

# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

## 1. Διεθνείς οικονομικές εξελίξεις

### Εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον

Η επιβράδυνση της πορείας του ΑΕΠ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες και η ακόμα ασθενής ανάπτυξη των ανεπτυγμένων χωρών έχουν οδηγήσει, κατά το τελευταίο έτος, σε πιο συντηρητική θεώρηση των βραχυπρόθεσμων προβλέψεων για το παγκόσμιο ΑΕΠ. Έπειτα από τέσσερις προς τα κάτω αναθεωρήσεις σε σχέση με τις αντίστοιχες προβλέψεις του Ιουλίου 2015, η έκθεση Οκτωβρίου 2016 του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου<sup>1</sup> προβλέπει ρυθμό παγκόσμιας ανάπτυξης ίσο με 3,1% το 2016 (μικρότερο κατά 0,1 εκατοστιαία μονάδα έναντι του αναθεωρημένου ρυθμού του 2015 και της πρόβλεψης του Απριλίου 2016) και 3,4% το 2017 (πίνακας 1.1).

Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, η πρόβλεψη για μετριοπαθή αλλά αυξητική τάση του παγκόσμιου ΑΕΠ στηρίζεται στη δυναμική των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Σε αυτή τη δυναμική συνεισφέρουν από τη μία πλευρά, η νέα ροή κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες αγορές, ως αποτέλεσμα των πολύ χαμηλών επιτοκίων και της αυξανόμενης αβεβαιότητας στις ανεπτυγμένες οικονομίες και, από την άλλη πλευρά, τα μακροοικονομικά μέτρα τόνωσης της κινεζικής οικονομίας, τα οποία εκτιμάται ότι θα διατηρήσουν το ρυθμό μεγέθυσής της σημαντικά πάνω από το μέσο όρο των αναπτυσσόμενων χωρών.

Η εμπορική και η δημοσιονομική πολιτική που πρόκειται να ακολουθήσουν οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής τα αμέσως προσεχή έτη αποτελούν μεσοπρόθεσμα μία εν δυνάμει πρόσθετη πηγή κινδύνων για την παγκόσμια οικονομία. Η ενδεχόμενη επιβολή δασμών στις εμπορικές συναλλαγές των ΗΠΑ με αναδυόμενες οικονομίες όπως η Κίνα και το Μεξικό, θα είχε ως αποτέλεσμα τον περιορισμό του ελεύθερου εμπορίου με αρνητικές συνέπειες τόσο στο πραγματικό όσο και στο δυνητικό προϊόν των οικονομιών αυτών και με συνακόλουθες επιπτώσεις στη παγκόσμια οικονομία. Επιπλέον, η ενδεχόμενη αύξηση των δημοσίων δαπανών σε συνδυασμό με επιθετική μείωση των φορολογικών συντελεστών και εσόδων του προϋπολογισμού των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής θα επιδεινώνε το δημοσιονομικό έλλειμμα και το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου των ΗΠΑ και θα υποχρέωνε την ανεξάρτητη Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα της χώρας να αυξήσει τα επιτόκια επιθετικότερα από ότι προβλεπόταν, με αρνητικές συνέπειες στις συνθήκες ρευστότητας των αναδυόμενων οικονομιών αλλά και της Ευρώπης. Αν και οι κίνδυνοι αυτοί παραμένουν για την ώρα υποθετικοί, έχουν εν μέρει προεξοφληθεί και τείνουν σε αύξηση των μακροχρόνιων επιτοκίων δανεισμού.

Επιμέρους παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωση του παγκόσμιου ρυθμού μεγέθυνσης είναι:

- η εκτιμώμενη ανάκαμψη, από το 2017, στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, και ειδικά στη διεθνή τιμή του πετρελαίου, με την επίδραση που αναμένεται να έχει στο ισοζύγιο αγαθών και τον πληθωρισμό των εισαγωγικών χωρών,
- η συγκρατημένη ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου, του οποίου ο όγκος αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,3% το 2016 έναντι της περσινής πρόβλεψης για αύξηση 4,1% σε ετήσια βάση,
- η επίπτωση του αποτελέσματος του δημονηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο υπέρ της εξόδου από την Ευρωπαϊκή Ένωση, τόσο σε όρους αύξησης της οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας όσο και σε όρους δυνητικής αύξησης της εσωστρέφειας σε επίπεδο κρατών-μελών της Ένωσης,
- οι δημογραφικές εξελίξεις και οι τάσεις στις αγορές εργασίας των ανεπτυγμένων χωρών, που σε συνδυασμό με την επιβραδυνόμενη αύξηση της παραγωγικότητας θέτουν εμπόδια στην εισοδηματική μεγέθυνση και

<sup>1</sup> «World Economic Outlook - Subdued Demand, Symptoms and Remedies», Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Οκτώβριος 2016

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

- η ενίσχυση της πιθανότητας για την πραγματοποίηση ενδεχομένων που σήμερα εμφανίζονται ως δυνητικοί παράγοντες κινδύνου για την πορεία του παγκόσμιου ΑΕΠ.

Από την άλλη πλευρά, το πρώτο εξάμηνο του 2016 περιορίστηκε σημαντικά η μεταβλητότητα στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες συν τοις άλλοις αντέδρασαν νηφάλια στην απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου για έξοδο από την ΕΕ. Επίσης θετικές επιδράσεις είχαν η μικρή αυξητική τάση της τιμής του πετρελαίου σε εξαγωγικές χώρες όπως η Βραζιλία και η Ρωσία, η ήπια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στον ευρωπαϊκό χώρο, και η συνεχιζόμενη ποσοτική χαλάρωση που εφαρμόστηκε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στην Ευρωζώνη.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί με αργό ρυθμό, δεδομένης της περιορισμένης ανάκαμψης των διεθνών τιμών των εμπορευμάτων το 2016 και το 2017, και ειδικότερα των τιμών στον κλάδο της ενέργειας. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή του αργού πετρελαίου (UK Brent, Dubai Fateh και West Texas Intermediate, που αποτελεί βάση αναφοράς για τη διαμόρφωση των τιμών) διαμορφώθηκε στα 50,79 δολάρια το βαρέλι το 2015. Για το 2016 προβλέπεται μέση τιμή του αργού πετρελαίου στα 42,96 δολάρια το βαρέλι και στα 50,64 δολάρια το βαρέλι για το 2017<sup>2</sup>. Ο πληθωρισμός προβλέπεται στο 0,8% για το 2016 και στο 1,7% για το 2017 στις προηγμένες οικονομίες, και στο 4,5% και 4,4% για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, αντιστοίχως.

Για την Ευρωζώνη, το ΔΝΤ προβλέπει θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης 1,7% το 2016 και 1,5% το 2017, ενώ οι αντίστοιχες προβλέψεις της ΕΚΤ είναι 1,7% και 1,6%<sup>3</sup>, έναντι ρυθμού 1,9% το 2015. Η ανάπτυξη εξακολουθεί να εμφανίζεται ανισοβαρής μεταξύ των κρατών-μελών, ζήτημα το οποίο έγκειται στη διαφορετική κατάσταση των ισοζυγίων Γενικής Κυβέρνησης και των ισοζυγίων πληρωμών, αλλά και την υψηλή ανεργία σε ορισμένα κράτη-μέλη.

Από το 2017, οι αναδυόμενες οικονομίες με εξαγωγικό προσανατολισμό εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν από τη σταδιακή ανάκαμψη της διεθνούς τιμής του πετρελαίου, με την προβλεπόμενη ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου να βελτιώνει την εξωτερική ζήτηση της Ευρωζώνης. Παρόλα αυτά το πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών της αναμένεται να συμπιεσθεί σε σχέση με το 2016, λόγω της συγκριτικά μεγαλύτερης αύξησης των εισαγωγών.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)<sup>4</sup>, το επίπεδο των τιμών στην Ευρωζώνη, το οποίο παρέμεινε αμετάβλητο το 2015 σε σχέση με το 2014 (0,0% έναντι 0,4%), προβλέπεται ότι θα κυμανθεί για μεν το 2016 οριακά πάνω από το μηδέν (0,2%), για δε το 2017 εμφανώς υψηλότερα (1,2%), λόγω και της επίδρασης των τιμών έτους βάσης, αν και εμφανώς χαμηλότερα από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%.

Αυξητική προβλέπεται επίσης, σύμφωνα με την ΕΚΤ, η πορεία των μισθών, λόγω των βελτιώσεων (δομικών και συγκυριακών) στην αγορά εργασίας. Οι βραχυπρόθεσμες σχετικές προβλέψεις παραμένουν συγκρατημένα αισιόδοξες, με το εκτιμώμενο ποσοστό ανεργίας να μειώνεται κατά μισή περίπου εκατοστιαία μονάδα ανά έτος τα επόμενα δύο χρόνια (10,1% το 2016 και 9,9% το 2017), έπειτα από τη μείωσή του το 2015 για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά, στο 10,9% του εργατικού δυναμικού.

Το σύνολο των παρεμβάσεων πολιτικής που έχουν εφαρμοστεί τα τελευταία έτη σε κεντρικό ευρωπαϊκό επίπεδο έχουν ως στόχο την οριστική εξάλειψη των παρατεταμένων επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης του 2007-2008, και την εδραίωση συνθηκών ισόρροπης, βιώσιμης και εύρωστης ανάπτυξης. Οι παρεμβάσεις αυτές περιλαμβάνουν:

<sup>2</sup> Σύμφωνα με τις προβλέψεις Σεπτεμβρίου 2016 της ΕΚΤ, η τιμή του αργού πετρελαίου Brent εκτιμάται ότι θα κατέλθει, από τα 52,4 δολάρια το βαρέλι το έτος 2015, στα 42,8 δολάρια το βαρέλι το 2016, πριν ανακάμψει στα 47,4 δολάρια το βαρέλι το 2017 και στα 50,6 δολάρια το 2018.

<sup>3</sup> ECB staff macroeconomic projections for the euro area, European Central Bank, September 2016

<sup>4</sup> Οι αντίστοιχες εκτιμήσεις των Εαρινών Προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μαΐου 2016) ήταν 0,2% για το 2016 και 1,4% για το 2017.

- την ενιαία εφαρμογή τόσο των πολιτικών προληπτικής εποπτείας των συστημικών πιστωτικών ιδρυμάτων στο σύνολο της Ένωσης, όσο και του ενοποιημένου πλαισίου για την εγγύηση των καταθέσεων, την ανάκαμψη και εξυγίανση χρηματοδοτικών ιδρυμάτων<sup>5</sup> εντός της Ένωσης, προκειμένου να αντιμετωπιστούν έγκαιρα τα κατάλοιπα της τραπεζικής κρίσης και οι ενδεχόμενες επιμέρους παθογένειες,
- το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων του Ευρωσυστήματος (γνωστό ως «ποσοτική χαλάρωση»), που τέθηκε σε ισχύ το Μάρτιο του 2015 και επεκτάθηκε έως τον Μάρτιο του 2017, μέσω του οποίου επιδιώκεται η βελτίωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών εντός της Ευρωζώνης και η σταθερή προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα,
- το Επενδυτικό Σχέδιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ευρώπη, το οποίο αναμένεται να προσελκύσει ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια σε βάθος τριετίας, με τη χρήση εργαλείων μόχλευσης, καθώς και η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων με στόχο την ενίσχυση της ανάπτυξης και της απασχόλησης, και
- τις αποφάσεις σε κεντρικό ευρωπαϊκό επίπεδο για την κατανομή των βαρών μεταξύ κρατών-μελών αναφορικά με το προσφυγικό ζήτημα.

**Πίνακας 1.1 Βασικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας  
(% ετήσιες μεταβολές, σταθερές τιμές)**

	2014	2015	2016*	2017**
Παγκόσμιο ΑΕΠ	3,4	3,2	3,1	3,4
ΑΕΠ Ευρωζώνης	1,1	2,0	1,7	1,5
ΑΕΠ ΗΠΑ	2,4	2,6	1,6	2,2
Όγκος παγκόσμιου εμπορίου (αγαθά και υπηρεσίες)	3,9	2,6	2,3	3,8
Πληθωρισμός				
α. Προηγμένες οικονομίες	1,4	0,3	0,8	1,7
β. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	4,7	4,7	4,5	4,4
Τιμή πετρελαίου (δολάρια ΗΠΑ, μέση τιμή UK Brent, Dubai Fateh και West Texas Intermediate)	96,25	50,79	42,96	50,64

Πηγή: IMF, World Economic Outlook (Οκτώβριος 2016).

