

Μετά τις αγορές, στόχος μια βιώσιμη σχέση μεταξύ χρέους, πρωτογενών πλεονασμάτων και ανάπτυξης.

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

- Με την χώρα στην τελική ευθεία για την έξοδο από το Μνημόνιο, είναι ώρα για περισυλλογή και αυτοσυγκράτηση. Η επιτυχής έξοδος στις αγορές ήδη θέτει de facto θέματα στην πρακτική των καθυστερήσεων στις αξιολογήσεις και την παροχολογία καθώς, σε διαφορετική περίπτωση, η χώρα θα βρεθεί αντιμέτωπη με αύξηση επιτοκίων στην επόμενη έκδοση, με αυτοκαταστροφικές συνέπειες για την ελληνική οικονομία. Η χώρα εισέρχεται πλέον σε μια μακροχρόνια περίοδο πλεονασματικής δημοσιονομικής διαχείρισης όπου η κανονικότητα θα περιλαμβάνει ετήσια πρωτογενή πλεονάσματα σε συνεχή βάση 3,5 π.μ. του ΑΕΠ από το 2018 και μέχρι το 2022, και γύρω στις 2 π.μ. του ΑΕΠ από εκεί και πέρα. Αυτό απαιτεί την διαπραγμάτευση ενός δυναμικού (κυλιόμενου) μηχανισμού ελάφρυνσης του χρέους με μείωση επιτοκίων, μετάθεση πληρωμών τόκων στο μέλλον, επέκταση της διάρκειας και των περιόδων χάριτος των δανείων, κ.ο.κ. Μία τέτοια συμφωνία προϋποθέτει την εσαεί δέσμευση της ελληνικής πλευράς για την εφαρμογή μίας δημοσιονομικής πολιτικής προκαθορισμένου πρωτογενούς αποτελέσματος. Η πιθανότητα, όμως, να επιτευχθεί μία τέτοια συμφωνία για ένα τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα (μέχρι το 2060) είναι μικρή. Δεν είναι δυνατόν να συμφωνηθεί μια ελάφρυνση του χρέους σήμερα, που παράγει διαρκή αποτελέσματα, χωρίς συγκεκριμένο *quid pro quo* για την άλλη πλευρά. Δεν είναι, λοιπόν, δυσεξήγητη η απροθυμία του Eurogroup να συμφωνήσει σε μακροπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, καθώς δεν είναι δυνατόν να διασφαλισθεί εκ των προτέρων η απρόσκοπτη εξυπηρέτηση του χρέους κατά τα συμφωνηθέντα. Ο μόνος τρόπος να επέλθει αμοιβαία επωφελής συμφωνία είναι να δεσμευθούν τα δύο μέρη ότι σε τακτά διαστήματα (π.χ. κάθε τριετία) θα συμφωνούνται διορθωτικές κινήσεις έτσι ώστε να μην συσσωρεύονται ανισορροπίες που να υπονομεύουν την βιωσιμότητα του χρέους, μέσα από ένα εξειδικευμένο σύστημα εποπτείας. Σε κάθε περίπτωση, διαδοχικές ελληνικές κυβερνήσεις από εδώ και πέρα θα πρέπει να ενσωματώσουν στα προγράμματά τους, και την λειτουργία τους, τον μακροχρόνιο περιορισμό των πρωτογενών πλεονασμάτων. Η πενταετία 2018-2022, μάλιστα, όπου η Ελλάδα έχει δεσμευθεί για ετήσια πρωτογενή πλεονάσματα 3,5 π.μ. του ΑΕΠ, θα είναι μία περίοδος μεγάλων προκλήσεων για την ελληνική οικονομία και κοινωνία, με δεδομένες και τις επιπτώσεις της πολιτικής αβεβαιότητας από δυνάμει συνεχείς εκλογικές αναμετρήσεις. Για 43 χρόνια (2017-2060), η χώρα είναι αναγκασμένη να παράγει πρωτογενή πλεονάσματα για να εξυπηρετεί το χρέος που συσσωρεύθηκε τα τελευταία 43 χρόνια από την Μεταπολίτευση και μετά (1974-2017). Η πρόσφατη επιτυχής άντληση νέων κεφαλαίων ύψους €1,5 δισ. από τις αγορές ανεβάζει τον πήχυ της υπεύθυνης δημοσιονομικής διαχείρισης, μιας και το κόστος χρηματοδότησης είναι σχετικά υψηλό, με τα έσοδα της έκδοσης να ενισχύουν τα αποθεματικά του δημοσίου σε €10,5 δισ. στο τέλος του προγράμματος, αν δεν σταταληθούν. Επιπλέον, αντίβαρο στην οριοθετημένη, πλέον, και προσδιορισμένη εκ των προτέρων, ανάγκη για την παραγωγή πρωτογενών πλεονασμάτων, πρέπει να αποτελέσει, δίκην εθνικού στόχου, η ταχύρρυθμη ανάπτυξη *über alles* της ελληνικής οικονομίας. Η χώρα, εάν σέβεται τον εαυτό της, πρέπει να γίνει ένα επενδυτικό Ελντοράντο, ένα εφαλτήριο για τους χιλιάδες άνεργους νέους που ψάχνουν μάταια για αξιοπρεπή δουλειά. Με μία οικονομία που δημιουργεί εισοδήματα, που φορολογούνται με συνετό τρόπο ώστε να συνεχίσουν να παράγονται, από μία κυβέρνηση που λειτουργεί με ένα μικρού μεγέθους αλλά υψηλής παραγωγικότητας δημόσιο τομέα. Και ο δρόμος αυτός περνάει μέσα από τη διευκόλυνση του ιδιωτικού τομέα να κάνει κερδοφόρες επενδύσεις, το αυτονόητο, δηλαδή, που δεν θα κουραζόμαστε να το επαναλαμβάνουμε.
- Τα αναλυτικά στοιχεία του κρατικού προϋπολογισμού Ιουνίου 2017 επιβεβαιώνουν την εικόνα στασιμότητας των οργανικών εσόδων, παράλληλα με τη συνεχιζόμενη συγκράτηση των δαπανών, παρά την ελαφρά αύξηση των δαπανών μισθοδοσίας της κεντρικής κυβέρνησης. Την ίδια ώρα η αύξηση του ΕΦΚ στα καπνικά αποδεδειγμένα πλέον δεν οδηγεί σε αύξηση των σχετικών εσόδων του κράτους, αλλά λειτουργεί κυρίως προς όφελος του παράνομου εμπορίου. Ο κύκλος εργασιών στη μεταποίηση πλην πετρελαιοειδών ενισχύεται τον Μάιο του 2016 (+4,2% το διάστημα Ιαν- Μάιος 2017, έναντι πτώσης -3% το αντίστοιχο διάστημα το 2016), ακολουθώντας την άνοδο της βιομηχανικής παραγωγής (+3,1% το διάστημα Ιαν – Μάιος 2017) και των εξαγωγών χωρίς καύσιμα και πλοία (+9% το διάστημα Ιαν - Μάιος 2017). Παράλληλα, το ισοζύγιο υπηρεσιών συνέχισε να βελτιώνεται ως αποτέλεσμα κυρίως της βελτίωσης των εισπράξεων από μεταφορές (+21,3% το διάστημα Ιαν – Μάιος 2017), ενώ οι θετικές προσδοκίες για τον τουρισμό επιβεβαιώνονται, με τις αφίξεις και τις εισπράξεις να κινούνται ανοδικά (+2,4% και +0,9% αντίστοιχα), ωστόσο η άνοδος των εισπράξεων υπολείπεται σημαντικά της αύξησης των τουριστών, ενώ η δαπάνη ανά ταξίδι παρουσιάζει πτωτική τάση. Παράλληλα, οι εγγεγραμμένοι άνεργοι συνεχίζουν να μειώνονται τον Ιούνιο (-2,2 χιλ.), ως αποτέλεσμα κυρίως των θετικών επιδόσεων του τουρισμού και των προγραμμάτων που υλοποιούνται από τον ΟΕΑΔ, ιδίως τα προγράμματα κοινωνικού απασχόλησης. Τέλος, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών μειώθηκε περαιτέρω το πρώτο τρίμηνο του 2017 (-1,6%), κυρίως λόγω της μείωσης των μισθών (-0,6%) και των συντάξεων και κοινωνικών παροχών (-1,6%), ενώ το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών διαμορφώνεται σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο (-13,4%).

Ευλόγησον τα πλεονάσματα*! Σε καλή μεριά και καλό καλοκαίρι!

	2017						2018							
	Ιουλ	Αυγ	Σεπ	Οκτ	Νοε	Δεκ	Ιαν	Φεβ	Μαρ	Απρ	Μάι	Ιουν	Ιουλ	Αυγ
Καθαρές χρηματοδοτικές ανάγκες εκ των οποίων: για εκκαθάριση ληξιπρόθεσμων οφειλών	5,6	0,6	1,2	0,0	0,7	3,7	2,1	1,3	1,3	1,9	0,7	1,2	1,4	0,2
Εκταμιεύσεις Προγράμματος	7,7	0,0	0,8	5,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	3,4	0,0
Πρόσβαση στις αγορές	1,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Μεταβολή αποθεματικών Δημοσίου (-: αύξηση)	-3,6	0,6	-2,0	-5,0	0,7	3,7	-2,9	1,3	1,3	-3,1	0,7	1,2	-2,0	0,2
Αποθεματικά δημοσίου	5,1	4,5	6,5	11,5	10,8	7,1	10,0	8,7	7,5	10,6	9,9	8,7	10,7	10,5



Χρηματοδοτικές ανάγκες, εκταμιεύσεις και αποθεματικά δημοσίου
([EE, Compliance Report, The Third Economic Adjustment Programme for Greece, 2nd Review, Ιουν. 2017, κατόπιν της έκδοσης 5ετούς ομολόγου την 25/07/2017](#))

* Όπως αναφωνεί ο ηγούμενος μονής του Αγίου Όρους όταν φιλεύει τον Αναγνώστη, που συνοδεύει το δείπνο των μοναχών με αναγνώσεις ιερού περιεχομένου.

Τομέας Μακροοικονομικής Ανάλυσης και Ευρωπαϊκής Πολιτικής

Με την ευγενική χορηγία:

Μιχάλης Μασουράκης

Chief Economist

E: mmassourakis@sev.org.gr

T: +30 211 500 6104

Μιχάλης Μητσόπουλος

Senior Advisor

E: mmitsopoulos@sev.org.gr

T: +30 211 500 6157

Θανάσης Πρίντσιπας

Associate Advisor

E: printsipas@sev.org.gr

T: +30 211 500 6176

Οι απόψεις στην παρούσα έκθεση είναι των συγγραφέων και όχι απαραίτητα του ΣΕΒ. Ο ΣΕΒ δεν φέρει καμία ευθύνη για την ακρίβεια ή την πληρότητα των πληροφοριών που περιλαμβάνει η έκθεση.





Πρωτογενή πλεονάσματα και βιωσιμότητα του χρέους

Μετά την ολοκλήρωση της 2^{ης} αξιολόγησης, και την άρση της αβεβαιότητας, η ελληνική κυβέρνηση άρχισε να σχεδιάζει τα επόμενα βήματα, με την έξοδο στις αγορές να έχει υψηλή προτεραιότητα. Στην προσπάθεια αυτή ήρθε αρωγός η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Στις 12/7/17, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε την έξοδο της Ελλάδας από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, καθώς το 2016 το δημοσιονομικό ισοζύγιο κατέγραψε πλεόνασμα 0,7 π.μ. του ΑΕΠ, ποσοστό που είναι πολύ χαμηλότερο, όχι μόνο του ορίου του ελλείμματος των 3 π.μ. του ΑΕΠ που καθορίζει η Συνθήκη, αλλά και του μέσου όρου στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η Ελλάδα αναμένεται, επίσης, να διατηρήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω του ορίου των 3 π.μ. του ΑΕΠ καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου προβλέψεων της επιτροπής (μέχρι το 2021 δηλαδή). Η σύσταση αυτή αναμένεται να εγκριθεί στο επόμενο Eurogroup της 15/9/17. Μετά τη λήξη του Μνημονίου τον Αύγουστο του 2018, η Ελλάδα θα υπόκειται στους συνήθεις κανόνες όπως όλα τα άλλα κράτη-μέλη, καθώς και σε ένα εξειδικευμένο σύστημα εποπτείας, καθώς οι ευρωπαϊκοί μηχανισμοί και οργανισμοί θα παραμείνουν για δεκαετίες οι μεγαλύτεροι πιστωτές της χώρας.

