

## **Η ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΑΠΑΙΤΕΙ € >65 ΔΙΣ. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΜΕΙΩΘΕΙ ΣΕ <4% ΑΠΟ >7% ΣΗΜΕΡΑ ΜΟΝΟ ΕΤΣΙ ΘΑ ΕΠΙΣΤΡΕΨΕΙ Ο ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ<sup>1</sup>**

### **1. Σύνοψη**

Μεταξύ 2008 και 2014 διαπιστώνεται ότι:

1. Υπάρχει κατάρρευση της κεφαλαιακής υποδομής των ελληνικών επιχειρήσεων με απώλεια € >40 δισ. ιδίων και € ~25 δισ. τραπεζικών δανειακών κεφαλαίων.
2. Οι συνθήκες αξιοποίησης κεφαλαίων από τις ελληνικές επιχειρήσεις είναι πολύ δυσμενέστερες σήμερα, καθώς το λειτουργικό περιθώριο προ χρηματοοικονομικών δαπανών έχει μειωθεί από 5,3% των πωλήσεων σε μόλις 1,9%.

Για να ξαναγυρίσει στα επίπεδα του 2008, ο επιχειρηματικός τομέας στην Ελλάδα θα χρειαστεί να προσελκύσει ίδια και τραπεζικά κεφάλαια ύψους τουλάχιστον € 65 δισ. Συνάγονται τρεις σημαντικές χρηματοοικονομικές προϋποθέσεις για να ανακάμψει ο επιχειρηματικός τομέας:

- Μείωση του κόστους χρήματος σε <4% από >7% σήμερα, με γενική ανάταξη της πιστοληπτικής θέσης της χώρας. Σήμερα το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι άνω του 7% στην Ελλάδα, δηλαδή σχεδόν διπλάσιο έως τριπλάσιο από το αντίστοιχο στις χώρες της Κεντρικής και Βόρειας Ευρώπης (2,2%-3,3%).
- Διασφάλιση ρευστότητας και κινήτρου για τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, με μείωση των απαιτήσεων του κράτους για κεφάλαια από την εγχώρια τραπεζική αγορά (π.χ., με τη μορφή εντόκων γραμματίων). Ο ανταγωνισμός του κράτους όχι μόνο περιορίζει τη διαθεσιμότητα τραπεζικών πιστώσεων προς τον επιχειρηματικό τομέα, αλλά συμβάλει και στη διατήρηση υψηλού κόστους χρήματος.
- Περιορισμός μη αναγκαίων στοιχείων κόστους στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Βελτιώσεις του επιχειρηματικού περιβάλλοντος που δεν έχουν δημοσιονομικό κόστος μπορούν να μειώσουν το λειτουργικό κόστος των επιχειρήσεων κοντά στο 1%-1,5% των πωλήσεων.

Παράλληλα με την διασφάλιση αυτών των προϋποθέσεων, η επιδίωξη ανάπτυξης του επιχειρηματικού τομέα θα βοηθηθεί σημαντικά μέσω υγιούς ενίσχυσης της ζήτησης. Για παράδειγμα, εάν αποφευχθούν έκτακτες αρνητικές εξελίξεις, η ομαλή άνοδος της τουριστικής κίνησης μπορεί να συμβάλει σε αύξηση της ζήτησης κατά περισσότερο από € 1,5 δισ. κάθε χρόνο.

Εάν δεν υλοποιηθούν πρόοδοι προς αυτές τι κατευθύνσεις, ο επιχειρηματικός τομέας θα λειτουργεί σε ένα τέλμα συνεχούς προσπάθειας για επιβίωση, όχι ανάπτυξη.

Η βελτίωση δεν αναμένεται να είναι ούτε εύκολη, ούτε ταχεία. Άρα,

- όσο συντομότερα ξεκινήσει, τόσο νωρίτερα θα έρθουν τα αποτελέσματα,
- όσο σταθερότερη είναι, τόσο πιο βέβαια θα είναι τα αποτελέσματα

---

<sup>1</sup> Έρευνα Ομάδας Αναλυτών της ΟΜΙΚΡΟΝ ΑΕ με συντονισμό του Αντώνη Τορτοπίδη, οικονομολόγου.