\* Προβλέψεις

## Η ενιαία νομισματική πολιτική και οι εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων στην Ευρωζώνη

Η οικονομική δραστηριότητα ενισχύθηκε στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ να διαμορφωθεί σε 1,7% το α' τρίμηνο και 1,6% το β' τρίμηνο του 2016. Εκτιμάται ότι η οικονομική ανάκαμψη θα συνεχισθεί τα αμέσως επόμενα έτη με ήπιο και περίπου σταθερό ρυθμό. Ωστόσο, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές της ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ παραμένουν και προέρχονται κυρίως από το εξωτερικό της περιβάλλον. Ειδικότερα οι κίνδυνοι αυτοί αφορούν τις αβεβαιότητες που σχετίζονται με το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ην. Βασίλειο και άλλους γεωπολιτικούς παράγοντες, τις περιορισμένες προοπτικές ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες που επηρεάζουν τη ζήτηση στη ζώνη του ευρώ, την αναγκαία περαιτέρω προσαρμογή των ισολογισμών σε ορισμένους κλάδους της οικονομίας και τη βραδύτητα στην εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη ζώνη του ευρώ.

Ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε το 2016 σε πολύ χαμηλά επίπεδα, παρουσιάζοντας εναλλαγή μεταξύ αρνητικών και θετικών τιμών το α' εξάμηνο του έτους και διατηρούμενος σε θετικό έδαφος στη διάρκεια του γ' τριμήνου (Ιανουάριος 2016: 0,3%, Σεπτέμβριος: 0,4%).

Εκτιμάται ότι από τα τέλη του 2016 ο πληθωρισμός θα παρουσιάσει περαιτέρω αύξηση η οποία θα ενισχυθεί τα επόμενα έτη, υποβοηθούμενη από την εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και την αναμενόμενη οικονομική ανάκαμψη. Ανοδικά αναμένεται να επηρεαστεί ο πληθωρισμός στο άμεσο μέλλον από την άνοδο του ετήσιου ρυθμού μεταβολής των τιμών της ενέργειας, η οποία σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στην επίδραση της πολύ χαμηλής περυσινής βάσης (base effect).

<sup>5</sup> Κοινοτική Οδηγία 2014/59/ΕΕ (Bank Recovery and Resolution Directive).

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) (Σεπτέμβριος 2016), ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ σε 0,2% το 2016, 1,2% το 2017 και 1,6% το 2018.

Το 2016, όπως εξάλλου και τα προηγούμενα έτη, το Ευρωσύστημα υιοθέτησε δέσμη νέων συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να διασφαλισθεί ο πρωταρχικός στόχος της σταθερότητας των τιμών ότι δηλαδή ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ θα επανέλθει μεσοπρόθεσμα σε επίπεδα λίγο χαμηλότερα του 2%. Το Μάρτιο του 2016 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτίμησε ότι, αν και η πιστωτική επέκταση και οι συνθήκες δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών είχαν σημειώσει σαφή βελτίωση από τον Ιούνιο του 2014, η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν είχε καταστεί αρκετά διευκολυντική ώστε να αποτραπεί ο κίνδυνος παραμονής του πληθωρισμού σε πολύ χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα. Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός εξακολουθούσε να υποχωρεί και η οικονομική δραστηριότητα δεν ενισχυόταν σημαντικά. Συνέχιζε να διαγράφεται ο κίνδυνος οι χαμηλές τιμές της ενέργειας να ασκήσουν δευτερογενείς επιδράσεις δηλαδή καθοδική πίεση στους μισθούς και τις τιμές των τελικών προϊόντων. Με το σκεπτικό αυτό το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει κατά 5 μονάδες βάσης το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος και στην πάγια διευκόλυνση οριακής αναχρηματοδότησης σε 0% και 0,25% αντίστοιχα. Το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε κατά 10 μονάδες βάσης σε -0,40%.

Επιπρόσθετα, το ύψος των μηνιαίων αγορών χρεογράφων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του διευρυνμένου προγράμματος αγοράς τίτλων, αυξήθηκε από 60 σε 80 δισ. ευρώ (αρχής γενομένης από τον Απρίλιο 2016). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει πολλές φορές επιβεβαιώσει την πρόθεσή του να συνεχίσει τις μηνιαίες αγορές στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού τουλάχιστον μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2017.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε επίσης να προσαρμόσει ορισμένες παραμέτρους του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα ήτοι: (i) το ανώτατο όριο στο ποσοστό ανά εκδότη και στο ποσοστό ανά έκδοση το οποίο δύναται να αποκτήσει στο χαρτοφυλάκιό του το Ευρωσύστημα για τίτλους διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών (μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων, μέσω της επένδυσης των ιδίων κεφαλαίων των εθνικών κεντρικών τραπεζών κλπ.) αυξήθηκε σε 50% και (ii) από τον Απρίλιο του 2016 και εξής, η ονομαστική αξία των τίτλων διεθνών οργανισμών και πολυμερών αναπτυξιακών τραπεζών, οι οποίοι θα αποκτώνται από το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς, θα πρέπει να αναλογεί στο 10% (από 12% προηγουμένων) της συνολικής ονομαστικής αξίας των τίτλων του δημόσιου τομέα που αγοράζονται κάθε μήνα στο πλαίσιο του προγράμματος.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε τη δημιουργία ενός νέου προγράμματος αγοράς εταιρικών ομολόγων σε ευρώ επενδυτικής βαθμίδας (investment-grade) που έχουν εκδοθεί από μη τραπεζικές επιχειρήσεις με έδρα στη ζώνη του ευρώ (Corporate Sector Purchase Programme-CSPP). Τα ομόλογα αυτά πρέπει κατά το ελάχιστο να πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας για εμπορεύσιμους τίτλους που γίνονται αποδεκτοί στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το εν λόγω πρόγραμμα τέθηκε σε εφαρμογή τον Ιούνιο του 2016. Οι ομολογιακοί τίτλοι μη τραπεζικών επιχειρήσεων αποκτώνται από τη δευτερογενή αγορά ή (εφόσον οι εκδότες δεν είναι δημόσιες επιχειρήσεις) και κατά την έκδοση. Οι αγορές υλοποιούνται από έξι εθνικές κεντρικές τράπεζες (του Βελγίου, της Γερμανίας, της Ισπανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας και της Φινλανδίας), καθεμία από τις οποίες καλύπτει συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή της Νομισματικής Ένωσης, υπό το συντονισμό της ΕΚΤ. Τέλος, καθορίστηκε ανώτατο όριο 70% στο ποσοστό της συνολικής αξίας κάθε έκδοσης τίτλων στην εν λόγω κατηγορία το οποίο δύναται να αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι η ένταξη των εν λόγω τίτλων στο πρόγραμμα αγοράς στοχεύει να διευκολύνει τη μετακύλιση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο κόστος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ.

Επιπροσθέτως, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δρομολόγησε την ανά τρίμηνο διεξαγωγή, εκ μέρους των εθνικών κεντρικών τραπεζών σε αποκεντρωμένη βάση, από τον Ιούνιο του 2016 μέχρι και το Μάρτιο του

2017, στοχευμένης πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Ειδικότερα, πρόκειται να διενεργηθεί νέα σειρά συνολικά τεσσάρων πράξεων (TLTRO-II) διάρκειας τεσσάρων ετών η καθεμία (με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά από δύο έτη). Η νέα σειρά στοχευμένων πράξεων παρέχει ισχυρά κίνητρα στις εμπορικές τράπεζες για να στηρίζουν με χρηματοδότηση την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ ενώ παράλληλα, προστατεύει τις τράπεζες, οι οποίες αντιμετωπίζουν μεγάλης κλίμακας εξοφλήσεις ομολογιακών τίτλων, από τη μεταβλητότητα η οποία επικρατεί κατά καιρούς στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Όσον αφορά τις εξελίξεις στην ενιαία αγορά χρήματος, το επιτόκιο EONIA και το αναμενόμενο EONIA (δηλ. το σταθερό επιτόκιο στις συμφωνίες ανταλλαγής 3 μηνών του επιτοκίου μίας ημέρας) που από τα τέλη του 2014 έχουν διαμορφωθεί σε επίπεδα κάτω του μηδενός, υποχώρησαν περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2016 λόγω της απόφασης του ΔΣ της ΕΚΤ να μειώσει το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων σε -0,40% το Μάρτιο και των προσδοκιών για περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, ενώ στη συνέχεια διατηρήθηκαν εν πολλοίς σταθερά (μέσος όρος EONIA, Ιανουαρίου-20 Οκτωβρίου 2016: -0,31%). Επίσης, το επιτόκιο Euribor 3 μηνών που από το δεύτερο τρίμηνο του 2015 έγινε αρνητικό, συνέχισε στη διάρκεια του 2016 την πτωτική του πορεία (μέσος όρος τρίμηνου Euribor Ιανουαρίου-20 Οκτωβρίου 2016: -0,25%). Οι εξελίξεις αυτές είναι συνεπείς με την αύξηση του πλεονάσματος ρευστότητας στην ενιαία αγορά χρήματος στο πλαίσιο του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα σε αυξημένη μάλιστα κλίμακα (από τον Απρίλιο του 2016).

Η από ετών πτωτική τάση των αποδόσεων των αντιπροσωπευτικών μακροπρόθεσμων (δεκαετών) κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ με την υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση (AAA) συνεχίστηκε μέχρι τα μέσα περίπου του 2016, οπότε διαμορφώθηκαν σε αρνητικά και ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν την εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ και τις προσδοκίες για περαιτέρω χαλάρωσή της καθώς και τις αβεβαιότητες που δημιουργήσε το δημοψήφισμα για την παραμονή του Ην. Βασιλείου στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε.Ε.) στο β' τρίμηνο του έτους. Από τα μέσα Ιουλίου του 2016 οι αποδόσεις αυτές παρουσίασαν διακυμάνσεις γύρω από τα πολύ χαμηλά αυτά επίπεδα και μέχρι τις 20 Οκτωβρίου κατέγραψαν άνοδο κατά 15 μονάδες βάσης (μέσος όρος απόδοσης 10ετών κρατικών ομολόγων AAA στη ζώνη του ευρώ, περιόδου Ιανουαρίου-20 Οκτωβρίου 2016: 0,15%, περιόδου Σεπτεμβρίου-20 Οκτωβρίου 2016: -0,05%), επηρεαζόμενες από τη βελτίωση ορισμένων στοιχείων για την παγκόσμια οικονομία, καθώς και από τις ανησυχίες των επενδυτών διεθνώς για ενδεχόμενο περιορισμό της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών.

Αντιστοίχως, οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, όπως καταγράφονται από το δείκτη Dow Jones EuroStoxx, σημείωσαν πτώση από τις αρχές του 2016 μέχρι τα μέσα Φεβρουαρίου (-17,5%) επηρεαζόμενες κυρίως από την αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομίας της Κίνας και τη μεγάλη πτώση της τιμής του πετρελαίου. Στη συνέχεια μέχρι τις 20 Οκτωβρίου ακολούθησαν γενικά ανοδική πορεία (+16,2%), με εξαίρεση τον Ιούνιο του 2016, οπότε οι αγορές μετοχών διεθνώς επηρεάστηκαν αρνητικά και παρουσίασαν υψηλή μεταβλητότητα, λόγω του δημοψηφίσματος στο Ην. Βασίλειο. Οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ επηρεάστηκαν θετικά από τη βελτίωση των συνθηκών στην παγκόσμια οικονομία, την ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου, καθώς και την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ.

## 2. Οι οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα

### 2.1 Γενική επισκόπηση της ελληνικής οικονομίας

Το μίγμα περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής και εσωτερικής υποτίμησης που ακολουθήθηκε από το 2010, προκειμένου να επιτευχθεί η προσαρμογή των δίδυμων ελλειμμάτων της ελληνικής οικονομίας σε βιώσιμα επίπεδα, επέφερε σημαντικές κοινωνικοοικονομικές συνέπειες σε μία περίοδο ήδη αυξημένης εισοδηματικής ανισότητας<sup>6</sup>. Την περίοδο 2007-2011, το μέσο ελληνικό νοικοκυριό αντιμετώπισε ετήσια

<sup>6</sup> Στην έκθεσή του «Economic Policy Reforms: Going for growth» (2015), ο ΟΟΣΑ αναφέρει ότι η εισοδηματική ανισότητα στην ελληνική οικονομία αυξήθηκε την περίοδο 2005-2011, με τα νοικοκυριά στο χαμηλότερο τμήμα της εισοδηματικής κλίμακας να καταγράφουν απώλειες συγκριτικά μεγαλύτερες εν μέσω συνολικά μειούμενων εισοδημάτων.