Η ημερομηνία 12/7/17, δεν ήταν τυχαία, καθώς την ίδια μέρα, η ελληνική κυβέρνηση είχε προγραμματίσει δημοπρασία τίτλων του δημοσίου. Έτσι, με τη βοήθεια και της ανακοίνωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, σε δημοπρασία 3μηνων εντόκων γραμματίων, το επιτόκιο υποχώρησε σε 2,33% από 2,7% στην προηγούμενη δημοπρασία (14/6/17). Για πρώτη φορά τα τελευταία δύο χρόνια οι προσφορές (€1154 εκατ.) υπερκάλυψαν τα δημοπρατούμενα ποσά (€612 εκατ.) και, τελικώς, αντλήθηκαν €812,5 εκατ., με τη συμμετοχή των ξένων επενδυτών στη δημοπρασία να διαμορφώνεται σε 59%. Τα στοιχεία αυτά καταδεικνύουν το έντονο ενδιαφέρον της επενδυτικής κοινότητας για τις υψηλές αποδόσεις που προσφέρουν οι ελληνικοί τίτλοι σε ένα περιβάλλον βελτιούμενων προοπτικών (μείωσης κινδύνου) της ελληνικής οικονομίας, όπως αποτυπώνονται στην πτώση των αποδόσεων.

Έτσι, σε μία προσπάθεια αξιοποίησης του καλού επενδυτικού κλίματος στις αγορές για την Ελλάδα, στις 25 Ιουλίου 2017, η Ελληνική Δημοκρατία προχώρησε στην έκδοση 5ετούς ομολόγου ύψους €3 δισ. με επιτόκιο 4,625%. Η συναλλαγή είχε δύο σκέλη: Πρώτον, μία προσφορά ανταλλαγής, καθώς και μια προσφορά επαναγοράς έναντι μετρητών, προς τους κατόχους των 5ετών ομολόγων με λήξη το 2019, και, δεύτερον, μια νέα έκδοση 5ετούς ομολόγου σταθερού επιτοκίου με λήξη το 2022. Συνολικά, από τα €3 δισ. της συναλλαγής, το 50% περίπου προήλθε από την ανταλλαγή του ομολόγου που έληγε το 2009 και το υπόλοιπο αποτελεί εισροή νέου χρήματος, κυρίως από επενδυτές του εξωτερικού.

Μετά τη λήξη του Μνημονίου τον Αύγουστο του 2018, η Ελλάδα θα υπόκειται στους συνήθεις κανόνες όπως όλα τα άλλα κράτη-μέλη, καθώς και σε ένα εξειδικευμένο σύστημα εποπτείας, καθώς οι ευρωπαϊκοί μηχανισμοί και οργανισμοί θα παραμείνουν για δεκαετίες οι μεγαλύτεροι πιστωτές της χώρας.

Το επιτόκιο της έκδοσης, πάντως, ήταν 5 φορές υψηλότερο του μεσοσταθμικού επιτοκίου που πληρώνει η Ελλάδα στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Είχε προηγηθεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) στις 20 Ιουλίου 2017, που στο πλαίσιο έγκρισης κατ' αρχήν του αιτήματος της Ελλάδας για ένα Πρόγραμμα Στήριξης (Standby Agreement), είχε χαρακτηρίσει το ελληνικό χρέος εξαιρετικά μη βιώσιμο. Επίσης, στις 21 Ιουλίου 2017, η Standard & Poor's (S&P) άφησε αμετάβλητη την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας στο B-, έξι βαθμίδες δηλαδή κάτω από την αξιολόγηση BBB-, που είναι το όριο που διαχωρίζει τον επενδυτικό κίνδυνο ως αποδεκτό και που επιτρέπει σε πολλά επενδυτικά σχήματα να κάνουν ή να μην κάνουν επενδύσεις. Παρόλα αυτά, η S&P προχώρησε σε αναβάθμιση των προοπτικών σε «θετικές» από

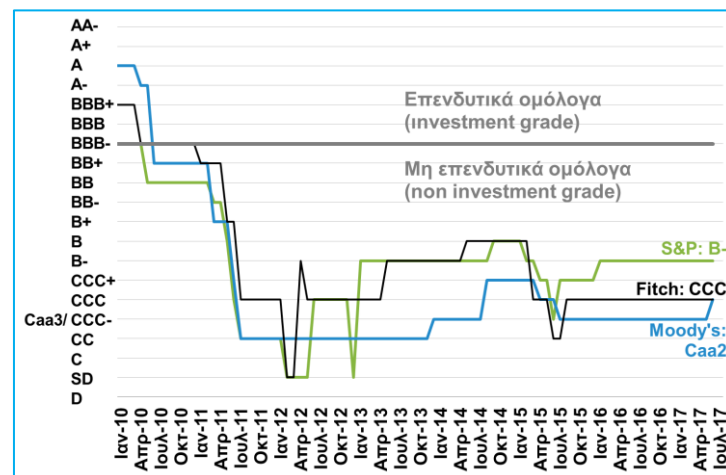


«σταθερές», ενώ και η Moody's είχε αναβαθμίσει την Ελλάδα στις 23 Ιουνίου 2017 σε Caa2, βαθμίδα που είναι πολύ πιο χαμηλά από την S&P (Δ01). Μέσα στο πλαίσιο αυτό, η προσπάθεια της ελληνικής κυβέρνησης να αποκτήσει εκ νέου πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές μπορεί να θεωρηθεί επιτυχημένη, με τις αγορές πλέον να πιστεύουν ότι η Ελλάδα έχει μπει σε μια διαδικασία κατά το μάλλον ή ήττον εύρωστης δημοσιονομικής πειθαρχίας, που θα βοηθήσει τους δανειστές της να προχωρήσουν σε ελάφρυνση του χρέους ώστε να καταστεί βιώσιμο. Στο κείμενο που ακολουθεί αναλύονται οι παράμετροι που προσδιορίζουν τη βιωσιμότητα του χρέους και επιχειρείται μια διερεύνηση των διαπραγματεύσεων που αναμένεται να καταλήξουν στην απαραίτητη ελάφρυνση του χρέους.

Το πρόγραμμα στήριξης, λοιπόν, που ενέκρινε το ΔΣ του ΔΝΤ, κατά τα προβλεπόμενα στην απόφαση του Eurogroup της 15/6/2017, έχει διάρκεια μέχρι τις 31/8/18, προβλέπει χρηματοδότηση €1,6 δισ. και ενεργοποιείται μόνο όταν υπάρξει κατ' αρχήν συμφωνία για την ελάφρυνση του χρέους που διασφαλίζει τη βιωσιμότητα του, με τα συγκεκριμένα μέτρα, να μην προσδιορίζονται παρά με τη λήξη του προγράμματος τον Αύγουστο του 2018. Προβλέπονται δύο αξιολογήσεις (Φεβρουάριος και Αύγουστος 2018) και τα προαπαιτούμενα μέτρα για την επιτυχή κατάληξη των αξιολογήσεων είναι τα ίδια μέτρα που έχουν ήδη συμφωνηθεί στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης της 2ης αξιολόγησης τον Ιούνιο του 2017, με όλη τη διαδικασία να αποτυπώνει το πνεύμα και το γράμμα της απόφασης του Eurogroup. Οι πιθανότητες, βεβαίως, να ενεργοποιηθεί το Πρόγραμμα Στήριξης του ΔΝΤ και να υπάρξουν εκταμιεύσεις είναι μάλλον μικρές, καθώς θα είναι δύσκολο, χωρίς εξειδίκευση των μέτρων ελάφρυνσης του χρέους παρά μόνο στο τέλος του Προγράμματος, τον Αύγουστο του 2018, να υπάρξει στο μεσοδιάστημα απόφαση περί ελάφρυνσης του χρέους που να το καθιστά βιώσιμο, και να πληροί τα αυστηρά κριτήρια βιωσιμότητας του ΔΝΤ. Πέραν αυτού, όμως, ούτε και το ΔΝΤ πιστεύει ότι οι ελληνικές αρχές θα επιλέξουν να προκαλέσουν εκταμιεύσεις των πόρων του ΔΝΤ στο βαθμό που φθηνότερα κεφάλαια θα είναι διαθέσιμα από τον ΕΜΣ.

Σε τελική ανάλυση, σε ο,τι αφορά τη συμμετοχή του ΔΝΤ στο ελληνικό πρόγραμμα, η χώρα σύρεται ουσιαστικά σε μια υπόθεση εντυπώσεων που απαιτήσαν οι Ευρωπαίοι δανειστές για σκοπούς εσωτερικής πολιτικής κατανάλωσης, χωρίς να υπάρχει ορατή προστιθέμενη αξία ή όφελος για την Ελλάδα, πέραν του ρόλου που η ονομαστική (χωρίς πόρους) συμμετοχή του ΔΝΤ στο ελληνικό πρόγραμμα μπορεί, ίσως, να παίξει υποβοηθητικά στην προσπάθεια εξόδου της χώρας στις αγορές. Κάτι τέτοιο είναι μάλλον δευτερευούσης σημασίας, όμως, στο βαθμό που η χώρα εφαρμόζει το Μνημόνιο, τηρεί τις προθεσμίες και ολοκληρώνει τις αξιολογήσεις.

Δ01: Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας Ελλάδας (S&P, Fitch, Moody's, Ιουλ. 2017)



Η προσπάθεια της ελληνικής κυβέρνησης να αποκτήσει εκ νέου πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές μπορεί να θεωρηθεί επιτυχημένη, με τις αγορές πλέον να πιστεύουν ότι η Ελλάδα έχει μπει σε μια διαδικασία κατά το μάλλον ή ήττον εύρωστης δημοσιονομικής πειθαρχίας, που θα βοηθήσει τους δανειστές της να προχωρήσουν σε ελάφρυνση του χρέους ώστε να καταστεί βιώσιμο.





Σε κάθε περίπτωση, ενέργειες τέτοιου είδους αποσκοπούν στην άσκηση μέγιστης πίεσης προς την ελληνική πλευρά να συμμορφωθεί πλήρως με τα συμφωνηθέντα, ιδίως στην περίοδο του «μεγάλου ενθουσιασμού» που προβλέπεται να προηγηθεί τυχόν επικείμενης εξόδου από το Μνημόνιο. Εάν το παρελθόν είναι οδηγός για το μέλλον, δεν θα πρέπει στους επόμενους 12 μήνες να επαναληφθεί το σκηνικό του 2014, όταν η κυβέρνηση καθυστέρωσε την ολοκλήρωση της 5^{ης} αξιολόγησης του 2^{ου} Μνημονίου λόγω επερχόμενου πολιτικού κόστους. Σήμερα, βεβαίως, η κυβέρνηση έχει κάθε δυνατό πολιτικό κίνητρο να τηρήσει πρώτα ευλαβικά τις προθεσμίες των αξιολογήσεων και αφού πρώτα βγάλει τη χώρα από το Μνημόνιο, τότε μόνο να ζητήσει και την επιβράβευση του εκλογικού σώματος. Αν μπορεί αυτό να γίνει και χωρίς παροχές προεκλογικού χαρακτήρα, τόσο το καλύτερο για την ελληνική οικονομία, και τόσο το καλύτερο για τη χώρα.

Οι πιθανότητες, βεβαίως, να ενεργοποιηθεί το Πρόγραμμα Στήριξης του ΔΝΤ και να υπάρξουν εκταμιεύσεις είναι μάλλον μικρές, καθώς θα είναι δύσκολο, χωρίς εξειδίκευση των μέτρων ελάφρυνσης του χρέους παρά μόνο στο τέλος του Προγράμματος, τον Αύγουστο του 2018, να υπάρξει στο μεσοδιάστημα απόφαση περί ελάφρυνσης του χρέους που να το καθιστά βιώσιμο, και να πληροί τα αυστηρά κριτήρια βιωσιμότητας του ΔΝΤ.