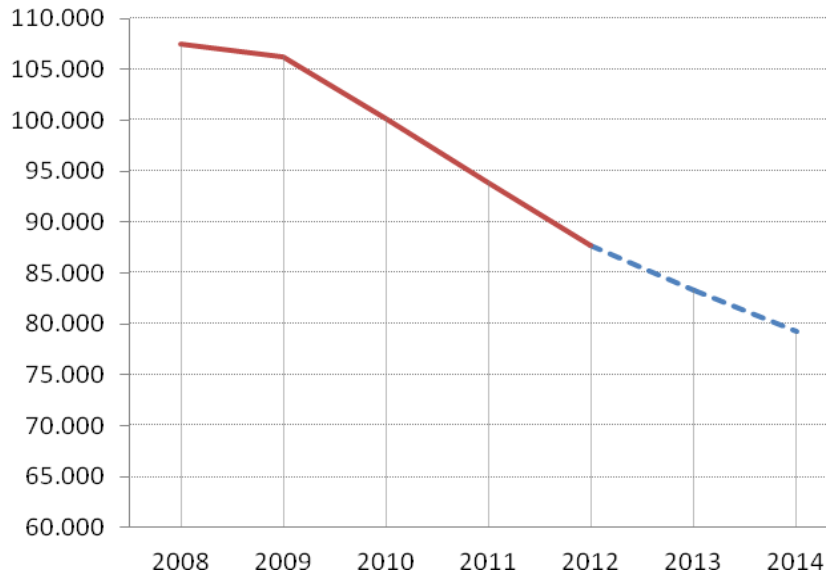
## 2. Η μείωση των κεφαλαίων των ελληνικών επιχειρήσεων στη διάρκεια της κρίσης

### Δραματική συρρίκνωση ιδίων κεφαλαίων

Μόνο στους τομείς μεταποίησης, εμπορίου και υπηρεσιών, τα ίδια κεφάλαια των εταιρειών μορφής ΑΕ και ΕΠΕ εκτιμάται ότι μειώθηκαν κατά € 28<sup>2</sup> δισ. μεταξύ 2008 και 2014 (επόμενο διάγραμμα).

#### ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΕ & ΕΠΕ ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗΣ-ΕΜΠΟΡΙΟΥ-ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

(εκατ. €)



Πηγή: — Επεξεργασία στοιχείων ΣΕΒ

(<http://www.sev.org.gr/online/viewPosNews.aspx?cat=24&mid621&lang=gr&Code=editions,4/3/2015>)

- - - Εκτιμήσεις ΟΜΙΚΡΟΝ ΑΕ

Ανάγοντας στο σύνολο των επιχειρήσεων όλων των κλάδων δραστηριότητας του ελληνικού επιχειρηματικού τομέα, εκτιμάται ότι υπήρξε μείωση των απασχολουμένων ιδίων κεφαλαίων κατά περισσότερα από € 40 δισ.

Αιτία της συρρίκνωσης των ιδίων κεφαλαίων είναι κυρίως η κάλυψη ζημιών και άλλων εταιρικών υποχρεώσεων της περιόδου 2009-2014, περιλαμβανομένων και ειδικών φόρων. Υπάρχει παράλληλα και απόσυρση κεφαλαίων, κυρίως στις περιπτώσεις εταιρειών που λύθηκαν κατά την περίοδο αυτή.

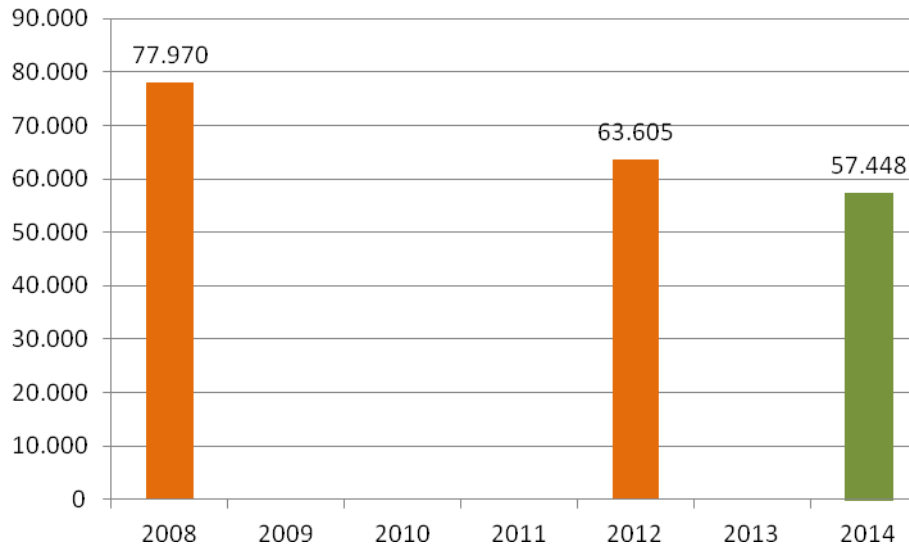
<sup>2</sup> Μεταξύ 2008 και 2012 υπάρχει καταμετρημένη επακριβώς μείωση ύψους € 20 δισ. Μετά το 2012 γίνεται η συντηρητική παραδοχή ότι συνεχίστηκε ο ίδιος μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης.