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

μείωση του καθαρού, πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματός του άνω του 8%<sup>7</sup>, ενώ το 2012 τα νοικοκυριά στο χαμηλότερο 20% της εισοδηματικής κλίμακας κατείχαν το 6,4% του συνολικού εισοδήματος, σε αντίθεση με τα νοικοκυριά στο υψηλότερο 20%, που κατείχαν το 40,3% του συνολικού εισοδήματος.

Αλληλένδετες επιδράσεις της εσωτερικής υποτίμησης που εφαρμόστηκε τα προηγούμενα χρόνια υπέβαλαν την ελληνική οικονομία σε καθοδικό κύκλο μειωμένης εγχώριας ζήτησης, αυξανόμενης ανεργίας και μειούμενου διαθέσιμου εισοδήματος. Η εξέλιξη αυτή υπήρξε ιδιαίτερα δυσμενής για την αγορά εργασίας, με το ποσοστό της απασχόλησης να μειώνεται κατά 4,6% σε ετήσιους μέσους όρους μεταξύ 2010 και 2013, και το ποσοστό ανεργίας να επιδεινώνεται κατά 15,8 εκατοστιαίες μονάδες εντός του ίδιου διαστήματος<sup>8</sup>. Η επιδείνωση των βασικών δεικτών της αγοράς εργασίας, σε συνδυασμό με την απώλεια του 65,8% του όγκου των επενδύσεων μεταξύ 2008 και 2014 και τη μέση ετήσια συρρίκνωση της τελικής εγχώριας ζήτησης κατά 6,2% μεταξύ 2009 και 2014, οδήγησαν σε σημαντική μείωση το ακαθάριστο ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής.

Το 2014 εμφανίστηκαν οι πρώτες ενδείξεις ανάκαμψης στην αγορά εργασίας, με τη μείωση της ανεργίας κατά 0,8 ποσοστιαίες μονάδες, στο 24,2% του εργατικού δυναμικού<sup>9</sup>, υπό συνθήκες μείωσης του μέσου μισθού (κατά 17,2% σωρευτικά από το 2010 και κατά 2,1% εντός του έτους). Η συνεισφορά του εξωτερικού τομέα στην αύξηση του ΑΕΠ υπήρξε αρνητική, με τον οριακά θετικό ρυθμό ανάπτυξης να οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση της πραγματικής ιδιωτικής κατανάλωσης. Το ποσοστό αποταμίευσης επί του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών επίσης συνέχισε να είναι αρνητικό, με επιταχυνόμενο μάλιστα ρυθμό, καθώς το επίπεδο της ιδιωτικής κατανάλωσης υπερέβαινε αυτό του διαθέσιμου εισοδήματος.

Η πορεία των κοινωνικοοικονομικών δεικτών κατέστησε στις αρχές του 2015 φανερή την ανάγκη να επαναπροσδιοριστεί η οικονομική πολιτική, με τη δημιουργία δημοσιονομικών δυνατοτήτων (fiscal space) και την έμφαση στην εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών. Η εξάμηνη περίοδος που ακολούθησε χαρακτηρίστηκε από παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους Θεσμούς επί των όρων ενός νέου προγράμματος χρηματοδότησης. Κατά το διάστημα αυτό, η χρηματοδότηση της οικονομίας υπήρξε ιδιαίτερα περιορισμένη λόγω της αύξησης της οικονομικής αβεβαιότητας, της μεγάλης εκροής καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα και της απόφασης της ΕΚΤ, τον Φεβρουάριο του 2015, για αναστολή της αποδοχής ελληνικών ομολόγων με χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση. Έκτοτε, και μέχρι τις 29 Ιουνίου 2016 οπότε η ΕΚΤ έκανε πάλι αποδεκτά τα ελληνικά ομόλογα, οι ελληνικές τράπεζες χρηματοδοτούνταν με αυξημένο κόστος δανεισμού από τον Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας (ELA), σύμφωνα με τους κανόνες του Ευρωσυστήματος.

Το νέο τριετές πρόγραμμα στήριξης σταθερότητας μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας που συμφωνήθηκε με τους Θεσμούς άρχισε να υλοποιείται τον Αύγουστο του 2015. Το νέο πρόγραμμα περιλαμβάνει δέσμες μέτρων ανά τομέα πολιτικής, με έμφαση σε διαρθρωτικές αλλαγές αλλά και σε βασικούς κοινωνικούς στόχους, ώστε να δρομολογηθεί η σταδιακή αποκατάσταση των κοινωνικών ανισοροπιών.

Η νέα δημοσιονομική προσαρμογή, όπως συμφωνήθηκε και αποτυπώθηκε στη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης (ΣΧΔ) με τους Θεσμούς, προβλέπει στόχους πρωτογενούς πλεονάσματος -0,25% του ΑΕΠ για το 2015, 0,5% για το 2016, 1,75% για το 2017 και 3,5% για το 2018. Οι στόχοι αυτοί για τα πρωτογενή πλεονάσματα έως το 2018, όντας σημαντικά χαμηλότεροι του προηγούμενου προγράμματος, μειώνουν σημαντικά το ύψος των απαιτούμενων δημοσιονομικών μέτρων, απελευθερώνοντας χώρο για τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας και αυξάνοντας την αξιοπιστία του προγράμματος.

Την ίδια στιγμή, αύξηση της αξιοπιστίας προκύπτει από τον οδικό χάρτη για τη διευθέτηση του ζητήματος της βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους, ο οποίος υιοθετήθηκε στη συνεδρίαση του Eurogroup της

<sup>7</sup> Έκθεση «In it Together: Why less Inequality Benefits All, Overview of inequality trends, key findings and policy directions», ΟΟΣΑ 2015.

<sup>8</sup> Στοιχεία εθνικών λογαριασμών.

<sup>9</sup> Στοιχεία εθνικών λογαριασμών. Σύμφωνα με την έρευνα εργατικού δυναμικού της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής, η μείωση της ανεργίας ήταν κατά μία ποσοστιαία μονάδα, από το 27,5% του εργατικού δυναμικού το 2013 στο 26,5% το 2014.

24<sup>ης</sup> Μαΐου 2016, με στόχο την ομαλοποίηση των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της οικονομίας. Οι δέσμες μέτρων βραχυπρόθεσμου, μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χαρακτήρα που το πρόγραμμα περιλαμβάνει, αναμένεται να εξειδικευτούν περαιτέρω το επόμενο διάστημα, ενισχύοντας το κλίμα εμπιστοσύνης και δημιουργώντας ευνοϊκές προϋποθέσεις για μακροπρόθεσμες επενδύσεις στη χώρα.

Οι νέοι δημοσιονομικοί στόχοι είναι σχεδιασμένοι ώστε να είναι συμβατοί με τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας, καθώς θα ανακάμπτει από τη βαθύτερη και πιο παρατεταμένη ύφεση της ιστορίας της. Η επίτευξή τους επιχειρείται μέσω ενός συνδυασμού:

- άμεσων δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων (συμπεριλαμβανομένου του ανεξάρτητου Δημοσιονομικού Συμβουλίου),
- του προγράμματος ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης και της βέλτιστης δημοσιονομικής διαχείρισης,
- του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων (συμπεριλαμβανομένης της Ελληνικής Εταιρείας Συμμετοχών και Περιουσίας),
- των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων (Εργαλειοθήκη I, II και III του ΟΟΣΑ) και στην εύρυθμη λειτουργία του δημόσιου τομέα,
- του εκσυγχρονισμού του συστήματος δημόσιας υγείας και κοινωνικής πρόνοιας,
- της διαχείρισης του ιδιωτικού χρέους και της εφαρμογής διαρθρωτικών αλλαγών με αναπτυξιακή προοπτική (όπως η απλοποίηση των αδειοδοτήσεων για επενδύσεις),
- της διασφάλισης επαρκούς προστασίας των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων (όπως μέσω του κοινωνικού εισοδήματος αλληλεγγύης και των ενεργών εργασιακών πολιτικών<sup>10</sup>).

Δεδομένου ότι ο κύριος όγκος των δημόσιων δαπανών κατευθύνεται κυρίως σε μισθούς, συντάξεις και δράσεις κοινωνικής προστασίας (μεταβιβάσεις σε οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης και φορείς του Δημοσίου), η δημοσιονομική σταθεροποίηση επιδιώκεται σε μεγάλο βαθμό μέσω της φορολογικής πολιτικής. Πέραν των μέτρων που νομοθετήθηκαν τον Αύγουστο του 2015, η ΣΧΔ της πρώτης αξιολόγησης του προγράμματος προβλέπει για την περίοδο 2016-2018 παρεμβάσεις για την επίτευξη εξοικονόμησης πόρων ύψους 3% του ΑΕΠ σωρευτικά (από τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος, από τη μεταρρύθμιση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων, από τις αλλαγές στους συντελεστές ΦΠΑ και από την αναμόρφωση των μισθολογίων στο δημόσιο τομέα και τους ειδικούς φόρους κατανάλωσης).

Η νέα μεταρρύθμιση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων και ο εκσυγχρονισμός του φορολογικού συστήματος στοχεύουν στην αύξηση της εispραξιμότητας των φόρων και γενικότερα της αποτελεσματικότητάς του, με ειδική μέριμνα για την από ουδέτερη έως και ευνοϊκή επίδρασή τους στα χαμηλού εισοδήματος νοικοκυριά. Επιπλέον, διατηρούνται οι χαμηλοί συντελεστές του ΦΠΑ στα βασικά τρόφιμα, στην ύδρευση και στον ηλεκτρισμό που τυπικά ευνοούν τα χαμηλού εισοδήματος νοικοκυριά. Σημειώνεται ότι παρά τις αρνητικές αναδιανεμητικές επιπτώσεις του ΦΠΑ, η φορολόγηση της κατανάλωσης κρίνεται λιγότερο επιζήμια για την απασχόληση από άλλες κατηγορίες φόρων.

Στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις του νέου προγράμματος συγκαταλέγεται η αναμόρφωση του συνταξιοδοτικού συστήματος σε ένα μακροπρόθεσμα βιώσιμο σχήμα, με τον περιορισμό των δικαιωμάτων πρόωρης συνταξιοδότησης να επιτυγχάνει εξοικονόμηση δαπανών της τάξης του 0,5% του ΑΕΠ ήδη την περίοδο μεταξύ της έναρξης του προγράμματος και της πρώτης αξιολόγησης. Άλλες δομικές αλλαγές αφορούν το χωροταξικό σχεδιασμό, τη νομοθετική ρύθμιση χρήσεων γης, την καταπολέμηση της διαφθοράς, την αποδέσμευση των αγορών ενέργειας και τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δικαστικού συστήματος.

Προς το σκοπό της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της ανάπτυξης από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, εξέλιξη κλειδί αποτελεί η χάραξη στρατηγικής για την αντιμετώπιση του υψηλού αποθέματος μη

<sup>10</sup> Συμπεριλαμβανομένων των βραχυπρόθεσμων ευκαιριών απασχόλησης για 52.000 μακροχρόνια ανέργους και της απασχόλησης 43.000 ανέργων σε δημόσια έργα το επόμενο διάστημα.

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

εξυπηρετούμενων δανείων,<sup>11</sup> η οποία ενδυναμώνει τα οφέλη της πρόσφατης ανακεφαλαιοποίησης των Τραπεζών και των αποφάσεων της ΕΚΤ στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος. Ενδεικτικά, στον Κώδικα Δεοντολογίας της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως αυτός αναθεωρήθηκε τον Αύγουστο του 2016, αποσαφηνίζεται μια σειρά διαδικασιών επικοινωνίας με τους δανειολήπτες και λαμβάνεται ειδική μέριμνα για τις πολύ μικρές επιχειρήσεις, για κοινωνικά ευπαθείς ομάδες και για περιπτώσεις δανείων με πολλαπλούς πιστωτές.