Στην ανάλυση του ΔΝΤ (βασικό σενάριο), το ελληνικό χρέος χαρακτηρίζεται ως εξαιρετικά μη βιώσιμο, όπως και στην προηγούμενη ανάλυση του Φεβρουαρίου 2017, με τις κάτωθι υποθέσεις:

- Το πρωτογενές πλεόνασμα από 1,7%, 2,2% και 3,5% του ΑΕΠ το 2017, 2018 και 2019-2022 αντιστοίχως, αποκλιμακώνεται σε 1,5% του ΑΕΠ στη μακροχρόνια περίοδο.
- Ο μακροχρόνιος ονομαστικός ρυθμός ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ παραμένει σε 2,8% από το 2022 και μετά, με το πραγματικό ΑΕΠ να αυξάνει κατά 1%. Μεσοπρόθεσμα, αναμένονται πραγματικοί ρυθμοί ανάπτυξης περί το 2%.
- Ένα ποσό €10 δισ. (που μπορεί να αποδειχθεί ανεπαρκές) θα πρέπει να αποθεματοποιηθεί για να καλύψει δυνητικές ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών δεδομένων των κινδύνων που επικρέμανται λόγω κακής ποιότητας χαρτοφυλακίου και ζοφερών προοπτικών τραπεζικής κερδοφορίας. Σε κάθε περίπτωση, μια άσκηση για την ποιότητα του χαρτοφυλακίου των τραπεζών σε καταστάσεις δυσμενών συνθηκών θα πρέπει να ολοκληρωθεί πριν το τέλος του προγράμματος για να ενισχυθεί η ευρωστία των συμπερασμάτων από την ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Σημειώνεται ότι οι ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών μέχρι σήμερα έχουν προσθέσει €43 δισ. στο δημόσιο χρέος.
- Τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις δεν προβλέπεται να ξεπεράσουν τα €2 δισ. μέχρι το 2030. Οι απαισιόδοξες αυτές υποθέσεις θεωρούνται ότι αντανάκλουν την μέχρι σήμερα ανεπαρκή σε αποτελέσματα εμπειρία επίτευξης των στόχων του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων από πλευράς ελληνικών κυβερνήσεων. Επίσης, όσον αφορά πιθανά έσοδα από ιδιωτικοποίηση τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων στην ιδιοκτησία του κράτους (λόγω της στήριξης για την ανακεφαλαιοποίησή τους), οι προοπτικές δεν είναι και πάλι καλές, καθώς το κράτος όχι μόνο δεν έχει ανακτήσει τις επενδύσεις του στις τράπεζες αλλά και το μερίδιό του στον τραπεζικό τομέα έχει μειωθεί στο 20% σήμερα από 60% προηγουμένως.
- Οι ληξιπρόθεσμες οφειλές θα αποπληρωθούν πλήρως και θα δημιουργηθεί ένα απόθεμα €8 δισ. για να καλύπτονται 8 μήνες χρηματοδοτικών αναγκών στο μέλλον. Τα repos, από €10 δισ. στο τέλος του 2016, θα αποπληρωθούν κατά €3,5 δισ. και ένα ποσό €6,5 δισ. θα ανακυκλώνεται διαρκώς.
- Το μακροπρόθεσμο επιτόκιο με μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο (επιτόκιο στο οποίο δανείζονται οι επίσημοι φορείς που δανείζουν την Ελλάδα) εκτιμάται σε 3,8% για όλη την περίοδο (1,5% ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, 1,9% ο ρυθμός



πληθωρισμού συν ένα μικρό περιθώριο).

Σημειώνεται ότι η Ελλάδα σήμερα απολαμβάνει ένα μεσοσταθμικό επιτόκιο 1% περίπου στον επίσημο τομέα (κράτη, οργανισμοί, κλπ.).

- Όσον αφορά στα επιτόκια αγοράς, γίνεται η υπόθεση ότι η Ελλάδα επανέρχεται στις αγορές στο τέλος του προγράμματος με ένα επιτόκιο 6%, (1% έως 1,5% επιτόκιο με μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο το 2018 συν 4,5 έως 5 π.μ. περιθώριο κινδύνου) και συνεχίζει να δανείζεται στην μακροχρόνια περίοδο με επιτόκια μεταξύ 6% και 4,5% (3,8% συν περιθώριο 0,75 π.μ.).

Στην ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής εκφράζονται σοβαρές επιφυλάξεις για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους. Τα απαιτούμενα αρκετά υψηλά και παρατεταμένα πρωτογενή πλεονάσματα με σχετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την παραδοσιακή υπόθεση για την έλλειψη ιδιοκτησίας από τις ελληνικές αρχές ενός προγράμματος μακροπρόθεσμης δημοσιονομικής πειθαρχίας και διαρθρωτικών αλλαγών, θα είναι μάλλον εξαιρετικά δύσκολο να επιτευχθούν.

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις, το χρέος στο βασικό σενάριο θα μειωθεί σε 160% του ΑΕΠ το 2022 και 150% του ΑΕΠ το 2030, και θα αρχίσει να ανέρχεται από εκεί και πέρα προς το 195% το 2060, καθώς το κόστος αναχρηματοδότησης του χρέους θα διογκώνεται με υψηλά επιτόκια αγοράς να αντικαθιστούν τα επιδοτούμενα επιτόκια του επίσημου τομέα. Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες διαμορφώνονται άνω του 15% του ΑΕΠ ήδη από το 2028 και άνω του 20% του ΑΕΠ από το 2033, ανερχόμενες σε 45% το 2060.

Το χρέος γίνεται βιώσιμο μόνο με αναδιάρθρωση σε μεγαλύτερη, όμως, έκταση απ' ό,τι υπονοείται στην απόφαση του Eurogroup τον Ιούνιο του 2017.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, μια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους έτσι ώστε να καταστεί βιώσιμο, θα πρέπει να περιλαμβάνει μέτρα όπως τα κάτωθι (Φεβρουάριος 2017):

- **Επέκταση των περιόδων χάριτος μέχρι το 2040**, κατά 6 χρόνια για τα δάνεια του ΕΜΣ (€39,4 δισ. μετά την εκταμίευση των €8,5 δισ. τον Ιούλιο του 2017) και κατά 17 και 20 χρόνια για τα δάνεια EFSF (πρόδρομου μηχανισμού του ΕΜΣ) ύψους €141,8 δισ. και τα δάνεια GLF (κατευθείαν δανεισμός από κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης) ύψους €52,9 δισ.
- **Επέκταση της διάρκειας των δανείων μέχρι το 2070**, κατά 30 χρόνια για τα δάνεια GLF, 14 χρόνια για τα δάνεια EFSF και 10 χρόνια για τα δάνεια ΕΜΣ.
- **Μετάθεση πληρωμών τόκων μέχρι το 2040**, σε όλα τα δάνεια, με την επιβάρυνση του χρέους να αποπληρώνεται με ίσες δόσεις μέχρι το 2070 (περιλαμβανομένων και τον τόκων στους τόκους).
- **Επιστροφή κερδών SMP/ANFA** με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα και κατάργηση του κλιμακωτού (step-up) επιτοκιακού περιθωρίου στην επαναγορά χρέους του EFSF του 2012.
- **Καθορισμός σταθερών επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα** (να μην υπερβαίνουν το 1,5%) σε όλα τα δάνεια EFSF και ΕΜΣ για 30 χρόνια.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της επίπτωσης μέτρων ως τα ανωτέρω στη βιωσιμότητα του χρέους του βασικού σεναρίου στην ανάλυση του Φεβρουαρίου 2017, που δεν επαναλαμβάνεται τον Ιούλιο του 2017, το χρέος αποκλιμακώνεται γραμμικά προς το 120% του ΑΕΠ το 2060 από 275% χωρίς αναδιάρθρωση του χρέους. Επίσης, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες ως ποσοστό του ΑΕΠ δεν υπερβαίνουν το όριο του 15% παρά μόνο το 2050, και το όριο του 20% το 2060, από το 2024 και το 2031 αντιστοίχως χωρίς αναδιάρθρωση του χρέους.



Αλλά και στην Έκθεση Συμμόρφωσης που παρουσίασε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αμέσως μετά την ολοκλήρωση της 2^{ης} αξιολόγησης (16/6/17), αναλύεται η βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους. Το βασικό σενάριο στηρίζεται στις κάτωθι υποθέσεις:

- Ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης επιστρέφει στο μακροχρόνιο επίπεδο δυναμικής ανάπτυξης του 1,5% μετά το 2021, και σε 1,25% μετά το 2030 λόγω αυξημένης γήρανσης του πληθυσμού. Μέχρι και το 2021 η οικονομία αναπτύσσεται με ρυθμούς 2 έως 2,5%, σύμφωνα με τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Ο μακροχρόνιος ονομαστικός (συμπεριλαμβανομένου του πληθωρισμού) ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 3,25%.
- Τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις υπολογίζονται σε €17 δισ. μεταξύ 2017 και 2060, εκ των οποίων €12,5 δισ. από ιδιωτικοποιήσεις μη τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων, από ήδη συμφωνηθείσες πωλήσεις και παραχωρήσεις. Τα υπόλοιπα €4,5 δισ. από τραπεζικά περιουσιακά στοιχεία περιλαμβάνουν και €2 δισ. αποπληρωμές ομολόγων CoCos (Contingent Convertibles – μετατρέψιμα σε μετοχές όταν πέφτει ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας) έκδοσης της Εθνικής Τραπέζης, με τα οποία έγινε η ανακεφαλαιοποίησή της το 2015.
- Το πρωτογενές πλεόνασμα αναμένεται να διατηρηθεί στο επίπεδο των 3,5 π.μ. του ΑΕΠ (στο οποίο θα διαμορφωθεί το 2018 από 1,75 π.μ. του ΑΕΠ το 2017) μέχρι και το 2022, και μετά θα αρχίσει να μειώνεται γραμμικά για να διαμορφωθεί σε 2,2% του ΑΕΠ το 2025, και να παραμείνει σε αυτό το επίπεδο μέχρι το 2060.
- Τα επιτόκια αγοράς για την Ελλάδα αναμένεται να διαμορφωθούν σε 5,1%-5,5% μεταξύ 2019 και 2021, και μετά να μειώνονται προς το 4,3% μέχρι το 2060.

Με τις ανωτέρω υποθέσεις, το χρέος ως % του ΑΕΠ, από 176,5% το 2017 αποκλιμακώνεται σε 159,9% το 2020, 123,1% το 2030 και 91,2% το 2060. Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες (δημοσιονομικό ισοζύγιο συν χρεολύσια), που για να θεωρείται το χρέος βιώσιμο δεν πρέπει να υπερβαίνουν τις 15-20

π.μ. του ΑΕΠ, στο βασικό σενάριο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, διατηρούνται σε αποδεκτά επίπεδα μέχρι το 2044 και ελαφρώς υψηλότερα του 20% από το 2045 έως το 2060.

Το βασικό σενάριο (που θεωρείται βιώσιμο οριακά) ανατρέπεται εάν ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης μειωθεί κατά 0,25 με 0,55 π.μ. και το πρωτογενές πλεόνασμα στο 2% με 1,5% του ΑΕΠ από το 2025 και μετά. Στα δυσμενέστερα αυτά σενάρια, το χρέος διαμορφώνεται από 139% μέχρι 241% του ΑΕΠ το 2060, (αναλόγως σεναρίου), χωρίς να έχει εισέλθει σε φάση μόνιμης αποκλιμάκωσης. Ταυτόχρονα, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες υπερβαίνουν το όριο του 20% μεταξύ 2030 και 2033 (αναλόγως σεναρίου) και συνεχίζουν να αυξάνουν σε 32% έως 56% μέχρι το 2060. Υπάρχει και το ευμενέστερο σενάριο, στο οποίο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι κατά 0,2 π.μ. υψηλότερος μετά το 2030 και το πρωτογενές πλεόνασμα διατηρείται κατά μέσο όρο στο 2,3% του ΑΕΠ μεταξύ 2023- 2060. Στο σενάριο αυτό, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ αποκλιμακώνεται γραμμικά προς το 122% το 2030 και 75% το 2060. Ο λόγος ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς ΑΕΠ παραμένει κάτω του 20% σε όλη την περίοδο μέχρι το 2060, όταν και διαμορφώνονται σε 16,9%.

Σε κανένα από τα σενάρια που βλέπουν το φως της δημοσιότητας, το επιδιωκόμενο ελάχιστο πρωτογενές πλεόνασμα που είναι συμβατό με τη βιωσιμότητα του χρέους, και με την προϋπόθεση αναδιάρθρωσης του χρέους, δεν πέφτει μακροχρόνια κάτω από 1,5% του ΑΕΠ (ΔΝΤ) και από 2,2% του ΑΕΠ (ΕΕ).

Στην ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής εκφράζονται, επίσης, σοβαρές επιφυλάξεις για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους. Τα απαιτούμενα αρκετά υψηλά και παρατεταμένα πρωτογενή πλεονάσματα με σχετικά υψηλούς ρυθμούς



ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την παραδοσιακή υπόθεση για την έλλειψη ιδιοκτησίας από τις ελληνικές αρχές ενός προγράμματος μακροπρόθεσμης δημοσιονομικής πειθαρχίας και διαρθρωτικών αλλαγών, θα είναι μάλλον εξαιρετικά δύσκολο να επιτευχθούν. Ως εκ τούτου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, προσβλέπει, όπως και το ΔΝΤ, σε υιοθέτηση περαιτέρω μέτρων ελάφρυνσης του χρέους (επέκταση της διάρκειας των δανείων και περίοδοι χάριτος και για τους τόκους και για τα χρεολύσια), σε συνδυασμό με την επιστροφή στην Ελλάδα των κερδών του Ευρωσυστήματος από τα ελληνικά ομόλογα στα χαρτοφυλάκια των κεντρικών τραπεζών (SMP και ANFA).

