-170,9</b>	<b>890,0</b>
Εξαγωγές	54.408,3	61.701,7	69.532,2	47.742,9	53.434,8	56.515,5
Εισαγωγές	56.070,9	63.491,9	72.716,9	46.820,3	53.605,7	55.625,6
<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>-14.816,5</b>	<b>-16.568,0</b>	<b>-17.468,6</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>24.613,2</b>	<b>28.040,5</b>	<b>32.372,8</b>	<b>20.519,6</b>	<b>23.908,9</b>	<b>24.274,5</b>
Καύσιμα	6.162,5	7.887,8	10.016,9	5.717,4	7.343,8	6.940,1
Πλοία (πωλήσεις)	119,8	102,0	130,9	80,0	123,6	58,2
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	18.330,9	20.050,7	22.225,0	14.722,3	16.441,5	17.276,1
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>42.573,5</b>	<b>47.874,4</b>	<b>54.861,9</b>	<b>35.336,1</b>	<b>40.476,9</b>	<b>41.743,0</b>
Καύσιμα	9.148,0	11.605,4	15.197,5	8.537,1	11.193,8	10.897,2
Πλοία (αγορές)	88,4	141,9	187,7	93,4	171,5	339,1
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	33.337,1	36.127,0	39.476,7	26.705,6	29.111,6	30.506,8
<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>15.739,0</b>	<b>16.397,1</b>	<b>18.358,5</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>29.795,0</b>	<b>33.661,3</b>	<b>37.159,3</b>	<b>27.223,3</b>	<b>29.525,8</b>	<b>32.241,0</b>
Ταξιδιωτικό	13.206,7	14.630,1	16.085,8	13.021,0	14.112,6	16.088,4
Μεταφορές	12.574,4	14.473,8	16.629,9	10.797,1	12.178,8	12.847,6
Λοιπές υπηρεσίες	4.013,9	4.557,3	4.443,6	3.405,2	3.234,4	3.305,1
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>13.497,5</b>	<b>15.617,6</b>	<b>17.854,9</b>	<b>11.484,2</b>	<b>13.128,8</b>	<b>13.882,5</b>
Ταξιδιωτικό	2.005,3	1.904,7	2.191,0	1.449,6	1.605,8	2.056,1
Μεταφορές	7.988,9	9.520,6	11.044,3	6.980,8	8.059,7	8.295,0
Λοιπές υπηρεσίες	3.503,2	4.192,3	4.619,6	3.053,8	3.463,3	3.531,4
<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>-607,6</b>	<b>-1.177,2</b>	<b>-1.065,3</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.217,5</b>	<b>6.184,1</b>	<b>6.058,5</b>	<b>5.039,5</b>	<b>4.825,5</b>	<b>4.773,0</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	211,4	216,6	223,0	166,1	157,3	185,3
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	2.828,0	3.148,0	2.731,4	2.500,6	1.946,7	2.063,1
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.178,2	2.819,5	3.104,1	2.372,9	2.721,6	2.524,6
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>7.016,5</b>	<b>7.241,3</b>	<b>7.784,9</b>	<b>5.647,0</b>	<b>6.002,8</b>	<b>5.838,3</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.211,6	1.343,7	1.363,7	1.016,8	1.007,3	1.060,7
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.380,4	5.492,3	6.019,1	4.313,9	4.683,0	4.435,3
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	424,5	405,4	402,1	316,4	312,5	342,3
<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>-272,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>151,3</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>1.838,0</b>	<b>1.949,9</b>	<b>2.177,6</b>	<b>1.550,4</b>	<b>1.714,6</b>	<b>2.647,4</b>
Γενική κυβέρνηση	1.059,4	939,8	1.034,7	791,0	907,2	1.588,5
Λοιποί τομείς	778,6	1.010,1	1.142,9	759,4	807,4	1.058,9
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>2.426,4</b>	<b>2.508,6</b>	<b>2.498,8</b>	<b>1.822,6</b>	<b>1.723,8</b>	<b>2.496,1</b>
Γενική κυβέρνηση	1.850,7	1.792,7	1.702,8	1.288,3	1.195,2	1.463,5
Λοιποί τομείς	575,7	715,9	796,0	534,2	528,5	1.032,5
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1-II.2)</b>	<b>1.035,7</b>	<b>914,5</b>	<b>353,2</b>	<b>353,4</b>	<b>166,3</b>	<b>214,0</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>1.278,4</b>	<b>1.133,8</b>	<b>1.007,4</b>	<b>496,4</b>	<b>511,9</b>	<b>641,8</b>
Γενική κυβέρνηση	1.198,2	1.040,2	627,5	425,2	302,7	508,7
Λοιποί τομείς	80,2	93,6	379,8	71,2	209,1	133,2
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>242,7</b>	<b>219,3</b>	<b>654,2</b>	<b>143,0</b>	<b>345,5</b>	<b>427,8</b>
Γενική κυβέρνηση	28,5	3,0	4,1	2,0	2,1	3,0
Λοιποί τομείς	214,2	216,3	650,1	141,0	343,4	424,8
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I+II)</b>	<b>-2.014,3</b>	<b>-2.491,7</b>	<b>-4.879,1</b>	<b>396,2</b>	<b>-1.191,0</b>	<b>189,9</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>-873,6</b>	<b>-1.949,1</b>	<b>-3.923,7</b>	<b>607,1</b>	<b>-1.216,6</b>	<b>1.107,0</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>-2.372,6</b>	<b>-2.296,8</b>	<b>-2.338,8</b>
Απατήσεις	-1.551,3	143,0	437,8	40,9	281,1	272,7
Υποχρεώσεις	2.452,8	3.078,8	3.398,5	2.413,5	2.577,9	2.611,5
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>9.622,6</b>	<b>-20.117,7</b>	<b>73,8</b>	<b>-6.824,2</b>	<b>-3.780,3</b>	<b>21.241,1</b>
Απατήσεις	7.059,0	-19.392,1	1.377,7	-9.418,7	-501,7	24.994,8
Υποχρεώσεις	-2.563,6	725,7	1.303,9	-2.594,6	3.278,6	3.753,6
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-7.073,6</b>	<b>20.986,4</b>	<b>-966,8</b>	<b>9.679,9</b>	<b>5.013,5</b>	<b>-17.737,4</b>
Απατήσεις	-15.512,5	-11.744,7	-5.801,8	-8.120,8	-4.977,9	135,9
Υποχρεώσεις	-8.438,9	-32.731,0	-4.835,0	-17.800,6	-9.991,4	17.873,3
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	6.492,9	5.693,7	19.555,0	4.426,7	20.001,4	-1.966,0
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>581,5</b>	<b>118,0</b>	<b>-70,0</b>	<b>124,0</b>	<b>-153,0</b>	<b>-58,0</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>210,9</b>	<b>-25,6</b>	<b>917,0</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>6.539</b>	<b>6.509</b>	<b>6.625</b>	<b>6.563</b>	<b>6.169</b>	<b>7.537</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χροιά, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

**Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1,3</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως <sup>2</sup>	Ταμειτηγίου	Προθεσμίας
<b>2015</b>	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
<b>2016</b>	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
<b>2017</b>	126.201	120.094	6.107	28.286	50.702	47.213
<b>2018</b>	134.308	127.684	6.624	32.261	52.535	49.512
<b>2015</b>	147.775	139.801	7.973	19.416	44.709	83.650
Φεβρ.	140.280	132.879	7.401	17.530	43.744	79.007
Μάρτ.	138.377	130.874	7.503	17.989	43.314	77.074
Απρ.	133.457	126.415	7.042	17.384	42.890	73.183
Μάιος	129.731	122.787	6.943	16.722	42.488	70.521
Ιούν.	122.085	115.478	6.607	17.974	41.552	62.558
Ιούλ.	120.688	114.287	6.401	18.960	46.762	54.965
Αύγ.	120.993	114.764	6.229	20.638	47.795	52.560
Σεπτ.	121.524	115.321	6.203	21.342	48.982	51.200
Οκτ.	120.935	114.732	6.202	21.090	49.546	50.299
Νοέμ.	120.757	114.262	6.495	21.916	50.233	48.608
Δεκ.	123.232	116.865	6.368	23.236	51.752	48.244
<b>2016</b>	122.083	115.960	6.124	21.853	51.161	49.069
Φεβρ.	121.542	115.383	6.159	22.017	50.935	48.591
Μάρτ.	121.324	115.348	5.976	22.400	50.859	48.064
Απρ.	121.281	115.260	6.021	21.518	51.474	48.289
Μάιος	121.555	115.362	6.194	23.073	50.872	47.611
Ιούν.	122.595	116.215	6.380	24.094	50.648	47.853
Ιούλ.	122.416	116.199	6.217	23.192	50.248	48.977
Αύγ.	123.733	117.410	6.324	24.253	50.074	49.406
Σεπτ.	123.325	117.217	6.107	24.248	49.587	49.491
Οκτ.	124.485	118.389	6.095	24.370	50.026	50.089
Νοέμ.	124.657	118.433	6.224	24.767	49.504	50.386
Δεκ.	121.236	114.967	6.269	26.183	50.274	44.779
<b>2017</b>	119.598	113.360	6.238	24.949	49.640	45.010
Φεβρ.	118.926	112.737	6.189	24.375	49.492	45.059
Μάρτ.	119.160	113.002	6.158	25.072	48.999	45.089
Απρ.	118.847	112.817	6.030	24.518	49.449	44.880
Μάιος	119.268	113.273	5.995	25.073	49.072	45.122
Ιούν.	120.281	114.304	5.977	26.281	49.403	44.597
Ιούλ.	121.103	115.252	5.851	26.413	49.294	45.395
Αύγ.	122.462	116.569	5.893	27.145	49.513	45.804
Σεπτ.	122.430	116.529	5.901	27.468	49.272	45.690
Οκτ.	123.536	117.533	6.003	27.307	49.415	46.813
Νοέμ.	123.721	117.676	6.045	27.286	49.197	47.238
Δεκ.	126.201	120.094	6.107	28.286	50.702	47.213
<b>2018</b>	124.616	118.670	5.946	27.295	49.815	47.507
Φεβρ.	124.768	118.719	6.049	26.754	50.060	47.955
Μάρτ.	125.842	119.850	5.992	27.267	50.407	48.168
Απρ.	126.835	120.815	6.020	27.541	50.283	49.011
Μάιος	127.887	121.673	6.214	28.667	50.215	49.005
Ιούν.	129.238	122.869	6.369	29.499	50.481	49.257
Ιούλ.	130.053	123.820	6.232	29.872	50.537	49.644
Αύγ.	131.427	125.155	6.272	30.453	50.872	50.102
Σεπτ.	131.527	125.037	6.489	30.632	50.929	49.966
Οκτ.	131.299	124.906	6.394	30.344	51.088	49.867
Νοέμ.	131.175	124.793	6.382	30.232	51.085	49.859
Δεκ.	134.308	127.684	6.624	32.261	52.535	49.512
<b>2019</b>	132.749	126.231	6.517	30.856	52.107	49.786
Φεβρ.	132.001	125.608	6.393	29.900	52.329	49.772
Μάρτ.	133.103	126.831	6.272	30.462	52.606	50.035
Απρ.	134.506	128.176	6.330	31.289	53.404	49.813
Μάιος	135.103	128.909	6.194	31.372	53.331	50.400
Ιούν.	136.763	130.541	6.222	32.753	53.885	50.126
Ιούλ.	138.466	132.233	6.233	33.933	54.051	50.481
Αύγ.	139.541	133.256	6.285	34.271	54.558	50.712
Σεπτ.	138.996	132.571	6.425	34.562	55.145	49.289
Οκτ.	139.521	133.201	6.321	34.548	56.035	48.939