Βραχυπρόθεσμα, ενόσω η απόδοση των διαρθρωτικών μέτρων δεν έχει γίνει ακόμα ορατή, η στρατηγική ενίσχυσης του δικτύου κοινωνικής προστασίας περιλαμβάνει τη λήψη μέτρων κοινωνικής πολιτικής, τα οποία αντισταθμίζουν κατά το δυνατόν τις επιπτώσεις των δημοσιονομικών μέτρων προσαρμογής στα ασθενέστερα στρώματα και τα νοικοκυριά στην χαμηλότερη βαθμίδα της εισοδηματικής κλίμακας. Μεταξύ αυτών που έχουν ανακοινωθεί είναι η δημιουργία μονάδων πρωτοβάθμιας φροντίδας υγείας σε δήμους από το 2017, η προστασία των κύριων συντάξεων και τα αντισταθμιστικά μέτρα για τη στήριξη όσων επηρεάζονται από τη σταδιακή κατάργηση του Επιδόματος Κοινωνικής Αλληλεγγύης Συνταξιούχων (ΕΚΑΣ) (μέσω της πλήρους απαλλαγής από τη φαρμακευτική δαπάνη, της απαλλαγής από την παρακράτηση του 6% για την εισφορά υγείας, της ένταξης στο πρόγραμμα προπληρωμένης Κάρτας Αλληλεγγύης και της διατήρησης ισόποσης παροχής στους χρόνια πάσχοντες με ποσοστό αναπηρίας άνω του 80%). Επιπλέον, ιδιαίτερα σημαντική παρέμβαση αποτελεί το Κοινωνικό Εισόδημα Αλληλεγγύης, το οποίο έχει αρχίσει να καταβάλλεται σε πολίτες που ζουν σε συνθήκες ακραίας φτώχειας σε 30 Δήμους και αναμένεται να επεκταθεί σε ολόκληρη τη χώρα στις αρχές του 2017.

Κατά συνέπεια, η υιοθέτηση και η συνεπής υλοποίηση του νέου προγράμματος της ελληνικής οικονομίας κινείται προς την κατεύθυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής, θεμελιώνοντας παράλληλα:

- ρεαλιστικούς δημοσιονομικούς στόχους, οι οποίοι χαρακτηρίζονται από ευελιξία στην περίπτωση έκτακτων εξωγενών διαταραχών,
- δικλείδες που διασφαλίζουν την ομαλή εξυπηρέτηση των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας μακροπρόθεσμα, και
- στοχευμένα μέτρα ενίσχυσης της κοινωνικής συνοχής.

Τα σημεία αυτά βελτιώνουν σημαντικά την αξιοπιστία του προγράμματος, γεγονός που θα μπορούσε από μόνο του να εκκινήσει έναν κύκλο ενίσχυσης της σταθερότητας, του επενδυτικού ενδιαφέροντος και των εργασιακών προοπτικών, της ενεργούς ζήτησης και της οικονομικής μεγέθυνσης.

## 2.2 Οι εξελίξεις το 2015

Το 2015 υπήρξε χρονιά επαναπροσδιορισμού των στόχων της ελληνικής οικονομίας και των μέσων επίτευξής τους, με επανεξέταση του εφαρμοζόμενου μίγματος οικονομικής προσαρμογής.

Η διαδικασία αυτή έλαβε χώρα σε μία χρονική συγκυρία υψηλής μεταβλητότητας στο εγχώριο και το διεθνές περιβάλλον, κατά την οποία συνυπήρχαν η επιδείνωση της ρευστότητας στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα και οι ασθενείς ενδείξεις ανάκαμψης του 2014 με την αύξηση του κινδύνου στις διεθνείς χρηματαγορές, τη ραγδαία αύξηση των προσφυγικών ροών μέσω της Ελλάδας στην Ευρώπη, και τις ευρύτερες συνέπειες στις προοπτικές σταθερότητας από τις γεωπολιτικές εξελίξεις στη Μέση Ανατολή και την Ανατολική Ευρώπη.

Η ρευστότητα στις ελληνικές τράπεζες περιορίστηκε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2015, καθώς ταχεία εκροή καταθέσεων προκλήθηκε από την αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας και την επαναφερόμενη συζήτηση επί μίας ενδεχόμενης εξόδου της Ελλάδας από την Ευρωζώνη. Η εφαρμογή των μέτρων ελέγχου στις τραπεζικές συναλλαγές, τον Ιούλιο του 2015, περιόρισε τις εκροές, διασφαλίζοντας τη συνέχιση της

<sup>11</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το Δεκέμβριο του 2015 η ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων στις ελληνικές τράπεζες είχε επιδεινωθεί σημαντικά, με το 44,2% του συνόλου των ανοιγμάτων να χαρακτηρίζονται ως μη εξυπηρετούμενα, έναντι του 39,9% τον Δεκέμβριο του 2014 (Εκθεση Νομισματικής Πολιτικής 2015-2016, Ιούνιος 2016).

λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και επιφέροντας περιορισμένη μόνο επίπτωση στο επίπεδο της κατανάλωσης σε σχέση με ό,τι είχε αρχικά προβλεφθεί.

Η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, και ιδίως της ιδιωτικής κατανάλωσης και του εξωτερικού τομέα της, σε συνδυασμό με την επίτευξη της συμφωνίας με τους Θεσμούς για την εφαρμογή της ΣΧΔ, τον Αύγουστο του 2015, συνέβαλαν στην καταγραφή οριακών μόνο απωλειών πραγματικού προϊόντος στο σύνολο του 2015 σε σχέση με το 2014 (-0,2%). Την εφαρμογή της ΣΧΔ ακολούθησε, από τον Σεπτέμβριο του 2015, η βαθμιαία μεταστροφή των δυσμενών προσδοκιών για την οικονομία, που είχαν καταγραφεί κυρίως στους δύο πρώτους μήνες εφαρμογής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων<sup>12</sup>.

Σύμφωνα με τα ετήσια εθνικολογιστικά στοιχεία του 2015 για τις συνιστώσες του πραγματικού ΑΕΠ, όπως αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω από την Ελληνική Στατιστική Αρχή τον Οκτώβριο του 2016, οριακά αρνητική ήταν στο σύνολο του έτους η πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης (-0,2%), των επενδύσεων (-0,2%),<sup>13</sup> και των εξαγωγών υπηρεσιών (-2,4%). Από την άλλη πλευρά, οι εξαγωγές αγαθών εμφάνισαν δυναμική ανάπτυξης, καθώς αυξήθηκαν κατά 8,6% σε ετήσια βάση, συντελώντας έτσι στην αύξηση των συνολικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 3,4%<sup>14</sup> το 2015.

Το επίπεδο της δημόσιας κατανάλωσης εντός του 2015 συνδέθηκε με την κλιμάκωση της προσφυγικής κρίσης, η οποία επηρέασε δυσανάλογα την Ελλάδα ως χώρα διέλευσης σε σχέση με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των προσφύγων που πέρασαν στην Ελλάδα εντός του έτους έφτασε τις 856.723 (σύμφωνα με τα στοιχεία της Ύπατης Αρμοστείας των Ηνωμένων Εθνών). Αυτή η μεγάλη αύξηση των εισροών σε σχέση με το 2014 (43.500 αφίξεις), επέφερε δημοσιονομικό κόστος σε όρους δαπανών υποδοχής και προσωρινής εγκατάστασης των προσφύγων, που συντέλεσαν στη στασιμότητα της πραγματικής δημόσιας κατανάλωσης έναντι του 2014.

Η συρρίκνωση των εισαγωγών υπηρεσιών το 2015 έφτασε το 14,9% σε ετήσια βάση, αλλά αντισταθμίστηκε από την συνεχιζόμενη αύξηση των εισαγωγών αγαθών έναντι του 2014 (κατά 3,2% βάσει των αναθεωρημένων στοιχείων). Ως εκ τούτου, οι συνολικές εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών συγκρατήθηκαν σε οριακά θετική πορεία, αυξανόμενες κατά 0,3%<sup>15</sup> έναντι του 2014. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει, αφενός, την ανθεκτική επίδοση του εξωτερικού τομέα ως προς το επίπεδο δραστηριότητας παρά τους ελέγχους επί των τραπεζικών συναλλαγών και, αφετέρου, τη συγκριτικά μεγαλύτερη επίπτωση των ελέγχων στις εισαγωγές σε σχέση με τις εξαγωγές, η οποία οδήγησε στη θετική συνεισφορά του εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών στην αύξηση του ΑΕΠ το 2015, κατά 0,9 εκατοστιαίες μονάδες.

Οι αποπληθωριστικές πιέσεις συνεχίστηκαν εντός του 2015, βαίνοντας όμως προς εξασθένιση, με τον αναθεωρημένο ρυθμό πληθωρισμού του ΑΕΠ στο -1,0% και τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή στο -1,1%, έναντι -1,8% και -1,4%, αντίστοιχα, το 2014.

Ο δημοσιονομικός στόχος του 2015 για το πρωτογενές πλεόνασμα, όπως συμφωνήθηκε στη ΣΧΔ (-0,25% του ΑΕΠ), υπερκαλύφθηκε από το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του πρωτογενούς ισοζυγίου Γενικής Κυβέρνησης, το οποίο ανήλθε σε πλεόνασμα 0,25% του ΑΕΠ<sup>16</sup> έναντι 0,3% του ΑΕΠ το 2014 (εξαιρουμένης της στήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων<sup>17</sup>). Αντίστοιχα, το ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε έλλειμμα -3,30% του ΑΕΠ, έναντι -3,5% το 2014, και το χρέος της Γενικής

<sup>12</sup> Στο δίμηνο Ιουλίου - Αυγούστου 2015, κατά μέσο όρο η υποχώρηση των δεικτών οικονομικού κλίματος έφτασε σε ετήσια βάση το 30,9% για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στη βιομηχανία, το 53,2% για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στις κατασκευές, το 29,9% για το Δείκτη Υπεύθυνων Προμηθειών (PMI) και το 22,9% για το Δείκτη Οικονομικού Κλίματος.

<sup>13</sup> Η ανάσχεση της πτωτικής πορείας των επενδύσεων αποδίδεται στις κατασκευές πλην κατοικιών (+6,2% σε ετήσια βάση), στον εξοπλισμό μεταλλικών προϊόντων και μηχανημάτων (+6,0%) και στα άλλα προϊόντα (+2,9%).

<sup>14</sup> Έναντι της προηγούμενης εκτίμησης της ΕΛΣΤΑΤ για υποχώρηση των συνολικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 3,8% σε ετήσια βάση.

<sup>15</sup> Έναντι της προηγούμενης εκτίμησης της ΕΛΣΤΑΤ για υποχώρηση των συνολικών εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 6,9% σε ετήσια βάση.

<sup>16</sup> Βάσει της δεύτερης κοινοποίησης της Διαδικασίας Υπερβάλλοντος Ελλείμματος - ΔΥΕ (ΕΛΣΤΑΤ, Οκτώβριος 2016)

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Κυβέρνησης μειώθηκε κατά 8,06 δισ. ευρώ το 2015, στο 177,4% του ΑΕΠ έναντι 179,7% του ΑΕΠ το 2014. Το δε ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε πλεόνασμα 205,8 εκατ. ευρώ ή 0,12% του ΑΕΠ), έναντι ελλείμματος 1,6% του ΑΕΠ το 2014. Επομένως, οι βασικοί δείκτες μακροοικονομικής ανισορροπίας της ελληνικής οικονομίας (τα «δίδυμα ελλείμματα») σαφώς βελτιώθηκαν.

### 2.3 Οι εξελίξεις το 2016

Η ενίσχυση της οικονομικής εμπιστοσύνης από την υιοθέτηση του προγράμματος χρηματοδότησης μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ), αναμένεται να διευκολύνει την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, ιδίως μετά την εξάντληση της αρνητικής επίδρασης (carry over effect) του 2015 στο τρέχον έτος, που εκτιμάται ότι θα επέλθει σε σύντομο διάστημα από το τέλος του πρώτου εξαμήνου<sup>18</sup>.

Οι δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας έδειξαν σαφή βελτίωση εντός του 9μήνου Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου 2016, σε σύγκριση με το αντίστοιχο 9μηνο του 2015, με τον δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία να ανέρχεται στις 91,2 μονάδες (έναντι 81,6), και το δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο στις 97,5 μονάδες (έναντι 81,0). Ο δείκτης Υπεύθυνων Προμηθειών περιορίστηκε στις 49,4 μονάδες το 9μηνο του 2016 έναντι των ωστόσο χαμηλότερων 44,4 μονάδων το 8μηνο του 2015. Ο δείκτης Οικονομικού Κλίματος το τρίτο τρίμηνο του 2016 βελτιώθηκε σημαντικά, φθάνοντας τις 91,6 μονάδες έναντι 80,7 μονάδων το αντίστοιχο τρίμηνο του 2015. Σε αυτό συνέβαλε η σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί το επόμενο διάστημα, έπειτα και από την επανένταξη των ελληνικών ομολόγων στον κατάλογο των επιλέξιμων τίτλων στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.