### Σημαντικός περιορισμός στην τραπεζική δανειοδότηση


Μόνο στους τομείς μεταποίησης, εμπορίου και υπηρεσιών, η τραπεζική δανειοδότηση των εταιρειών μορφής ΑΕ και ΕΠΕ εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά € 20<sup>3</sup> δισ. μεταξύ 2008 και 2014 (επόμενο διάγραμμα).

### ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΕ & ΕΠΕ ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗΣ-ΕΜΠΟΡΙΟΥ-ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

(εκατ. €)



Πηγή:  Επεξεργασία στοιχείων ΣΕΒ ,  
<http://www.sev.org.gr/online/viewPosNews.aspx?cat=24&mid621&lang=gr&Code=editions,4/3/2015>

 Εκτιμήσεις ΟΜΙΚΡΟΝ ΑΕ

Ανάγοντας στο σύνολο των επιχειρήσεων όλων των κλάδων δραστηριότητας, εκτιμάται ότι υπήρξε μείωση της τραπεζικής δανειοδότησης του ελληνικού επιχειρηματικού τομέα κατά περίπου € 25 δισ.

<sup>3</sup> Μεταξύ 2008 και 2012 υπάρχει καταμετρημένη επακριβώς μείωση ύψους € 14 δισ. Μετά το 2012 γίνεται η συντηρητική παραδοχή ότι συνεχίστηκε ο ίδιος μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης.

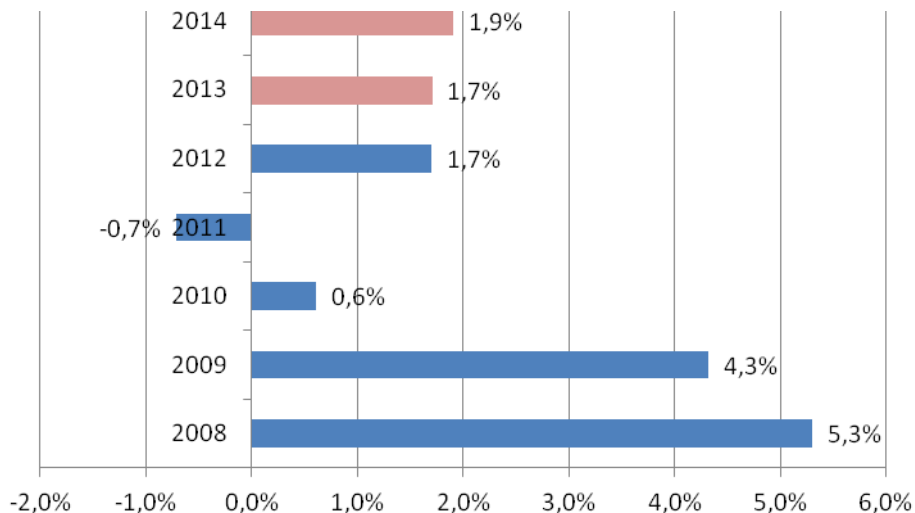
### 3. Δυσμενέστερες συνθήκες

Οι συνθήκες σήμερα είναι πολύ δυσμενέστερες από το 2008:

- Οι πωλήσεις των επιχειρήσεων μειώθηκαν κατά περίπου 30%-35%. Ως εξ αυτού, η παραγωγική λειτουργία τους καθίσταται λιγότερο ανταγωνιστική (αρνητικές οικονομίες κλίμακας), λόγω δυσμενέστερης σχέσης σταθερού/μεταβλητού κόστους.
- Οι δυσχερείς συνθήκες που αντιμετώπισαν τα τελευταία χρόνια, υποχρεώνουν τις ελληνικές επιχειρήσεις να εκσυγχρονίζονται λιγότερο αποτελεσματικά από τους ανταγωνιστές τους σε άλλες χώρες και, συνεπώς, να αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο διαρθρωτικό μειονέκτημα ανταγωνιστικότητας έναντι αυτών.