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

3 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

## Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
<b>2015</b>	15,35	12,30		9,67	9,25	8,78	8,19
<b>2016</b>	9,47	10,06	8,19	8,36	8,35	8,20	7,77
<b>2017</b>	5,05	4,36	5,93	5,98	6,62	6,72	6,50
<b>2018</b>	1,53	3,30	3,90	4,19	4,70	4,93	5,02
<b>2015</b>	12,68	10,92		9,48	9,48	8,76	8,14
Φεβρ.	16,84	13,82		9,72	9,55	8,89	8,23
Μάρτ.	18,11	14,62		10,52	9,85	9,01	8,35
Απρ.	23,94	17,02		12,00	10,90	9,97	9,21
Μάιος	21,52	15,49		10,95	9,89	9,03	8,33
Ιούν.	25,02	17,15		11,43	10,35	9,49	8,79
Ιούλ. 1	-	-		-	-	-	-
Αύγ.	15,29	13,21		10,26	9,65	9,29	8,70
Σεπτ.	11,13	9,76		8,54	8,33	8,36	7,89
Οκτ.	9,04	8,12		7,81	7,83	7,72	7,31
Νοέμ.	7,20	7,19		7,41	7,57	7,69	7,36
Δεκ.	8,09	8,05		8,21	8,36	8,33	7,82
<b>2016</b>	11,52	10,18		9,08	9,08	8,95	8,42
Φεβρ.	12,67	13,00		10,41	9,83	9,39	8,80
Μάρτ.	9,52	10,23		9,12	8,85	8,56	8,10
Απρ.	11,10	10,24		9,03	8,82	8,64	8,18
Μάιος	8,64	7,92		7,64	7,71	7,65	7,26
Ιούν.	8,80	8,81		7,92	7,89	7,79	7,41
Ιούλ.	9,20		8,36	7,99	7,98	7,79	7,42
Αύγ.	8,93		8,45	8,19	8,10	7,91	7,53
Σεπτ.	9,19		8,77	8,34	8,38	8,17	7,70
Οκτ.	8,91		8,83	8,33	8,51	8,35	7,86
Νοέμ.	7,34		7,56	7,33	7,59	7,65	7,32
Δεκ.	7,82		7,14	6,94	7,41	7,53	7,22
<b>2017</b>	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
Φεβρ.	9,04		7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
Μάρτ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
Απρ.	7,30		6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
Μάιος	5,59		5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
Ιούν.	4,77		5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
Ιούλ.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49	6,30
Αύγ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,70	6,50
Σεπτ.	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,62	6,42
Οκτ.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49	6,31
Νοέμ.	2,98	4,16	4,76	5,22	5,87	5,97	5,80
Δεκ.	2,69	3,75	4,97	4,44	4,90	5,03	5,09
<b>2018</b>	1,45	3,10	4,14	3,79	4,23	4,31	4,46
Φεβρ.	1,69	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76	4,86
Μάρτ.	1,45	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96	5,05
Απρ.		3,16	3,67	4,04	4,50	4,68	4,80
Μάιος		3,33	3,93	4,29	4,74	4,94	5,03
Ιούν.		3,62	4,02	4,39	4,85	5,01	5,09
Ιούλ.		2,94	3,42	3,88	4,48	4,71	4,82
Αύγ.		3,18	3,78	4,18	4,79	5,12	5,18
Σεπτ.		3,22	3,76	4,17	4,82	5,17	5,23
Οκτ.		3,41	4,03	4,37	4,86	5,19	5,24
Νοέμ.		3,40	4,10	4,42	4,95	5,23	5,30
Δεκ.		3,28	3,98	4,28	4,76	5,07	5,15
<b>2019</b>	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	4,96	5,05
Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,68	4,80
Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,53	4,66
Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,17	4,35
Μάιος	1,63	2,17	2,59	3,37	3,82	4,13	4,32
Ιούν.	1,18	1,48	1,80	2,67	3,02	3,30	3,55
Ιούλ.	0,73	1,15	1,51	2,16	2,61	2,82	3,05
Αύγ.	0,73	1,13	1,67	1,98	2,40	2,72	2,89
Σεπτ.	0,45	0,81	1,22	1,50	1,89	2,18	2,38
Οκτ.	0,35	0,62	1,01	1,34	1,83	2,11	2,28

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τον Ιούλιο του 2015 δεν υπήρχαν μέσες αποδόσεις για τα ελληνικά ομόλογα, καθώς η ΗΔΑΤ ήταν κλειστή λόγω ειδικής τραπεζικής αργίας.