Η επόμενη φάση της διαπραγμάτευσης θα σκοπεύει στη διαμόρφωση ενός όσο το δυνατόν χαμηλότερου πρωτογενούς πλεονάσματος, αποδεκτού και από τους δανειστές, ώστε οι αγορές να συνεχίσουν να δανείζουν τη χώρα, γνωρίζοντας ότι δεν διακυβεύεται η βιωσιμότητα του χρέους.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει, και ανεξαρτήτως αποχρώσεων και διατυπώσεων στα κείμενα ως ανωτέρω, είναι ότι η χώρα μπαίνει στην εποχή της πλεονασματικής δημοσιονομικής διαχείρισης. Κάποιας μορφής αναδιάρθρωση (όχι διαγραφή) του χρέους θα ενσωματωθεί, επίσης, στο *modus operandi* της ελληνικής οικονομίας. Σε κανένα από τα σενάρια που βλέπουν το φως της δημοσιότητας, το επιδιωκόμενο ελάχιστο πρωτογενές πλεόνασμα που είναι συμβατό με τη βιωσιμότητα του χρέους, και με την προϋπόθεση αναδιάρθρωσης του χρέους, δεν πέφτει μακροχρόνια κάτω από 1,5% του ΑΕΠ (ΔΝΤ) και από 2,2% του ΑΕΠ (ΕΕ). Το επίπεδο στο οποίο θα διαμορφωθεί τελικά το πρωτογενές πλεόνασμα εξαρτάται από την γενναιοδωρία των δανειστών και την αξιολόγηση των αγορών. Σε κάθε περίπτωση, η επόμενη φάση της διαπραγμάτευσης θα σκοπεύει στη διαμόρφωση ενός όσο το δυνατόν

χαμηλότερου πρωτογενούς πλεονάσματος, αποδεκτού και από τους δανειστές, ώστε οι αγορές να συνεχίσουν να δανείζουν τη χώρα, γνωρίζοντας ότι δεν διακυβεύεται η βιωσιμότητα του χρέους. Η επιδίωξη μας θα πρέπει να είναι συμφωνήσουμε σε ένα αμοιβαίως αποδεκτό σχέδιο αναδιάρθρωσης του χρέους που να περιορίζει τις πληρωμές τόκων γύρω στις 2 π.μ. του ΑΕΠ, το οποίο να καλύπτεται από το πρωτογενές πλεόνασμα, και έτσι η χώρα να λειτουργεί με μηδενικό συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο και να προσφεύγει στις αγορές μόνο για τα χρεολύσια που λήγουν, όπως θα έχουν διαμορφωθεί μετά την αναδιάρθρωση του χρέους. Στη διαπραγμάτευση αυτή, προσερχόμαστε χωρίς κανένα πλεονέκτημα και πρέπει να επιτύχουμε όσο το δυνατόν καλύτερους όρους από τους δανειστές. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ένας αυτόματος μηχανισμός που να συνδέει την εξυπηρέτηση του χρέους με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας (όπως αναφέρεται και στην απόφαση του Eurogroup του Ιουνίου 2017), έτσι ώστε η ελάφρυνση του χρέους (από τη φύση της μια δυναμική διαδικασία) να προσαρμόζεται στις εκάστοτε πραγματικές δυνατότητες της χώρας σε σχέση με κάποιο βασικό σενάριο βιωσιμότητας του χρέους, θα μπορούσε να διευκολύνει τις διαπραγματεύσεις για την αναδιάρθρωση του χρέους και να εκμειεύσει μεγαλύτερες υποχωρήσεις από την πλευρά των δανειστών.

Η προσέγγιση, πάντως, για ελάφρυνση του χρέους, συμβατή με διαρκή πρωτογενή πλεονάσματα 1,5 π.μ. έως 2 π.μ. του ΑΕΠ είναι μαξιμαλιστική, όπως είναι και η πρόταση για έναν ουδέτερο μακροχρόνια εξισορροπητικό μηχανισμό ώστε η εξυπηρέτηση του χρέους να επιταχύνεται όταν η ανάπτυξη υπερβαίνει τον ρυθμό στο σενάριο βάσης έτσι ώστε να μπορεί να επιβραδύνεται σε περιόδους χαμηλότερης ανάπτυξης. Ένα τέτοιο σύστημα γίνεται ασταθές σε περίπτωση που η ελληνική οικονομία παρουσιάζει χαμηλότερη επίδοση εκείνης του βασικού σεναρίου για μεγάλα χρονικά διαστήματα, που στην ουσία επιβάλλει την επαναδιαπραγμάτευση του βασικού σεναρίου. Τι θα συμβεί, για παράδειγμα, εάν μία κυβέρνηση ακολουθεί πολιτικές που περιορίζουν την ανάπτυξη της οικονομίας σε χαμηλότερα επίπεδα εκείνων του



βασικού σεναρίου; Είναι δυνατόν η πολιτική αυτή να στηρίζεται από τους δανειστές, καθώς θα έχουν δεχθεί να επιβραδύνεται η εξυπηρέτηση του χρέους σε περιόδους χαμηλής ανάπτυξης; Σε κάθε περίπτωση, δεν πρέπει να βαυκαλιζόμεθα ότι μπορεί να γίνει αποδεκτό η Ελλάδα να πληρώνει μόνον όταν έχει, και όταν δεν έχει να επιβραδύνεται η εξυπηρέτηση του χρέους. Τίθεται θέμα ηθικού κινδύνου. Αυτός είναι και ο λόγος που έχει υιοθετηθεί στο Eurogroup η σταδιακή λήψη μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, όπου σε κάθε στάδιο διασφαλίζεται ότι η χώρα ακολουθεί την σωστή πολιτική.

Ούτως εχόντων των πραγμάτων, η ελληνική πλευρά δεν έχει άλλη πρακτική εναλλακτική από την πιστή εφαρμογή του Μνημονίου μέχρι το τέλος του προγράμματος. Μόνο, έτσι, διασφαλίζεται η απρόσκοπτη χρηματοδότηση των αναγκών της χώρας και αποπληρώνονται επίσης οι ληξιπρόθεσμες οφειλές τους κράτους προς τον ιδιωτικό τομέα ύψους €6,5 δισ. που μπορούν να συμβάλλουν στη βελτίωση των συνθηκών λιτότητας των νοικοκυριών και στενότητας τραπεζικής ρευστότητας των επιχειρήσεων.

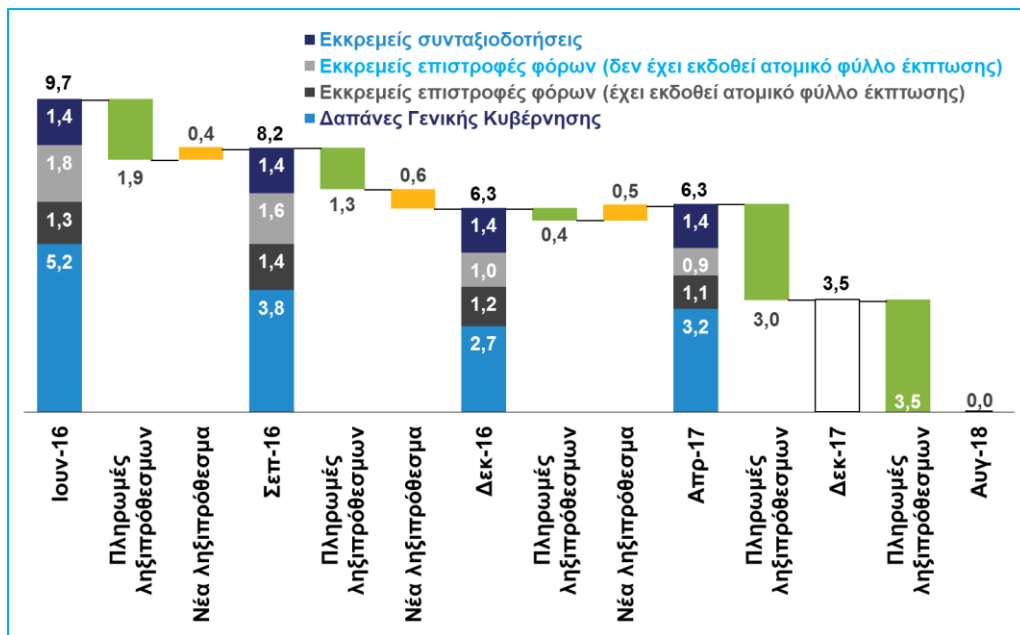
Συγκεκριμένα, οι χρηματοδοτικές ανάγκες, μετά την εκταμίευση των €8,5 δισ. τον Ιούλιο του 2017, του ελληνικού κράτους είναι καλυμμένες μέχρι και τον Οκτώβριο 2017, όταν θα γίνει και η 3^η αξιολόγηση. Από τον Οκτώβριο 2017 και μέχρι τον Αύγουστο 2018, προβλέπεται να εκταμιευθούν από €5 δισ. τον

Οκτώβριο 2017, τον Ιανουάριο 2018, τον Απρίλιο 2018, και €3,4 δισ. τον Ιούλιο 2018, μετά από ισάριθμες αξιολογήσεις (Δ02 και διάγραμμα πρώτης σελίδας). Τα αποθεματικά του δημοσίου ενισχύονται κατά €5 δισ. τον Οκτώβριο του 2017 και διαμορφώνονται σε €10 δισ., από €2,2 δισ. τον Μάιο του 2017. Δεδομένων των καθαρών χρηματοδοτικών αναγκών και των περιοδικών εκταμιεύσεων, το πρόγραμμα ολοκληρώνεται με τα αποθεματικά του δημοσίου να ανέρχονται σε €9 δισ. Το ποσό αυτό είναι η ελάχιστη «προϊκα» με την οποία θα πρέπει να εμφανισθεί το ελληνικό δημόσιο, χωρίς τον «κηδεμόνα» του, ενώπιον των αγορών από τον Αύγουστο του 2008 και μετά. Προφανώς, το ποσό αυτό μπορεί, και πρέπει, να ενισχυθεί και με τα έσοδα από την πρόσβαση στις αγορές μέχρι το τέλος του προγράμματος. Σημειώνεται ότι οιαδήποτε χρήση των αποθεματικών αυτών για προεκλογικές παροχές θα λειτουργήσει αυτοκαταστροφικά καθώς θα εκτινάξει τα επιτόκια δανεισμού για την Ελλάδα και θα δυσχεράνει την ομαλή και συντηρητική πρόσβαση στις αγορές μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος.

Δ02: Χρηματοδοτικές ανάγκες, εκταμιεύσεις και αποθεματικά δημοσίου
([EE, Compliance Report, The Third Economic Adjustment Programme for Greece, 2nd Review](#))

	2015		2016		2017		2018		Σύνολο	2017								2018							
	Αυγ-Δεκ	Ιαν-Δεκ	Ιαν-Δεκ	Ιαν-Αυγ	Μάι	Ιουν	Ιουλ	Αυγ		Σεπ	Οκτ	Νοε	Δεκ	Ιαν	Φεβ	Μαρ	Απρ	Μάι	Ιουν	Ιουλ	Αυγ				
A. Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες	22,8	12,4	19,1	11,5	65,7	0,1	1,2	5,9	0,6	-1,2	0,0	0,7	4,5	2,1	1,6	1,8	1,9	0,7	1,8	1,4	0,2				
Πρωτογενές αποτέλεσμα	2,4	-3,9	-1,8	-3,7	-7,0	-0,1	0,2	-2,1	-0,8	-2,0	-0,9	0,0	3,7	-0,9	-0,3	0,5	-0,3	0,1	0,2	-2,0	-1,0				
Εξυπηρέτηση χρέους	14,5	13,2	17,4	11,8	56,9	0,2	1,0	7,4	0,9	0,2	0,3	0,2	0,4	2,5	1,5	0,9	1,8	0,2	1,1	3,0	0,8				
Χρεολύσια	13,4	7,5	11,9	3,9	36,8	0,0	0,6	6,6	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,8	2,4	0,0				
Τόκοι	1,1	5,7	5,4	4,4	16,6	0,2	0,4	0,8	0,5	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1	1,5	0,7	0,3	0,2	0,4	0,6	0,8				
Reros	0,0	0,0	0,0	3,5	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0				
Πληρωμές ληξιπρόθεσμων	0,4	3,1	3,5	3,5	10,4	0,1	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4				
Χρηματοδότηση από το πρόγραμμα	0,4	3,1	1,9	1,7	7,0	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2				
Ίδιοι πόροι	0,0	0,0	1,6	1,8	3,4	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2				
B. Πηγές	0,0	0,8	4,4	1,4	6,7	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,3	0,6	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0				
Έσοδα αποκρατικοποιήσεων	0,0	0,5	4,1	1,1	5,7	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0				
Κέρδη ANFA	0,0	0,3	0,3	0,3	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Γ. Καθαρές χρηματοδοτικές ανάγκες (A-B)	22,7	11,6	14,6	10,1	59,0	0,1	1,2	5,6	0,6	-1,2	0,0	0,7	3,7	2,1	1,3	1,3	1,9	0,7	1,2	1,4	0,2				
Εκταμιεύσεις προγράμματος	21,4	10,3	13,5	13,4	58,6	0,0	0,0	7,7	0,0	0,8	5,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	3,4	0,0				
Αποθεματικά Κεντρικής Κυβέρνησης	1,0	-0,1	-2,5	-3,3	-4,9	-0,4	0,7	-2,1	0,6	-2,0	-5,0	0,7	3,7	-2,9	1,3	1,3	-3,1	0,7	1,2	-2,0	0,2				
Αποθεματικά υποτομικών Γεν. Κυβέρνησης	0,3	1,4	3,6	0,0	5,3	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Δ. Χρηματοδοτικό κενό	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Σύνολο αποθεματικών δημοσίου (τέλος περ.)	2,2	3,2	5,6	9,0	9,0	2,2	1,5	3,6	3,0	4,9	10,0	9,3	5,6	8,5	7,2	6,0	9,1	8,4	7,2	9,1	9,0				