Η ανάκαμψη της οικονομίας αναμένεται να ευοδωθεί από το δεύτερο μισό του έτους, στη βάση της ήδη διαφανιζόμενης τάσης βελτίωσης στην αγορά εργασίας και στην προοπτική οικονομικής σταθερότητας. Η τελευταία ενισχύεται από την επιτυχή έκβαση της πρώτης αξιολόγησης του προγράμματος στήριξης, κατόπιν της συμφωνίας με τους Θεσμούς επί του πακέτου προαπαιτούμενων μέτρων προσαρμογής, τον Ιούνιο του 2016, και της τυπικής ολοκλήρωσης της αξιολόγησης με την εκταμίευση της υπο-δότησης των 2,8 δισ. ευρώ του Οκτωβρίου. Με τον τρόπο αυτό:

- εξασφαλίστηκε η ομαλή χρηματοδότηση της οικονομίας,
- δημιουργήθηκαν θετικές προσδοκίες στην πραγματική οικονομία και το επενδυτικό κοινό σε σχέση με τις προοπτικές οικονομικής σταθερότητας,
- δημιουργήθηκαν οι αναγκαίες συνθήκες για την (ήδη πραγματοποιηθείσα την 29<sup>η</sup> Ιουνίου) επαναφορά από την ΕΚΤ της επιλεξιμότητας των ελληνικών ομολόγων ως ενέχυρο στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία μεταφράζεται σε πρόσβαση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα χαμηλότερου κόστους,
- συμφωνήθηκε η παροχή ρευστότητας προς την πραγματική οικονομία μέσω της πληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών του δημοσίου προς τον ιδιωτικό τομέα ύψους 3,5 δισ. ευρώ,
- χαράχθηκε ο οδικός χάρτης για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, με την έναρξη της συζήτησης επί συγκεκριμένων δεσμών μέτρων για τη διασφάλιση της αδιάλειπτης και βιώσιμης εξυπηρέτησής του.

Σε αυτή τη βάση, και δεδομένου ότι ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ του 2015 σε όρους όγκου δεν μεταβλήθηκε κατά την πρόσφατη αναθεώρηση των ετήσιων εθνικολογιστικών στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ, το πραγματικό ΑΕΠ συνεχίζει να εκτιμάται οριακά μειούμενο το 2016, κατά 0,3%.

<sup>17</sup> Οι εφάπαξ δαπάνες για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μέσα στο 2015 είχαν επίπτωση της τάξης του 4,1% του ΑΕΠ στο αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης.

<sup>18</sup> Όπως υποδηλώνει και η βελτίωση βραχυχρόνιων οικονομικών δεικτών τρίτου τριμήνου 2016.

Ως προς τις συνιστώσες της τελικής εγχώριας ζήτησης<sup>19</sup>, η πραγματική ιδιωτική και η δημόσια κατανάλωση εκτιμάται ότι θα κινηθούν καθοδικά στο σύνολο του έτους, στο -0,6% και -1,5% αντίστοιχα, ενώ η επενδυτική δραστηριότητα ανοδικά, στο +3,3%.

Σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, η αναθεώρηση των ετήσιων πραγματικών εξαγωγών και εισαγωγών του 2015, σε συνδυασμό με την εξέλιξη των βραχυχρόνιων δεικτών εντός του 2016, έχουν αναδιαμορφώσει τις σχετικές εκτιμήσεις για το τρέχον έτος στο 0,8% και στο 2,7%, αντίστοιχως. Η σταδιακή προσαρμογή των εισαγωγών και η χαλάρωση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων αναμένεται, επομένως, να οδηγήσει το 2016 σε αρνητική συμβολή του εξωτερικού τομέα στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -0,64 εκατοστιαίες μονάδες. Τέλος, ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε οριακά αρνητικό έδαφος, στο -0,2%.

Όσον αφορά τις προσφυγικές ροές εντός του 2016, αυτές εκτιμώνται σημαντικά μικρότερες σε σχέση με το προηγούμενο έτος, καθώς σύμφωνα με τα στοιχεία της Ύπατης Αρμοστείας των Ηνωμένων Εθνών έως τις 23 Οκτωβρίου έχουν ανέλθει σε 169.243 άτομα, επιδεικνύοντας σαφή πτωτική τάση μετά την υπογραφή της συμφωνίας μεταξύ Ευρωπαϊκής Ένωσης και Τουρκίας.

Σε γενικές γραμμές, η επαναφορά της οικονομίας σε πορεία ανάκαμψης, έχοντας ως εφελτήριο το δεύτερο εξάμηνο του 2016, αναμένεται να γίνει εμφανέστερη εντός του 2017, με εδραίωση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα.

### **Πληθωρισμός - Τιμές**

Η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης και της τελικής εγχώριας ζήτησης μεταξύ 2009 και 2013 οδήγησε σε αυξανόμενη καθοδική πίεση για το δείκτη τιμών καταναλωτή, με αρνητικό ρυθμό πληθωρισμού να καταγράφεται από το 2013 έως και το 2015. Κατά το ίδιο διάστημα, ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη επιβραδύνονταν, παραμένοντας όμως σε θετικό έδαφος έως το 2015 (οπότε μηδενίστηκε).

Το 2014 υπήρξε για την Ελλάδα το έτος με τον υψηλότερο ρυθμό αποπληθωρισμού σε όλη την περίοδο προσαρμογής, φτάνοντας το -1,4% βάσει του Εναρμονισμένου ΔΤΚ. Αντίθετα, το 2015 τα μέτρα έμμεσης φορολογίας που υιοθετήθηκαν περιόρισαν την υποχώρηση του εναρμονισμένου δείκτη (-1,1%) και συνέβαλαν στη διαμόρφωση του εναρμονισμένου δομικού πληθωρισμού (πυρήνας ΓΔΤΚ) ελαφρώς πάνω από το μηδέν (0,1%). Το γεγονός αυτό αντανακλά την επίδραση της μείωσης της διεθνούς τιμής του πετρελαίου το 2015, κατά 37,5% σε ετήσια βάση, στο γενικό δείκτη τιμών.

Οι τιμές συνέχισαν να κινούνται αρνητικά στο πρώτο 9μηνο του 2016 κατά μέσο όρο, με τον Εναρμονισμένο ΔΤΚ στο -0,1%, παρά την αυξητική τάση του δείκτη μεταξύ Ιουνίου και Αυγούστου σε επίπεδο ελαφρώς πάνω από το μέσο όρο της Ευρωζώνης. Ο Εναρμονισμένος δείκτης με σταθερούς φόρους κυμάνθηκε γύρω από το -1,8% το ίδιο διάστημα, έναντι -1,5% στο 9μηνο του 2015. Αυτό υποδηλώνει ότι η μέση καθοδική πίεση στις τιμές την ίδια περίοδο σχεδόν εκμηδενίστηκε από τις αυξήσεις στην έμμεση φορολογία (ΦΠΑ, ειδικοί φόροι κατανάλωσης). Επιπρόσθετα, η διεθνής τιμή του πετρελαίου παρουσίασε νέα μείωση τον Ιανουάριο του 2016, ενώ συνέχισε να υποχωρεί κατά μέσο όρο το πρώτο 9μηνο του 2016 έναντι του 2015, παρά την ανάκαμψή του σε μηνιαία βάση μεταξύ Μαρτίου και Ιουνίου 2016. Ως εκ τούτου, ο Εναρμονισμένος δομικός πληθωρισμός κινήθηκε περισσότερο αυξητικά από τον Εναρμονισμένο ΔΤΚ, κλείνοντας στο 0,9% το πρώτο 9μηνο του έτους, έναντι -0,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2015.

Η αντίστοιχη συμπίεση των τιμών στην Ευρωζώνη, που ξεκίνησε από το Δεκέμβριο του 2014, υπήρξε περιορισμένη σε σχέση με την περίπτωση της Ελλάδας καθ' όλο το διάστημα των αποπληθωριστικών πιέσεων. Τόσο στο πρώτο 9μηνο του 2015 όσο και στο σύνολο του έτους, ο Εναρμονισμένος δείκτης κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο μηδέν, ενώ στο 9μηνο του 2016 κατέγραψε μικρή άνοδο (0,1%). Το γεγονός

<sup>19</sup> Έπειτα από την πρόσφατη αναθεώρηση των ετήσιων εθνικολογιστικών στοιχείων για το 2015, οι εκτιμήσεις αυτές τελούν υπό την αίρεση τυχόν σημαντικών αποκλίσεων στην ιστορική τάση και την επίδραση μεταφοράς των εν λόγω μεγεθών, κατά την επικείμενη δημοσίευση των αναλυτικών τριμηνιαίων στοιχείων Εθνικών Λογαριασμών 3<sup>ου</sup> τριμήνου 2016.

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

αυτό συνδέεται με την εφαρμοζόμενη επεκτατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ προς την επίτευξη του μακροπρόθεσμου στόχου του 2%.

Στο σύνολο του 2016, η συνισταμένη από την (σε ετήσια βάση) αρνητική μεταβολή της τιμής του πετρελαίου, την οριακή υποχώρηση της τελικής εγχώριας ζήτησης στην Ελλάδα έναντι του 2015 (κατά 0,4%), και την επίδραση των αυξήσεων στην έμμεση φορολογία, αναμένεται να διατηρήσει τις τιμές στο ίδιο επίπεδο με το 2015. Η εκτιμώμενη ανάκαμψη της ζήτησης από το δεύτερο εξάμηνο του 2016, σε συνδυασμό με τη σταδιακή άνοδο της τιμής του πετρελαίου από το 2017, αναμένεται από τον Ιούνιο του επόμενου έτους να αντικαταστήσει την έμμεση φορολογία ως πηγή αυξητικής επίδρασης στις τιμές, οδηγώντας σε θετικούς ρυθμούς πληθωρισμού σε όλη τη μεσοπρόθεσμη περίοδο.

### **Απασχόληση - Ανεργία**

Οι βασικοί δείκτες της ελληνικής αγοράς εργασίας υπέστησαν σημαντική επιδείνωση από το 2009 έως το 2013, με την απασχόληση σε συνεχή μείωση και την ανεργία να εκτινάσσεται στα υψηλότερα επίπεδα της Ευρωζώνης το 2013 (27,5% του εργατικού δυναμικού), το 2014 (26,5%) και το 2015 (24,9%)<sup>20</sup>. Το πρώτο 7μηνο του 2016, η ανεργία κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο 23,7% (έναντι 25,3% το αντίστοιχο διάστημα του 2015<sup>21</sup>). Το ανωτέρω ποσοστό αποτελεί επίσης την εκτίμηση για την ανεργία στο σύνολο του 2016, χαμηλότερα κατά 1,2 εκατοστιαία μονάδα έναντι του αντίστοιχου ποσοστού του 2015<sup>22</sup>.

Ο ρυθμός μείωσης της απασχόλησης σε εθνικολογιστική βάση κορυφώθηκε το 2011 (-6,9% σε ετήσια βάση), ενώ ενδείξεις ανάσχεσης της δυσμενούς τάσης εμφανίστηκαν μόλις το 2014, με την καταγραφή στασιμότητας στον αριθμό των απασχολούμενων έναντι του προηγούμενου χρόνου. Το 2015, παρά τη μείωση του εργατικού δυναμικού με μεγαλύτερο ρυθμό έναντι του 2014, η μεταστροφή της πτώσης της συνολικής απασχόλησης ήταν ευδιάκριτη (+0,5% σε ετήσια βάση), γεγονός στο οποίο συντέλεσαν η μικρή αύξηση στην οικονομική δραστηριότητα (0,4% σε όρους πραγματικού προϊόντος) το προηγούμενο έτος, και η αύξηση της μισθωτής εργασίας εντός του 2015. Για το 2016, τα στοιχεία της έρευνας εργατικού δυναμικού για το πρώτο 7μηνο δείχνουν αύξηση της απασχόλησης (2,7%) και προδιαγράφουν τη βελτίωσή της σε εθνικολογιστική βάση, με την σχετική ετήσια εκτίμηση να διαμορφώνεται στο 1,0%.