**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ<sup>1,2</sup>**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις							Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα			
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο	Στεγασιτικά δάνεια		Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά		
			Σύνολο	Βιομηχανία	Εμπόριο							Ναυτιλία <sup>3</sup>	
2015	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470	
2016	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403	
2017	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	7.860	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247	
2018	170.291	82.707	76.379	17.210	16.339	7.924	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030	
2015	Ιαν.	214.139	102.877	96.779	21.280	19.524	14.322	6.098	13.664	97.598	69.982	26.136	1.481
	Φεβρ.	213.507	102.849	96.265	21.194	19.327	14.165	6.584	13.597	97.060	69.653	25.924	1.483
	Μάρτ.	213.333	102.926	96.129	21.148	19.250	14.493	6.797	13.600	96.807	69.517	25.803	1.488
	Απρ.	211.785	101.733	95.107	21.144	19.109	13.557	6.626	13.567	96.484	69.257	25.736	1.492
	Μάιος	208.462	98.592	91.889	21.093	19.182	10.269	6.703	13.579	96.291	69.133	25.662	1.497
	Ιούν.	208.536	98.579	91.842	21.223	19.268	9.919	6.737	13.606	96.351	69.005	25.821	1.525
	Ιούλ.	206.843	97.438	90.063	21.062	18.829	9.982	7.375	13.538	95.868	68.657	25.692	1.519
	Αύγ.	205.596	96.660	89.285	20.916	18.754	9.644	7.375	13.502	95.434	68.293	25.634	1.507
	Σεπτ.	205.174	96.591	89.150	20.907	18.756	9.568	7.441	13.491	95.092	68.032	25.553	1.507
	Οκτ.	204.920	96.517	89.198	20.922	18.729	9.663	7.319	13.481	94.923	67.892	25.522	1.508
	Νοέμ.	204.662	96.542	89.258	20.867	18.698	9.805	7.283	13.455	94.665	67.649	25.505	1.511
	Δεκ.	204.340	96.364	89.141	20.949	18.689	9.323	7.223	13.402	94.573	67.593	25.509	1.470
2016	Ιαν.	203.540	96.081	89.051	20.901	18.813	9.247	7.031	13.373	94.086	67.162	25.457	1.468
	Φεβρ.	203.213	96.104	89.072	20.868	18.839	9.230	7.033	13.367	93.742	66.838	25.434	1.469
	Μάρτ.	202.553	95.873	88.887	20.796	18.926	8.920	6.986	13.353	93.328	66.605	25.353	1.369
	Απρ.	202.139	95.734	88.805	20.810	18.884	8.924	6.929	13.300	93.104	66.395	25.338	1.371
	Μάιος	201.869	95.800	88.866	20.987	18.789	9.013	6.934	13.282	92.787	66.133	25.305	1.350
	Ιούν.	202.005	96.033	88.887	20.882	18.855	9.002	7.146	13.291	92.681	66.058	25.270	1.353
	Ιούλ.	201.382	95.662	88.655	20.734	18.904	8.962	7.008	13.259	92.461	65.867	25.244	1.350
	Αύγ.	200.112	94.780	87.841	20.388	18.728	8.927	6.939	13.218	92.114	65.555	25.212	1.348
	Σεπτ.	199.555	94.477	87.340	20.197	18.716	8.834	7.137	13.175	91.903	65.383	25.179	1.341
	Οκτ.	199.167	94.430	87.504	20.415	18.641	8.958	6.926	13.137	91.600	65.247	24.953	1.400
	Νοέμ.	199.485	94.963	87.915	20.427	18.561	9.150	7.049	13.189	91.332	65.007	24.925	1.400
	Δεκ.	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.334	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403