Δ03: Ληξιπρόθεσμες οφειλές δημοσίου (σε € δισ.)
(ΕΕ, [Compliance Report, The Third Economic Adjustment Programme for Greece, 2nd Review](#), Iouv. 2017)

	Δεκ. 2016		Απρ. 2017	
	ΓΛΚ	ΕΕ	ΓΛΚ	ΕΕ
Γενική Κυβέρνηση	3.579	2.668	3.914	3.195
Κρατικός Προϋπολογισμός	163		148	
Λοιπά νομικά πρόσωπα	414		457	
Τοπική Αυτοδιοίκηση	298		360	
Οργανισμοί Κοινωνικής Ασφάλισης	2.255		2.262	
εκ των οποίων:				
ΤΠΔΥ	(573)		(-)	
ΕΟΠΥΥ	(1.136)		(1.166)	
Νοσοκομεία	450		600	
Εκκρεμίες επιστροφές φόρων* (έχει εκδοθεί ατομικό φύλλο έκπτωσης)	1.226	1.226	1.051	1.051
Εκκρεμίες επιστροφές φόρων (δεν έχει εκδοθεί ατομικό φύλλο)		1.040		850
Εκκρεμίες συνταξιοδοτήσεις		1.399		1.365
Σύνολο	4.805	6.332	4.965	6.460
* Πρόσθετη ανάλυση				
Άμεσοι φόροι	946	-	761	-
Έμμεσοι φόροι	120	-	117	-
Λοιποί φόροι	-	-	-	-
Μη φορολογικά έσοδα	160	-	172	-
Σύνολο				

Δ04: Ανάλυση ληξιπρόθεσμων οφειλών Γενικής Κυβέρνησης
(Υπουργείο Οικονομικών, [Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης](#), Μάιος 2017, ΕΕ, [Compliance Report, The Third Economic Adjustment Programme for Greece, 2nd Review](#), Iouv. 2017)

Τέλος, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, έχει σημειωθεί κάποια πρόοδος όσον αφορά στην αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών. Από τον Ιούνιο 2016 μέχρι τον Απρίλιο 2017, οι ληξιπρόθεσμες οφειλές μειώθηκαν κατά €3,3 δισ. και ανέρχονται πλέον σε €6,5 δισ. Το ποσό αυτό προβλέπεται να μηδενισθεί μέχρι τον Αύγουστο του 2018, με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ) να συνεισφέρει €3,1 δισ. προς τον σκοπό αυτό και με την ελληνική κυβέρνηση να εξοφλεί τα υπόλοιπα από ίδιους πόρους (Δ03 και Δ04). Σημειώνεται ότι

προβλέπεται η αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών €0,5 δισ. μηνιαίως από τον Ιούλιο και μέχρι τον Οκτώβριο του 2017, και €0,4 δισ. μηνιαίως από τον Νοέμβριο του 2017 και μέχρι τον Αύγουστο του 2018, εκ των οποίων το 50% θα προέρχεται από ίδιους (ελληνικούς) πόρους, που η καταβολή τους θα ενεργοποιεί και το υπόλοιπο 50% από πόρους του ΕΜΣ. Εάν τηρηθούν τα συμφωνηθέντα, και δεν συσσωρευθούν πρόσθετες ληξιπρόθεσμες οφειλές, η αγορά θα επωφεληθεί από πρόσθετη ρευστότητα ύψους €6,5 δισ. περίπου τους επόμενους 12 μήνες. Σημειώνεται, επίσης, ότι για την επιτάχυνση της



αποπληρωμής των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων, το Υπουργείο Οικονομικών προωθεί την αυτόματη (χωρίς έλεγχο) επιστροφή ΦΠΑ και Φόρου Εισοδήματος Νομικών Προσώπων, εφόσον τα εκκρεμή ποσά είναι μικρότερα των €10.000. Στην κατηγορία αυτή εντάσσεται το 1,24% του συνολικού ποσού των επιστροφών του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων (90% των περιπτώσεων), και το 0,45% του συνολικού ποσού των επιστροφών ΦΠΑ (35% των περιπτώσεων).

Τι θα συμβεί, για παράδειγμα, εάν μία κυβέρνηση ακολουθεί πολιτικές που περιορίζουν την ανάπτυξη της οικονομίας σε χαμηλότερα επίπεδα εκείνων του βασικού σεναρίου; Είναι δυνατόν η πολιτική αυτή να στηρίζεται από τους δανειστές, καθώς θα έχουν δεχθεί να επιβραδύνεται η εξυπηρέτηση του χρέους σε περιόδους χαμηλής ανάπτυξης;

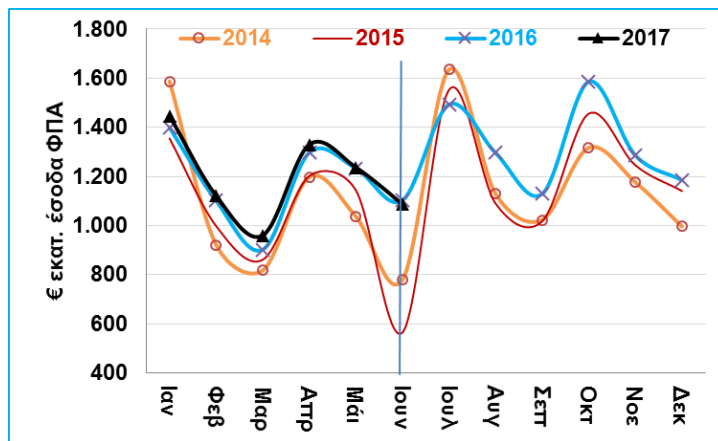


Οικονομικές εξελίξεις

Εκτέλεση κρατικού προϋπολογισμού: Η ανακοίνωση των αναλυτικών στοιχείων εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού Ιουνίου 2017 επιβεβαιώνει την εικόνα στασιμότητας των οργανικών εσόδων, παράλληλα με τη συνεχιζόμενη συγκράτηση των δαπανών, παρά την ελαφρά αύξηση των δαπανών μισθοδοσίας της κεντρικής κυβέρνησης. Ειδικά σε ότι αφορά τον ΦΠΑ, η ενσωμάτωση στα έσοδα €296,16 εκατ. που σχετίζονται με την εκχώρηση των περιφερειακών αεροδρομίων σημαίνει ότι στην ουσία τα έσοδα από τον ΦΠΑ κινούνται κοντά στο ύψος του στόχου (υλοποίηση €7,18 δισ. έναντι στόχου €7,2 δισ. και έναντι ποσού υλοποίησης €7,48 δισ. μετά την προσθήκη στον ΦΠΑ εσόδων από την αποκρατικοποίηση των αεροδρομίων) και ότι σε μηνιαία βάση η δυναμική των εσόδων ΦΠΑ κινείται περίπου στα περυσινά επίπεδα παρά τα επιπλέον μέτρα που ελήφθησαν πέρυσι το καλοκαίρι (**Δ05**). Αν συνυπολογίσει κανείς τις εξελίξεις στα έσοδα από ΦΠΑ καπνικών, που αναλύονται στη συνέχεια, η τελική εικόνα είναι μια ελάχιστη αύξηση των εσόδων από ΦΠΑ λίγο πάνω από 1% - που όμως δεν ανατρέπει την εικόνα στασιμότητας.

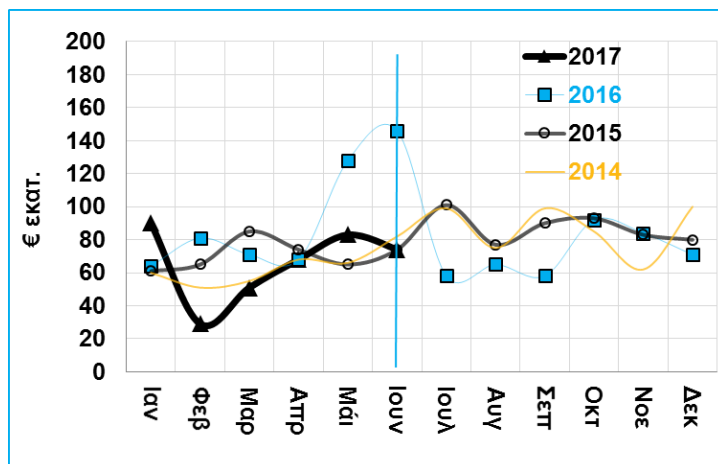
Επίσης, ο φόρος εισοδήματος κινείται στο δμηνο ελάχιστο κάτω του στόχου αλλά και των περυσινών επιπέδων ((€4,02 δισ. έναντι στόχου €4,07 δισ. και έναντι ποσού €4,09 δισ.), λόγω μικρής υστέρησης στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων που μόνο μερικά αντισταθμίζεται από τον φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων. Φυσικά πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα στοιχεία Ιουνίου αποτυπώνουν μια στιγμή κατά την οποία τα κρατικά ταμεία ετοιμάζονται να παραλάβουν τον μεγαλύτερο όγκο των πληρωμών από την εκκαθάριση των φορολογικών δηλώσεων των φυσικών προσώπων – γεγονός που σημαίνει ότι για την ώρα δεν μπορεί κανείς να εξαγει ασφαλή συμπεράσματα για την πορεία που θα έχουν τα έσοδα αυτό έως το τέλος του έτους. Σε κάθε περίπτωση όμως, για την ώρα τα έσοδα αυτά φαίνεται να κινούνται στα περυσινά επίπεδα.

Δ05: Έσοδα κεντρικής κυβέρνησης από ΦΠΑ
(Υπουργείο Οικονομικών, Ιουν. 2017)



Σημ.: Έχουν αφαιρεθεί από τον Μάιο έσοδα €296,16 εκατ. που, όπως αναφέρει το σχετικό δελτίο τύπου, έχουν προκύψει ως εγγραφή μετά την αποκρατικοποίηση των περιφερειακών αεροδρομίων.

Δ06: Έσοδα τακτικού προϋπολογισμού από έσοδα ΦΠΑ και ΕΦΚ καπνικών
(Υπουργείο Οικονομικών, Ιουν. 2017)



Ειδική μνεία αξίζουν τα έσοδα από ΦΠΑ και ΕΦΚ καπνικών (**Δ06**), λόγω της διόγκωσης των εσόδων από ΦΠΑ και ΕΦΚ καπνικών που είχε παρατηρηθεί πέρυσι το καλοκαίρι λόγω των επικείμενων διοικητικών και φορολογικών μέτρων. Σημειώνεται ότι από 1/1/2017 οι φορολογικές επιβαρύνσεις στα καπνικά στην Ελλάδα πλέον κατατάσσονται στην κορυφή των φορολογικών επιβαρύνσεων στην ΕΕ. Μετά την αναπόφευκτη μεγάλη πτώση των εσόδων ΦΠΑ και ΕΦΚ από καπνικά στις αρχές του 2017 αμέσως μετά



την επιβολή του αυξημένου ΕΦΚ, σταδιακά τα σχετικά κατά μήνα έσοδα φαίνεται να επιστρέφουν στα επίπεδα του 2014 και 2015. Παραμένει όμως για το πρώτο 6μηνο του έτους μια υστέρηση στα έσοδα αυτά (αυτά ανήλθαν σε €395 στο 6μηνο του 2017, έναντι €558 εκατ. το 2016 και €420 το 2015 αντίστοιχα). Όπως ήδη αναφέρθηκε, αν εξεταστεί μόνο η διακύμανση των εσόδων από ΦΠΑ καπνικών, η πορεία των εσόδων από ΦΠΑ πλην καπνικών όπως εκτιμάται ότι θα είχαν διαμορφωθεί υπό κανονικές συνθήκες και την αφαίρεση των εσόδων ΦΠΑ από την εκχώρηση των περιφερειακών αεροδρομίων, προκύπτει για το 6μηνο του 2017 μια οριακή αύξηση των εσόδων ΦΠΑ λίγο πάνω από 1%. Επί της αρχής, η διαφανόμενη τάση επιστροφής των μηνιαίων εσόδων από ΕΦΚ και ΦΠΑ καπνικών στα επίπεδα προ του 2016 δεν αποτελεί θετική εξέλιξη. Η αύξηση των συγκεκριμένων φορολογικών συντελεστών αποσκοπούσε στην αύξηση των κρατικών εσόδων. Ένας στόχος που με την διαμορφωθείσα κατάσταση όχι μόνο δεν θα επιτευχθεί, αλλά αντίθετα ένα έλλειμμα της τάξεως του μισού δισεκατομμυρίου ευρώ ίσως να αποτελεί και αισιόδοξη πρόβλεψη. Να σημειωθεί ότι σε επίπεδο εξαμήνου, η υστέρηση των κρατικών εσόδων από τα καπνικά το 2017 σε σχέση με το 2016, υπερβαίνει τα 800 εκατ. ευρώ. Η αποθεματοποίηση του 2016 ευθύνεται εν μέρει μόνο για την υστέρηση των εσόδων το 1ο εξάμηνο του 2017, και οι επιπτώσεις της περιορίζονται σταδιακά στο δεύτερο εξάμηνο. Το υπόλοιπο του προβλεπόμενου ελλείματος οφείλεται στη μείωση της κατανάλωσης. Συνεπώς, ο κίνδυνος περαιτέρω συρρίκνωσης της νόμιμης αγοράς, η οποία από την αρχή της κρίσης μετράει πολύ μεγάλες απώλειες, είναι υπαρκτός, και ήδη συμπαρασύρει τα έσοδα από φόρους και εισφορές από όλη την αλυσίδα αξίας της νόμιμης αγοράς καπνικών. Από την άλλη πλευρά, το κράτος προσπαθεί να διατηρήσει με τον υψηλότερο φόρο, οριακά σταθερά τα έσοδά του από ΕΦΚ και ΦΠΑ καπνικών, γεγονός που θα επιτευχθεί μόνο υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα υπάρξει περαιτέρω στροφή των καταναλωτών στα λαθραία και παράνομα καπνικά. Δυστυχώς, σύμφωνα με ερευνά* που δημοσιεύτηκε πριν λίγες εβδομάδες, η χώρα μας το 2016 είχε το δεύτερο μεγαλύτερο ποσοστό