Βάσει των τριμηνιαίων (μη εποχικά διορθωμένων) στοιχείων της έρευνας εργατικού δυναμικού, κατά την αρχική περίοδο της προσαρμογής η μείωση της απασχόλησης συνδέθηκε με την υποχώρηση τόσο της πλήρους απασχόλησης όσο και της μερικής απασχόλησης. Ωστόσο, από το δεύτερο τρίμηνο του 2012, παρατηρήθηκαν θετικοί ρυθμοί μεταβολής της μερικής απασχόλησης, τη στιγμή που η πλήρης απασχόληση συνέχισε να μειώνεται έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2014. Έκτοτε, η πλήρης απασχόληση παρουσιάζει βελτίωση, η οποία ενισχύθηκε από το 2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2015 παρά την υφεσιακή επίδραση του 2<sup>ου</sup> εξαμήνου του 2015<sup>23</sup>.

Η εξέλιξη της μακροχρόνιας ανεργίας είναι ενδεικτική της διαρθρωτικής φύσης του προβλήματος στην αγορά εργασίας. Μεταξύ 2010 και 2014, το ποσοστό των ανέργων που αδυνατούσαν να βρουν νέα εργασία για πάνω από ένα έτος αυξήθηκε κατά 64,9% ή 29 εκατοστιαίες μονάδες, φτάνοντας στο 73,6% του συνολικού αριθμού των ανέργων. Το 2015, το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων υποχώρησε οριακά (κατά 0,4 εκατοστιαίες μονάδες), δείχνοντας περαιτέρω τάση βελτίωσης το πρώτο 6μηνο του 2016, κατά 1,1 εκατοστιαία μονάδα σε σχέση με το αντίστοιχο 6μηνο του 2015.

Η ανεργία των νέων άρχισε να βελτιώνεται για πρώτη φορά το 2014, κατά 5,6 εκατοστιαίες μονάδες έναντι του 2013, στο ωστόσο υψηλό 52,7% του νεανικού εργατικού δυναμικού (από 21,9% το 2008). Η βελτιωτική

<sup>20</sup> Βάσει της τριμηνιαίας έρευνας εργατικού δυναμικού της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής.

<sup>21</sup> Σύμφωνα με τα διαθέσιμα (εποχικά διορθωμένα) μηνιαία στοιχεία έρευνας εργατικού δυναμικού για το 2016 (ΕΛΣΤΑΤ).

<sup>22</sup> Σε εθνικολογιστική βάση η εκτίμηση κυμαίνεται στο 21,8% του εργατικού δυναμικού, μειούμενη κατά ίσες μονάδες με την ΕΕΔ έναντι του 2015.

<sup>23</sup> Την περίοδο από το δεύτερο τρίμηνο του 2015 έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2016, η πλήρης απασχόληση εμφανίζει σημαντικά θετικούς ρυθμούς αύξησης, με μέσο όρο 2,7%. Αντίθετα η μερική απασχόληση, μετά από τέσσερα τρίμηνα μηδενικής κατά μέσο όρο μεταβολής, εμφάνισε ανάκαμψη μόλις το δεύτερο τρίμηνο του 2016 (+5,3% έναντι του δεύτερου τριμήνου 2015).

τάση διατηρήθηκε το 2015, ωστόσο επιβραδυνόμενη, με την ανεργία στους νέους να μειώνεται κατά 2,9 εκατοστιαίες μονάδες έναντι του 2014, στο 49,8%. Τα στοιχεία του πρώτου 7μήνου του 2016 υποδηλώνουν περαιτέρω βελτίωση της ανεργίας στους νέους (15-24 ετών), διαμορφώνοντάς την στο 48,6% από 50,4% το αντίστοιχο 7μηνο του 2015.

## Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του νομισματικού μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο M3 της ζώνης του ευρώ (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) αφού κατέγραψε προοδευτικά αυξανόμενες αρνητικές τιμές το α΄ εξάμηνο του 2015 στη συνέχεια ανέκαμψε σημαντικά και μεταστράφηκε σε θετικές τιμές (Αύγουστος του 2016: 4,4%, Δεκέμβριος 2015: -22,0%). Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας ανήλθε σε 12,2% τον Αύγουστο του 2016 από 14,9% το Δεκέμβριο του 2015, και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας έως 2 ετών υποχώρησε σε -6,9% τον Αύγουστο του 2016 από -49,5% στο τέλος του 2015.

Οι τραπεζικές καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, εμφάνισαν διακυμάνσεις από το Δεκέμβριο του 2015 καθώς θετικές καθαρές ροές εναλλάσσονταν με αρνητικές και η συνολική ροή κατά την περίοδο Ιανουαρίου 2016-Σεπτεμβρίου 2016 ανήλθε σε 0,6 δισ. ευρώ (έναντι -38,2 δισ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2015). Μετά από μια πρώτη περίοδο έντονης αβεβαιότητας κατά τις αρχικές διαπραγματεύσεις με τους θεσμούς το α΄ εξάμηνο του 2015 ακολούθησε σημαντική συρρίκνωση των καταθέσεων, καθώς και επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών και στις διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων. Η αναζωογόνηση της εμπιστοσύνης επανήλθε μετά τη σύναψη της ΣΧΔ με τους θεσμούς τον Αύγουστο του 2015 και την υπογραφή του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής με αποτέλεσμα τη συγκράτηση της υποχώρησης των καταθέσεων. Η εμπιστοσύνη των καταθετών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και στο τραπεζικό σύστημα βελτιώθηκε προοδευτικά στη συνέχεια με την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών το Δεκέμβριο του 2015 και την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης τον Ιούνιο του 2016. Η επικείμενη ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του προγράμματος, η σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών κεφαλαίων και η αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων του τραπεζικού συστήματος αναμένεται ότι θα συντελέσουν σε μεγαλύτερη ανάκαμψη των καταθέσεων με την επιστροφή αποθησαυρισμένων τραπεζογραμματίων και κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της χρηματοδότησης προς τον τομέα της Γενικής Κυβέρνησης από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα συμπεριλαμβανομένης της Τραπέζης της Ελλάδος αφού επανήλθε σε θετικές τιμές το 2015, την περίοδο Δεκεμβρίου 2015-Σεπτεμβρίου 2016 εμφάνισε συνεχόμενα αρνητικές μονοψήφιες τιμές, με διακυμάνσεις. Ειδικότερα, ο ρυθμός αυτός διαμορφώθηκε σε -3,3% το Σεπτέμβριο του 2016 από -5,3% το Δεκέμβριο του 2015. Η διαμόρφωση του εν λόγω ρυθμού σε αρνητικές τιμές την περίοδο υπό επισκόπηση αντανακλά τη μικρή μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου των τραπεζών σε τίτλους ελληνικού Δημοσίου και τους αρνητικούς, ως επί το πλείστον, ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των δανείων των τραπεζών προς τη Γενική Κυβέρνηση.

Όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά (ιδιώτες-ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα) κατά τους πρώτους εννέα μήνες του έτους παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος και διαμορφώθηκε σε -3,0% το Σεπτέμβριο του 2016 έναντι -3,1% το Δεκέμβριο του 2015. Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αφού εμφάνισε διακυμάνσεις μετά την επιβολή των περιορισμών στη μεταφορά κεφαλαίων, τους πρώτους εννέα μήνες του έτους περιορίστηκε και διαμορφώθηκε σε -0,2% τον Σεπτέμβριο του 2016 έναντι -1,2% το Δεκέμβριο του 2015. Ο περιορισμός του ρυθμού μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, από την πλευρά της ζήτησης, παρά την αρνητική επίδραση της οικονομικής επιβράδυνσης το α΄ εξάμηνο του 2016 είναι πιθανόν να στηρίχθηκε στην εξομάλυνση των συνθηκών αβεβαιότητας. Από την πλευρά της προσφοράς, η πρόσφατη μετάβαση του ρυθμού συρρίκνωσης της χρηματοδότησης σε μηδέν είναι συνεπής, πέρα από την ευνοϊκή και για τις τράπεζες βελτίωση του κλίματος αβεβαιότητας, και με την ενίσχυση των κεφαλαίων των τραπεζών μετά την ανακεφαλαιοποίηση του Δεκεμβρίου του 2015, καθώς και με τις ευνοϊκότερες συνθήκες άντλησης πόρων προς αναδανεισμό από τη συμμετοχή τους στη διασυνοριακή διατραπεζική αγορά, στις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ καθώς

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

και την πρόσβασή τους σε έκτακτη χρηματοδότηση. Σημαντικός παράγοντας ανασχετικός στην παροχή πιστώσεων παρέμεινε το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων.

Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα, ακολούθησαν καθοδική πορεία από τα μέσα του 2012, η οποία αφού διακόπηκε το α' εξάμηνο του 2015 λόγω των εκροών καταθέσεων συνεχίστηκε εκ νέου μετά την απότομη αποκλιμάκωσή τους τον Ιούλιο του 2015 κατόπιν της επιβολής των περιορισμών στις αναλήψεις από τραπεζικές καταθέσεις. Το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2016 τα επιτόκια των καταθέσεων κατέγραψαν ήπιες περαιτέρω μειώσεις. Ειδικότερα, το επιτόκιο στη σημαντικότερη κατηγορία καταθέσεων, δηλ. εκείνων με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος από τα νοικοκυριά, κατέγραψε συνολικά μείωση στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου κατά 15 μονάδες βάσης και τον Αύγουστο του 2016 διαμορφώθηκε σε 0,87%.

Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων αφού κατά μέσο όρο κατέγραψαν άνοδο τους μήνες μετά την επιβολή περιορισμών κεφαλαίων μέχρι το τέλος του 2015, στη συνέχεια άρχισαν να μειώνονται.

Στην αρχική εξέλιξη των επιτοκίων ενδέχεται να συνέβαλε η εκτίμηση αμέσως μετά την επιβολή των περιορισμών, εκ μέρους των τραπεζών, ανόδου του πιστωτικού κινδύνου, η οποία μετά αναθεωρήθηκε προς ευνοϊκότερη κατεύθυνση. Αναλυτικότερα, το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2016 το μέσο επιτόκιο των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε κατά 27 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε 5,04% τον Αύγουστο του 2016, ενώ το αντίστοιχο επιτόκιο των δανείων προς τα νοικοκυριά αυξήθηκε κατά 11 μονάδες βάσης σε 4,78%. Τα ex post πραγματικά επιτόκια των τραπεζικών δανείων, αφού κατέγραψαν σημαντική μείωση λόγω της επιβράδυνσης του ρυθμού υποχώρησης των τιμών, το εξεταζόμενο διάστημα κατά μέσο όρο εμφάνισαν μικρή άνοδο. Αναλυτικότερα, το μεν πραγματικό επιτόκιο των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχώρησε κατά 31 μονάδες βάσης σε 4,61% τον Αύγουστο του 2016, ενώ το αντίστοιχο επιτόκιο των δανείων προς τα νοικοκυριά αυξήθηκε κατά 7 μονάδες βάσης σε 4,35%.

## Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών<sup>24</sup>

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2016 παρουσίασε πλεόνασμα 430 εκατ. ευρώ, κατά 560 εκατ. ευρώ μικρότερο από εκείνο της ίδιας περιόδου του 2015. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη βελτίωση των ισοζυγίων των πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Την ίδια περίοδο το συνολικό ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασε επιδείνωση, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε τρέχουσες τιμές περιορίστηκαν κατά 12,0%, ενώ οι αντίστοιχες εισαγωγές μειώθηκαν με βραδύτερο ρυθμό, κατά 8,9%. Ειδικότερα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών παρουσίασε πτώση, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από τον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών.

Το ισοζύγιο αγαθών, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2016, εμφάνισε έλλειμμα 10,7 δισ. ευρώ, κατά 663 εκατ. ευρώ μικρότερο εκείνου του 2015, ως αποτέλεσμα κυρίως της σημαντικής μείωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων λόγω της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Επίσης, περιορίστηκαν και οι καθαρές πληρωμές για αγορές πλοίων, εν μέρει λόγω της διεξαγωγής των σχετικών συναλλαγών εκτός του εγχωρίου τραπεζικού συστήματος (λόγω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων). Αντίθετα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία αυξήθηκε, καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 4,7%<sup>25</sup> και οι αντίστοιχες εξαγωγές μειώθηκαν κατά 1,1%. Σημειώνεται ότι, σε σταθερές

<sup>24</sup> Από το μήνα αναφοράς Ιούλιο 2015, η Τράπεζα της Ελλάδος χρησιμοποιεί τις στατιστικές εξωτερικού εμπορίου της ΕΛΣΤΑΤ στη θέση των στοιχείων διακανονισμού τραπεζικών συναλλαγών (settlements data), που χρησιμοποιούνταν έως και τον Ιούνιο 2015. Επίσης, από το μήνα αναφοράς Ιανουάριο 2015, η παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών βασίζεται στην 6<sup>η</sup> έκδοση του Εγχειριδίου Ισοζυγίου Πληρωμών (BPM6-Balance of Payments Manual 6<sup>th</sup> edition). Περισσότερες πληροφορίες μπορείτε να βρείτε στα σχετικά δελτία τύπου που δημοσίευσε η ΤΤΕ στις 21/9/2015 και 23/3/2015 αντίστοιχα.