2017	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.151	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.287	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.072	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	8.927	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327
	Μάιος	192.314	93.150	86.389	19.347	18.630	8.712	6.762	13.142	86.022	60.446	24.252	1.325
	Ιούν.	190.797	92.119	85.538	18.805	18.559	8.701	6.580	13.116	85.563	60.263	23.971	1.328
	Ιούλ.	189.185	91.029	84.038	18.484	18.376	8.420	6.992	13.079	85.077	59.819	23.942	1.316
	Αύγ.	187.358	89.715	82.613	18.227	18.073	8.389	7.102	12.948	84.695	59.592	23.815	1.287
	Σεπτ.	186.984	89.557	82.621	18.183	18.146	8.243	6.936	12.949	84.478	59.444	23.747	1.286
	Οκτ.	186.348	89.283	82.622	18.260	18.034	8.283	6.661	12.875	84.190	59.205	23.700	1.284
	Νοέμ.	184.959	89.047	82.468	18.346	17.892	8.225	6.579	12.823	83.089	58.992	22.812	1.284
	Δεκ.	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	7.860	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247
2018	Ιαν.	182.833	88.101	81.431	18.333	17.751	7.648	6.670	12.740	81.991	58.641	22.206	1.144
	Φεβρ.	182.577	87.999	81.283	18.201	17.812	7.803	6.716	12.710	81.868	58.556	22.174	1.139
	Μάρτ.	180.335	87.550	80.745	18.012	17.749	7.616	6.805	12.307	80.478	58.215	21.243	1.021
	Απρ.	179.135	86.649	80.120	17.971	17.616	7.690	6.529	12.298	80.189	57.967	21.206	1.015
	Μάιος	179.328	86.734	80.234	17.852	17.529	8.007	6.500	12.311	80.283	58.022	21.171	1.089
	Ιούν.	178.871	86.638	80.062	17.954	17.474	7.866	6.576	12.266	79.967	57.780	21.002	1.186
	Ιούλ.	177.556	85.612	79.140	17.806	17.216	7.848	6.473	12.209	79.734	57.566	20.878	1.291
	Αύγ.	177.437	85.544	79.048	17.792	17.197	7.856	6.496	12.200	79.693	57.591	20.856	1.246
	Σεπτ.	176.987	85.443	78.890	17.771	17.049	7.724	6.554	12.156	79.388	57.396	20.769	1.223
	Οκτ.	174.900	84.298	77.966	17.298	16.803	7.876	6.333	12.004	78.597	57.175	20.261	1.161
	Νοέμ.	173.469	83.241	76.898	17.136	16.758	7.854	6.343	11.883	78.346	57.017	20.273	1.056
	Δεκ.	170.291	82.707	76.379	17.210	16.339	7.924	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030
2019	Ιαν.	169.418	82.259	76.123	17.150	16.322	7.913	6.136	11.223	75.935	56.488	18.448	999
	Φεβρ.	169.850	82.885	76.642	17.102	16.364	7.981	6.242	11.213	75.752	56.336	18.406	1.009
	Μάρτ.	162.264	75.602	69.242	16.948	16.363	827	6.360	11.198	75.464	56.154	18.317	993
	Απρ.	161.476	75.261	69.184	16.870	16.223	825	6.077	11.140	75.074	55.792	18.261	1.021
	Μάιος	161.158	75.112	69.001	16.788	16.212	825	6.111	11.140	74.906	55.635	18.235	1.036
	Ιούν.	161.240	75.648	69.176	16.801	16.153	872	6.473	11.100	74.492	55.346	18.139	1.007
	Ιούλ.	160.332	75.093	68.580	16.711	15.933	793	6.513	11.038	74.202	55.091	18.119	992
	Αύγ.	159.898	74.911	68.447	16.733	15.885	796	6.464	11.001	73.986	54.944	18.053	989
	Σεπτ.	157.279	74.650	68.171	16.670	15.856	810	6.479	10.996	71.633	53.505	17.149	979
	Οκτ.	156.625	74.553	68.015	16.641	15.776	793	6.537	10.882	71.190	53.208	17.029	953