Το αποτέλεσμα είναι ότι το περιθώριο λειτουργικών αποτελεσμάτων προ χρηματοοικονομικών δαπανών επί των πωλήσεων είναι σήμερα σημαντικά χαμηλότερο από ότι ήταν το 2008 (επόμενο διάγραμμα). Θετικό στοιχείο αποτελεί ότι παρά το αρχικό σοκ, ήδη από το 2012 και μετά, οι ελληνικές επιχειρήσεις σταθεροποιήθηκαν σε θετικό περιθώριο, έστω και σημαντικά χαμηλότερο από ότι το 2008.

#### ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ % ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (προ χρηματοοικονομικών) ΕΠΙ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΕ & ΕΠΕ ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗΣ-ΕΜΠΟΡΙΟΥ-ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ



Πηγή:  Επεξεργασία στοιχείων ΣΕΒ ,

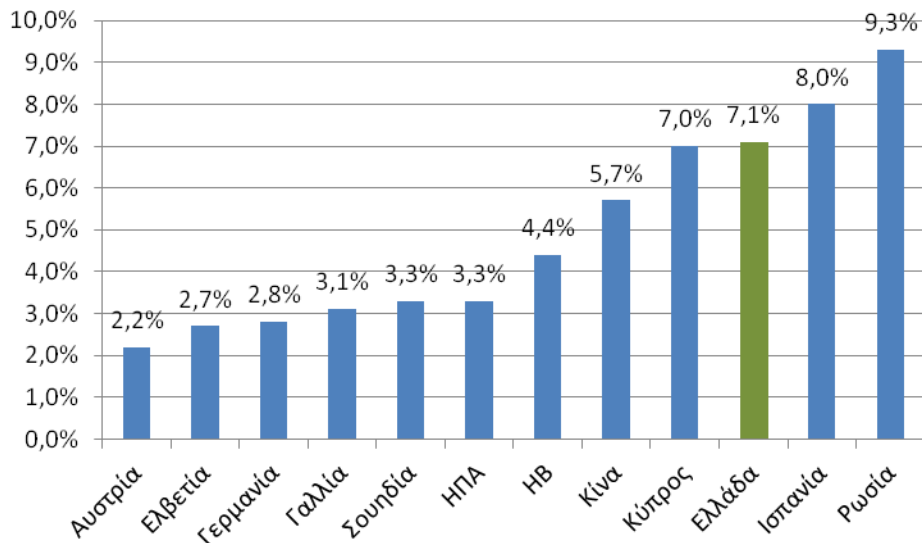
<http://www.sev.org.gr/online/viewPosNews.aspx?cat=24&mid621&lang=gr&Code=editions, 4/3/2015>

 Εκτιμήσεις ΟΜΙΚΡΟΝ ΑΕ

Όμως το περιθώριο λειτουργικού αποτελέσματος προ χρηματοοικονομικών δεν επαρκεί για να καλύψει το κόστος του τραπεζικού δανεισμού. Το κόστος του χρήματος για τις ελληνικές επιχειρήσεις έχει πλέον διαμορφωθεί σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από τους ανταγωνιστές τους σε άλλες χώρες. Το επιτόκιο δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων είναι υπερδιπλάσιο από τις επιχειρήσεις της Κεντρικής και Βόρειας Ευρώπης και σαφώς υψηλότερο από των κινεζικών επιχειρήσεων (επόμενο διάγραμμα).

#### ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΛΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΠΕΛΑΤΩΝ

(Τέλος 2013)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Central Intelligence Agency,  
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/rs.html>, 25/2/2015

Το 2009, οι χρηματοοικονομικές δαπάνες των ελληνικών ΑΕ και ΕΠΕ στους τομείς μεταποίησης-εμπορίου-υπηρεσιών αντιπροσώπευαν 2,5% των πωλήσεων, αφήνοντας τελικό (περιλαμβανομένων και χρηματοοικονομικών) θετικό αποτέλεσμα λειτουργίας 1.8% επί των πωλήσεων. Αντίθετα, το 2012, αυτό το ποσοστό είχε αυξηθεί στο 3,1%, που συνεπάγεται λειτουργικές ζημιές (περιλαμβανομένων και χρηματοοικονομικών) 1,4% επί των πωλήσεων. Ήδη το 2014, αυτό το ποσοστό εκτιμάται ότι έχει επιδεινωθεί αφενός με την αντικατάσταση παλαιότερων ληξάντων δανείων ευνοϊκότερου επιτοκίου με νεότερα και ακριβότερα και αφετέρου λόγω περαιτέρω αύξησης του επιτοκίου δανεισμού.

Ενώ στο πρώτο εξάμηνο του 2009, το μέσο επιτόκιο, σταθερό άνω των 5 ετών, για τραπεζικά δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν 5,16%, για το αντίστοιχο εξάμηνο του 2014, ανερχόταν σε 6,1% και προσφερόταν σταθερό μόνο για έως 1 χρόνο<sup>4</sup>. Το πραγματικό δε κόστος, περιλαμβανομένων άλλων άμεσων και έμμεσων στοιχείων κόστους τραπεζικών δανειακών κεφαλαίων (π.χ., έλεγχος φακέλου, προμήθειες) εκτιμάται ότι έχει επιβαρυνθεί ακόμη περισσότερο.

<sup>4</sup> Επεξεργασία στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος,  
[http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/rates\\_markets/deposits.aspx](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/rates_markets/deposits.aspx), 6/3/2015

#### 4. Χρηματοοικονομικές προϋποθέσεις για να ανακάμψει ο επιχειρηματικός τομέας

Για να ξαναγυρίσει στα επίπεδα του 2008, ο επιχειρηματικός τομέας στην Ελλάδα θα χρειαστεί να προσελκύσει ίδια και τραπεζικά κεφάλαια ύψους τουλάχιστον € 65 δισ., από τα οποία περισσότερα του 1/3 θα προέρχεται από τραπεζικό δανεισμό. Θα το καταφέρει;

- Πρώτη προϋπόθεση: να μειωθεί το κόστος του τραπεζικού δανεισμού: Μόνο αν μειωθεί σε επίπεδα αντίστοιχα με της κεντρικής και βόρειας Ευρώπης, η απόκτηση δανειακών κεφαλαίων από τις ελληνικές επιχειρήσεις μπορεί να αξιοποιηθεί κερδοφόρα. Εάν το κόστος παραμείνει όπως σήμερα, οι ελληνικές επιχειρήσεις είτε δεν θα επιδιώκουν νέο αυξημένο τραπεζικό δανεισμό, είτε θα εγκλωβίζονται σε ζημιολόγνα αποτελέσματα. Η πρώτη εκδοχή συνεπάγεται στασιμότητα κεφαλαίων και έλλειψη αναπτυξιακής δυναμικής. Η δεύτερη οδηγεί σε μη βιώσιμη λειτουργία και καθοδικούς κύκλους. Άρα επείγει η αποκατάσταση ομαλών χρηματοπιστωτικών συνθηκών και σημαντική βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας.
- Δεύτερη προϋπόθεση: να έχουν οι τράπεζες αφενός τη ρευστότητα και αφετέρου το κίνητρο για να παράσχουν την απαιτούμενη τραπεζική χρηματοδότηση για ανάπτυξη του επιχειρηματικού τομέα. Εάν η ρευστότητά τους εξαντλείται στην αγορά εντόκων γραμματίων του δημοσίου ή εάν αυτά προσφέρουν ελκυστικότερη απόδοση από τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων, δεν θα μπορούν ή δεν θα επιλέγουν να προβαίνουν σε δανειακή χρηματοδότηση της επιχειρηματικής ανάπτυξης.
- Τρίτη προϋπόθεση: να διασφαλίζεται ότι η τοποθέτηση ιδίων κεφαλαίων σε επιχειρηματικές πρωτοβουλίες έχει στατιστικές πιθανότητες να προσφέρει σε μεσομακροχρόνιο ορίζοντα απόδοση καλύτερη από την τοποθέτηση σε χρεόγραφα που στηρίζονται σε λιγότερο επικίνδυνες μορφές επενδύσεων. Η τελευταία (4/3/2015) έκδοση εξάμηνων εντόκων γραμματίων του ελληνικού δημοσίου είχε απόδοση 2,97%, πολύ μεγαλύτερη δηλαδή απόδοση από ότι οι τοποθετήσεις σε ομόλογα AAA της κεντρικής κυβέρνησης διάρκειας 3-12 μηνών στην ευρωζώνη, στα οποία η απόδοση κατά μέσο όρο είναι αρνητική -0,21% έως -0,25% σήμερα<sup>5</sup>. Σημαντικότερο ρόλο μπορεί να διαδραματίσει η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, κυρίως:
  - μέσω υγιούς ενίσχυσης της ζήτησης – για παράδειγμα, διασφαλίζοντας ότι θα αποφευχθούν έκτακτες ανωμαλίες, η άνοδος της τουριστικής κίνησης μπορεί να συμβάλει σε άμεση αύξηση της ζήτησης κατά περισσότερο από € 1,5 δισ. κάθε χρόνο<sup>6</sup>,
  - μέσω περιορισμού της γραφειοκρατίας και του σχετικού κόστους – για παράδειγμα, πλήρης εφαρμογή ηλεκτρονικής διακυβέρνησης στις σχέσεις επιχειρήσεων-κράτους μπορεί να επιφέρει μείωση του λειτουργικού κόστους των επιχειρήσεων της τάξεως του 1%. Σύμφωνα με λίγο παλαιότερη ανάλυση του 2005,<sup>7</sup> το κόστος της γραφειοκρατίας αντιπροσωπεύει 1,6% της προστιθέμενης αξίας των μεγάλων επιχειρήσεων