<sup>25</sup> Η αύξηση των εισαγωγών αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία στους πρώτους οκτώ μήνες του 2016 οφείλεται κυρίως στην αύξηση που σημειώθηκε τον Ιούλιο και τον Αύγουστο, σε σύγκριση με τις εισαγωγές του διμήνου Ιουλίου-Αυγούστου του 2015, οι οποίες είχαν σημειώσει μεγάλη πτώση λόγω της εφαρμογής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

τιμές, οι συνολικές εξαγωγές αγαθών, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2016, σημείωσαν άνοδο κατά 6,1% κυρίως λόγω αύξησης του όγκου των εξαγωγών καυσίμων.

Ειδικότερα, εκτός από τον κλάδο των καυσίμων, σημαντική άνοδο σημείωσαν οι εξαγωγές των κλάδων τροφίμων, ποτών και καπνού, χημικών, μη μεταλλικών ορυκτών και μηχανημάτων και εξοπλισμού. Επίσης, οι ελληνικές εξαγωγές προς τις αγορές της Ευρωζώνης και της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξήθηκαν, σε αντίθεση με τις εξαγωγές προς εκτός ΕΕ αγορές, με αποτέλεσμα την άνοδο του ποσοστού των ελληνικών εξαγωγών προς τις χώρες της ΕΕ σε 61% της συνολικής αξίας τους, από 55% την ίδια περίοδο του 2015.

Το ισοζύγιο υπηρεσιών την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2016, παρουσίασε πλεόνασμα 10,9 δισ. ευρώ, κατά 1,9 δισ. ευρώ μικρότερο από εκείνο της αντίστοιχης περιόδου του 2015. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορές. Επίσης επιδείνωση παρουσίασε και το ταξιδιωτικό ισοζύγιο. Οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες σημείωσαν πτώση κατά 7,1%, παρά την άνοδο των αφίξεων ξένων επισκεπτών κατά 1,3%, λόγω της μείωσης της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι κατά 9,0%. Η τελευταία οφείλεται κυρίως στον περιορισμό της μέσης διάρκειας του ταξιδιού, αλλά και της μέσης δαπάνης ανά διανυκτέρευση. Οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών, κυρίως θαλάσσιων, κατέγραψαν μείωση κατά 33,5% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2015. Τα έσοδα από θαλάσσιες μεταφορές επηρεάστηκαν αρνητικά αφενός από την διεξαγωγή των σχετικών συναλλαγών εκτός του εγχωρίου τραπεζικού συστήματος λόγω της επιβολής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και αφετέρου από την πτώση των ναύλων κατά 37,3%. Τέλος, το ισοζύγιο των «λοιπών» υπηρεσιών παρουσίασε βελτίωση καταγράφοντας αυξημένο πλεόνασμα σε σύγκριση με το 2015, χωρίς όμως να αντισταθμίσει τις ανωτέρω εξελίξεις.

Τους πρώτους εννέα μήνες του 2016, το πλεόνασμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων διαμορφώθηκε σε 467 εκατ. ευρώ, κατά 373 εκατ. ευρώ μεγαλύτερο σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2015 και το έλλειμμα του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων περιορίστηκε κατά 351 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 162 εκατ. ευρώ. Κατά την ίδια χρονική περίοδο το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων σημείωσε άνοδο και διαμορφώθηκε σε 638 εκατ. ευρώ.

Οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ (εισπράξεις λοιπών πρωτογενών εισοδημάτων και δευτερογενών εισοδημάτων Γενικής Κυβέρνησης και εισπράξεις κεφαλαίων μείον αποδόσεις στον Κοινοτικό Προϋπολογισμό) διαμορφώθηκαν σε 2,5 δισ. ευρώ έναντι 2,2 δισ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2015.<sup>26</sup> Οι σωρευτικές εισροές των διαρθρωτικών κονδυλίων από την ΕΕ μέχρι τέλος Σεπτεμβρίου 2016 ανήλθαν σε περίπου 1,3 δισ. ευρώ.

<sup>26</sup> Οι εισπράξεις των λοιπών πρωτογενών εισοδημάτων και των δευτερογενών εισοδημάτων της Γενικής Κυβέρνησης περιλαμβάνουν κυρίως τις άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ), καθώς και τις καταβολές από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, ενώ οι πληρωμές περιλαμβάνουν κυρίως τις αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό. Οι εισπράξεις κεφαλαίων της Γενικής Κυβέρνησης περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία —πλην του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου.

**Πίνακας 1.2 Ισοζύγιο πληρωμών (προσωρινά στοιχεία)  
(σε εκατ. ευρώ)**

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2013	2014	2015	2014	2015	2016
<b>I. Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)</b>	<b>-3.687,6</b>	<b>-2.912,6</b>	<b>205,8</b>	<b>-466,7</b>	<b>990,4</b>	<b>430,4</b>
<b>I. Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών (I.A+I.B)</b>	<b>-5.026,6</b>	<b>-3.979,0</b>	<b>-298,8</b>	<b>-1.425,6</b>	<b>1.409,2</b>	<b>125,2</b>
<b>I.A Ισοζύγιο αγαθών ( I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Ισοζύγιο καυσίμων	-6.913,5	-6.275,4	-4.208,1	-3.799,5	-2.935,9	-1.454,1
Ισοζύγιο αγαθών χωρίς καύσιμα	-13.862,5	-15.976,8	-13.023,1	-10.571,3	-8.459,7	-9.278,5
Ισοζύγιο πλοίων	-1.479,0	-2.145,9	-431,2	-1.758,9	-362,8	-105,7
Ισοζύγιο αγαθών χωρίς πλοία	-19.297,0	-20.106,3	-16.800,0	-12.611,8	-11.032,9	-10.627,0
Ισοζύγιο αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία	-12.383,6	-13.830,9	-12.591,9	-8.812,4	-8.097,0	-9.172,8
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>26.895,6</b>	<b>26.788,0</b>	<b>24.787,2</b>	<b>17.648,1</b>	<b>16.626,4</b>	<b>15.629,4</b>
Καύσιμα	9.485,1	9.049,8	6.713,7	6.167,2	4.545,7	3.716,0
Πλοία (πωλήσεις)	443,0	626,0	175,5	411,8	158,3	123,3
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	16.967,6	17.112,1	17.898,0	11.069,1	11.922,4	11.790,2
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>47.671,6</b>	<b>49.040,2</b>	<b>42.018,4</b>	<b>32.018,9</b>	<b>28.022,1</b>	<b>26.362,0</b>
Καύσιμα	16.398,5	15.325,2	10.921,8	9.966,7	7.481,6	5.170,1
Πλοία (αγορές)	1.921,9	2.771,9	606,7	2.170,7	521,1	228,9
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	29.351,1	30.943,0	30.489,9	19.881,5	20.019,4	20.963,0
<b>I.B Ισοζύγιο υπηρεσιών ( I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>15.749,4</b>	<b>18.273,2</b>	<b>16.932,4</b>	<b>12.945,2</b>	<b>12.804,9</b>	<b>10.857,9</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>28.045,8</b>	<b>31.051,3</b>	<b>27.919,2</b>	<b>21.313,1</b>	<b>20.674,3</b>	<b>17.208,2</b>
Ταξιδιωτικό	12.152,2	13.393,1	14.125,8	9.749,2	10.605,8	9.853,0
Μεταφορές	12.060,9	13.130,8	9.968,3	8.494,6	7.466,1	4.968,1
Λοιπές υπηρεσίες	3.832,7	4.527,4	3.825,0	3.069,2	2.602,4	2.387,1
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>12.296,4</b>	<b>12.778,1</b>	<b>10.986,8</b>	<b>8.367,9</b>	<b>7.869,4</b>	<b>6.350,4</b>
Ταξιδιωτικό	1.835,2	2.076,4	2.037,4	1.360,3	1.354,9	1.419,1
Μεταφορές	6.492,2	6.258,6	5.430,0	4.075,5	3.990,8	2.873,2
Λοιπές υπηρεσίες	3.969,1	4.443,1	3.519,4	2.932,0	2.523,7	2.058,0
<b>I.Γ Ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>-457,0</b>	<b>1.401,2</b>	<b>1.026,2</b>	<b>821,5</b>	<b>94,4</b>	<b>467,1</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.458,1</b>	<b>8.458,3</b>	<b>7.519,2</b>	<b>5.336,3</b>	<b>5.151,7</b>	<b>4.819,2</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	209,3	209,9	153,8	139,4	114,9	86,9
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.213,7	4.832,4	4.200,8	2.350,4	2.840,1	2.297,7
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.035,1	3.416,1	3.164,6	2.846,5	2.196,7	2.434,6
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>6.915,1</b>	<b>7.057,1</b>	<b>6.493,0</b>	<b>4.514,8</b>	<b>5.057,3</b>	<b>4.352,0</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	453,0	491,7	379,4	294,2	316,5	150,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.097,1	6.202,9	5.814,5	3.979,8	4.517,3	3.908,5
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	365,0	362,6	299,1	240,8	223,4	292,8
<b>I.Δ Ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>1.796,1</b>	<b>-334,7</b>	<b>-521,5</b>	<b>137,3</b>	<b>-513,2</b>	<b>-161,9</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>4.652,8</b>	<b>2.550,7</b>	<b>1.909,7</b>	<b>2.024,4</b>	<b>1.325,4</b>	<b>1.298,4</b>
Γενική Κυβέρνηση	3.375,5	1.441,7	1.054,9	1.251,8	732,2	811,5
Λοιποί τομείς	1.277,3	1.109,0	854,9	772,6	593,2	486,9
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>2.856,7</b>	<b>2.885,5</b>	<b>2.431,2</b>	<b>1.887,1</b>	<b>1.838,7</b>	<b>1.460,3</b>
Γενική Κυβέρνηση	2.068,1	2.054,7	1.695,0	1.364,5	1.266,1	1.104,4
Λοιποί τομείς	788,6	830,8	736,2	522,6	572,6	355,9
<b>II. Ισοζύγιο κεφαλαίων (II.1-II.2)</b>	<b>3.040,8</b>	<b>2.510,6</b>	<b>1.988,6</b>	<b>1.845,9</b>	<b>614,4</b>	<b>637,9</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>3.380,6</b>	<b>2.866,2</b>	<b>2.369,5</b>	<b>2.036,0</b>	<b>827,5</b>	<b>788,1</b>
Γενική Κυβέρνηση	3.298,9	2.789,8	2.319,3	1.987,6	791,9	753,8
Λοιποί τομείς	81,7	76,4	50,2	48,4	35,6	34,2
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>339,8</b>	<b>355,6</b>	<b>380,9</b>	<b>190,1</b>	<b>213,1</b>	<b>150,2</b>
Γενική Κυβέρνηση	9,7	8,8	4,1	7,2	3,7	1,1
Λοιποί τομείς	330,1	346,7	376,8	182,9	209,4	149,0
<b>Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαίων (I + II)</b>	<b>-646,8</b>	<b>-402,0</b>	<b>2.194,4</b>	<b>1.379,2</b>	<b>1.604,8</b>	<b>1.068,3</b>
<b>III. Ισοζύγιο χρηματοοικονομικ. συν/γών (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)</b>	<b>2.562,5</b>	<b>1.461,7</b>	<b>3.430,3</b>	<b>2.783,9</b>	<b>1.853,5</b>	<b>923,1</b>
<b>III.A Άμεσες επενδύσεις*</b>	<b>-2.713,6</b>	<b>250,1</b>	<b>889,8</b>	<b>-539,0</b>	<b>631,2</b>	<b>-2.289,0</b>
Απαιτήσεις	-534,2	2.275,9	1.921,7	409,2	1.315,6	-923,3
Υποχρεώσεις	2.179,4	2.025,8	1.032,0	948,2	684,3	1.365,7
<b>III.B Επενδύσεις χαρτοφυλακίου*</b>	<b>6.583,1</b>	<b>6.978,0</b>	<b>8.348,3</b>	<b>1.102,0</b>	<b>6.657,6</b>	<b>7.669,4</b>
Απαιτήσεις	-1.023,6	8.910,1	6.996,0	5.442,7	-3.197,8	5.616,5
Υποχρεώσεις	-7.606,7	1.932,1	-1.352,4	4.340,7	-9.855,4	-2.052,8
<b>III.Γ Λοιπές επενδύσεις*</b>	<b>-1.414,0</b>	<b>-6.222,5</b>	<b>-6.162,2</b>	<b>1.820,9</b>	<b>-5.173,3</b>	<b>-5.060,8</b>
Απαιτήσεις	-21.187,9	-6.888,7	16.699,8	-5.614,1	21.502,5	-9.529,9
Υποχρεώσεις	-19.773,9	-666,2	22.861,9	-7.434,9	26.675,8	-4.469,1
( Δάνεια γενικής κυβέρνησης )	30.061,2	4.000,2	11.921,6	7.165,6	6.249,4	4.265,3
<b>III.Δ Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων**</b>	<b>107,0</b>	<b>456,0</b>	<b>354,4</b>	<b>400,0</b>	<b>-262,0</b>	<b>603,5</b>
<b>IV. Τακτοποιητέα στοιχεία (I+II-III+IV=0)</b>	<b>3.209,3</b>	<b>1.863,7</b>	<b>1.235,9</b>	<b>1.404,7</b>	<b>248,7</b>	<b>-145,2</b>