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα και τα τιτλοποιημένα δάνεια, τη διαχείριση των οποίων διενεργούν τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησης του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναταξινόμηθηκαν στις λοιπές χώρες.

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

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

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειυτηρίου <sup>2</sup>					
2015		0,16	0,12	1,47	0,25	1,55	0,89
2016		0,13	0,09	0,84	0,19	0,94	0,42
2017		0,09	0,06	0,64	0,15	0,82	0,30
2018		0,09	0,05	0,59	0,15	0,90	0,29
2015	Ιαν.	0,18	0,13	1,80	0,27	1,78	1,12
	Φεβρ.	0,17	0,13	1,81	0,29	1,85	1,12
	Μάρτ.	0,17	0,13	1,83	0,31	1,91	1,13
	Απρ.	0,18	0,13	1,82	0,28	1,86	1,12
	Μάιος	0,17	0,13	1,81	0,27	1,89	1,10
	Ιούν.	0,17	0,12	1,81	0,22	1,92	1,09
	Ιουλ.	0,15	0,11	1,31	0,25	1,31	0,78
	Αύγ.	0,15	0,11	1,19	0,25	1,29	0,71
	Σεπτ.	0,15	0,11	1,18	0,22	1,30	0,69
	Οκτ.	0,15	0,11	1,06	0,21	1,19	0,62
	Νοέμ.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,13	0,58
	Δεκ.	0,15	0,11	1,02	0,19	1,14	0,56
2016	Ιαν.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,10	0,55
	Φεβρ.	0,15	0,11	0,91	0,20	0,98	0,49
	Μάρτ.	0,15	0,11	0,88	0,21	0,96	0,48
	Απρ.	0,13	0,10	0,87	0,22	0,95	0,45
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,21	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιουλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,89	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37
	Νοέμ.	0,12	0,08	0,71	0,17	0,83	0,35
	Δεκ.	0,10	0,07	0,70	0,13	0,85	0,32
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιουλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,29
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30
	Νοέμ.	0,10	0,06	0,60	0,17	0,84	0,29
	Δεκ.	0,10	0,06	0,60	0,16	0,93	0,29
2018	Ιαν.	0,09	0,06	0,61	0,16	0,95	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,59	0,15	0,94	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,95	0,29
	Απρ.	0,09	0,06	0,62	0,17	0,94	0,29
	Μάιος	0,09	0,06	0,58	0,16	0,89	0,28
	Ιούν.	0,09	0,05	0,60	0,14	0,91	0,28
	Ιουλ.	0,09	0,05	0,62	0,14	0,90	0,30
	Αύγ.	0,09	0,05	0,59	0,14	0,88	0,28
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,60	0,15	0,88	0,29
	Οκτ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,82	0,28
	Νοέμ.	0,09	0,05	0,57	0,16	0,83	0,28
	Δεκ.	0,09	0,05	0,58	0,14	0,87	0,28
2019	Ιαν.	0,09	0,05	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,05	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,05	0,60	0,17	0,79	0,28
	Μάιος	0,09	0,05	0,55	0,17	0,77	0,27
	Ιούν.	0,09	0,05	0,56	0,16	0,71	0,27
	Ιουλ.	0,09	0,05	0,57	0,13	0,73	0,27
	Αύγ.	0,09	0,05	0,54	0,14	0,69	0,26
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,45	0,16	0,59	0,23
	Οκτ.	0,09	0,06	0,39	0,15	0,51	0,20