κατανάλωσης παράνομων προϊόντων στην ΕΕ [18,8% επί της συνολικής κατανάλωσης], παρά την μείωση του φαινομένου κατά μία ποσοστιαία μονάδα σε σχέση με το 2015 και σαφώς πριν την επιβολή της τελευταίας αύξησης φορολογίας. Αυτή η διαφανόμενη τάση σημαίνει ότι τελικά η αύξηση του ΕΦΚ θα έχει λειτουργήσει κυρίως προς όφελος των λαθρεμπόρων, ενθαρρύνοντας την παραπέρα επέκταση του παράνομου εμπορίου καπνικών εις βάρος όχι μόνο των νομοταγών επιχειρήσεων και των εργαζομένων σε αυτές, αλλά του ίδιου του κράτους και όλων εμάς, των πολιτών του.

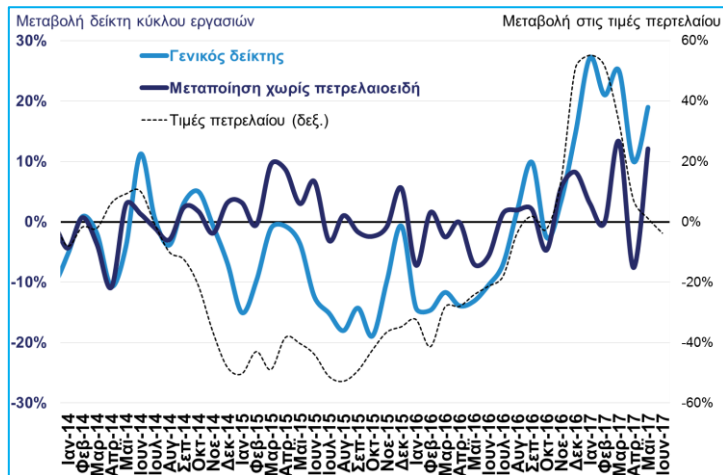
Τέλος, για άλλη μια φορά φαίνεται ότι τα έσοδα από προηγούμενα οικονομικά έτη (δηλαδή, ρυθμίσεις κλπ) ξεπερνούν τους στόχους, με τις μηνιαίες επιδόσεις των εσόδων αυτών μάλιστα να βελτιώνονται σταθερά τους τελευταίους 3 μήνες, αν και τα σχετικά ποσά είναι σχετικά μικρά όταν συγκρίνονται με έσοδα όπως ο φόρος εισοδήματος, περιουσίας και τον ΦΠΑ.

Κύκλος εργασιών στη βιομηχανία: Άνοδο +12,1% σε ετήσια βάση κατέγραψαν οι πωλήσεις στη μεταποίηση πλην πετρελαιοειδών τον Μάιο του 2017, έναντι πτώσης -7% τον Μάιο του 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Συνολικά, κατά το διάστημα Ιαν – Μάιος 2017 ο κύκλος εργασιών στη μεταποίηση πλην πετρελαιοειδών εμφανίζει αύξηση +4,2%, έναντι μείωσης -3% κατά το αντίστοιχο διάστημα το 2016. Σημειώνεται ότι η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε κατά +4,3% τον Μάιο του 2017 και κατά +3,1% το διάστημα Ιαν – Μάιος 2017.

Από τους 23 κλάδους της μεταποίησης (πλην πετρελαιοειδών), οι 18 κινούνται σε θετικό έδαφος τον Μάιο του 2017, ιδίως τα τρόφιμα (+7,6% έναντι πτώσης -6% τον Μάιο του 2016), τα χημικά (+7,2% έναντι πτώσης -1,2% τον Μάιο του 2016), τα μη μεταλλικά ορυκτά (+11,7% έναντι πτώσης -9,7% τον Μάιο του 2016) και τα βασικά μέταλλα (+55,6% έναντι πτώσης -26,4% τον Μάιο του 2016). Σημειώνεται ότι οι πωλήσεις στον κλάδο παραγωγής βασικών μετάλλων παρουσιάζουν αύξηση για 9^ο συνεχόμενο μήνα και επηρεάζονται από την αύξηση της δραστηριότητας



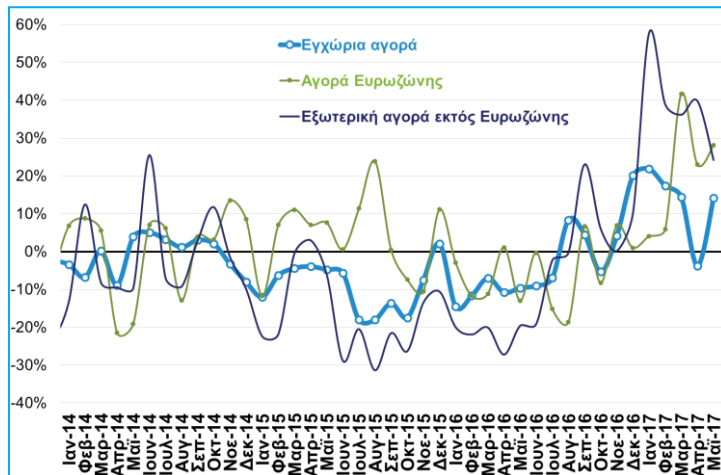
Δ07: Κύκλος εργασιών στη βιομηχανία και τιμές πετρελαίου – ετήσια % μεταβολή (ΕΛΣΤΑΤ, Μάιος 2017, Τιμές πετρελαίου: FT, Ιουν. 2017)



επιχειρήσεων κατασκευής χαλύβδινων σωλήνων που συμμετέχουν σε μεγάλα κατασκευαστικά έργα στη Βόρεια Ελλάδα. Ο γενικός δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία κατέγραψε άνοδο +19% τον Μάιο του 2017 (έναντι υποχώρησης -13,1% τον Μάιο του 2016), επηρεαζόμενος κυρίως από τον κλάδο των πετρελαιοειδών (+31,4% τον Μάιο του 2017), οι πωλήσεις του οποίου ακολουθούν πορεία ανάλογη με τις τιμές καυσίμων (Δ07). Παράλληλα, η ενίσχυση των εξαγωγών κατά το 1^ο πεντάμηνο του 2017 αποτυπώνεται και στους σχετικούς δείκτες κύκλου εργασιών στην εξωτερική αγορά, όπου οι πωλήσεις παρουσιάζουν εντονότερη αύξηση σε σύγκριση με την εγχώρια αγορά (Δ08).

Ισοζύγιο πληρωμών: Τον Μάιο του 2017, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαίων διευρύνθηκε κατά €117,2 εκατ. σε σύγκριση με εκείνο του Μαΐου του 2016, κυρίως λόγω της αύξησης του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, που οφείλεται κατά κύριο λόγο στα ισοζύγια καυσίμων και πλοίων. Πιο αναλυτικά, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία αυξήθηκαν κατά +23,3% τον Μάιο του 2017, σε σύγκριση με τον Μάιο του 2016, και οι αντίστοιχες εισαγωγές κατά +14%. Σημειώνεται ότι, σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα εμφανίζουν άνοδο +15,3% τον Μάιο του 2017. Αντίθετα με το εμπορικό ισοζύγιο, το ισοζύγιο υπηρεσιών βελτιώθηκε κατά

Δ08: Κύκλος εργασιών στη βιομηχανία στην εγχώρια και στην εξωτερική αγορά – ετήσια % μεταβολή (ΕΛΣΤΑΤ, Μάιος 2017)



€144,6 εκατ. κυρίως λόγω της αύξησης των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές.

Συνολικά, κατά το διάστημα Ιαν – Μάιος 2017 το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε κατά +12,8% σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα το 2016, κυρίως ως αποτέλεσμα της αύξησης του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, καθώς οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα και πλοία παρουσίασαν άνοδο κατά +9% και οι αντίστοιχες εισαγωγές κατά +6,8% (Δ09). Σημειώνεται ότι, σε σταθερές τιμές, η αύξηση των εξαγωγών πλην καυσίμων (+5,8%) ήταν μικρότερη της αύξησης των αντίστοιχων εισαγωγών (+6%), εξέλιξη η οποία συνέβαλε αρνητικά στο ισοζύγιο αγαθών.

Δ09: Βασικά μεγέθη ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (Τράπεζα της Ελλάδος, Μάιος 2017)

	(€ εκατ.) Ιαν - Μάιος		%Δ
	2016	2017	
Ισοζύγιο αγαθών	-6.875,5	-7.754,2	12,8%
Εξαγωγές χωρίς καύσιμα και πλοία	7.293,2	7.949,3	9,0%
Εξαγωγές καυσίμων	2.183,8	3.453,1	58,1%
Εισαγωγές χωρίς καύσιμα και πλοία	13.184,3	14.078,4	6,8%
Εισαγωγές καυσίμων	3.083,9	4.963,5	61,0%
Εισαγωγές πλοίων	175,6	182,3	3,8%
Εισπράξεις από υπηρεσίες	6.205,6	7.329,2	18,1%
Τουρισμός	2.048,9	2.066,7	0,9%
Μεταφορές	2.864,3	3.474,0	21,3%
Άλλες υπηρεσίες	1.292,4	1.788,4	38,4%
Εισροές από ΕΕ	1.323,5	868,4	-34,4%
Τρέχουσες	571,3	599,6	5,0%
Κεφαλαιακές	752,2	268,7	-64,3%
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών*	-3.031,5	-3.402,9	12,3%

* Περιλαμβάνονται κεφαλαιακές μεταβιβάσεις.

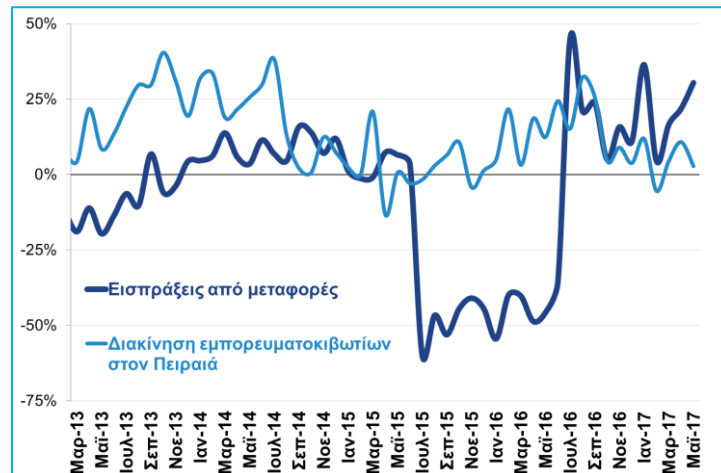




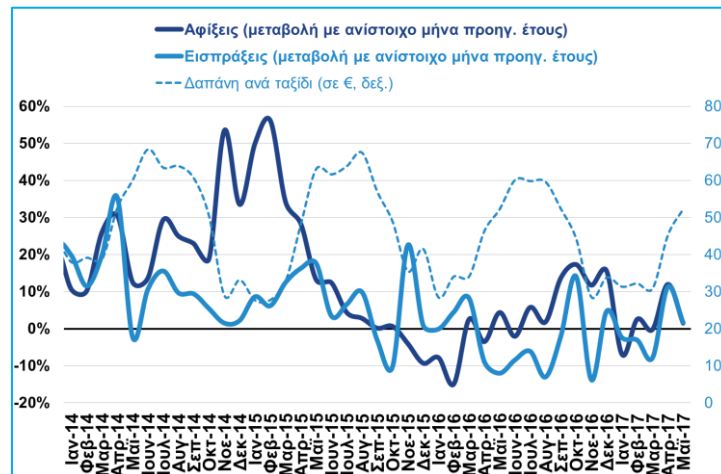
Αντίθετα, το ισοζύγιο υπηρεσιών συνέχισε να βελτιώνεται τον Μάιο του 2017 και συνολικά κατά το 1^ο πεντάμηνο του έτους το σχετικό πλεόνασμα παρουσίασε άνοδο κατά +€532 εκατ. σε σχέση με το 1^ο πεντάμηνο του 2016, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης όλων των επιμέρους ισοζυγίων και κυρίως εκείνου των μεταφορών. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από τουρισμό παρουσίασαν μικρή άνοδο τον Μάιο του 2017 (+1,7%) για δεύτερο συνεχόμενο μήνα, και συνολικά κατά το διάστημα Ιαν – Μάιος 2016 ενισχύθηκαν κατά +0,9%. Επιπλέον, οι εισπράξεις από μεταφορές και λοιπές υπηρεσίες συνέχισαν να βελτιώνονται (+21,3% και +38,4% αντίστοιχα το διάστημα Ιαν – Μάιος 2017), έπειτα από τις μεγάλες απώλειες που σημειώθηκαν μετά την επιβολή των capital controls τον Ιούλιο του 2015. Σημειώνεται ότι οι εισπράξεις από μεταφορές, παρά τη βελτίωση που εμφανίζουν από τον Ιούλιο του 2016, η οποία οφείλεται στην επίδραση βάσης, δεν έχουν ακόμα επανέλθει στο επίπεδο πριν την επιβολή των capital controls, καθώς το 1^ο πεντάμηνο του 2017 ανήλθαν σε €3,5 δισ., έναντι €2,9 δισ. το αντίστοιχο διάστημα το 2016 και €5,3 δισ. περίπου το 2015 (**Δ10**).