Υψος συναλλαγματικών διαθεσίμων ***	4.172	5.117	5.535	4.978	5.009	6.797
-------------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

\* (+) αύξηση (-) μείωση (σύμφωνα με τη νέα μεθοδολογία)

\*\* Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη «συναλλαγματική θέση» στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα «είδικα τράβηκτικά 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 συναλλάγμα 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.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

## Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, οι απαιτήσεις των κατοίκων από άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό μειώθηκαν κατά 923 εκατ. ευρώ, ενώ οι αντίστοιχες υποχρεώσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, παρουσίασαν άνοδο κατά 1,4 δισ. ευρώ, έναντι ανόδου 684 εκατ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2015.

Στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι απαιτήσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού σημείωσαν αύξηση κατά 5,6 δισ. ευρώ, οφειλόμενη κυρίως στην άνοδο κατά 7,1 δισ. ευρώ των τοποθετήσεων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια έκδοσης μη κατοίκων, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από τη μείωση κατά 1,7 δισ. ευρώ των τοποθετήσεων κατοίκων σε μετοχές επιχειρήσεων του εξωτερικού. Οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού μειώθηκαν κατά 2,1 δισ. ευρώ, κυρίως λόγω της μείωσης των τοποθετήσεων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.

Στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων, η μείωση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού κατά 9,5 δισ. ευρώ αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τη μείωση κατά 6,5 δισ. ευρώ των τοποθετήσεων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και θεσμικών επενδυτών σε καταθέσεις και γeros στο εξωτερικό και τη στατιστική προσαρμογή που συνδέεται με την έκδοση τραπεζογραμματίων.<sup>27</sup> Στην πλευρά των υποχρεώσεων καταγράφηκε μείωση κατά 4,5 δισ. ευρώ, η οποία οφείλεται τόσο στη μείωση των καταθέσεων και γeros μη κατοίκων στην Ελλάδα (συμπεριλαμβάνεται ο λογαριασμός TARGET) όσο και στο αποτέλεσμα της στατιστικής προσαρμογής. Οι κινήσεις αυτές αντισταθμίστηκαν εν μέρει από την αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα προς μη κατοίκους.

Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2016, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 6,8 δισ. ευρώ, έναντι 5,0 δισ. ευρώ τον Αύγουστο του 2015.

## 2.4 Οι προοπτικές το 2017

Η συνεπής εφαρμογή του νέου προγράμματος στήριξης της ελληνικής οικονομίας, σε συνδυασμό με τη σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την πρόοδο στους τομείς διευθέτησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και δομικών αλλαγών, αναμένεται να οδηγήσει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην ελληνική οικονομία. Η αύξηση της απασχόλησης, καθώς και η θετική επίδραση μεταφοράς του 2<sup>ου</sup> εξαμήνου του 2016 στο 2017 αναμένεται, ακόμα, να συμβάλουν στην επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας, επιτρέποντας την καταγραφή θετικών ρυθμών ανάπτυξης από το 2017 και διαμορφώνοντας την πρόβλεψη για το 2017 στο 2,7%.

**Πίνακας 1.3 Βασικά μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας (% ετήσιες μεταβολές, σταθερές τιμές)**

	2015	2016**	2017**
Πραγματικό ΑΕΠ	-0,2	-0,3	2,7
Ιδιωτική κατανάλωση	-0,2	-0,6	1,8
Δημόσια κατανάλωση	0,0	-1,5	-0,3
Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	-0,2	3,3	9,1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	3,4	0,8	5,3
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,3	2,7	3,2
Αποπληθωριστής ΑΕΠ	-1,0	-0,2	0,7
Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή	-1,1	0,0	0,6
Απασχόληση*	0,5	1,0	2,0

<sup>27</sup> Την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2016 καταγράφηκε μείωση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων λόγω της στατιστικής προσαρμογής που συνδέεται με την έκδοση τραπεζογραμματίων, ύψους 2,8 και 3,2 δισ. ευρώ αντίστοιχα.

## ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Ποσοστό ανεργίας**	22,9	21,8	20,6
Ποσοστό ανεργίας (Έρευνα Εργατικού Δυναμικού)	24,9	23,7	22,6

\* Σε εθνικολογιστική βάση

\*\* Εκτιμήσεις/Προβλέψεις

Η εξέλιξη των βασικών προσδιοριστικών μεγεθών<sup>28</sup> του πραγματικού ΑΕΠ το 2017 προβλέπεται ανοδική, πλην της οριακής μείωσης της δημόσιας κατανάλωσης κατά 0,3% σε ετήσια βάση ως αποτέλεσμα της ταυτόχρονης ανάγκης εξοικονόμησης δημοσίων καταναλωτικών δαπανών και διαχείρισης της προσφυγικής κρίσης. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,8% σε σταθερές τιμές και ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου κατά 9,1%, ενισχυόμενος από την αύξηση της πιστωτικής επέκτασης στην οικονομία, την αξιοποίηση των ευρωπαϊκών επενδυτικών πόρων και την επίδραση του χαμηλού επιπέδου βάσης του 2016. Οι ρυθμοί αύξησης των πραγματικών εξαγωγών και των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών προβλέπονται στο 5,3% και στο 3,2% αντίστοιχα, με τη συμβολή του εξωτερικού τομέα να ανακάμπτει σε θετικό έδαφος (0,6%) έπειτα από την πορεία προσαρμογής του το 2016.

Η τάση των τιμών αναμένεται αυξητική το 2017, οδηγώντας για πρώτη φορά από το 2012 σε θετικό ρυθμό πληθωρισμού 0,6% και περαιτέρω μείωση της ανεργίας στο 20,6% του εργατικού δυναμικού σε εθνικολογιστική βάση.

Καθοριστικό ρόλο για τις εξελίξεις το 2017 αναμένεται ότι θα διαδραματίσει η εξέλιξη των διαβουλεύσεων για την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους, καθώς αποτελεί κρίσιμο βήμα για την αποκατάσταση της επενδυτικής εμπιστοσύνης, τη μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα και αξιοπιστία της οικονομίας. Η επίτευξη της τελικής συμφωνίας και η εφαρμογή συγκεκριμένων μέτρων για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους αναμένεται να βοηθήσει στην επαναφορά της οικονομίας σε πορεία ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα, εκπέμποντας ένα «θετικό σήμα» για την προοπτική σταθερότητας, την ώθηση των επενδύσεων και την ενδυνάμωση της εγχώριας ζήτησης.

### 2.5 Μακροοικονομικοί και δημοσιονομικοί κίνδυνοι

Οι προβλέψεις του μακροοικονομικού σεναρίου για το ΑΕΠ και τις συνιστώσες του συνδέονται με ορισμένους παράγοντες μακροοικονομικού κινδύνου, οι οποίοι θα μπορούσαν να συμπιέσουν προς τα κάτω την επίδοση της οικονομίας στο 2<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2016 και πέραν αυτού.

Οι κίνδυνοι αυτοί αφορούν αφενός ενδογενείς παράγοντες, όπως την ταχύτητα προσαρμογής της επενδυτικής δραστηριότητας στα νέα δεδομένα οικονομικής σταθερότητας και τη συνεπή υλοποίηση του συμφωνηθέντος πακέτου μέτρων. Για την ασφαλή μετάβαση σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2017 και μεσοπρόθεσμα, η στρατηγική που πρέπει να εφαρμοστεί σε σχέση με αυτούς τους ενδογενείς παράγοντες είναι:

- η αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, που θα εξυγιάνει τα χαρτοφυλάκια των ελληνικών τραπεζών επιτρέποντας την αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς την πραγματική οικονομία,
- η υλοποίηση των δομικών μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο πρόγραμμα στήριξης, με στόχο την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας με τρόπους πέραν της εσωτερικής υποτίμησης, καθώς και αυτή έχει εξαντλήσει τα περιθώρια συνεισφοράς της,
- η αξιοποίηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων με έμφαση στη συμμετοχή της Ελλάδας στο Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη,
- η συνέχιση των διαβουλεύσεων για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και η σταδιακή εφαρμογή συγκεκριμένων βραχυπρόθεσμων και μέσο/μακροπρόθεσμων μέτρων για την αναδιάρθρωση των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας,

<sup>28</sup> Σημειώνεται ότι η προς τα κάτω αναθεώρηση των εκτιμήσεων της ΕΛΣΤΑΤ για τις συνιστώσες του ΑΕΠ 2015 (Οκτώβριος 2016) καθιστά ως προϋπόθεση για την επαλήθευση του τρέχοντος μακροοικονομικού σεναρίου ότι η δημοσίευση των τριμηνιαίων στοιχείων 3<sup>ου</sup> τριμήνου 2016 δεν θα μεταβάλει σημαντικά την τάση και την επίδραση μεταφοράς των συνιστωσών στο 2016. Σε αντίθετη περίπτωση, οι παρούσες εκτιμήσεις ενδέχεται να αναθεωρηθούν, σε συνάρτηση με τον εκτιμώμενο ρυθμό ανάκαμψης για το δεύτερο εξάμηνο του 2016.

- η παγίωση της βελτίωσης των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, ώστε να μην παρίσταται ανάγκη ενεργοποίησης του αυτόματου μηχανισμού δημοσιονομικής προσαρμογής,
- η ενίσχυση του δικτύου κοινωνικής συνοχής, με τη στήριξη των χαμηλότερων εισοδηματικών στρωμάτων μέσω δεσμών μέτρων κοινωνικής αλληλεγγύης, όπως σχεδιάζεται για το 2017.

Αφετέρου, αρκετοί εξωγενείς παράγοντες που επιδρούν το τελευταίο διάστημα στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, ωθούν σε αύξηση της αβεβαιότητας και δύνανται να επιδράσουν δυσμενώς στην ελληνική οικονομία. Τέτοιοι παράγοντες είναι:

- η απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου για έξοδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση, με τη μεσοπρόθεσμη επίπτωση που αυτή δύναται να έχει:
  - στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των περιφερειακών χωρών με μεγάλους δείκτες δημόσιου χρέους,
  - στο ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης και κατ' επέκταση στις εξαγωγές της ελληνικής οικονομίας,
  - στην αύξηση της εσωστρέφειας σε επίπεδο κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
  - σε ευάλωτα τραπεζικά συστήματα που αποτελούν μέρος του Ευρωσυστήματος και
  - στο βαθμό διακυμάνσεων και αποστροφής του κινδύνου στις διεθνείς χρηματαγορές,
- τυχόν απόκλιση από την εφαρμοζόμενη συμφωνία μεταξύ Ευρωπαϊκής Ένωσης και Τουρκίας για την προσφυγική κρίση,
- τυχόν παράταση των υφιστάμενων γεωπολιτικών συνθηκών στην ευρύτερη περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου και της Μέσης Ανατολής, με δυνητικά αρνητικές συνέπειες για τον ελληνικό τουρισμό και τις άμεσες ξένες επενδύσεις στο μεσοπρόθεσμο διάστημα.