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.



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

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

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια			Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ'άνω δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
						Δάνεια προς αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>	Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>					
2015	14,57	6,79	8,17	2,56	2,62	7,68	5,92	6,22	5,38	4,82	4,91	
2016	14,53	7,65	8,50	2,65	2,74	7,38	5,57	5,86	5,32	4,61	4,87	
2017	14,46	7,99	8,73	2,71	2,78	7,13	5,22	5,48	4,91	4,20	4,72	
2018	14,47	9,21	9,13	2,92	3,01	6,95	5,39	5,20	4,66	3,81	4,65	
2015	Ιαν.	14,53	7,38	8,26	2,44	2,53	8,02	6,12	6,41	5,28	5,22	5,05
	Φεβρ.	14,54	7,19	7,88	2,36	2,42	7,97	6,50	6,35	5,55	4,86	4,90
	Μάρτ.	14,53	7,01	7,70	2,62	2,70	7,87	5,35	6,36	5,37	4,97	4,94
	Απρ.	14,56	7,19	7,92	2,40	2,47	7,79	6,24	6,27	5,34	4,98	4,91
	Μάιος	14,49	7,50	8,36	2,97	2,99	7,73	5,21	6,25	5,42	4,68	4,98
	Ιούν.	14,63	6,34	7,00	2,88	2,91	7,65	6,01	6,14	5,11	4,52	4,75
	Ιούλ.	14,55	0,00	7,70	2,72	2,76	7,64	5,35	6,26	5,78	3,94	4,72
	Αύγ.	14,64	7,51	8,53	2,39	2,42	7,56	5,64	6,16	5,24	4,70	4,83
	Σεπτ.	14,60	7,96	8,71	2,36	2,41	7,56	6,13	6,15	5,28	4,67	4,79
	Οκτ.	14,60	8,29	8,97	2,48	2,54	7,48	6,10	6,13	5,51	5,12	5,08
	Νοέμ.	14,62	7,16	8,20	2,46	2,54	7,45	5,85	6,08	5,36	5,00	4,92
	Δεκ.	14,61	7,89	8,82	2,69	2,72	7,48	6,56	6,05	5,34	5,19	5,09
2016	Ιαν.	14,61	7,93	8,94	2,35	2,44	7,47	5,60	6,04	5,33	4,86	4,97
	Φεβρ.	14,66	7,82	8,55	2,55	2,59	7,44	5,20	6,05	5,33	4,83	4,91
	Μάρτ.	14,66	7,74	8,52	2,62	2,65	7,39	5,94	6,00	5,21	3,99	4,68
	Απρ.	14,63	7,74	8,50	2,61	2,63	7,39	5,66	5,98	5,44	4,60	4,85
	Μάιος	14,59	6,99	7,99	2,75	2,76	7,35	5,85	5,86	5,46	4,71	4,84
	Ιούν.	14,48	7,64	8,51	2,69	2,69	7,32	5,37	5,82	5,29	4,74	4,87
	Ιούλ.	14,47	7,95	8,81	2,76	2,75	7,36	5,84	5,85	5,48	4,89	5,01
	Αύγ.	14,43	8,39	9,19	2,54	2,56	7,35	5,75	5,83	5,39	4,70	4,96
	Σεπτ.	14,42	7,66	8,40	2,75	2,82	7,38	5,56	5,80	5,41	3,96	4,71
	Οκτ.	14,47	7,48	8,29	2,69	3,06	7,39	5,44	5,76	5,52	4,91	5,01
	Νοέμ.	14,48	7,96	8,68	2,62	2,80	7,36	5,28	5,70	4,94	4,54	4,83
	Δεκ.	14,51	6,47	7,66	2,83	3,15	7,34	5,36	5,65	5,11	4,53	4,82