<sup>5</sup> Βλ. ΕΚΤ, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000177>, 9/3/2015

<sup>6</sup> Βλ. προβλέψεις «ΟΜΙΚΡΟΝ ΑΕ», [http://omikronconsulting.gr/projpdf/pdf\\_projid\\_346.pdf](http://omikronconsulting.gr/projpdf/pdf_projid_346.pdf), 9/3/2015

<sup>7</sup> Βλ. ΣΕΒ, Δελτίο Ανταγωνιστικότητας, Τεύχος 30, Ιούνιος 2005, [http://www.fgi.org.gr/uploads/largefiles/Deltio\\_Antagonistikotitas\\_June\\_2005\\_Teliko.pdf](http://www.fgi.org.gr/uploads/largefiles/Deltio_Antagonistikotitas_June_2005_Teliko.pdf), 9/3/2015

(δηλαδή περίπου 0,5%-0,7% των πωλήσεων τους), 3,7% της προστιθέμενης αξίας των μεσαίων επιχειρήσεων (δηλαδή περίπου 1,5% των πωλήσεων τους) και 7,6% της προστιθέμενης αξίας των μικρών επιχειρήσεων (δηλαδή περίπου 3% των πωλήσεων τους)

- μέσω εξάλειψης άχρηστων παραγόντων αβεβαιότητας (π.χ., σταθερό φορολογικό καθεστώς),
- αλλά και μέσω μείωσης άλλων στοιχείων κόστους της επιχειρηματικής δραστηριότητας (π.χ., εξορθολογισμός κόστους υπηρεσιών κοινής ωφέλειας) που μπορεί να επιφέρει μείωση του λειτουργικού κόστους των επιχειρήσεων της τάξεως του 0,5%-1% επί των πωλήσεων,

Εάν δεν υλοποιηθούν πρόοδοι προς αυτές τι κατευθύνσεις, ο επιχειρηματικός τομέας θα λειτουργεί σε ένα τέλμα συνεχούς προσπάθειας για επιβίωση, όχι ανάπτυξη.

Η βελτίωση δεν αναμένεται να είναι ούτε εύκολη, ούτε ταχεία. Άρα,

- όσο συντομότερα ξεκινήσει, τόσο νωρίτερα θα έρθουν τα αποτελέσματα,
- όσο σταθερότερη είναι, τόσο πιο βέβαια θα είναι τα αποτελέσματα