Τουρισμός: Οι θετικές προσδοκίες για τον τουρισμό επιβεβαιώνονται από τα στοιχεία του ταξιδιωτικού ισοζυγίου της Τράπεζας της Ελλάδος για το 1^ο πεντάμηνο του 2017, με τις αφίξεις και τις εισπράξεις να κινούνται ανοδικά, ωστόσο η άνοδος των εισπράξεων υπολείπεται σημαντικά της αύξησης των τουριστών, ενώ η δαπάνη ανά ταξίδι παρουσιάζει πτωτική τάση (**Δ11**). Το γεγονός αυτό αποδίδεται εν μέρει στην τάση μετατόπισης των διεθνών τουριστικών ρευμάτων σε οικονομικότερες τουριστικές προτάσεις προς νοικοκυριά χαμηλότερου εισοδήματος, όμως παράλληλα συμπίπτει με μια καθήλωση των επενδύσεων στον κλάδο του τουρισμού στην Ελλάδα, που επηρεάζει αρνητικά την ποιότητα των τουριστικών υποδομών και τις τιμές των καταλυμάτων (βλ. και δελτίο [20/07/2017](#)). Πιο αναλυτικά, κατά την περίοδο Ιαν-Μάιος 2017, οι ταξιδιωτικές εισπράξεις εμφάνισαν άνοδο κατά +0,9% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2016 και διαμορφώθηκαν στα €2,1 δισ., ενώ οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά +2,4% και

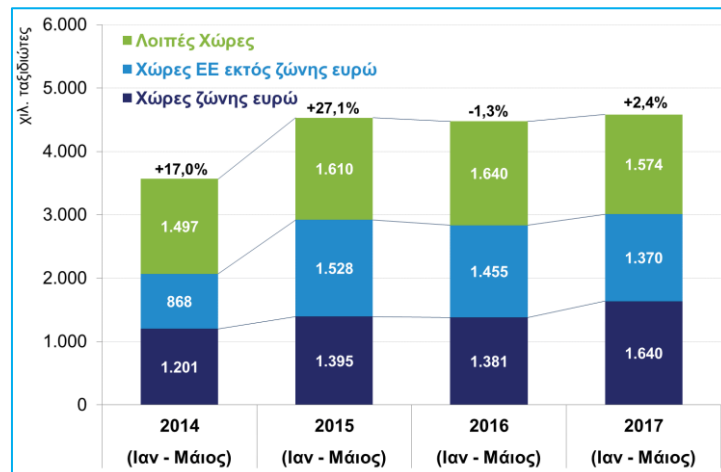
Δ10: Εισπράξεις από μεταφορές και διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων στον Πειραιά
(Τράπεζα της Ελλάδος, COSCO, Μάιος 2017)



Δ11: Ταξιδιωτικές εισπράξεις και αφίξεις
(Τράπεζα της Ελλάδος, Μάιος 2017)



Δ12: Αφίξεις ανά προέλευση ταξιδιωτών
(Τράπεζα της Ελλάδος, Μάιος 2017)

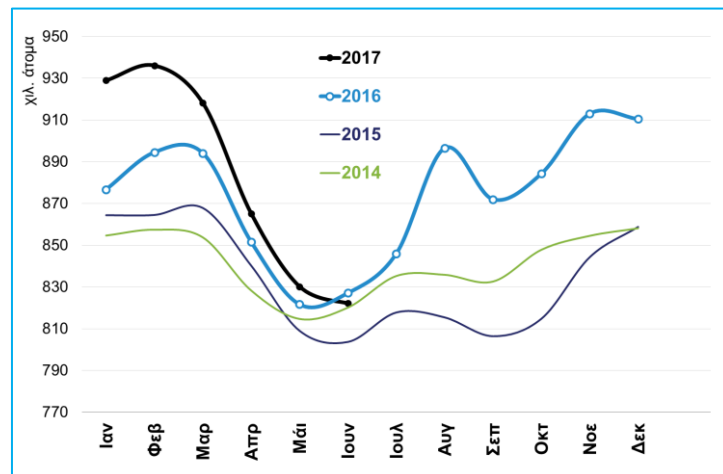




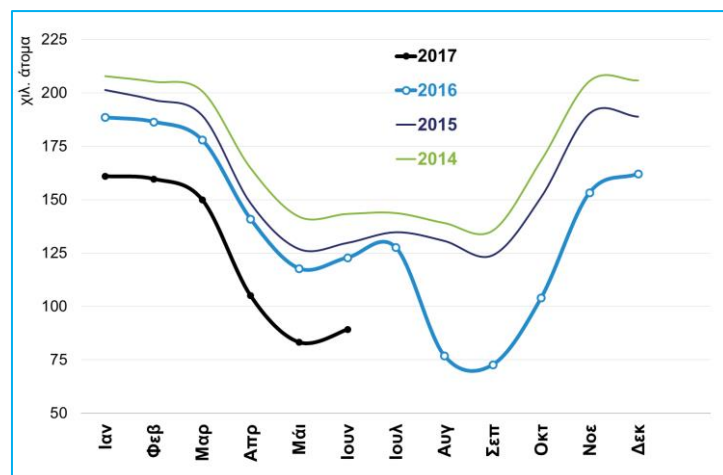
διαμορφώθηκαν σε 4,6 εκατ. ταξιδιώτες. Η ενίσχυση των εισπράξεων οφείλεται στην αύξηση των εισπράξεων από κατοίκους των χωρών της Ευρωζώνης (+11,4%), καθώς οι εισπράξεις από κατοίκους των υπόλοιπων χωρών μειώθηκαν (-5,2% από κατοίκους της ΕΕ-28 εκτός Ευρωζώνης και -6,4% από κατοίκους εκτός ΕΕ-28). Αντίστοιχα, η άνοδος των αφίξεων οφείλεται στην αύξηση της ταξιδιωτικής κίνησης από τις χώρες της Ευρωζώνης (+18,7%), ενώ η ταξιδιωτική κίνηση από τις χώρες της ΕΕ-28 εκτός Ευρωζώνης και εκτός της ΕΕ-28 μειώθηκε (-5,8% και -4,0% αντίστοιχα, **Δ12**).

Αγορά εργασίας: Οι εγγεγραμμένοι άνεργοι μειώθηκαν κατά -2,2 χιλ. περίπου τον Ιούνιο του 2017 σε σύγκριση με τον προηγούμενο μήνα και κατά -38,7 χιλ. σε σύγκριση με τον Ιούνιο του 2016. Η μείωση αυτή ακολουθεί την εποχικότητα των προηγούμενων ετών και υποστηρίζεται κυρίως από τις θετικές επιδόσεις του τουρισμού, καθώς και από τα προγράμματα που υλοποιούνται από τον ΟΕΑΔ, ιδίως τα προγράμματα κοινωφελούς απασχόλησης. Ειδικότερα, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΑΕΔ, οι εγγεγραμμένοι άνεργοι ανήλθαν στους 911,4 χιλ., από τους οποίους οι 822,1 χιλ. αναζητούν εργασία (έναντι 830,2 χιλ. τον προηγούμενο μήνα και 827,1 χιλ. τον Ιούνιο του 2016, **Δ13**) και οι υπόλοιποι 89,2 χιλ. δεν αναζητούν κάποια εργασία (έναντι 83,3 χιλ. τον προηγούμενο μήνα και 122,9 χιλ. τον Ιούνιο του 2016, **Δ14**). Παράλληλα, ο αριθμός αυτών που λαμβάνουν επίδομα ανεργίας μειώθηκε κατά -3 χιλ. περίπου σε σύγκριση με τον προηγούμενο μήνα και διαμορφώθηκε σε 90,5 χιλ. άτομα, ως αποτέλεσμα του περιορισμού των επιδοτούμενων εποχικών τουριστικών επαγγελματιών κατά -5,3 χιλ., ενώ στις λοιπές κατηγορίες επιδοτούμενων υπήρξε αύξηση (+2,3 χιλ.). Επίσης, οι εγγεγραμμένοι μακροχρόνια άνεργοι (για διάστημα μεγαλύτερο των 12 μηνών) που αναζητούν εργασία, αν και παρουσιάζουν μείωση από τον Μάρτιο του 2017 (-4,1 χιλ. τον Ιούνιο του 2017), παραμένουν σε υψηλότερο επίπεδο από το 2016 (**Δ15**).

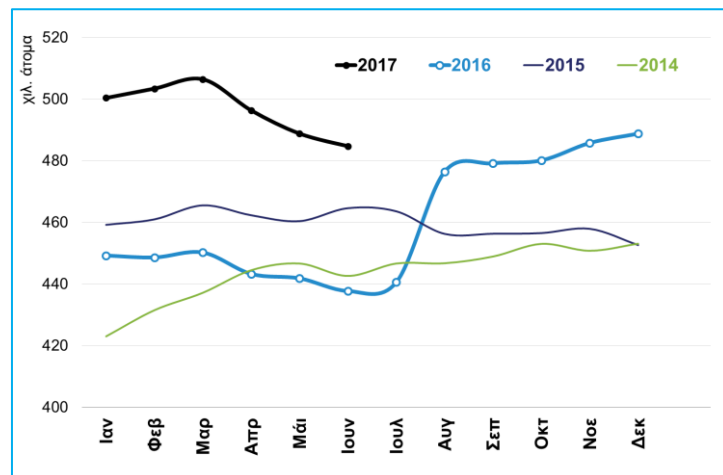
Δ13: Εγγεγραμμένοι άνεργοι αναζητούντες εργασία (ΟΑΕΔ, Ιουν. 2017)



Δ14: Εγγεγραμμένοι άνεργοι μη αναζητούντες εργασία (ΟΑΕΔ, Ιουν. 2017)



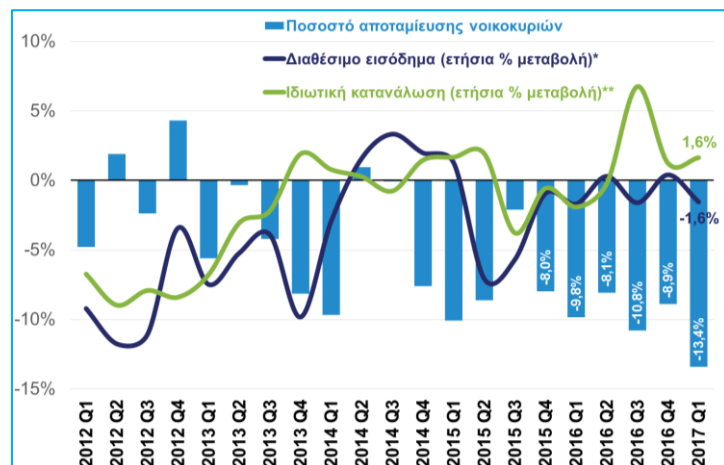
Δ15: Εγγεγραμμένοι άνεργοι αναζητούντες εργασία για διάστημα μεγαλύτερο των 12 μηνών (ΟΑΕΔ, Ιουν. 2017)





Διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών: Οριακή μείωση (-0,1%) σημείωσε το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών το 1^ο τρίμηνο του 2017, επιπλέον μείωσης -2,5% το 1^ο τρίμηνο του 2016, σύμφωνα με τα στοιχεία των τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ. Η μεταβολή αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση των συντάξεων και κοινωνικών παροχών (-3,1%), ενώ την ίδια ώρα η καταναλωτική δαπάνη παρουσίασε αύξηση +3,1%, με αποτέλεσμα το ποσοστό αποταμίευσης (ακαθάριστη αποταμίευση προς ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα) να διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο (-13,4%, **Δ16**). Πιο αναλυτικά, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών ανήλθε στα €26,2 δισ. το 1^ο τρίμηνο του 2017, στο ίδιο περίπου επίπεδο με εκείνο κατά το 1^ο τρίμηνο του 2016, και η καταναλωτική δαπάνη στα €29,7 δισ., από €28,8 δισ. το 1^ο τρίμηνο του 2016. Με βάση αυτά τα μεγέθη, η αποταμίευση ήταν αρνητική κατά -€3,5 δισ., έναντι -€2,6 δισ. το 1^ο τρίμηνο του 2016. Όπως έχει αναλυθεί και σε προηγούμενο δελτίο (βλ. δελτίο [11/05/2017](#)), τα νοικοκυριά, έχουν σταματήσει να αποταμιεύουν και, λόγω και της αυξημένης φορολογικής επιβάρυνσης, είτε φοροδιαφεύγουν περισσότερο, είτε χρησιμοποιούν συσσωρευμένες αποταμιεύσεις, ρευστοποιώντας ακίνητα ή αντλώντας ρευστά διαθέσιμα από καταθέσεις που μετέφεραν στο εξωτερικό ή εκτός τραπεζικού συστήματος. Σε σταθερές τιμές, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών εμφανίζει μείωση -1,6% το 1^ο τρίμηνο

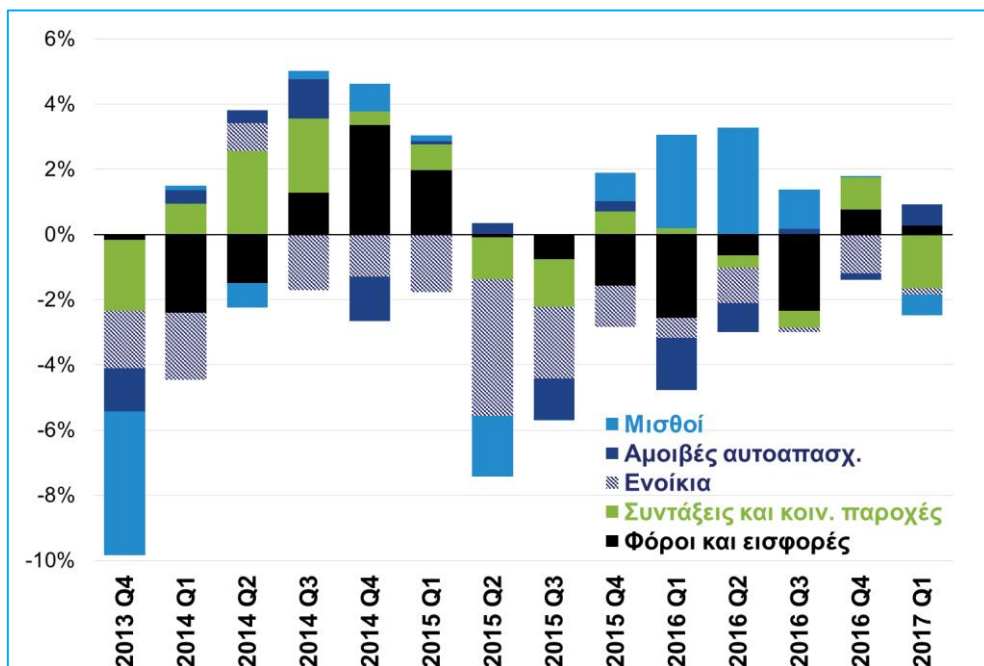
Δ16: Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα και ποσοστό αποταμίευσης νοικοκυριών (ΕΛΣΤΑΤ, Α' 3μηνο 2017)



* Σε σταθερές τιμές, αποπληθωρισμένο με τον αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης.

** Σε σταθερές τιμές χωρίς εποχική διόρθωση.

του 2017, με τους μισθούς να συμβάλουν κατά -0,6 π.μ., τις αμοιβές αυτοαπασχολούμενων κατά +0,7 π.μ., τα εισοδήματα από ενοίκια κατά -0,2 π.μ., τις συντάξεις κατά -1,6 π.μ. και τους φόρους και τις εισφορές κατά +0,3 π.μ. (**Δ17**). Ειδικότερα, οι μισθοί μειώθηκαν κατά -1,2% (έναντι αύξησης +5,9% το 1^ο τρίμηνο του 2016), οι συντάξεις και οι κοινωνικές εισφορές κατά -4,7% (έναντι αύξησης +0,6% το 1^ο τρίμηνο του 2016) και τα εισοδήματα από ενοίκια κατά -6,2% (επιπλέον μείωσης -16,4% το 1^ο τρίμηνο του 2016), ενώ αντίθετα οι



Δ17: Συμβολή στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος, σε σταθερές τιμές* (ΕΛΣΤΑΤ, Α' 3μηνο 2017)

* Όλα τα μεγέθη έχουν αποπληθωριστεί με τον αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης.

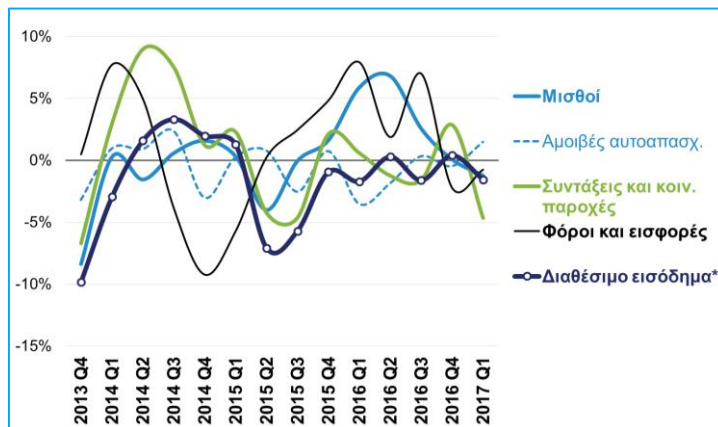


αμοιβές αυτοαπασχολουμένων αυξήθηκαν κατά +1,5% (έναντι μείωσης -1,5% το 1^ο τρίμηνο του 2016).

Επιπρόσθετα, οι φόροι και οι εισφορές μειώθηκαν κατά -0,8% το 1^ο τρίμηνο του 2016, έπειτα από αύξηση +7,9% το 1^ο τρίμηνο του 2016 και +3,5% περίπου συνολικά κατά το 2016 (Δ18).

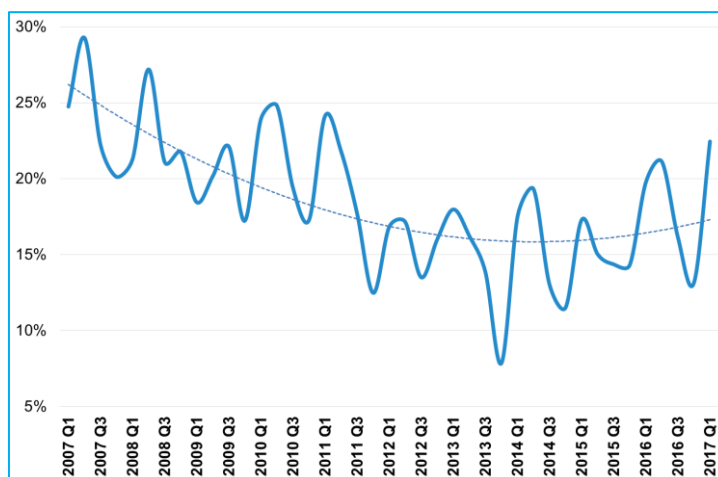
Από την πλευρά των επιχειρήσεων, ενθαρρυντικό στοιχείο αποτελεί η αύξηση -σε τρέχουσες τιμές- των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου σε €2,9 δισ. το 1^ο τρίμηνο του 2017 από €2,5 δισ. το 1^ο τρίμηνο του 2016 (+15,8%). Έτσι, το ποσοστό επενδύσεων (ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου προς ακαθάριστη προστιθέμενη αξία) διαμορφώθηκε στο 22,4%, από 19,8% το 1^ο τρίμηνο του 2016, εμφανίζοντας σημάδια αντιστροφής της πτωτικής τάσης που καταγράφεται από το 2^ο τρίμηνο του 2007 (Δ19).

Δ18: Μεταβολές επιμέρους στοιχείων του διαθέσιμου εισοδήματος, σε σταθερές τιμές (ΕΛΣΤΑΤ, Α' 3μηνο 2017)



* Όλα τα μεγέθη έχουν αποπληθωριστεί με τον αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης.

Δ19: Ποσοστό επενδύσεων (ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου προς ακαθάριστη προστιθέμενη αξία) μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων (ΕΛΣΤΑΤ, Α' 3μηνο 2017)





Οικονομικά μεγέθη μελών ΣΕΒ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

€368 δισ.
67% συνόλου*



ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

€60 δισ.
51% συνόλου*



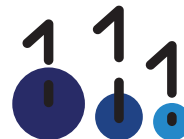
ΠΩΛΗΣΕΙΣ

€62 δισ.
43% συνόλου*



ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΕΡΔΗ

€2,4 δισ. **
30% συνόλου**



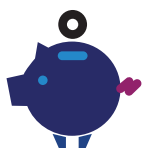
ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ

190.000
11% συνόλου ασφαλισμένων στο ΙΚΑ



ΜΙΣΘΟΙ

€4,8 δισ.
20% συνόλου***



ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΙΣΦΟΡΕΣ

€2,1 δισ.
20% συνόλου***



ΦΟΡΟΣ ΕΠΙ ΚΕΡΔΩΝ

€0,8 δισ.
29% συνόλου****



* 20.500 δημοσιευμένοι ισολογισμοί χρήσης 2015 που περιλαμβάνονται στη βάση της ICAP

** σύνολο κερδών κερδοφόρων επιχειρήσεων

*** % επί του συνόλου τακτικών αποδοχών (χωρίς bonus και υπερωρίες)/ασφαλιστικών εισφορών ασφαλισμένων στο ΙΚΑ

**** % επί του συνόλου εσόδων από φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων

Όραμα

Οραματιζόμαστε την Ελλάδα ως τη χώρα, που κάθε πολίτης του κόσμου θα θέλει και θα μπορεί να επισκεφθεί, να ζήσει και να επενδύσει. Οραματιζόμαστε μια ανοιχτή, κοινωνικά υπεύθυνη και οικονομικά φιλελεύθερη χώρα-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που προτάσσει την ισχυρή ανάπτυξη ως παράγοντα κοινωνικής συνοχής. Θέλουμε μια Ελλάδα δυναμικό κέντρο της ευρωπαϊκής περιφέρειας, με στέρεους θεσμούς, ελκυστικό κοινωνικό και οικονομικό περιβάλλον, που προάγει τις εξαγωγές, την καινοτόμο επιχειρηματικότητα, την παραγωγή και τις ποιοτικές υπηρεσίες, τη βιώσιμη ανάπτυξη, τη γνώση, τη συνοχή, τις ίσες ευκαιρίες και το κράτος δικαίου.

Αποστολή

Ηγεσία & Γνώση

Ο ΣΕΒ διαδραματίζει ηγετικό ρόλο στον μετασχηματισμό της Ελλάδας σε μια παραγωγική, εξωστρεφή και ανταγωνιστική οικονομία, ως ανεξάρτητος και υπεύθυνος εκπρόσωπος της ιδιωτικής οικονομίας.

Κοινωνικός Εταίρος

Ο ΣΕΒ, ως κοινωνικός εταίρος που πιστεύει στη λειτουργία των θεσμών, προωθεί στα αρμόδια όργανα της Πολιτείας και της Ε.Ε. τις απόψεις και θέσεις της επιχειρηματικής κοινότητας.

Ισχυρός Εκπρόσωπος

Ο ΣΕΒ διαμορφώνει θέσεις, αναλύσεις και προτάσεις πολιτικής για την οικονομία, τη βιομηχανία, την καινοτομία, την απασχόληση, την παιδεία και τις εργασιακές δεξιότητες, τον κοινωνικό διάλογο, τη βιώσιμη ανάπτυξη, την εταιρική υπευθυνότητα.

Φορέας Δικτύωσης

Ο ΣΕΒ δικτυώνει τα μέλη του μεταξύ τους & με τα κέντρα αποφάσεων (εγχώρια και διεθνή), με στόχο τη δημιουργία προσιθέμενης αξίας.



Σύγχρονες Επιχειρήσεις, Σύγχρονη Ελλάδα

ΣΕΒ σύνδεσμος επιχειρήσεων
και βιομηχανιών

Ξενοφώντος 5, 105 57 Αθήνα
T: 211 5006 000
F: 210 3222 929
E: info@sev.org.gr
www.sev.org.gr

SEV Hellenic Federation
of Enterprises

168, Avenue de Cortenbergh
B-1000 Bruxelles
M: +32 (0) 494 46 95 24
E: sevbrussels@proximus.be

ΑΚΟΛΟΥΘΗΣΤΕ ΜΑΣ
ΣΤΑ ΜΕΣΑ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ
ΔΙΚΤΥΩΣΗΣ