2017	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74
	Μάιος	14,47	8,35	9,05	2,66	2,69	7,20	5,18	5,56	4,85	4,07	4,76
	Ιούν.	14,39	8,06	8,82	2,78	2,79	7,17	5,32	5,49	5,00	3,55	4,56
	Ιούλ.	14,36	8,49	9,21	2,65	2,66	7,09	4,78	5,45	4,93	4,23	4,73
	Αύγ.	14,34	8,52	9,26	2,81	2,81	7,06	5,52	5,42	5,03	4,23	4,82
	Σεπτ.	14,36	8,30	8,81	2,74	2,76	7,01	5,61	5,34	4,87	3,97	4,70
	Οκτ.	14,48	8,06	8,67	2,54	2,57	7,01	5,36	5,31	5,16	4,52	4,79
	Νοέμ.	14,51	8,58	9,14	2,67	2,92	6,98	5,58	5,33	4,69	4,16	4,79
	Δεκ.	14,56	7,64	8,56	2,99	3,29	6,99	5,45	5,35	4,69	4,36	4,91
2018	Ιαν.	14,59	8,48	9,10	2,78	2,88	6,97	5,11	5,36	5,17	4,84	5,03
	Φεβρ.	14,54	6,73	7,79	2,88	3,02	6,97	5,47	5,35	4,64	3,59	4,43
	Μάρτ.	14,68	7,63	8,38	2,69	2,73	6,99	5,64	5,33	4,64	3,84	4,52
	Απρ.	14,52	7,90	8,52	2,85	2,87	6,97	4,96	5,29	4,68	3,90	4,57
	Μάιος	14,45	9,51	9,22	2,93	2,94	6,97	5,16	5,25	4,67	3,30	4,46
	Ιούν.	14,38	8,46	8,67	2,97	2,98	7,00	5,73	5,24	4,65	3,27	4,39
	Ιούλ.	14,34	10,32	9,73	3,05	3,05	6,95	5,65	5,19	4,87	3,63	4,71
	Αύγ.	14,35	10,71	9,98	2,97	2,97	6,93	5,35	5,14	4,71	3,78	4,69
	Σεπτ.	14,32	10,81	9,90	3,00	3,02	6,91	5,18	5,13	4,45	3,81	4,75
	Οκτ.	14,47	8,82	8,78	2,90	2,95	6,93	5,47	5,09	4,64	4,99	4,98
	Νοέμ.	14,45	11,33	10,28	2,92	3,33	6,90	5,37	5,05	4,35	3,27	4,63
	Δεκ.	14,59	9,89	9,26	3,13	3,44	6,94	5,64	5,03	4,44	3,46	4,63
2019	Ιαν.	14,60	10,71	9,92	3,02	3,33	6,89	5,60	5,00	4,68	3,95	4,89
	Φεβρ.	14,58	8,66	8,69	3,05	3,14	6,88	5,53	4,98	4,45	3,72	4,57
	Μάρτ.	14,61	8,82	8,69	3,05	3,13	6,83	6,15	4,96	4,58	3,65	4,56
	Απρ.	14,58	9,88	9,22	3,08	3,15	6,81	6,06	4,95	4,58	4,50	4,93
	Μάιος	14,49	10,12	9,48	3,13	3,19	6,82	5,55	4,95	4,42	3,59	4,66
	Ιούν.	14,37	10,82	9,77	3,08	3,14	6,83	5,73	4,93	4,19	3,33	4,52
	Ιούλ.	14,34	10,41	9,68	3,22	3,25	6,80	5,57	4,91	4,22	3,41	4,57
	Αύγ.	14,32	10,39	9,65	3,12	3,16	6,78	6,07	4,87	4,08	3,77	4,68
	Σεπτ.	14,30	10,24	9,69	3,08	3,09	6,79	5,12	4,82	4,25	3,63	4,59
	Οκτ.	14,47	10,29	9,43	2,91	2,98	6,74	4,38	4,78	4,16	3,31	4,32

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

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

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

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







